



Comentario económico

Política monetaria



Junio 14 de 2024

Postura prudente

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

En línea con nuestra expectativa y la amplia mayoría del mercado, la Fed dejó inalteradas en su reunión de junio las tasas de interés en el rango 5.25% - 5.5%, así como la velocidad del programa de normalización de tenencias de activos que recientemente había calibrado. La Fed sigue considerando inapropiado recortar las tasas de interés hasta que se tenga más confianza sobre una tendencia sostenible de la inflación hacia el objetivo de 2%.

La información disponible de actividad económica en EEUU continúa sugiriendo un ritmo de expansión sólido, al tiempo que la generación de empleos se ha mantenido fuerte y la tasa de desempleo permanece en niveles bajos. El nuevo material de proyecciones de los miembros del FOMC sigue dando cuenta de una expansión del PIB que se mantendría en los próximos años ligeramente por encima de su crecimiento tendencial, al tiempo que la tasa de desempleo se ajustaría gradualmente hacia sus niveles estructurales.

La Fed reconoce que la materialización de varios riesgos inflacionarios de oferta, así como una economía que todavía exhibe ligeros excesos de demanda, mantendrán la inflación por encima de sus objetivos en el corto plazo. Las nuevas proyecciones del FOMC incorporan ello y ahora anticipan una inflación en 2024 ligeramente más alta frente a lo que estimaban previamente. Asimismo, la Fed espera que el proceso de convergencia de la inflación hacia la meta sólo se complete hacia el año 2026.

En este entorno, el ciclo de recortes en las tasas de referencia en 2024 ahora sería de apenas 25 pbs y no de 75 pbs como la Fed anticipaba algunos meses atrás, algo que los mercados ya venían descontando ampliamente. Se espera que, en lo sucesivo, los recortes de tasas de interés sigan siendo muy graduales. La estrategia de la Fed, manteniendo una postura monetaria prudente, ha tenido suficiente éxito y ha permitido un ajuste macroeconómico ordenado.

Mantenemos nuestra expectativa de que la Fed iniciará su ciclo de reducciones de tasas de interés sólo hacia finales de 2024 o principios de 2025. Seguimos anticipando que la flexibilización monetaria en EEUU durante los próximos años será moderada, por lo que las tasas de interés de los mercados financieros globales continuarán presionadas al alza por un periodo de tiempo prolongado.



Economía fuerte, inflación incierta

En línea con nuestra expectativa y la amplia mayoría del mercado, la Reserva Federal (Fed) de EEUU dejó inalterada en su reunión de junio las tasas de interés en el rango 5.25% - 5.5%, así como la velocidad del programa de normalización de tenencias de activos que recientemente había calibrado (ver “Un respiro no es olvido” en [CE – Mayo 8 de 2024](#)).

Por segundo mes consecutivo, la Fed manifestó que no considera apropiado recortar las tasas de interés hasta que se tenga más confianza sobre una tendencia sostenible de la inflación hacia el objetivo de 2%. Además, la información disponible de actividad económica continúa sugiriendo un ritmo de expansión sólido, al tiempo que la generación de empleos se ha mantenido fuerte y la tasa de desempleo permanece en niveles bajos.

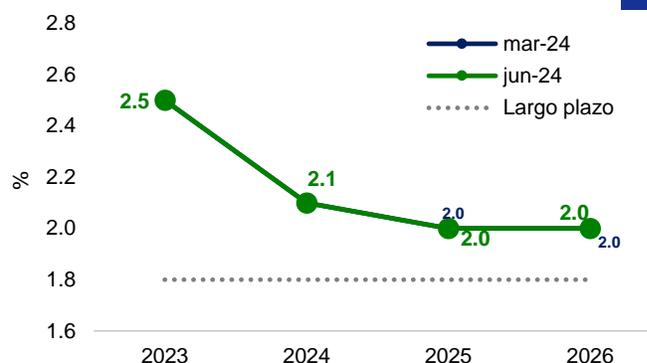
Lo anterior fue consistente con el nuevo material de proyecciones económicas de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés). El FOMC sigue esperando un cierre gradual de brechas de producto, empleo y precios en un horizonte de tiempo de dos años, coherente con una postura de política monetaria lo suficientemente restrictiva para garantizar este ajuste macroeconómico.

En materia de PIB, la mediana de pronósticos del FOMC no cambió frente al material de proyecciones del pasado mes de marzo. Para 2024, el FOMC sigue anticipando un crecimiento de 2.1%, inferior al 2.5% de 2023. Las proyecciones para 2025 y 2026 continúan dando cuenta de una estabilización del ciclo en ritmos de expansión de 2%, lo que en cualquier caso es una perspectiva positiva en la medida que supera ligeramente el crecimiento tendencial estimado de 1.8% (Gráfico 1).

