



Comentario económico

Política monetaria

Esperar y observar, no necesariamente está mal

Junio 24 de 2025

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

Sin mayores sorpresas frente a lo previsto, la Fed mantuvo estable sus tasas de interés de referencia en el rango 4.25% - 4.5% durante su reunión de política monetaria de junio. Asimismo, anunció que continuará reduciendo sus tenencias de Tesoros y MBS al ritmo al que lo viene haciendo desde el pasado mes de abril, razón por la cual la reacción en los precios de los activos financieros a nivel mundial ha sido moderada.

Para la Fed, la economía de EEUU se mantiene en una posición sólida a pesar de los considerables grados de incertidumbre que enfrenta. Tampoco desconoce que existen riesgos que podrían desviar transitoriamente las trayectorias de inflación y empleo de los objetivos de política, por lo cual su postura requiere mucha cautela. Los principales riesgos que advierte la Fed en el corto plazo son la guerra de aranceles, la creciente inmigración hacia EEUU y las políticas fiscales expansivas de la actual administración de ese país.

El nuevo material de proyecciones de los miembros del FOMC da cuenta precisamente de estas desviaciones. El crecimiento del PIB sería más bajo frente a lo previsto inicialmente para 2025 y 2026, aunque hacia 2027 convergería al potencial. El desempleo sería también más alto, si bien no muy lejano a los niveles coherentes con el pleno empleo. Asimismo, la inflación no sólo se mantendría por encima de la meta de 2%, sino que aumentaría este año a niveles del orden de 3%.

En este entorno, el FOMC sigue esperando un ciclo completo de recortes de tasas de interés de 50 pbs para lo que resta de este año. Sin embargo, para 2026 y 2027 ahora anticipa una velocidad más lenta en dichos recortes, lo cual guarda consistencia con la necesidad de mantener una postura monetaria prudente que procure la consecución de sus objetivos de política sin generar inestabilidad en los mercados financieros.

Esperamos que la Fed recorte en 25 pbs las tasas de referencia durante sus próximas reuniones de septiembre y diciembre, llevándolas al cierre de 2025 hasta el rango 3.75% - 4%. En coordinación con sus otros instrumentos de política monetaria, también anticipamos que la Fed seguirá flexibilizando los parámetros del QT pero ahora hacia mediados de 2026 y no hacia finales de 2025, como lo estimábamos previamente.

Una incertidumbre persistente

Sin mayores sorpresas frente a lo previsto, la Reserva Federal (Fed) mantuvo estable sus tasas de interés de referencia en el rango 4.25% - 4.5%. Asimismo, la Fed continuará reduciendo sus tenencias de Tesoros y títulos respaldados por hipotecas (MBS, por sus siglas en inglés) al ritmo al que lo viene haciendo desde el pasado mes de abril, es decir, vencimientos por USD 5,000 millones en Tesoros y USD 35,000 millones en MBS.

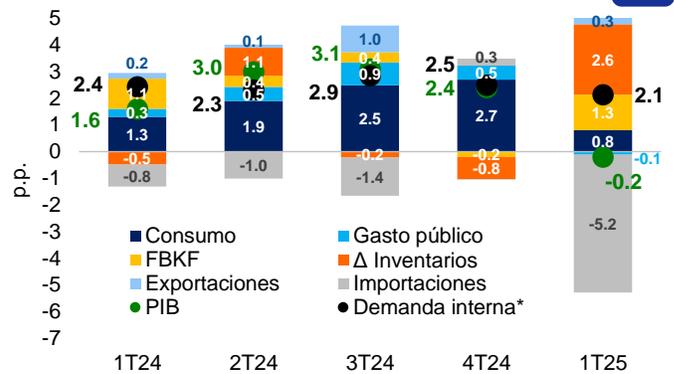
De acuerdo con lo manifestado por la propia Fed, la economía de EEUU se mantiene en una posición sólida a pesar de los considerables grados de incertidumbre que enfrenta. Las cifras del PIB en 1T15 mostraron una reducción en la renta nacional que obedece a una fuerte anticipación de importaciones, especialmente de bienes de capital y de consumo, un evento atípico que distorsionó la interpretación de las exportaciones netas y en consecuencia del PIB.

