

## Informe Especial: Reacción a la última reunión de la Fed en 2023

### Diego Alejandro Gómez

Analista de Contexto Externo y  
Mercado Cambiario

### Julio César Romero

Director de Macroeconomía y  
Mercados

- En línea con las expectativas del mercado, la Reserva Federal (Fed) decidió mantener estable el rango objetivo de los fondos federales (*Federal Funds Rate*) entre 5,25% y 5,50%. Según lo anticipamos en septiembre, la tasa de interés de la Fed alcanzó su punto máximo de este ciclo desde julio.
- La mediana de proyecciones de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto de la Fed (FOMC, por sus siglas en inglés) de la tasa de cierre (*dot plot*) para 2024 se ubicó en el rango entre 4,50%-4,75%, lo que sugiere 75 pbs de recortes en total para el próximo año.
- El pulso entre la Fed y el mercado sobre la evolución de la política monetaria tuvo varios *rounds* en 2023 en los que terminó prevaleciendo la postura del banco central. Sin embargo, la contienda continuará en 2024, esta vez para determinar el momento en el que la Fed comenzará el ciclo de recortes.
- Tanto las nuevas proyecciones del FOMC como el discurso del presidente de la Fed, Jerome Powell, marcaron un tono más *dovish* que en reuniones previas, motivado por la moderación en las ganancias del mercado laboral y la desaceleración sostenida de la inflación.
- El mandatario reconoció que la discusión sobre los recortes comienza a salir a la luz, aunque es pronto para definir un ritmo adecuado. Mencionó que será necesario continuar viendo progreso en el frente inflacionario para consolidar una postura menos restrictiva.
- Anticipamos que el ciclo de recortes en la tasa de interés comenzará a finales de 2T24, en línea con una desaceleración de la inflación sostenida pero menos pronunciada el próximo año. Es decir, la primera parte de la desinflación, pasar de 9,1% en jun-22 al 3,0% un año después fue relativamente rápido, pero llegar a la meta de 2,0% tomará más tiempo, lo cual es consistente con una postura monetaria restrictiva durante todo 2024 y la primera parte de 2025 (tasas altas por más tiempo).
- Aunque una recesión fuerte no está contemplada en nuestro escenario base, el aumento de la carga financiera a raíz de las tasas altas seguirá siendo una alerta para monitorear durante 2024.
- La reacción inicial del mercado de bonos del Tesoro fue positiva. El rendimiento de los Tesoros a 10 años cayó alrededor de 20 pbs a su nivel más bajo de los últimos 4 meses. Esperamos que los activos emergentes continúen beneficiándose de este panorama de resiliencia económica y desaceleración de la inflación en EE.UU. para cierre de 2023. Sin embargo, el menor diferencial de tasas frente a la Fed y el efecto rezagado de la política monetaria sobre la actividad económica de las economías desarrolladas aumentará la volatilidad durante el primer semestre de 2024.

## Pivote a la vista: La Fed confirma tasa terminal y abre discusión sobre recortes en 2024

En línea con las expectativas del mercado, la Reserva Federal (Fed) decidió mantener estable el rango objetivo de los fondos federales (*Federal Funds Rate*) entre 5,25% y 5,50% (Gráfico 1). Según lo anticipamos en septiembre, la tasa de interés de la Fed alcanzó su punto máximo de este ciclo desde julio.

14 de diciembre de 2023

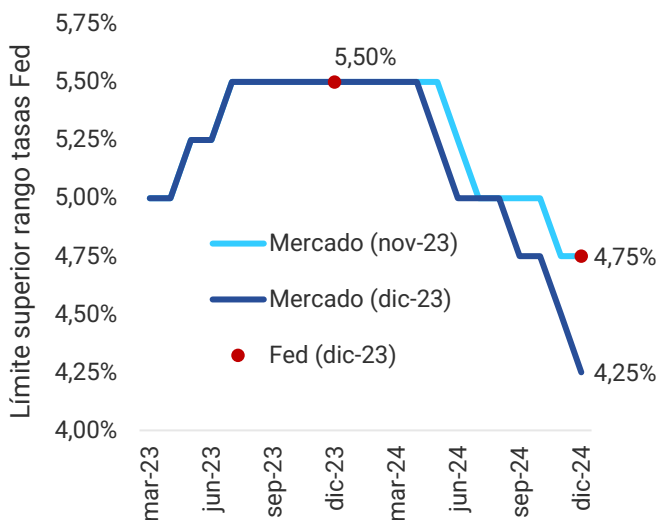
Así mismo, la mediana de proyecciones de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) de la tasa de cierre (*dot plot*) para 2024 disminuyó 25 pbs hasta el rango entre 4,50%-4,75%, lo que sugiere 75 pbs de recortes en total para el próximo año (Gráfico 2).

