

# Comentario Económico

## Investigaciones Económicas

### Resumen

- *La última reunión de la Fed no defraudó y aclaró varios interrogantes de cara al futuro cercano. El nuevo material de proyecciones macroeconómicas incluyó las cifras de 2024 por primera vez. Adicionalmente, el emisor envió señales contundentes sobre el timing del desmonte de su programa de compras mensuales de activos y disipó la incertidumbre en torno a este evento.*
- *Si bien la Fed no hizo explícita aún la magnitud a la cual desmontará sus compras de títulos, sí ratificó su intención de: i) iniciar el desmonte del programa hacia finales de este año, muy probablemente arrancando desde el próximo mes de noviembre; y ii) finalizarlo hacia mediados de 2022.*
- *Las trayectorias previstas de desempleo e inflación son optimistas y sugieren una convergencia rápida hacia sus niveles de largo plazo. En particular, se espera que la tasa de desempleo alcance registros pre-pandemia de 3.5% a partir de 2023. La inflación permanecería, en promedio, ligeramente por encima de la meta de 2% para los próximos años y el choque de oferta que la disparó en 2021 se revertiría rápidamente en 2022.*
- *Las tasas de interés se incrementarían a partir de 2022, y no desde 2023, como lo sugería el gráfico de puntos de la pasada reunión de junio del emisor. El ajuste vía tasas de interés podría involucrar aumentos de 75-100 pbs por año a partir de 2023.*
- *Las tasas de interés de los Tesoros seguirán incorporando la tendencia alcista estructural que se deriva de este proceso de normalización monetaria de la Fed en los próximos años. De la misma forma, la cotización del dólar en los mercados internacionales debería aumentar.*

**Fabio D. Nieto**  
Economista Jefe  
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co  
Teléfono: 5945555 Ext. 9984

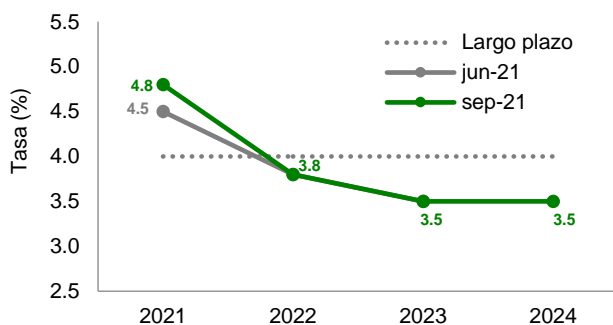
**Camila Martinez K.**  
Profesional Universitario  
camila.martinez@bancoagrario.gov.co  
Teléfono: 5945555 Ext. 6771

**Brayan R. Fonseca**  
Practicante  
brayan.fonseca@bancoagrario.gov.co  
Teléfono: 5945555 Ext. 9003

## La Fed marcando el paso

En su más reciente reunión de política monetaria, la Reserva Federal (Fed) de EEUU mantuvo su tasa de referencia inalterada en el rango 0% - 0.25%, así como su programa de compras de Tesoros y títulos respaldados por hipotecas (MBS) en al menos 120 mil millones de dólares mensuales. La decisión era ampliamente descontada por los mercados y los analistas, pero suscitaba particular interés por: i) las posibles señales que el emisor enviase en torno al momento de comenzar a reducir el importe del programa de compras de activos; y ii) la magnitud del ajuste de tipos de interés previsto para los próximos años. En ambos casos, la Fed no defraudó y aclaró algunos interrogantes de cara al futuro cercano.

**Gráfico 1. Mediana de pronósticos tasa de desempleo**



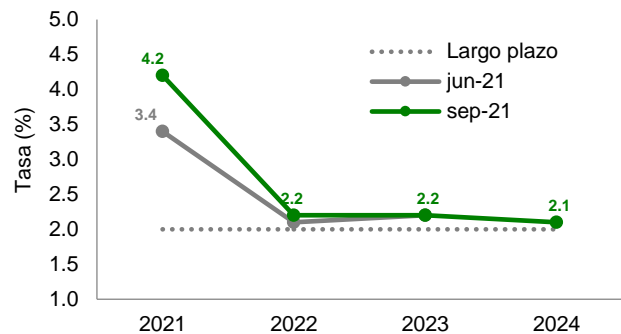
Fuente: Reserva Federal. Investigaciones Económicas - BAC.

