

Comentario Económico

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Los riesgos de una desaceleración económica global se han incrementado en meses recientes, en un entorno de inflación alta y tasas de interés de política monetaria que tendrían que ajustarse a un ritmo superior al previsto. La situación ha creado una suerte de dilema para los bancos centrales, pues dada la magnitud del actual episodio inflacionario, el ajuste de la política monetaria podría ser disruptivo para el crecimiento económico.*
- *La Fed de EEUU incrementó recientemente los tipos de interés por primera vez desde 2018, y espera llevarlos hacia niveles ligeramente contractivos en 2023. Además, anunció que en su próxima reunión podría comenzar a reducir sus tenencias de activos, aunque los detalles todavía no son conocidos.*
- *Las trayectorias previstas por la Fed en materia de desempleo son optimistas y anticipan niveles inferiores al 4% en los próximos años. No obstante, las nuevas expectativas de crecimiento e inflación para 2022 revelan unas direcciones opuestas que concuerdan con las crecientes preocupaciones en torno al riesgo de una desaceleración económica brusca.*
- *Todos los cálculos indican que la inflación en EEUU seguirá aumentando en los próximos meses, creando así una fuerte presión a la Fed en torno a su ajuste previsto de tasas de interés en 2022. En este sentido, el mercado de EEUU ya descuenta un ciclo completo de tasas de la Fed este año superior en medio punto porcentual al esperado por el FOMC. Para 2024, el mercado anticipa reducciones en la tasa de referencia de la Fed.*
- *La curva de rendimientos de los Tesoros se ha aplanado de forma importante en los últimos meses, en línea con un menor optimismo de cara al futuro. En particular, el diferencial del tramo medio-largo de la curva se tornó negativo recientemente y alcanzó mínimos no observados desde febrero de 2006.*

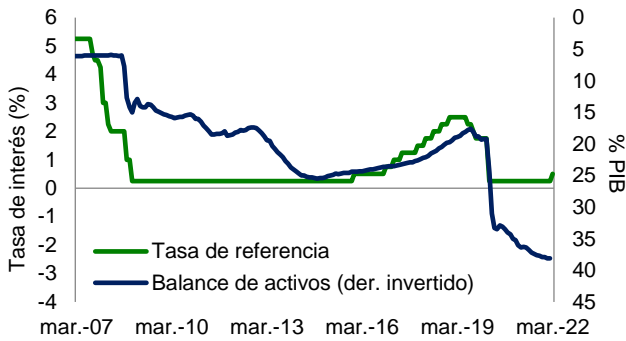
Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Camila Martínez K.
Profesional Universitario
camila.martinez@bancoagrario.gov.co

Un verdadero dilema

La más reciente reunión de política monetaria de la Reserva Federal (Fed) en EEUU era el evento más esperado por los mercados financieros en lo que va corrido del 2022. El significativo incremento de la inflación a nivel mundial, que también ha golpeado a EEUU y se ha exacerbado recientemente por las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania, hacía prever que al emisor le había llegado el momento de actuar ajustando su postura ultra expansiva de política monetaria, la cual mantuvo durante el bienio 2020-2021 para apuntalar la recuperación económica tras la crisis generada por la pandemia del COVID-19.

Gráfico 1. Coordinación herramientas de política del Fed



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

Sin embargo, dada la velocidad y magnitud en la que se ha acelerado la inflación, así como el fuerte desanclaje de las expectativas de inflación (indicador de credibilidad de un banco central), los riesgos de una desaceleración económica en el corto plazo se han incrementado significativamente.

Por un lado, es claro que, ante unos niveles de inflación históricamente altos en EEUU, las tasas de interés de la Fed deben aumentar para atajar la inflación y especialmente las expectativas de inflación. Pero hacerlo de una manera agresiva tiene un costo de oportunidad sobre la actividad; incrementos fuertes en las tasas de interés desincentivan la demanda de créditos, afectan el gasto agregado de la economía y, en consecuencia, el crecimiento económico.

