



Comentario económico

Mercados financieros

Noviembre 11 de 2025

Aliviando tensiones

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 lo previsto por el mercado, la Fed recortó en 25 pbs su tasa de referencia en octubre y la llevó al rango de 3.75% - 4%. Más recortes de tasas de interés no están garantizados, pero ciertamente la Fed sigue revelando una preferencia por llevar su postura monetaria a terreno neutral, si bien no a la velocidad que el mercado descontaba. Dado que la tasa neutral se estima alrededor de 3%, la postura de la Fed ya estaría muy cerca de ese terreno neutral.

De manera coordinada con lo anterior, la Fed anunció que a partir de diciembre reinvertirá en su totalidad todos los vencimientos de su portafolio para mantener constante el saldo de sus tenencias de activos, actualmente en USD 6.6 billones. Su nueva estrategia incluye que ahora todos los vencimientos de valores con respaldo hipotecario se reinvertirán en Letras del Tesoro, algo que no sólo intenta corregir excesos de oferta en el mercado de deuda pública de EEUU sino unas crecientes presiones de liquidez en el mercado monetario.

Los niveles de reservas bancarias descendieron aceleradamente desde 2022. Para principios de 2025, ya habían alcanzado niveles mínimos tolerables por la Fed, en el marco de un régimen de reservas amplias. Pese a ello, la Fed continuó marchitando su hoja de balance y contrayendo la base monetaria, suscitando tensiones de liquidez. Las mayores emisiones de Tesoros desde mitad de año, tras el aumento del techo de la deuda, también apretaron las condiciones.

Las operaciones repo tradicionales de la Fed para inyectar liquidez transitoria alcanzaron recientemente máximos no vistos desde 2020, en plena crisis del COVID-19. Algunos diferenciales de tasas de interés de corto plazo, que miden riesgos de liquidez y riesgos de crédito, también se dispararon en los últimos 4 meses y el costo de fondeo interbancario comenzó a superar con creces la tasa efectiva de los fondos federales que fija la Fed para préstamos a 1 día.

En nuestra opinión, el anuncio de la finalización del QT llegó tardíamente y la Fed ha sido en buena medida responsable de las actuales tensiones de liquidez en el mercado, más allá de algunos crecientes riesgos específicos en la banca estadounidense. Por fortuna, además de la nueva estrategia de reinversiones, la Fed cuenta con múltiples herramientas para enfrentar estos episodios de crisis de liquidez en el mercado sin tener que revertir sus recientes decisiones de política monetaria.

Se acabó el QT

En línea con lo previsto por la amplia mayoría del mercado, la Reserva Federal (Fed) decidió recortar en 25 pbs su tasa de referencia en octubre y la llevó al rango de 3.75% - 4%. En esencia, el lenguaje de la Fed no cambió mucho frente a lo que ya había manifestado en su reunión de septiembre y sigue ponderando más los riesgos bajistas sobre el empleo que los alcistas sobre la inflación.

Aunque más recortes de tasas de interés no están garantizados con plena certeza, ciertamente la Fed sigue revelando una preferencia por seguir flexibilizando su postura monetaria, si bien no a la velocidad que el mercado estaba descontando (ver “De aquí al final serán flujos” en [IMC – Octubre de 2025](#)). Teniendo en cuenta que los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) han estimado que la tasa neutral de política en EEUU se sitúa alrededor de 3%, los niveles actuales de tipos de interés, así como sus previsiones para 2026, apuntan a que el próximo año la postura de la Fed llegaría rápidamente a terreno neutral.

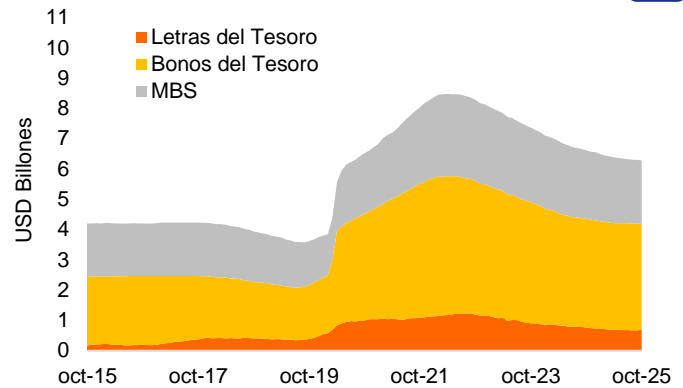
Lo que más llamó la atención en las recientes decisiones de la Fed fue el anuncio del fin de su programa de contracción cuantitativa (QT, por sus siglas en inglés), algo que habíamos advertido en meses recientes que probablemente ocurriría hacia finales de 2025 en el marco de una postura monetaria que está acercándose a terreno neutral (ver “Más flexible para moverse” en [CE – Septiembre 19 de 2025](#)). A partir de diciembre, la Fed reinvertirá todos los vencimientos de su portafolio para mantener constante el saldo de sus tenencias de activos, actualmente en USD 6.6 billones (Gráfico 1).

