



Comentario económico

Política monetaria



Septiembre 19 de 2024

Tiempo de relajamiento

Autores:

Fabio D. Nieto

Economista Jefe

fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Banco Agrario de Colombia
Edificio Dirección General
Bogotá D.C.
Carrera 8 No. 15 – 43, Piso 7
+601 5948500
www.bancoagrario.gov.co

Investigaciones Económicas

Tesorería

Como se esperaba, la Fed finalmente inició en septiembre su ciclo de recortes de tasas de interés, aunque lo hizo en una magnitud que sorprendió a los analistas. Buena parte del mercado ya venía anticipando la magnitud de este movimiento, por lo que las primeras reacciones en los precios de los activos no han sido significativas. El emisor también confirmó que continuará reduciendo sus tenencias de activos (Tesoros y MBS), en línea con una postura de política que, en cualquier caso, seguirá siendo relativamente restrictiva en el corto plazo.

El nuevo material de proyecciones de los miembros del FOMC da cuenta de una expansión del PIB que continuaría superando su crecimiento tendencial en los próximos años. Sin embargo, el balance de riesgos entre inflación y empleo se ha inclinado decididamente a favor del segundo, en un contexto donde la Fed ha ganado más confianza sobre la sostenibilidad del proceso de convergencia de la inflación hacia la meta de 2% y la demanda de trabajo se ha debilitado.

Las trayectorias implícitas en las expectativas del FOMC ahora apuntan a unos niveles de desempleo que no sólo serán más altos frente a lo previsto meses atrás, sino que también aumentarán más rápidamente. Asimismo, ahora se espera que la inflación total y núcleo alcancen la meta de 2% hacia finales de 2025 y no en 2026, como se preveía anteriormente.

En este entorno, el ciclo de recortes previsto para las tasas de referencia en 2024 ahora sería de 100 pbs, lo que implica una reducción adicional de 50 pbs para lo que resta de este año. La Fed mantiene un lenguaje consistente con su objetivo de llevar la postura de política monetaria hacia terreno neutral, no necesariamente expansivo. Esto implica que reducciones de tasas hasta niveles muy por debajo de 3% son poco probables en los próximos años, pero es algo que naturalmente dependerá de la nueva información disponible.

Ahora esperamos que la Fed recorte en 25 pbs las tasas de referencia durante sus próximas reuniones de noviembre y diciembre, llevándolas al cierre de 2024 hasta el rango 4.25% - 4.5%. Reducciones mensuales en estas magnitudes son previsibles hasta 1T25. En coordinación con sus otros instrumentos de política monetaria y el objetivo de reservas amplias, también anticipamos por parte de la Fed nuevos ajustes en los parámetros de su programa de contracción cuantitativa (QT) a partir de 1T25.



Balance entre inflación y empleo

El tiempo de flexibilizar la postura monetaria finalmente le llegó a la Reserva Federal (Fed), en medio de un contexto macroeconómico equilibrado en términos de oferta y demanda agregada. En efecto, la Fed recortó en 50 pbs sus tasas de referencia hasta el rango 4.75% - 5%, aunque no lo hizo en los 25 pbs que la mayoría de analistas esperaban, incluidos nosotros (ver “En descenso por tobogán” en [IMCE – Septiembre de 2024](#)). Asimismo, la Fed confirmó que continuará reduciendo sus tenencias de activos (Tesoros y MBS), en línea con una postura de política que seguirá siendo relativamente restrictiva en el corto plazo.

Contrario a lo expresado en reuniones pasadas, el nuevo lenguaje de la Fed mostró una mayor confianza sobre el proceso de convergencia de la inflación hacia la meta de 2% en el horizonte de política. Al mismo tiempo, la Fed reveló ciertas preocupaciones en torno al comportamiento reciente del mercado laboral que, si bien mantiene un buen balance, recientemente ha mostrado una debilidad importante en el ritmo de generación de empleos, quizás más allá de lo deseado por la propia Fed.

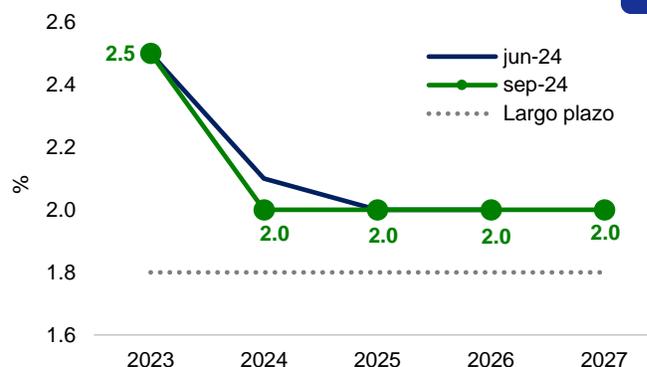
Lo anterior fue consistente con el nuevo material de proyecciones económicas de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés). De acuerdo con estas nuevas estimaciones del FOMC, ahora se esperan niveles más altos en la tasa de desempleo y aumentando más rápido frente a lo previsto. A su vez, la inflación retornaría a la meta hacia 2025 y no en 2026 como se anticipaba en meses previos.

