



Comentario económico

Política monetaria

Diciembre 20 de 2024

Una Fed cautelosa

Autores:

Fabio D. Nieto

Economista Jefe

fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Natalia Ossa M.

P.S. - Macroeconomía

natalia.ossa@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

En línea con las expectativas de la amplia mayoría del mercado, la Fed recortó en 25 pbs su tasa de referencia en diciembre hasta el rango 4.25% - 4.5%. 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. La reacción de los mercados financieros ante esta decisión ha sido importante, con fuertes desvalorizaciones en los precios de activos de alto riesgo, aumentos en las tasas de interés de los mercados de deuda y una disparada en la cotización del dólar.

El lenguaje de la Fed sigue mostrando confianza sobre el proceso de convergencia de la inflación hacia la meta de 2%, en un entorno donde las expectativas de inflación están bien ancladas y el balance agregado de oferta y demanda luce más equilibrado. Sin embargo, y a diferencia del tono que mostraba el emisor en meses pasados, el ciclo económico en EEUU se está extendiendo y eso tiene implicaciones sobre la inflación y las tasas de interés, pues ahora descenderían más lentamente.

El nuevo material de proyecciones económicas de la Fed revela justamente esta nueva perspectiva. En efecto, ahora se esperan crecimientos del PIB más altos para 2024-2025, una tasa de desempleo que aumentará muy marginalmente en los próximos años y una inflación que sólo retornaría a la meta de 2% hacia el año 2026, no en 2025 como se anticipaba preliminarmente.

En este entorno, las nuevas trayectorias de tasas de interés dan cuenta de un ciclo monetario que, a diferencia de lo previsto en meses anteriores, no llegará a terreno neutral tan rápidamente. Más aún, con un ciclo económico extendido, es difícil anticipar que la política monetaria se torne expansiva en los próximos 2-3 años, a menos que una recesión ocurra por factores no previstos.

Ahora esperamos que el siguiente recorte de 25 pbs de tasas de interés de la Fed ocurra hacia mediados de 2025 y no a principios como lo anticipábamos previamente. En nuestra opinión, el siguiente recorte, también de 25 pbs, llegaría hacia finales de ese año, con lo cual la tasa de referencia cerraría en el rango 3.75% - 4%, en línea con las expectativas de los miembros del Fed. Las tasas implícitas en el mercado monetario dan cuenta de un descenso de las tasas en EEUU incluso más lento.

Ciclo extendido

En línea con nuestras expectativas, la Reserva Federal de EEUU (Fed) recortó en sendos 25 pbs sus tasas de referencia durante sus reuniones de noviembre y diciembre, llevándolas hasta el rango 4.25% - 4.5% (ver “Tiempo de relajamiento” en [CE – Septiembre 19 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.

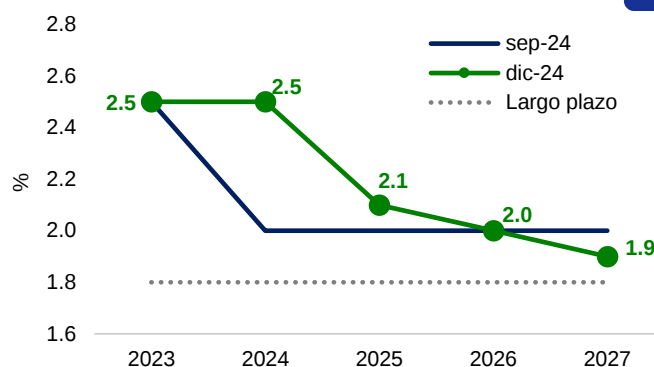
El lenguaje de la Fed sigue mostrando confianza sobre el proceso de convergencia de la inflación hacia la meta de 2% en el horizonte de política, en un entorno donde las expectativas de inflación están bien ancladas, el crecimiento económico continúa siendo sólido y existe un buen balance en el mercado laboral, con una tasa de desempleo que persiste por debajo de niveles históricos. Sin embargo, y a diferencia del tono que mostraba el emisor en su reunión de septiembre, el ciclo económico en EEUU se está extendiendo y eso tiene implicaciones sobre la inflación y las tasas de interés, pues ahora descenderían más lentamente.