Primero, el nuevo material de proyecciones del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) expuso por primera vez cifras de 2024 y reveló unas trayectorias de las principales variables macroeconómicas que convergerían a sus objetivos a partir de 2022-2023. En efecto, se estima que la tasa desempleo descienda sucesivamente desde 4.8% en 2021 (vs 4.5% previsto en junio) hasta 3.5% en 2023, alineándose de esta forma con sus niveles estructurales de largo plazo o pleno empleo incluso desde el año 2022 (Gráfico 1).

Para el caso de la inflación del PCE (medida preferida por la Fed), la mediana de pronósticos de los miembros del FOMC aumentó significativamente para 2021 desde 3.4% estimado en junio hasta 4.2%, en línea con la expectativa de la mayoría de analistas y

el mercado. No obstante, la Fed continúa sustentando en su totalidad que esta inflación alta obedece a efectos transitorios de oferta que han incrementado algunos precios al consumidor, así como varios costos al productor, especialmente los de transporte marítimo. Para los siguientes tres años se estiman descensos graduales hacia niveles ligeramente superiores a la meta de 2% (Gráfico 2), algo que es consistente con una corrección prevista de los precios, una vez se disipen los choques de oferta que han disparado la inflación en 2021.

**Gráfico 2. Mediana de pronósticos inflación del PCE**



Fuente: Reserva Federal. Investigaciones Económicas - BAC.

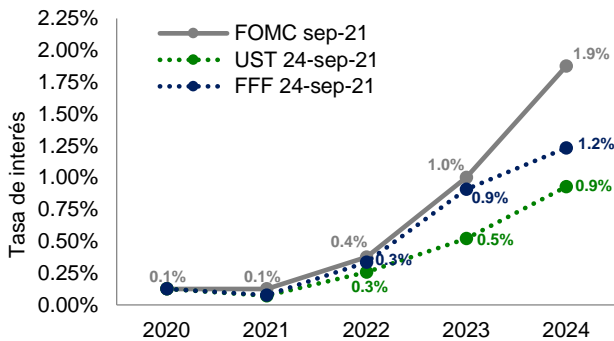
En materia de crecimiento económico, los miembros del FOMC estiman un crecimiento de 5.9% del PIB en 2021, inferior al 7% anterior. Dicho ajuste obedece a la reciente desaceleración en la actividad que ha causado la variante delta de coronavirus, forzando nuevas restricciones sobre los negocios y el aparato productivo de la economía. Para los siguientes tres años, el FOMC estima un crecimiento medio del PIB de 2.8% anual que supera el 1.8% estructural y que, además, es consistente con: i) un cierre gradual de la brecha negativa del producto; y ii) una tasa de desempleo descendiendo hacia niveles de pleno empleo.

En segundo lugar, el gráfico de puntos (*dot plot*), que contiene la distribución de las votaciones de los 18 miembros del FOMC, sugiere que la tasa de intervención podría comenzar a subir a partir de 2022 con un incremento marginal de 25 pbs hasta el rango 1.25% - 1.50%. Esto contrasta con la trayectoria de tasas prevista en junio, cuando el mismo *dot plot* sugería un primer incremento de los tipos apenas

hasta 2023. Más aún, las nuevas expectativas del FOMC apuntan a que el ajuste en las tasas de interés sería menos gradual, pues ahora se espera un ciclo completo de 75 pbs al alza en los tipos para 2023, superior al ciclo de incrementos de 50 pbs previsto en junio.

La información del *dot plot* para 2024 indica un ciclo al alza en los tipos de 75-100 pbs adicionales. Esto significa que la Fed llevaría su tasa de referencia desde el rango actual de 0% - 0.25% hasta 1.75% - 2% en 2024, en línea con unas perspectivas favorables en materia de crecimiento, desempleo e inflación para el futuro cercano. En este entorno, las tasas de interés de corto plazo en los mercados de deuda pública y monetario en EEUU han comenzado a ajustarse a la senda prevista por la Fed, aunque todavía no se han adaptado en su totalidad (Gráfico 3).