En efecto, excluyendo las exportaciones netas, la variación de existencias y el gasto público para controlar estas distorsiones en la demanda agregada, el crecimiento del PIB en 1T25 fue de un sólido 2.1% trimestre anualizado (t/a), comparable con el crecimiento de 2.5% de todo 2024. Esto contrasta claramente con la caída total de 0.2% t/a del PIB al incluir exportaciones netas (Gráfico 1).

Las condiciones del mercado laboral continúan bien balanceadas y cerca del pleno empleo. La tasa de desempleo ha permanecido baja alrededor del 4.2% y el ritmo de generación de empleos ha promediado 135 mil nuevos puestos de trabajo en los últimos tres meses, algo por debajo del histórico de 200 mil nominas mensuales, pero que es consistente con los objetivos de la Fed de mantener un razonable equilibrio entre oferta y demanda de trabajo. En este entorno, la inflación salarial se ha estabilizado alrededor de ritmos anuales de 4.3%, inferiores a los niveles vistos en 2024.

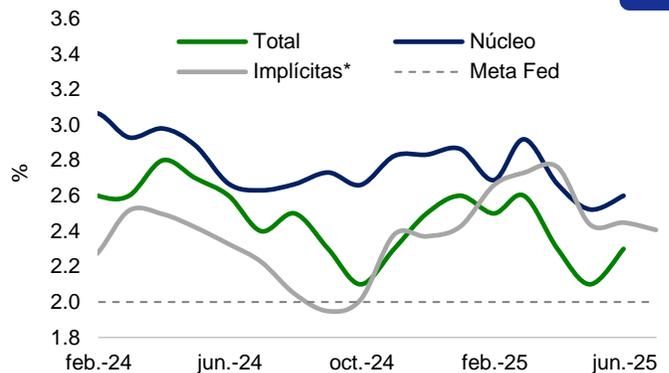
La inflación al consumidor implícita en el gasto de consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés), medida preferida de la Fed, se situó en mayo en 2.3% y la medición núcleo en 2.6%, en ambos casos por encima de la meta de 2% de la Fed. Las expectativas de inflación implícitas en el mercado de deuda, en promedio, han

Descomposición del PIB de demanda en EEUU



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Sin gasto del Gobierno y variación de inventarios.

Inflación PCE y expectativas de inflación en EEUU



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Inflación implícita en instrumentos de deuda indexados a 2, 5 y 10 años.

descendido y se sitúan actualmente en 2.4% (Gráfico 2). Algunas mediciones de expectativas de inflación a 1 año que se sustraen de encuestas superan levemente el 3%, pero también se han moderado desde valores del orden de 3.6% en abril.

Todo lo anterior ha sido 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 actualizaciones del FOMC frente a los estimativos de marzo pasado, ahora se esperan niveles no sólo más altos en la tasa de desempleo, sino que aumentarían más rápidamente entre 2025 y 2026. Asimismo, el crecimiento del PIB sería inferior a lo previsto inicialmente para esos mismos años. La inflación tendría un rebote transitorio de mayor magnitud en 2025, empujada por los riesgos de inflación alrededor de la guerra de aranceles, pero retomaría la senda de convergencia hacia la meta en 2026.

En materia de PIB, la mediana de pronósticos del FOMC ahora apunta a crecimientos de 1.4% y 1.6% en 2025 y 2026, respectivamente, por debajo de las estimaciones previas y del crecimiento tendencial del PIB estimado en 1.8% (Gráfico 3). Para la tasa de desempleo, el FOMC ahora estima un pico de 4.5% en 2025-2026, superior al 4.4% previsto en marzo pasado (Gráfico 4). La tasa de desempleo descendería levemente en 2027, pero en cualquier caso se mantendría por encima del nivel de pleno empleo estimado alrededor del 4.2%.

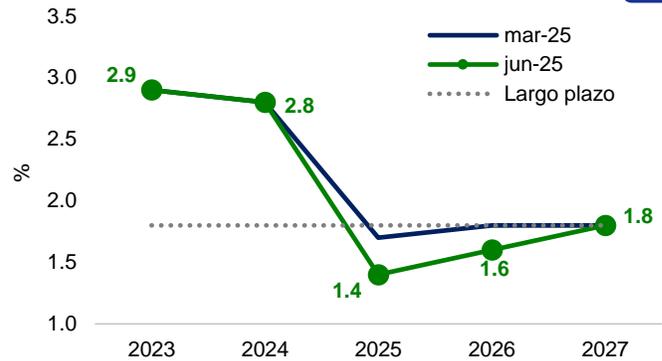
En cuanto a la inflación del PCE, la convergencia hacia la meta de 2% se prevé ahora más lenta y completándose sólo hacia 2027, con un rebote transitorio de 3% en 2025 que superaría ampliamente el 2.5% de 2024 (Gráfico 5). La nueva trayectoria de la inflación núcleo también apunta a un rebote transitorio de la inflación este año hacia valores de 3.1%, desde los estimativos previos de 2.8%.