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 las nuevas estimaciones de diciembre, ahora se esperan crecimientos más altos para 2024-2025, una tasa de desempleo que aumentará muy marginalmente y una inflación que sólo retornaría a la meta de la Fed hacia el año 2026, no en 2025 como se anticipaba preliminarmente.

En materia de PIB, la mediana de pronósticos del FOMC ahora estima crecimientos de 2.5% en 2024 y 2.1% en 2025, por encima de las proyecciones del pasado mes de septiembre donde se estimaban expansiones de 2% para los mismos años. En los 2 años subsiguientes, el FOMC sigue anticipando crecimientos del orden de 2%, ligeramente superiores al crecimiento tendencial del PIB estimado en 1.8% (Gráfico 1).

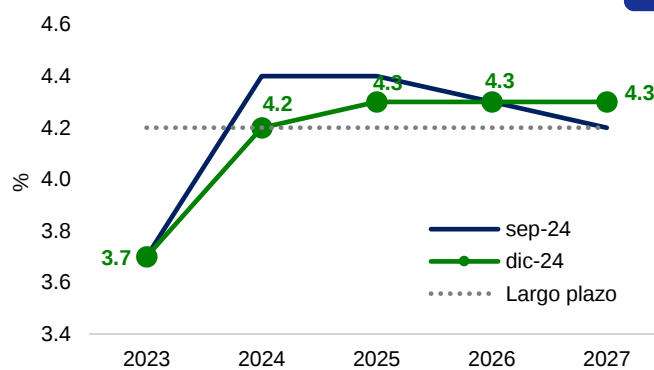
Para la tasa de desempleo, el FOMC ahora estima niveles del orden de 4.2% en 2024 y de 4.3% en tres los años posteriores (Gráfico 2). En comparación con las previsiones de septiembre, lo anterior refleja una

Trayectorias esperadas en el crecimiento del PIB*



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

Trayectorias esperadas en la tasa de desempleo*



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

1

2

perspectiva más optimista en materia de desempleo que no sólo es consistente con las nuevas previsiones de crecimiento económico, sino también con un mercado laboral mejor balanceado.

En cuanto a la inflación implícita en el Gasto de Consumo Personal (PCE, por sus siglas en inglés), y en línea con un ciclo económico expansivo más extendido, el FOMC ahora espera una convergencia de la inflación hacia la meta de 2% un poco más lenta. En efecto, los nuevos números del FOMC apuntan a una inflación del PCE de 2.4% en 2024 y de 2.5% en 2025, muy por encima de las previsiones de septiembre, aunque retomaría sus descensos a partir de 2026 y alcanzaría la meta hacia 2027 (Gráfico 3). La nueva trayectoria prevista por el FOMC sobre la inflación núcleo también es coherente con estas nuevas perspectivas, pues ahora esta medida de inflación de demanda cerraría 2024 en 2.8% y 2025 en 2.5%, en ambos casos por encima de la meta de 2%.

Ni muy pronto ni demasiado tarde

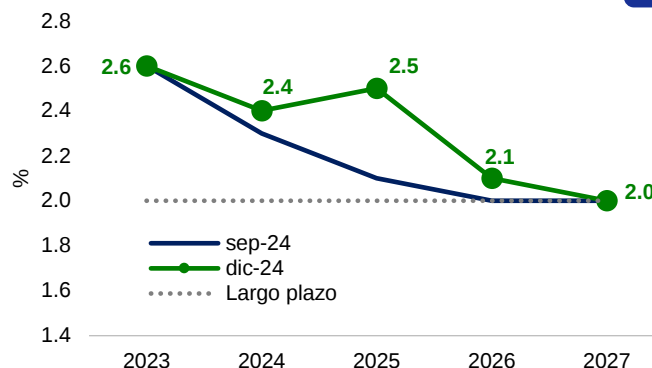
En este entorno, las nuevas trayectorias de tasas de interés del FOMC dan cuenta de un ciclo monetario de la Fed que, a diferencia de lo previsto en meses anteriores, no llegará a terreno neutral tan rápidamente. Más aún, con un ciclo económico extendido, es difícil anticipar que la política monetaria se torne expansiva en los próximos 2-3 años, a menos que una recesión ocurra.