Bajo un contexto de alta inflación, durante el 2023 se generó un pulso entre la Reserva Federal (Fed) y los inversionistas en los mercados financieros respecto hasta qué punto el banco central endurecería su política monetaria (Ver “*El pulso entre la Fed y el mercado*” en [Informe Semanal – Enero 29 de 2023](#)). Este pulso tuvo varios *rounds*, en los cuales terminó prevaleciendo la Fed con su postura restrictiva (*Hawkish*) de tasas altas por más tiempo (*Higher for longer*). Sin embargo, la contienda continuará en 2024, esta vez para determinar el punto en el que la Fed comenzará el ciclo de recortes.

La mayoría de los participantes del Comité interpretaron como alentadora la desaceleración en la inflación que consolidó la lectura de noviembre. Sin embargo, otros pudieron contener el *call* de recortes prematuros en la tasa motivados por: i) unas expectativas de inflación que se mantienen por encima de su objetivo del 2%, ii) el reciente relajamiento en las condiciones financieras y iii) las sorpresas alcistas en el empleo de noviembre (Ver *Sección de contexto externo y mercado cambiario* en [Informe semanal – Diciembre 11 de 2023](#)).

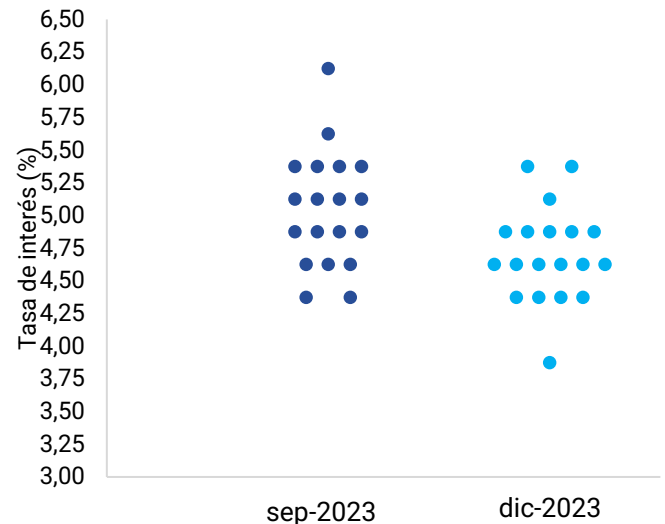
En primer lugar, un estudio reciente del Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>1</sup> concluyó que desde que los shocks inflacionarios de 2021 y principios de 2022 empezaron a moderarse a finales del año pasado, hay una mayor incidencia de las expectativas inflacionarias de corto plazo en la inflación observada de las economías desarrolladas. En particular, se observó que la inflación en las economías desarrolladas aumenta cerca de 0,8 puntos porcentuales por cada punto porcentual adicional en las expectativas a corto plazo, mientras que la transmisión es de tan solo 0,4 puntos porcentuales en las economías emergentes. La inflación esperada a

**Gráfico 1. Expectativa tasa Fed**



Fuente: Fed y CME. Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 2. Dot plot Fed - Cierre 2024**



Fuente: Fed. Elaboración: Corficolombiana

<sup>1</sup> Tomado del capítulo “*How Managing Inflation Expectations Can Help Economies Achieve a Softer Landing*” del Informe de Perspectivas de la economía mundial (Octubre, 2023). Disponible en: <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/10/04/how-managing-inflation-expectations-can-help-economies-achieve-a-softer-landing>

un año en EE.UU. aumentó de 1,3% en jun-23 a 2,7% en nov-23, por encima de su objetivo del 2% (Gráfico 3).