Para la Fed, el objetivo de corto plazo es recuperar la estabilidad de precios sin afectar las favorables

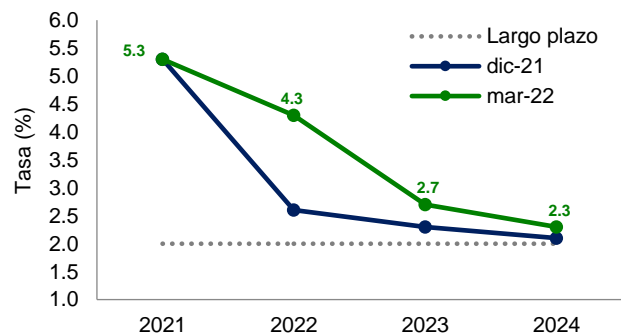
condiciones del mercado laboral en EEUU. Esto significa que, desde luego, su postura monetaria tendrá que ser menos acomodaticia en el futuro cercano.

El gran interrogante es hasta qué punto puede la Fed ajustar la política monetaria sin afectar el crecimiento económico y el empleo. A juzgar por lo que están comenzado a descontar los mercados financieros, el ciclo de incrementos en las tasas de interés en 2022 podría ser más agresivo frente a lo que espera la Fed, lo que tendría efectos más inmediatos sobre la actividad.

Proyecciones optimistas

En línea con lo que esperaba el mercado, la Fed incrementó en 25 pbs su tasa de referencia hasta el rango 0.25% - 0.5%, su primer movimiento al alza desde 2018 (Gráfico 1). El emisor también anunció que espera comenzar a reducir sus tenencias de activos (actualmente en 38.1% del PIB) a partir de su próxima reunión (4 de mayo), consistente con una postura de política monetaria menos expansiva, aunque todavía no precisó detalles sobre el ritmo al que retirará la liquidez.

Gráfico 2. Mediana de pronósticos inflación del PCE

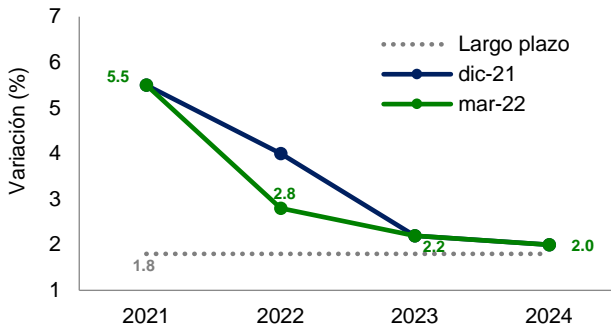


Fuente: Reserva Federal. Investigaciones Económicas - BAC.

El diagnóstico de la Fed en su reunión de marzo indica unos niveles favorables de actividad y de empleo que han seguido mejorando en meses recientes, y una elevada inflación que en gran medida se sustenta por desbalances de oferta y demanda, así como por elevados precios de los bienes energéticos. La invasión de Rusia a Ucrania, según la Fed, ha creado fuentes de incertidumbre significativas sobre las

perspectivas económicas, pero se espera que su efecto más inmediato se refleje en presiones adicionales sobre la inflación que afectarán el crecimiento.

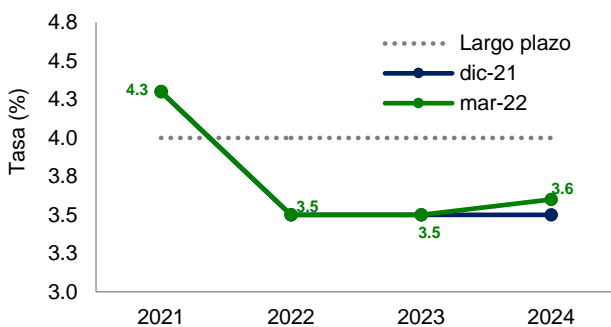
Gráfico 3. Mediana de pronósticos de crecimiento del PIB



Fuente: Reserva Federal. Investigaciones Económicas - BAC.