A pesar de lo anterior, el lenguaje de la Fed sigue revelando un tacto quirúrgico en su toma de decisiones de política monetaria. Por un lado, y dado el actual diagnóstico macroeconómico, el emisor sabe que reducir rápidamente las tasas de interés podría revertir el proceso desinflacionario y perder las ganancias obtenidas en este frente durante los últimos dos años. Sin embargo, también es consciente que frenar la flexibilización monetaria implica riesgos sobre el crecimiento y el desempleo.

Las proyecciones del FOMC ahora dan cuenta de un ciclo completo de reducción de tasas en 2025 de 50 pbs, no los 100 pbs que se preveían en septiembre. Esto significa que, dadas las recientes magnitudes en las que ha recortado sus tasas de referencia, la Fed ejecutaría dos recortes de 25 pbs y las llevaría al cierre de ese año al rango 3.75% - 4% (Gráfico 4).

Trayectorias esperadas en la inflación del PCE*

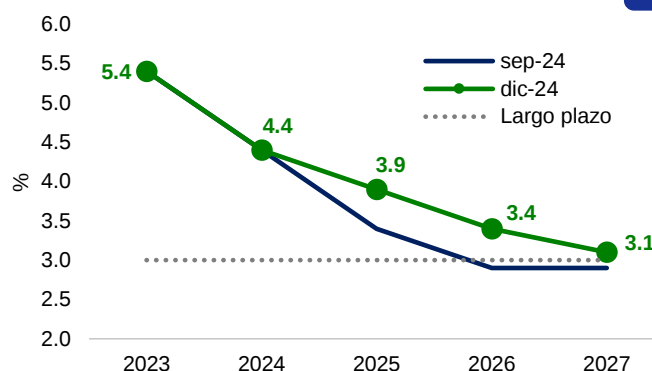
3



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.

Para 2026 y 2027, el FOMC también anticipa ciclos de reducciones anuales de 50 pbs en las tasas de interés. Puesto que el nivel neutral de tipos de interés en EEUU que estima el FOMC es muy cercano al 3%, lo anterior significa que la Fed mantendría una postura relativamente contractiva en el futuro cercano y sólo hacia 2027 se acercaría a terreno neutral, en contraste con la perspectiva de septiembre que apuntaba una postura neutral a partir del año 2026.

Expectativas de corto plazo

La reacción de los mercados financieros a esta decisión de la Fed ha sido significativa. En efecto, los precios de los activos de alto riesgo se han desvalorizado, al tiempo que las tasas de interés de los mercados de deuda y la cotización del USD han aumentado. No obstante, es de esperar que, una vez las aguas se calmen, los precios de los activos riesgosos sean los más beneficiados.

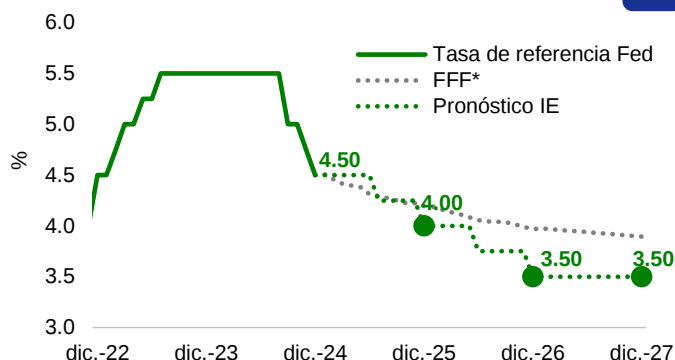
En nuestra opinión, ante los buenos fundamentos de la economía de EEUU, unas tasas de interés descendiendo lentamente y varios riesgos inflacionarios a la vista derivados de presiones fiscales, el panorama global para la renta fija se está tornando altamente retador. Ni siquiera los rendimientos reales de corto plazo en los mercados de deuda pública (más precisamente a plazos de 1 año) ofrecen oportunidades tan atractivas como sí lo están haciendo otros títulos-valor como las acciones.