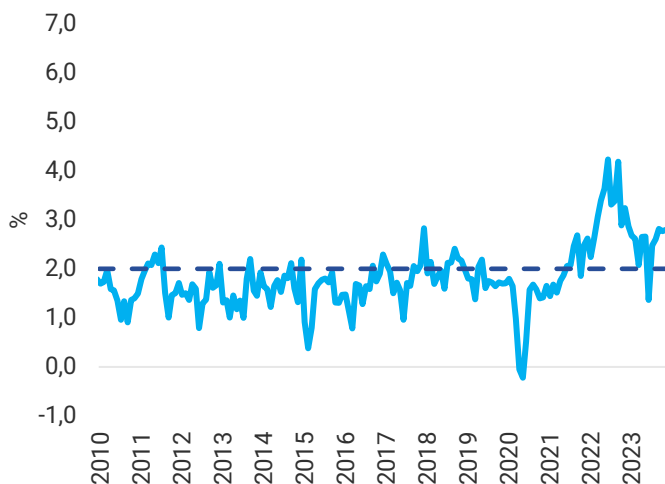
En segundo lugar, la fuerte desvalorización en los tesoros entre marzo y octubre (162 puntos básicos hasta alcanzar rendimientos del 4,9% en la referencia a 10 años) y la desaceleración sostenida de la inflación motivó al Comité a suspender en julio el ciclo de aumentos en la tasa de interés. Sin embargo, la valorización más reciente de la renta fija (caída en la tasa de los tesoros a 10 años desde el 4,9% de mediados de octubre al 4,2% actual) han alimentado la expectativa de que incluso nuevos aumentos en las tasas puedan ser necesarios (Gráfico 4).

Por último, aunque la creación mensual de nóminas no agrícolas ha moderado su ritmo en los últimos meses, el último dato se ubicó por encima del promedio quinquenal previo a la pandemia de 190 mil nóminas y el crecimiento de las ganancias promedio por hora sigue siendo superior al de finales de 2019. Con ello, la tasa de desempleo se mantiene en sus niveles más bajos de los últimos años (3,7%).

Sin embargo, en la conferencia de prensa posterior a la reunión, el presidente de la Fed, Jerome Powell, mantuvo un lenguaje considerablemente más *dovish* frente al de otras reuniones. Destacó que las ganancias del mercado laboral se han moderado y que el reequilibrio entre la oferta y la demanda ha provenido por una mayor participación laboral. Reconoció que es muy probable que la tasa terminal se haya alcanzado y que, de ahora en adelante, se pondrá sobre la mesa la discusión sobre recortes en la tasa de interés.

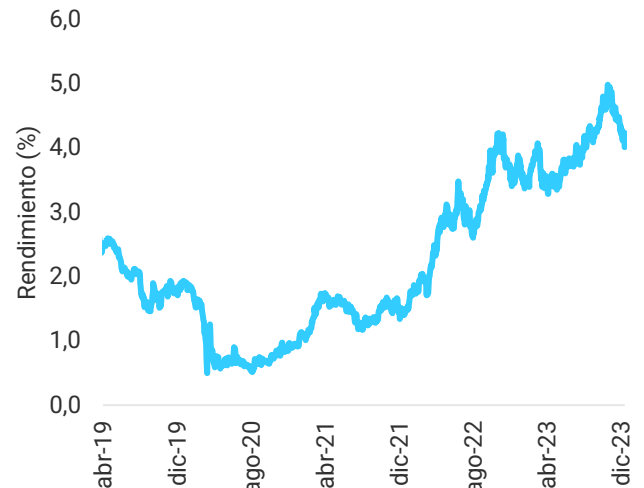
También mencionó que los recortes plasmados en el *dot plot* para 2024 no sugieren una recesión fuerte, sino que podrían ser una señal de que la economía continúa normalizándose y no necesita de una política tan restrictiva. Sobre la inflación, mencionó que el reciente progreso es bienvenido, pero se necesitará ver una mayor desaceleración para volver al 2% de inflación objetivo. En general, sus mensajes fortalecieron la expectativa de que la parte más difícil del proceso de normalización monetaria ya pasó, y de ahora en adelante se deberá actuar progresivamente para evitar un aterrizaje forzoso.

**Gráfico 3. Inflación esperada a 1 año - EEUU**



Fuente: Fed de San Luis. Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 4. Rendimiento Tesoros a 10 años**



Fuente: Refinitiv Eikon. Elaboración: Corficolombiana

## Actualización de proyecciones económicas: Aterrizaje suave como escenario base

En cuanto a la actualización de las proyecciones económicas, los miembros del comité mejoraron sustancialmente la previsión del crecimiento del PIB para 2023 y corrigieron a la baja levemente la de 2024 (Tabla 1). En particular, la estimación de crecimiento para 2023 pasó de 2,1% a 2,6%. Así mismo, para 2024 ahora se espera un crecimiento de 1,4% (ant: 1,5%).