En materia de PIB, la mediana de pronósticos del FOMC no mostró cambios importantes frente al material de proyecciones del pasado mes de junio. Para los próximos 3 años a partir de 2024, el FOMC sigue anticipando un crecimiento favorable alrededor de 2%, el cual es ligeramente superior al crecimiento tendencial del PIB estimado en 1.8% (Gráfico 1).

Para la tasa de desempleo, el FOMC ahora estima un pico de 4.4% en 2024-2025, por encima del pico de 4.2% previsto en junio y que se esperaba alcanzar solo hacia 2025 (Gráfico 2). Para 2026 y 2027 se prevén descensos en los niveles de desempleo hacia 4.3% y 4.2%, respectivamente, alineándose de esta forma a sus valores

Trayectorias esperadas en el crecimiento del PIB*

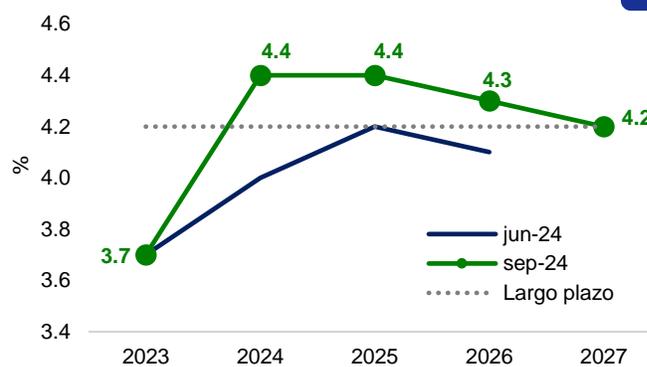
1



Fuente: Reserva Federal. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Sendas calculadas con la mediana de pronósticos del FOMC.

Trayectorias esperadas en la tasa de desempleo*

2



Fuente: Reserva Federal. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Sendas calculadas con la mediana de pronósticos del FOMC.



estructurales. Esto es consistente con un crecimiento del PIB superior al potencial y suficiente para cerrar una previsible brecha negativa de empleo.

En cuanto a la inflación implícita en el Gasto de Consumo Personal (PCE, por sus siglas en inglés), la convergencia hacia la meta de 2% ahora se estima más rápida. Los nuevos números del FOMC apuntan a una inflación del PCE sobre la meta de 2% a partir de 2025, contrario a la expectativa de junio cuando se estimaba que la inflación retornaría a la meta sólo hacia 2026 (Gráfico 3). La nueva trayectoria de la inflación núcleo también apunta a un cierre total de la brecha positiva de precios (inflación observada por encima de la meta) en 2025, con niveles terminales del orden de 2.2%.

Flexibilización no es expansión

En este entorno, las nuevas trayectorias de tasas de interés del FOMC dan cuenta de un ciclo monetario de la Fed que llegará a terreno neutral más rápido frente a lo estimado inicialmente, consistente con el diagnóstico macroeconómico explicado en la sección anterior.

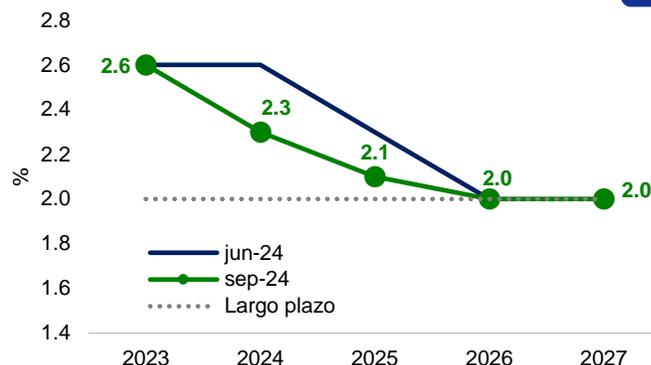
Sin embargo, esto no necesariamente implica un ciclo expansivo de política monetaria. Más aún, tampoco altera el objetivo trazado por la Fed desde hace algunos meses atrás, el cual consiste en llevar su postura a unos niveles coherentes con un cierre de brechas positivas de producto, empleo y precios (ver “Ajuste casi completo” en [CE – Agosto 6 de 2024](#)).