Choque monetario-fiscal

Bajo este contexto, las nuevas trayectorias de tasas de interés del FOMC siguen dando cuenta de una tasa de interés que terminaría este año en el rango 3.75% - 4%, idéntica a la expectativa de marzo. Esto implica un espacio de recortes de hasta 50 pbs adicionales frente al nivel actual del rango de fondos federales para lo que resta de 2025.

Trayectorias esperadas en el crecimiento del PIB*

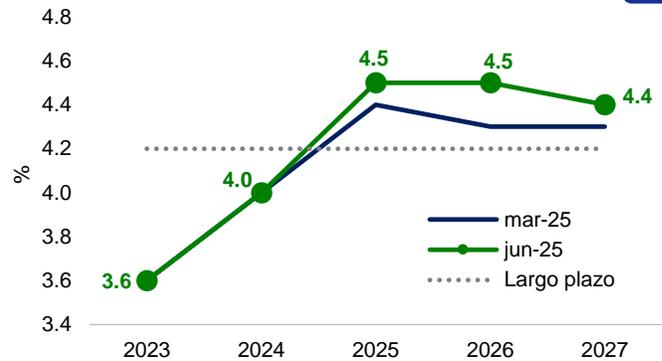
3



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

Trayectorias esperadas en la tasa de desempleo*

4



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

Sin embargo, las expectativas del FOMC para 2026 y 2027 ahora sugieren ciclos completos de recortes de tasas de interés de apenas 25 pbs para cada uno de esos años (Gráfico 6). Esto contrasta con los recortes de 50 pbs anuales que se estimaban preliminarmente, pero que son coherentes con la necesidad de mantener una postura monetaria aún restrictiva para encausar la inflación y sus expectativas hacia la meta de 2% en el horizonte de política. Con esto, la menor velocidad de reducciones en los tipos de interés revela una postura más cautelosa de la Fed dentro del horizonte de política, teniendo en cuenta muy en particular que la inflación permanecería por encima de la meta más tiempo del previsto inicialmente.

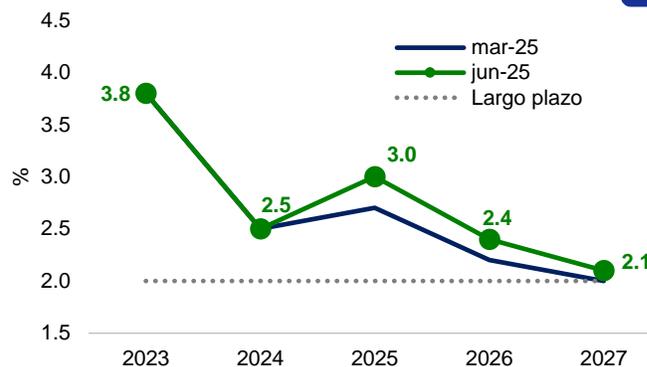
Otra razón de fondo para que la Fed continúe haciendo un trabajo prudente, pero que no es menor, tiene que ver con presiones inflacionarias más estructurales que podrían suscitar las medidas de la actual administración de EEUU. Una de ellas, quizás la más decididamente inflacionaria, se desprende de la política comercial de imposición de aranceles recíprocos específicos y otros universales a todas las importaciones de EEUU, si bien se han ido logrando algunos acuerdos de no agresión comercial con varios países.

Pero también existe otra de índole fiscal que choca directamente contra los objetivos de política monetaria de la Fed. Vale la pena recordar que actualmente surge trámite en el Congreso de EEUU una serie de medidas fiscales expansivas, principalmente vía recortes de impuestos, que inexorablemente van a generar una ampliación del déficit fiscal y del endeudamiento público. De acuerdo con varios analistas, sin ningún tipo de ajuste, el déficit fiscal en EEUU podría estabilizarse en niveles ya elevados de 8% del PIB, con unos niveles crecientes de endeudamiento que en 2025 serían de 122.5% del PIB y que superarían el máximo histórico de la pandemia de 130% del PIB hacia finales de la actual década.