**Gráfico 3. Trayectorias esperadas en las tasas del Fed**



Fuente: Reserva Federal y Bloomberg. Elaboración IE - BAC.

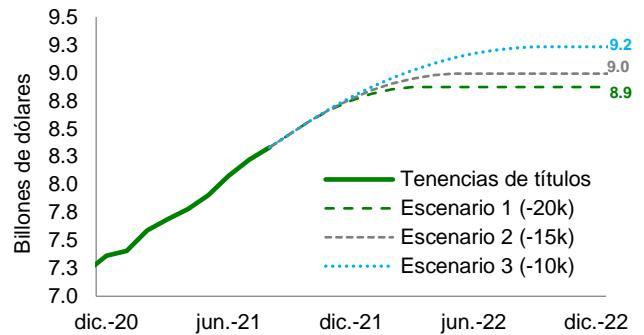
Tercero, aunque la Fed no anunció explícitamente el mes en el cual comenzará a reducir el ritmo de las compras mensuales de activos, sí ratificó que dicho momento llegará antes de finalizar 2021. Además, según lo comentó en rueda de prensa el Presidente de la Fed, Jerome Powell, el desmonte total del plan de compras de activos se espera que finalice hacia mediados de 2022.

Esto ya era conocido por los mercados desde finales de agosto, cuando en el simposio de Jackson Hole Powell se refirió sobre el ritmo que tiene previsto la Fed para desmontar su programa de inyecciones de liquidez. Teniendo en cuenta que únicamente restan

dos reuniones de política monetaria de la Fed en 2021, y que el anuncio del *tapering* suele hacerse antes de hacer efectivo el plan, creemos que en octubre la Fed formalizará dicho anuncio y **a partir de noviembre iniciaría la reducción de las compras de activos.**

La pregunta clave gira en torno al ritmo que la Fed desmontará su programa. Esto es, que desde los 120 mil millones de dólares que actualmente le inyecta a la economía a través de compras de MBS y Tesoros, cuál será el ritmo al que dicho importe se irá reduciendo gradualmente hasta ser igual a cero. Dada la elevada probabilidad que el *tapering* inicie en noviembre, y que hacia mediados de 2022 se espera que el emisor desmonte por completo el programa de compras, **es previsible que el ritmo de reducciones de los estímulos oscile entre 10 mil y 20 mil millones de dólares al mes.** Bajo distintos escenarios que incorporan un desmonte como el descrito antes, esto significa que el balance de activos de la Fed llegaría hasta un techo del orden de 9 billones de dólares en 2022 (Gráfico 4).

**Gráfico 4. Balance de activos del Fed y sendas previstas**

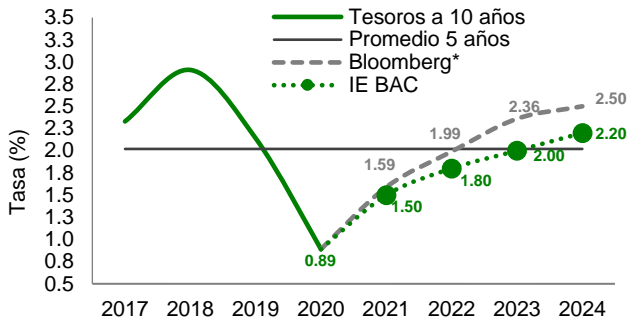


Fuente: Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En este entorno, **estimamos un nivel justo para las tasas de interés de los Tesoros a 10 años en 1.5%**, valores a los cuales debería converger en lo que resta de 2021. La normalización de la política monetaria de la Fed necesariamente seguirá marcando una tendencia alcista estructural en los rendimientos de largo plazo de la deuda pública de EEUU para los próximos años, ahondada por las presiones inherentes en los planes de estímulo fiscal de la administración Biden. No obstante, más allá de lo que

sugieren las expectativas de tasas de interés de los miembros del FOMC, esperamos que el proceso de normalización de la Fed sea gradual y que dicha tendencia de los rendimientos de los Tesoros a 10 años marque niveles de 2% solo a partir de 2023.