En la tasa de desempleo, el FOMC sigue esperando un aumento en 2024 hasta 4%. Para 2025 y 2026, ahora se estiman niveles de desempleo de 4.2% y 4.1% respectivamente, superiores en sendos 0.1 p.p. frente a la trayectoria prevista en la reunión de marzo (Gráfico 2). A pesar de esta mayor previsión en tasa de desempleo, su trayectoria sigue siendo consistente con una expectativa de cierre completo en la brecha de empleo, es decir, un ajuste de la tasa de desempleo hacia sus niveles estructurales de 4.2%.

Trayectorias esperadas en el crecimiento del PIB*

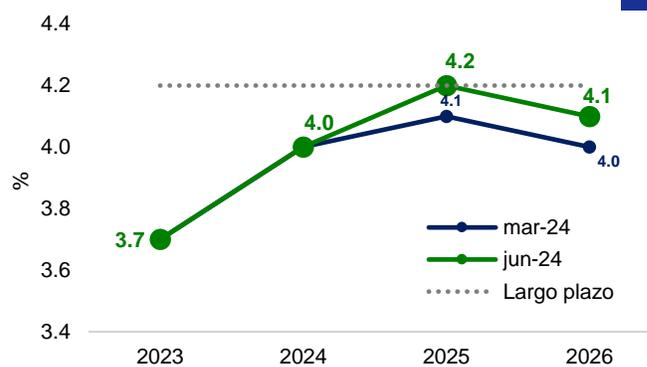
1



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.



En cuanto a la inflación implícita en el Gasto de Consumo Personal (PCE, por sus siglas en inglés), la materialización de algunos riesgos inflacionarios en EEUU ha generado ajustes al alza en las expectativas del FOMC (ver “No estaba muerta, estaba de parranda” en [CE – Abril 12 de 2024](#)). La convergencia hacia la meta de la Fed de 2% en los próximos años ahora se prevé algo más lenta frente a lo estimado un trimestre atrás.

En efecto, las nuevas proyecciones del FOMC apuntan a una inflación del PCE cerrando 2024 y 2025 en 2.6% y 2.3%, respectivamente, por encima de los pronósticos previos de 2.4% y 2.2%, en ese mismo orden (Gráfico 3). Para la inflación núcleo del PCE la trayectoria es similar, pues ahora se anticipan cierres de 2.8% en 2024 y 2.3% en 2025, en ambos casos superando las previsiones anteriores. El cierre de esta brecha inflacionaria positiva (inflación observada por encima de la meta) sólo se completaría hasta 2026.

Tasas altas por más tiempo

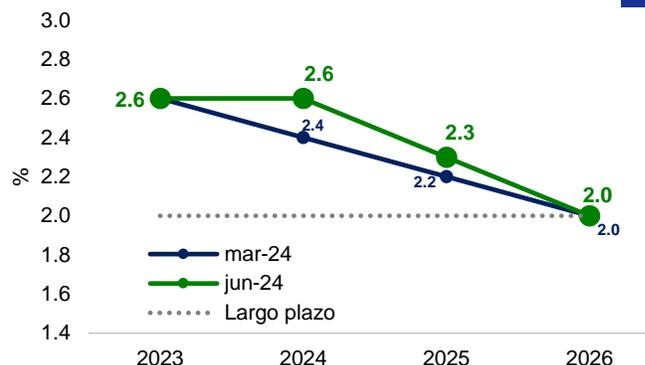
En este entorno, y como lo habíamos anticipado varios meses atrás, las nuevas trayectorias de tasas de interés del FOMC dan cuenta de un ciclo completo de reducción de tasas en 2024 de apenas 25 pbs y no los 75 pbs que se estimaban en marzo. Esto significa que las tasas de interés de referencia cerrarían ahora este año en el rango 5% - 5.25%, y no en el rango 4.5% - 4.75% estimado previamente.

De cara al 2025 y 2026, las tasas de interés descenderían sendos 100 pbs hasta niveles de 3% - 3.25%, apenas por encima del nivel neutral de la tasa de interés nominal en EEUU que el FOMC ahora estima en 2.8% (Gráfico 4). Esta trayectoria de tasas de interés estimada por el FOMC es coherente con el cierre de brechas descrito anteriormente.

Pese a todo lo anterior, la Fed ha vuelto a insistir que el panorama económico luce incierto y que los riesgos de inflación persisten en el horizonte de corto plazo. Justamente, esa ha sido la razón por la que los mercados financieros comenzaron a anticipar adecuadamente que la flexibilización monetaria en EEUU no podía ser tan rápida como lo esperaba la Fed hace pocos meses atrás.