El pronóstico de cierre de tasa de desempleo se mantuvo estable en 3,8% y 4,1% para 2023 y 2024, respectivamente. En cuanto a la inflación PCE, el equipo técnico revisó a la baja el componente total en 0,5 p.p. hasta 2,8% para cierre de 2023 y en 0,1 p.p. para 2024 (2,4%; sep: 2,5%). El componente núcleo -que excluye los rubros volátiles como la energía y los alimentos- también tuvo revisiones a la baja: ahora se espera que este componente cierre 2023 en 3,2% (ant: 3,7%) y 2024 en 2,4% (ant: 2,6%).

### Perspectivas 2024: Mejor pero no más fácil

Esperamos que tanto la inflación total como la núcleo continúen descendiendo en 2024, debido a los efectos derivados del reequilibrio en el mercado laboral, inmobiliario y de vehículos (Ver I. Contexto externo: Superando el último puerto de montaña en [Informe Anual – Noviembre 29 de 2023](#)). Sin embargo, acercarse al 2% que la Fed se ha trazado como objetivo de largo plazo tomará más tiempo del que se prevé (Gráfico 5). La inflación anual pasó del 9,1% a 3,0% en tan solo un año (de jun-22 a jun-23) impulsada principalmente por la normalización en los precios de la energía; sin embargo, la inflación núcleo -particularmente la de productos de atención médica, refugio y servicios de transporte- aún presenta cierta rigidez. Mientras que el mercado laboral siga superando las expectativas y demuestre la robustez vista hasta ahora, consideramos que el único motivo que impulsaría un ciclo de

**Tabla 1. Proyecciones económicas del FOMC en diciembre 2023**

Indicador	2023	2024	2025	Largo plazo
<b>Crecimiento del PIB (%)</b>	2,6	1,4	1,8	1,8
Proyección en sep-23	2,1	1,5	1,8	1,8
Cambio	<b>0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Tasa de desempleo (%)</b>	3,8	4,1	4,1	4,1
Proyección en sep-23	3,8	4,1	4,1	4,0
Cambio	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>
<b>Inflación PCE (%)</b>	2,8	2,4	2,1	2,0
Proyección en sep-23	3,3	2,5	2,2	2,0
Cambio	<b>-0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>
<b>Inflación PCE núcleo (%)</b>	3,2	2,4	2,2	
Proyección en sep-23	3,7	2,6	2,3	
Cambio	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	

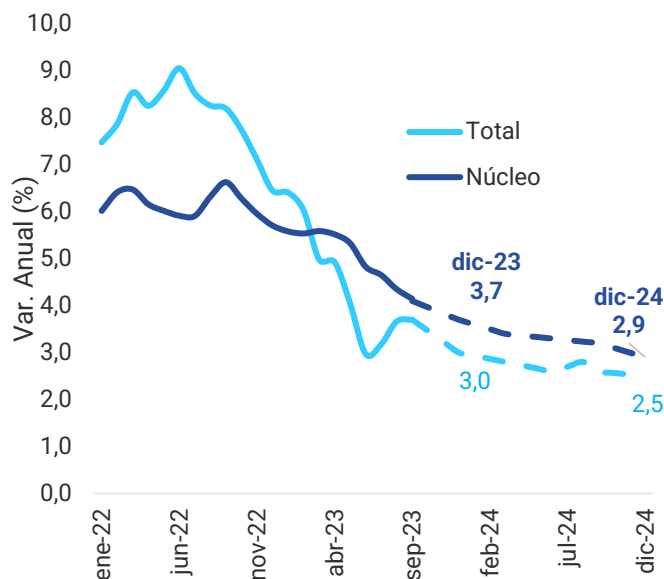
Fuente: Reserva Federal (Fed). Cálculos Corficolombiana.

recortes prematuro sería una recesión repentina. Sobre esto, el sector financiero continuará representando una alerta a monitorear en 2024.