Las proyecciones del FOMC ahora dan cuenta de un ciclo completo de reducción de tasas en 2024 de 100 pbs, no los 25 pbs que se preveían en junio. Esto significa que, con el reciente recorte de 50 pbs de septiembre, las tasas de interés de referencia deberían descender otros 50 pbs para cerrar el año en el rango 4.25% - 5%. Teniendo en cuenta que sólo restan dos reuniones de política monetaria con decisión de tasas (noviembre y diciembre), la Fed podría optar por otro recorte de 50 pbs en alguna de esas reuniones o por sendos recortes de 25 pbs en cada una ellas.

Para los próximos dos años, el FOMC sigue anticipando reducciones anuales de 100 pbs en las tasas de interés, pero ahora hasta rangos de 3.25% - 3.5% en 2025 y de 2.75% - 3% en 2026. Puesto que el nivel neutral de tasas

Trayectorias esperadas en la inflación del PCE*

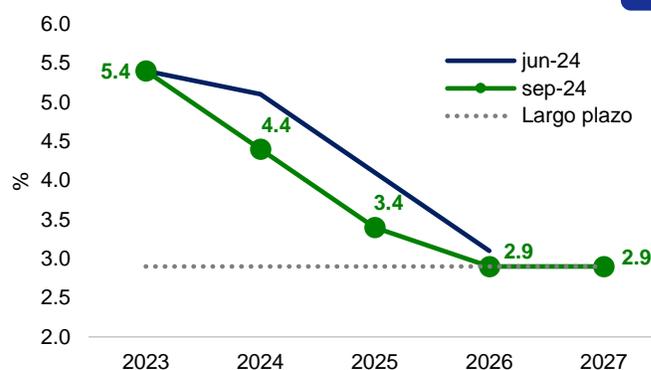
3



Fuente: Reserva Federal. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Sendas calculadas con la mediana de pronósticos del FOMC.

Trayectorias esperadas en la tasa de interés del Fed*

4



Fuente: Reserva Federal. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Sendas calculadas con la mediana de pronósticos del FOMC.



de interés en EEUU que estima el FOMC es muy cercano al 3%, lo anterior significa que la Fed llevaría su postura monetaria a terreno neutral hacia finales de 2025 y no en 2026, como se estimaba previamente (Gráfico 4).

Expectativas de corto plazo

En nuestra opinión, la decisión de la Fed de recortar 50 pbs su tasa de referencia en septiembre fue consecuente con lo que los mercados financieros venían anticipando, pero también con un balance de riesgos en materia de inflación y empleo que se sigue inclinando en favor de la dinámica del mercado laboral.

No obstante, como lo explicamos previamente, la Fed ha vuelto a ratificar que su objetivo es llevar su postura monetaria a terreno neutral, lo cual es consistente con las proyecciones de los miembros del FOMC en materia de tasas de interés para los próximos años. Creemos que los movimientos de tasas de interés para lo que resta de 2024 no necesariamente van a repetir la magnitud del recorte de septiembre, pero sí mantendrán una frecuencia de recortes mensuales probablemente hasta 1T25.

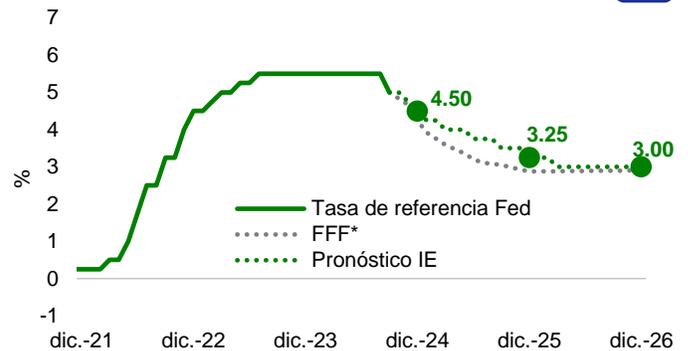
Esto tiene dos implicaciones. Primero, desestima la expectativa de que la Fed ejecute un ciclo completo de 150-175 pbs en la tasa de referencia en 2024, algo que venía descontando de forma exagerada el mercado. Esto permite anticipar cierta lateralidad de muy corto plazo en las tasas de interés de los mercados de deuda global y también estabilidad en la cotización del USD.

En segundo lugar, incorpora una trayectoria de tasas donde la postura neutral de política se alcanzaría un poco antes de lo que sugieren las expectativas del FOMC. Las tasas implícitas en los Futuros de Fondos Federales (FFF) descuentan dicho escenario incluso a partir de mediados de ese año, pero es probable que tengan todavía alguna distorsión que exige prudencia en su lectura.