El nuevo material de proyecciones económicas de los miembros del FOMC da cuenta de este diagnóstico. En efecto, las expectativas de inflación para 2022 se incrementaron hasta 4.3%, superando ampliamente la proyección anterior de 2.6% (Gráfico 2), mientras que las de crecimiento del PIB apuntan ahora a un 2.8%, inferior al 4% estimado en la pasada reunión de diciembre (Gráfico 3).

Gráfico 4. Mediana de pronósticos de tasa de desempleo



Fuente: Reserva Federal. Investigaciones Económicas - BAC.

Para la tasa de desempleo, el FOMC espera reducciones hacia 3.5% al cierre de 2022 (actualmente en 3.8%) y proyecta relativa estabilidad alrededor de dichos niveles durante los próximos años (Gráfico 4). Estas sendas previstas en el desempleo guardan coherencia con el lenguaje de la Fed, cuyo objetivo de corto plazo es contener la inflación sin afectar la salud del mercado laboral.

Dado este diagnóstico, las nuevas expectativas del FOMC en materia de tasas de interés dan cuenta de un ajuste monetario más acelerado frente al previsto en su reunión de diciembre. En efecto, ahora se espera en 2022 un ciclo completo de 175 pbs al alza en las tasas de referencia hasta el rango 1.75% - 2%, equivalente a unos 100 pbs por encima de las previsiones anteriores.

El ajuste continuaría en 2023 con un incremento de 100 pbs hasta 2.75% - 3%, niveles que se mantendrían estables a partir de allí. Teniendo en cuenta que las estimaciones de tasa de largo plazo (neutral) del FOMC están alrededor del 2.5%, con este ajuste la Fed llevaría los tipos hacia niveles ligeramente contractivos sólo a partir del próximo año, con lo cual garantizaría que su postura no fuese disruptiva para la actividad económica y el mercado laboral.

La inflación es el coco

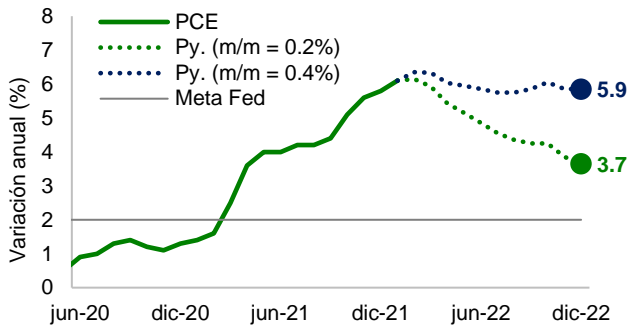
Pero en este punto es donde se abre el interrogante: ¿podrá la Fed garantizar un ajuste monetario no disruptivo para la economía con una inflación que se vislumbra más elevada en el corto plazo?

Los analistas y los mercados financieros ya anticipaban el movimiento efectivo de tasas de interés de la Fed en marzo, así como el ciclo completo de 175 pbs al alza en los tipos para todo 2022. La diferencia se marca en torno a las expectativas de inflación, pues el pronóstico de 4.3% del FOMC luce demasiado optimista y sorpresas al alza, que son muy probables en el actual contexto, obligarían al emisor a actuar de manera más contundente.

Nuestras estimaciones revelan justamente esa divergencia, inclusive tomando un escenario moderado donde se supone inercia inflacionaria en EEUU y ausencia de presiones inflacionarias asociadas al conflicto entre Rusia y Ucrania. En efecto, suponiendo que las variaciones mensuales del PCE fuesen 0.4% para lo que resta de 2022 (es decir, tomando el promedio-mes inercial de 2021), la inflación del PCE cerraría el año cerca de 6% (Gráfico 5), casi 1.7 p.p. por encima del estimativo del FOMC.

En el mejor de los casos, asumiendo que las presiones inflacionarias actuales se desvanecieran rápidamente y que la variación mensual del PCE fuese 0.2% (cercano a un equivalente anual de 2%), la inflación cerraría en 3.7%.