Trayectorias esperadas en la inflación del PCE*

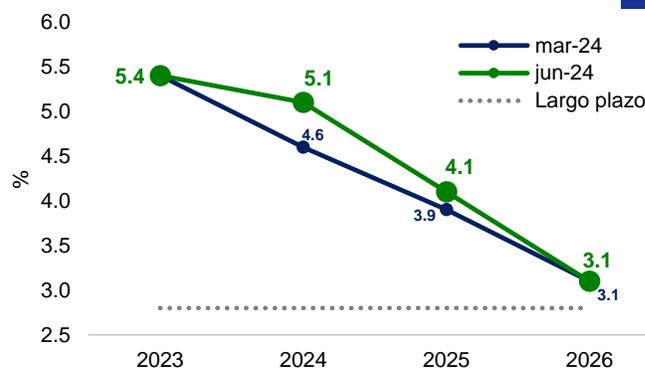
3



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*

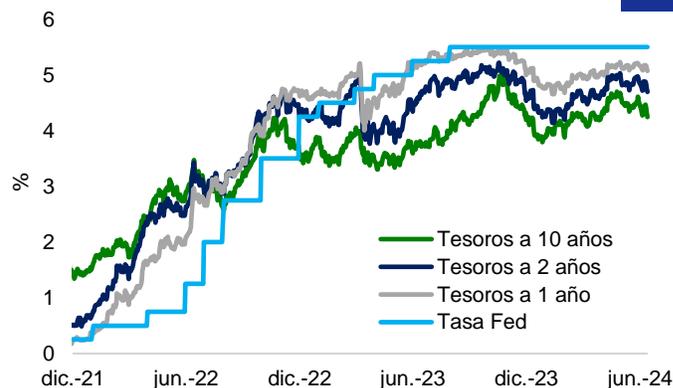
4



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

Tasas del mercado de deuda soberana en EEUU

5



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



De hecho, tras esta decisión de la Fed y la publicación de su material de proyecciones, las tasas de interés en los mercados de deuda han descendido ligeramente a mínimos no vistos desde marzo-abril pasados (Gráfico 5). No obstante, continúan en niveles históricamente altos y es previsible que así se mantengan en el futuro cercano.

Expectativas de corto plazo

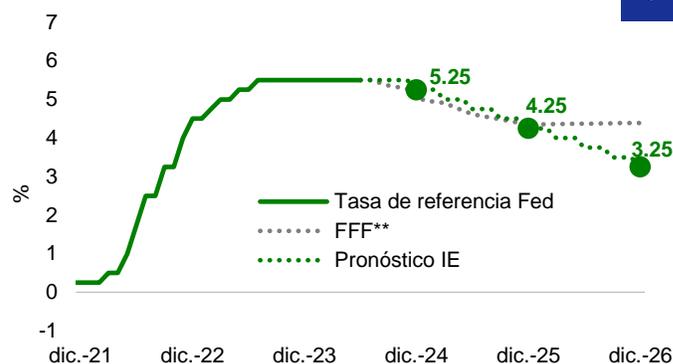
A diferencia de lo que ocurre en otras economías avanzadas (principalmente de Europa), donde el ciclo económico se está debilitando y la inflación ha mostrado una tendencia bajista más marcada, en EEUU el cierre de estas brechas está siendo marcadamente más lento. Como lo ha hecho en repetidas ocasiones desde el año pasado, la Fed no tiene apuros en recortar los tipos hasta que la inflación no muestre una tendencia más sostenible hacia las metas de política.

Este es un elemento diferenciador clave, pues además de los riesgos inflacionarios de oferta que están afectando el proceso de desinflación mundial, en EEUU la inflación de demanda sigue presionada por brechas de producto y empleo positivas. Si hasta el momento la Fed ha tenido éxito con su estrategia de ajustar la economía sin traumatismos ni riesgos de recesión, lo más probable es que continuará inclinándose hacia posturas restrictivas que gradualmente irá flexibilizando en los próximos años en la medida que la inflación le otorgue espacio.

Por todo lo anterior, **mantenemos nuestra expectativa de que la Fed inicie su ciclo de reducciones de tasas de interés a finales de 2024 y/o principios de 2025** (Gráfico 6). Seguimos creyendo que la flexibilización monetaria en EEUU durante los próximos años será muy gradual, por lo que las tasas de interés de los mercados continuarán presionadas al alza por un periodo de tiempo prolongado.

Trayectoria de la tasa de política monetaria en EEUU

6



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasas implícitas Futuros de Fondos Federales (FFF) al 13 de junio 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.