Por todo lo anterior, **ahora esperamos que la Fed recorte en 25 pbs las tasas de referencia durante sus próximas reuniones de noviembre y diciembre, llevándolas al cierre de año hasta el rango 4.25% - 4.5%**. En nuestro nuevo escenario central, estos recortes mensuales de 25 pbs se prolongarían hasta 1T25 y a partir de 2T25 su frecuencia pasaría a ser trimestral, aunque manteniendo la misma magnitud de recortes en

Trayectoria de la tasa de política monetaria en EEUU

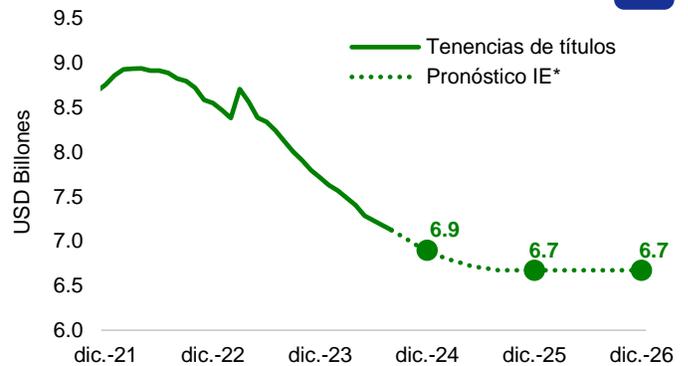
5



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasas implícitas en la curva de FFF con corte al 18 de septiembre de 2024.

Normalización del balance de activos de la Fed

6



Fuente: Federal Reserve. Investigaciones Económicas - BAC.
*Ajuste trimestral de USD 15,000 millones a partir de 1T25.



25 pbs. Así, la tasa terminal en 2025 se situaría en el rango 3% - 3.25% (Gráfico 5), prácticamente en sus niveles neutrales.

En coordinación con sus otros instrumentos de política monetaria, también **anticipamos ajustes en los parámetros del programa de reducción de tenencias de activos o contracción cuantitativa (QT, por sus siglas en inglés) a partir de 1T25.**

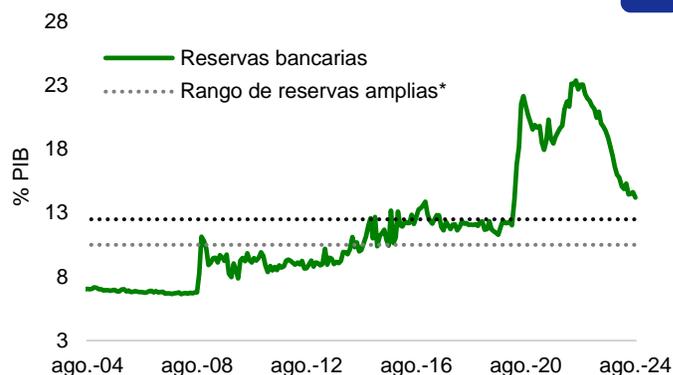
Actualmente, la Fed está dejando marchitar su balance de activos en ritmos de USD 60,000 millones mensuales (vencimientos de USD 35,000 millones en MBS y USD 25,000 millones en Tesoros). Creemos que dichos ajustes serán trimestrales, probablemente en montos del orden de USD 15,000 millones, con lo cual el saldo de tenencias de activos se reduciría hacia niveles de USD 6.7 billones al cierre de 2025, desde los actuales USD 7.1 billones (Gráfico 6). A partir de allí, el saldo de tenencias permanecería estable bajo una política de reinversión total de vencimientos.

En función del objetivo de reservas bancarias adoptado por la Fed hace varios años atrás, los niveles normales-neutrales del régimen de reservas amplias se estiman entre 10% y 12% del PIB (ver “La Fed sin apuros” en [CE – Febrero 5 de 2024](#)). Al corte del pasado mes de agosto, las reservas bancarias se situaban en 13.7% del PIB (Gráfico 7).

Teniendo en cuenta los ajustes del QT implícitos en nuestros supuestos y sus efectos sobre la base monetaria, estimamos que las reservas bancarias alcanzarían sus niveles normales de 10% - 12% del PIB durante la segunda mitad de 2025. Lo anterior guarda coherencia con nuestra expectativa de una postura neutral de política monetaria en EEUU que se alcanzaría durante ese momento del tiempo.

Evolución de las reservas bancarias en EEUU

7



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Estimaciones tomadas del trabajo de Wessel (2024).



AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.