Gráfico 5. Trayectorias estimadas del PCE en 2022



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

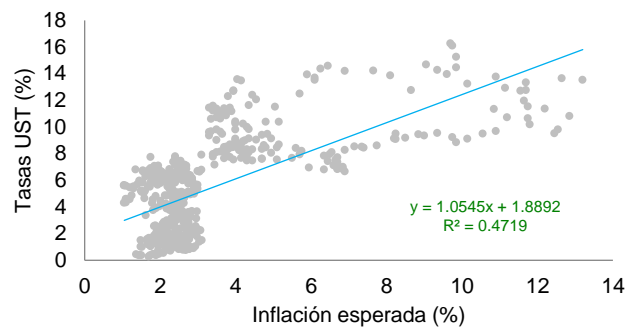
Por lo anterior, creemos que es altamente probable que el estrés regrese a los mercados mundiales relativamente pronto, en la medida que la inflación siga sorprendiendo al alza e inyectándole presión a la Fed. Esperamos que los primeros efectos de la tensión en Europa oriental sobre la inflación se sientan con fuerza en 2T22, que aún sin incorporar esas presiones ya venía anotando máximos de varias décadas en meses recientes (7.9% en febrero en la lectura del IPC, un máximo de 40 años).

Naturalmente, en la medida que la inflación observada siga al alza, las expectativas de inflación continuarán desajustándose de la meta de largo plazo de la Fed. Y en esa medida, aún cuando la Fed no modifique su hoja de ruta de aumentos en las tasas de referencia para 2022 (evento improbable, pues va en contra de su credibilidad), la erosión de la rentabilidad real ejercerá una presión significativa sobre las tasas de interés del mercado.

Según nuestras estimaciones, históricamente la transmisión de choques inflacionarios (no necesariamente monetarios) a las tasas de interés

nominales en el mercado de deuda de EEUU ha sido fuerte y en magnitudes de orden uno a uno¹ (Gráfico 6). A manera de ejemplo, una sorpresa inflacionaria que afecte al alza las expectativas de inflación en 1 p.p., tiende a transmitirse en la misma magnitud a las tasas de interés del mercado de deuda.

Gráfico 6. Relación tasas nominales e inflación en EEUU



Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

Nuestros cálculos también muestran que una mayor inflación se transmite de manera completa a las tasas de interés de los Tesoros a largo plazo, aunque naturalmente en una intensidad algo más moderada frente a la sensibilidad de los rendimientos de 2 y 5 años.

Con un promedio de inflaciones implícitas en niveles del 3.5% (niveles actuales), nuestras estimaciones sugieren unos rendimientos de los Tesoros a 10 años en niveles de 2.5%, por lo cual consideramos que serían niveles objetivo para el corto plazo. En un escenario alternativo, suponiendo una sorpresa inflacionaria que presione las expectativas de inflación hasta 4% (+0.5 p.p. de sorpresa), los Tesoros deberían reaccionar en una magnitud similar y en consecuencia, frente a niveles objetivo de 2.5%, en este escenario los rendimientos podrían aumentar hasta 3%.

Efectos necesariamente disruptivos

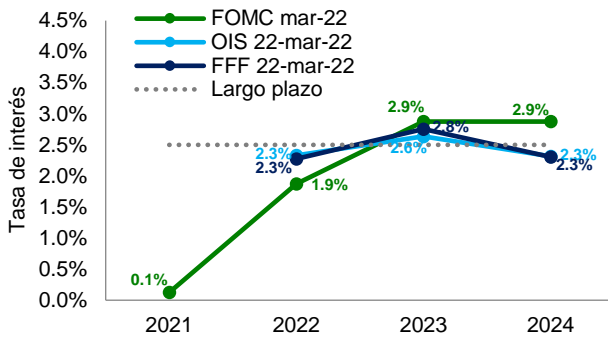
Ya son varios los indicadores adelantados de actividad en EEUU que dan cuenta de un efecto

¹El ejercicio es una validación empírica del Efecto Fisher en EEUU, donde se encuentra que las tasas de interés nominales y la inflación están cointegradas y presentan raíz unitaria. Para el cálculo, se tomó el nivel de toda la curva de rendimientos de los Tesoros de

disruptivo del ajuste nominal (inflación y política monetaria) sobre las variables reales.