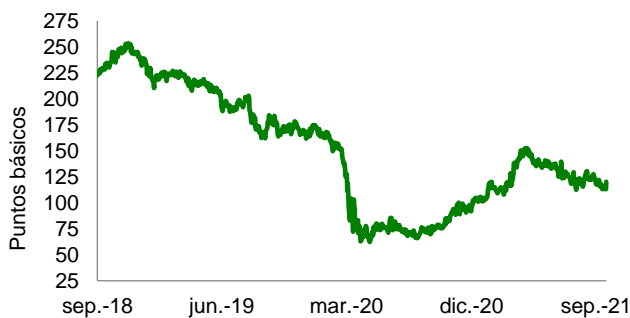
**Gráfico 5. Rendimiento esperado en los Tesoros a 10 años**



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Encuesta de Bloomberg a analistas de septiembre de 2021.

La trayectoria que estimamos en estos títulos es inferior a la que se deduce del consenso de los analistas, según la más reciente encuesta de Bloomberg (Gráfico 5). Nuestra senda prevista incorpora los siguientes supuestos: i) una inflación cercana al 2% para los próximos 3 años, en línea con la expectativa del FOMC; ii) un primer incremento en la tasa de referencia de la Fed en 2023, no en 2022; y iii) un retiro de la liquidez (marchitamiento de las tenencias de títulos del Fed) que solo llegaría en 2024-2025.

**Gráfico 6. Diferencial tasas 10 años EEUU vs avanzados\***



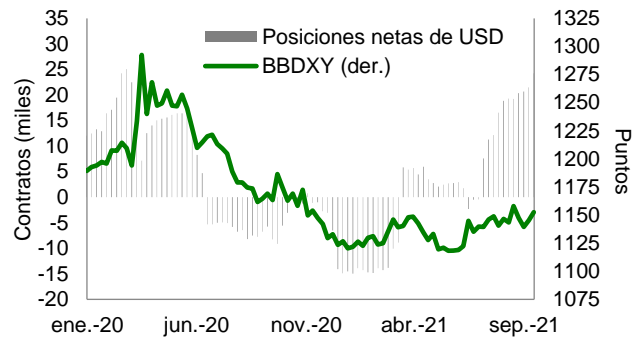
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Promedio tasas de bonos en Reino Unido, Alemania y Japón.

De la misma forma, y consistente con todo lo anterior, esperamos que la cotización del dólar continúe ganando terreno en los mercados internacionales en el futuro cercano. Además de la fortaleza relativa que

estructuralmente debería reflejar el dólar por un ciclo económico de EEUU más fuerte frente al de otras economías avanzadas, varios indicadores que miden la demanda de dólares globalmente también sugieren que la divisa americana podría estar rezagada frente a sus valores justos.

En efecto, el diferencial de tasas de interés entre los mercados de EEUU y el resto de economías avanzadas, que sirve como catalizador del *carry trade* para muchos inversionistas, ha venido en aumento en lo corrido de 2021, alcanzando valores pre-pandemia durante los pasados meses de abril-mayo (Gráfico 6). En la medida que dicho diferencial continúe en aumento, como es previsible dada la normalización monetaria de la Fed, la demanda de dólares tendría que estimularse.

**Gráfico 7. Demanda especulativa vs índice de dólar**



Fuente: Reserva Federal. Investigaciones Económicas - BAC.

Más aún, las posiciones netas de compra de dólares de los fondos de libre inversión se hallan en máximos de 19 meses, reflejando de esta forma una creciente y robusta demanda especulativa por dólares en los mercados internacionales, pero que está desalineada con los niveles que registran varios índices de dólar (Gráfico 7). **Tomando como referencia el índice de dólar DXY, anticipamos un cierre de 2021 cercano a los 95 puntos.**

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 members of Economic Research area 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.

---