Por ejemplo, descontando la inflación esperada del PCE para 2025 (2.5%), al tomar el rendimiento actual de un bono del Tesoro a 1 año (4.25%) la rentabilidad real esperada sería del orden de 1.75%. Mientras tanto, la rentabilidad total-anual esperada de una referencia de la renta variable como el S&P 500, tomando como base una valorización a mercado de 25% el próximo año y un rendimiento anual por dividendo de 1.5%, le ofrece a un inversionista un retorno real de hasta 24%.

Por todo lo anterior, **esperamos que el siguiente recorte de 25 pbs de tasas de interés de la Fed ocurra hacia mediados de 2025**. Dada la nueva información disponible y la naturaleza data-dependiente de un banco central, creemos que el siguiente recorte, también de 25 pbs, llegaría hacia finales de ese año, con lo cual la tasa de referencia cerraría en el rango 3.75% - 4%, en línea con las expectativas del FOMC.

Trayectoria de la tasa de política monetaria en EEUU

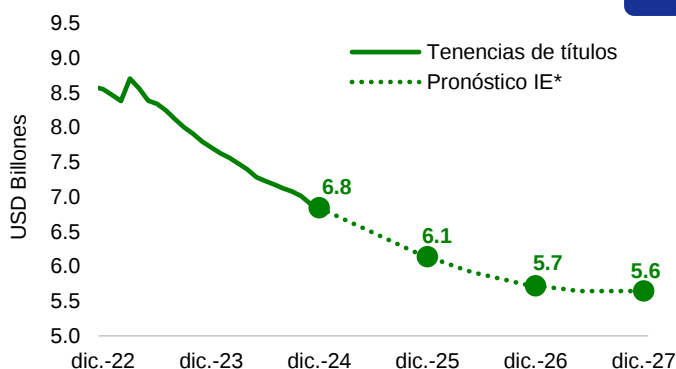
5



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Futuros de Fondos Federales (FFF) al 19 de diciembre de 2024.

Normalización de tenencias de activos de la Fed

6



Fuente: Federal Reserve. Investigaciones Económicas - BAC.
*Ajuste semestral de USD 15,000 millones a partir de diciembre de 2025.

Para los próximos años, esperamos que las tasas sigan descendiendo hacia niveles ligeramente por encima de 3%. Esto contrasta con las tasas de interés implícitas en el mercado de Futuros de Fondos Federales (FFF), las cuales se ubican para el mismo horizonte de tiempo en niveles más cercanos al 4% y anticipan una postura de la Fed incluso algo más restrictiva (Gráfico 5).

En coordinación con sus otros instrumentos de política monetaria, **seguimos anticipando que la Fed seguirá 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)**. Previamente, estimábamos que hacia 1T25 podría darse una revisión en los parámetros de este programa de reducción de tenencias de activos o contracción cuantitativa (QT, por sus siglas en inglés). Sin embargo, dado el nuevo tono de la Fed, ahora creemos que esto podría ocurrir solo hacia finales de 2025 o comienzos de 2026.

Dichos ajustes serían semestrales, 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 6.1 billones al cierre de 2025, desde los actuales USD 6.8 billones (Gráfico 6). El saldo de tenencias descendería en los siguientes años hasta niveles de USD 5.7 - 5.6 billones, algo que guarda coherencia con el esquema de reservas amplias que ha manejado la Fed en la última década.

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.