A manera de ejemplo: i) el índice de confianza de los consumidores de la Universidad de Michigan se desplomó en febrero a mínimos de 10 años; ii) el PMI compuesto registra un promedio año corrido de 54.7 puntos en 2022, que si bien se sitúa por encima de los niveles neutrales de 50 puntos, es inferior a los 59.3 puntos del promedio de 2021; y iii) la dinámica de los salarios reales, una medida de la capacidad de compra de los trabajadores, se tornó negativa por primera vez desde 2012.

Gráfico 7. Trayectorias esperadas en las tasas del Fed



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

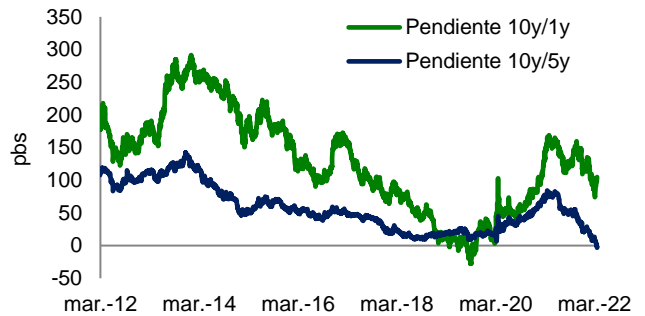
La causa común en el deterioro de todos estos índices ha sido la mayor inflación de los últimos 6 meses. Este es un factor que no deja de generar una elevada incertidumbre, toda vez que muchas de las presiones inflacionarias recientes no han sido derivadas del conflicto de Rusia y Ucrania, y se tendrán que manifestar en el corto plazo. Como hemos explicado anteriormente, si la inflación sigue al alza y la Fed ve obligada a subir más agresivamente las tasas de referencia, esa combinación de factores necesariamente tendrá unos efectos disruptivos sobre el crecimiento económico.

Aparentemente, este pesimismo hacia futuro es lo que están comenzando a descontar los mercados financieros, donde no solo las tasas se ajustarían más rápidamente al alza en 2022-2023, sino que además la Fed tendría que recortar las tasas de interés en 2024.

En efecto, las tasas de interés implícitas en las curvas OIS y de futuros de fondos federales (FFF) ya descuentan niveles terminales de 2.25% - 2.5% en la tasa Fed para 2022, es decir, 50 pbs por encima de las expectativas del FOMC (Gráfico 7). Más aún, ambas curvas anticipan recortes en los tipos para el año 2024 hasta niveles de 2.25% - 2.5%, en contraste con la estabilidad de tasas prevista por el FOMC en 2023-2024.

Otro indicador de pesimismo sobre el futuro cercano, la pendiente de la curva de rendimientos de los Tesoros en EEUU (o diferencial inter-temporal de tasas), ha registrado unas reducciones aceleradas desde finales del año pasado, al mismo tiempo que las preocupaciones sobre el crecimiento se han intensificado. En efecto, la pendiente del tramo corto-largo (diferencial entre tasas de 10 años y 1 año) ha caído cerca de 90 pbs desde sus niveles de 4T21 y se sitúa en mínimos de 14 meses.

Gráfico 8. Pendiente en la curva de Tesoros por tramos



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

De forma similar, la pendiente del tramo medio-largo (diferencial entre tasas de 10 y 5 años), que aísla la distorsión de corto plazo que genera una inflación muy elevada, también ha descendido y recientemente entró a terreno negativo por primera vez en los últimos 10 años (Gráfico 8).

No es cómoda la posición de la Fed en este momento. Es previsible que deba actuar más agresivamente para conservar su credibilidad y mantener bajo control las expectativas de inflación, asumiendo el costo que ello implica sobre el crecimiento y el empleo.

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.