Un efecto colateral de estas medidas fiscales expansivas, además de generar presiones inflacionarias de demanda, es la de una depreciación del dólar americano (USD). Este fenómeno sobre el USD ya se está sintiendo y eventualmente se transmitirá sobre la inflación al consumidor en EEUU, haciendo aún más complicada la labor de la Fed (ver “Riesgos alcistas a la vista” en [IMC – Mayo de 2025](#)).

Trayectorias esperadas en la inflación del PCE*

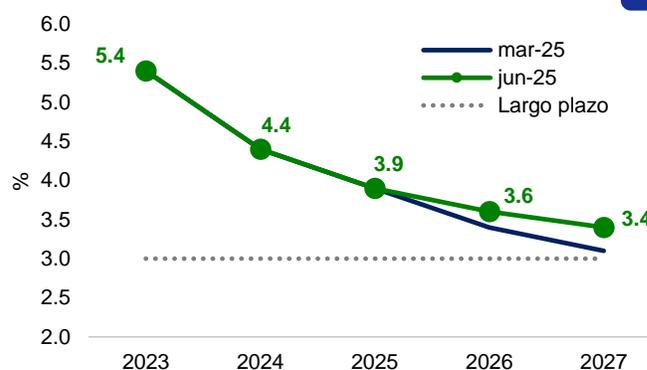
5



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*

6



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

Expectativas de corto plazo

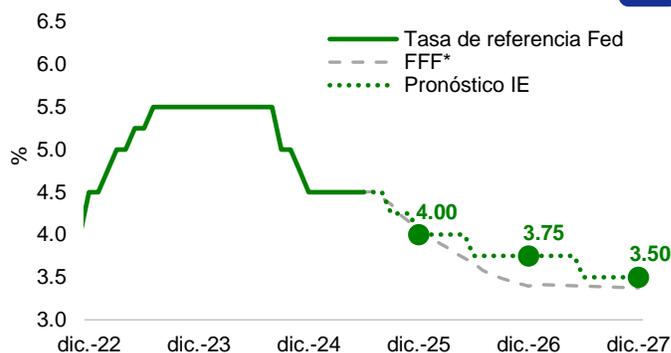
La Fed sigue advirtiendo que, ante unos niveles de incertidumbre todavía muy altos, ciertos choques imprevistos podrían desviar transitoriamente las trayectorias de inflación y empleo de los objetivos de política, por lo cual es requerido seguir actuando con prudencia. En particular, la guerra de aranceles, la creciente inmigración hacia EEUU, y las políticas fiscales-regulatorias de la actual administración, son las principales fuentes de incertidumbre a las que se enfrenta la política monetaria en ese país, con riesgos alcistas sobre la inflación y bajistas sobre el producto-empleo.

En nuestro escenario base, esperamos que la Fed **recorte en 50 pbs sus tasas de referencia en sus próximas reuniones de política monetaria, llevándolas al cierre de año hasta el rango de 3.75% - 4%**. En nuestra opinión, dicho ciclo se daría en dos movimientos de 25 pbs a la baja en tasas durante 3T25 y 4T25 (Gráfico 7). Para 2026 y 2027, en línea con la nueva perspectiva de los miembros del FOMC de la Fed, esperamos que las tasas de interés descendan 25 pbs en 2026 hasta el rango 3.5% - 3.75% y otros 25 pbs en 2027 hasta 3.25% - 3.5%.

En coordinación con sus otros instrumentos de política monetaria, también anticipamos que la Fed moderará una vez más los parámetros del programa de reducción de tenencias de activos o contracción cuantitativa (QT, por sus siglas en inglés). Sin embargo, **ahora creemos que dicho ajuste en los parámetros del QT ocurrirá hacia el año 2026 y no en la segunda mitad de 2025**, teniendo en cuenta que la postura de la Fed seguirá siendo restrictiva y las tasas de interés descenderán más lentamente.

Trayectoria de la tasa de política monetaria en EEUU

7



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasas implícitas en la curva de FFF con corte al 20 de junio de 2025.

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.