En particular, el pago del servicio de la deuda de los hogares como porcentaje del ingreso personal disponible aumentó 1,5 p.p. desde el primer trimestre de 2021 y desde el último trimestre de 2022 alcanzó los niveles previos a la pandemia. Así mismo, la tasa de morosidad de los préstamos con tarjetas de crédito se incrementó 1,5 p.p. desde 3T21 (Gráfico 6). Complementariamente, la tasa de ahorro personal continúa cayendo desde los máximos observados en abril de 2020 (34%) y a cierre de octubre se ubicó en 3,8%, cerca de los mínimos no observados desde mediados de 2008. El consumo gradualmente ha dejado de soportarse en la desacumulación del ahorro originado en la época de confinamientos y se basa cada vez en el apalancamiento financiero en un contexto de condiciones de liquidez estrechas.

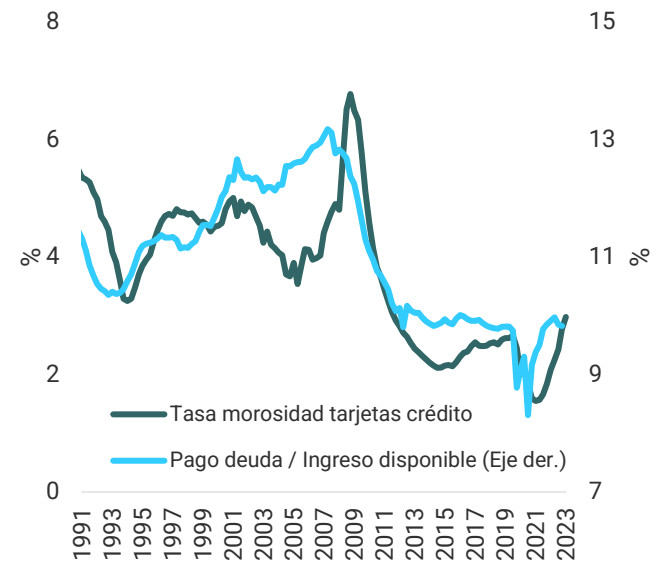
La reacción inicial del mercado de bonos del Tesoro a la reunión fue positiva. El rendimiento de los Tesoros a 10 años cayó alrededor de 20 pbs a su nivel más bajo de los últimos 4 meses (4,0%). Esperamos que los activos emergentes continúen beneficiándose de este panorama de resiliencia económica y desaceleración de la inflación en EE.UU. para cierre de año. Sin embargo, la premisa de mantener las tasas altas por más tiempo en un contexto en el que las economías emergentes han comenzado el ciclo de recortes de tasas reducirá el margen de ganancia de las operaciones de *carry trade*<sup>2</sup>. Efecto que, sumado al efecto rezagado de la política monetaria sobre la actividad económica de las economías desarrolladas, aumentará la volatilidad de los activos durante el primer semestre de 2024 cuando la Fed materialice los primeros recortes en los fondos federales.

**Gráfico 5. Proyección inflación - EEUU**



Fuente: Refinitiv Eikon. Proyecciones Corficolombiana.

**Gráfico 6. Carga financiera de los hogares y tasa de morosidad tarjetas de crédito - EEUU**



Fuente: Fed San Luis. Elaboración: Corficolombiana

<sup>2</sup> Las operaciones de *carry trade* involucran tomar prestada una moneda con una tasa de interés baja para invertir en otra con una tasa más alta, buscando beneficiarse de la diferencia en los rendimientos. Los inversores buscan obtener ganancias tanto por el diferencial de tasas de interés como por las variaciones en el tipo de cambio entre las dos monedas.

### Frases destacadas de la conferencia de prensa de Jerome Powell:

- *Estamos cerca, si no es que ya estamos, en el nivel terminal de la tasa de interés.*
- *La pregunta de cuándo será apropiado comenzar a recortar tasas es un tema que comienza a salir a la luz y una discusión para nosotros en la reunión de hoy.*
- *Si tenemos un crecimiento más fuerte podría significar que se necesita un poco más de tiempo para reducir la inflación al 2% (Higher for longer). Incluso podría significar, en última instancia, que tendríamos que volver a subir las tasas.*
- *Vemos buena evidencia y buenas razones para creer que el crecimiento será menor el próximo año.*
- *Sobre la inflación núcleo, hemos visto un progreso razonable en los servicios no relacionados con la vivienda, que era el área en la que se esperaba ver menos progreso.*
- *Conviene reducir las restricciones a la economía mucho antes de que la inflación llegue al 2%, o antes de llegar al 2%, para no sobrepasarse. La política restrictiva pesaría mucho más de lo que quisiéramos sobre la actividad económica.*