Pero a diferencia de lo que venía haciendo la Fed desde el pasado mes de abril con su estrategia de reinversiones, los vencimientos de títulos respaldados con hipotecas (MBS, por sus siglas en inglés) se reinvertirán ahora en su totalidad en letras del Tesoro (T-Bills), que son títulos de deuda pública con vencimientos inferiores a 1 año. Previamente, los vencimientos de MBS en el marco del QT se estaban reinvertiendo tanto en T-Bills como en bonos del Tesoro de largo plazo.

El objetivo de la Fed con esta nueva estrategia, según lo sustentó el propio emisor, es reducir la vida media de su portafolio a niveles similares a los del acervo de toda la

Tenencias de títulos de la Fed por tipo de activo

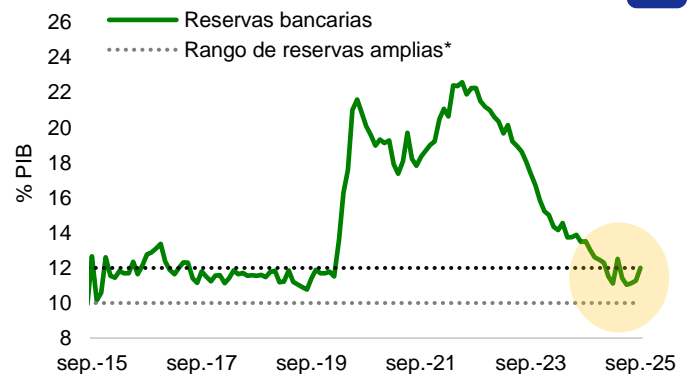
1



Fuente: Reserva Federal. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de las reservas bancarias en EEUU

2



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Estimaciones tomadas del trabajo empírico de Wessel (2024).

deuda pública de EEUU, con lo cual busca mantener una estructura de vencimientos más estable. Además, teniendo en cuenta que este año las emisiones de T-Bills han sido particularmente elevadas (ver “Ya vi, ahora sí creo” en [IMDP – Agosto de 2025](#)), la estrategia procura cerrar potenciales excesos de oferta en estos títulos y distorsiones en las tasas de interés de mercado, especialmente las de corto plazo.

En la actualidad, el 63% de las tenencias de la Fed son Tesoros, de los cuales un 10% son T-Bills. Durante el choque de la pandemia del COVID-19, la participación de los T-Bills llegó a ser del 15% del portafolio, niveles que seguramente no se alcanzarán en la actual coyuntura dado que el objetivo de la Fed es llevar su postura a terreno neutral, pero que sin duda serán más elevados frente a los actuales. Para la curva de rendimientos de los Tesoros, esta estrategia de reinversiones implica un empinamiento teórico que favorece no sólo inversiones a plazos cortos, sino también un mayor gasto real de la economía en el corto plazo.

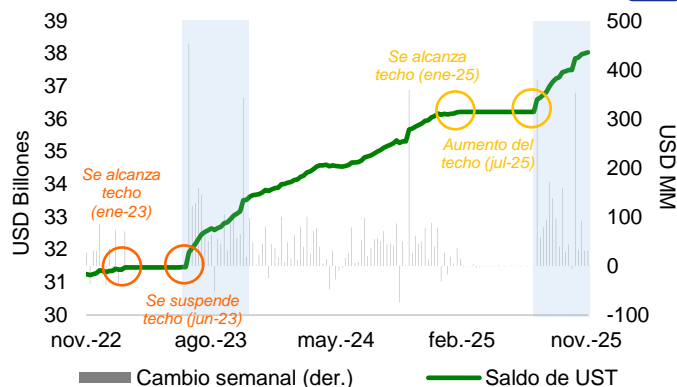
Apretón de liquidez

Pero más allá de todo lo anterior, existe una razón adicional por la cual la Fed finalizó el QT y adaptó su estrategia de reinversiones, lo cual tiene que ver con las crecientes tensiones de liquidez observadas en el sistema financiero de EEUU. El apretón ha sido tal que no sólo los recursos aprobados en las líneas de liquidez de la Fed han sido masivos, alcanzando máximos de al menos 5 años, sino que también las tasas de interés de corto plazo se han desacoplado de los tipos de interés de los fondos federales que determina la política monetaria en EEUU.

Los niveles de reservas bancarias, que son un objetivo de los programas de compras-ventas masivas de activos de la Fed, descendieron aceleradamente desde 2022 en el marco del QT (Gráfico 2). De hecho, desde 1T25 ya habían alcanzado niveles consistentes con el régimen de reservas amplias de 10% - 12% del PIB que la Fed considera adecuados para que las tasas de interés de financiamiento a muy corto plazo se equilibren con las tasas de interés que fija el FOMC (ver “La Fed sin apuros” en [CE – Febrero 5 de 2024](#)).

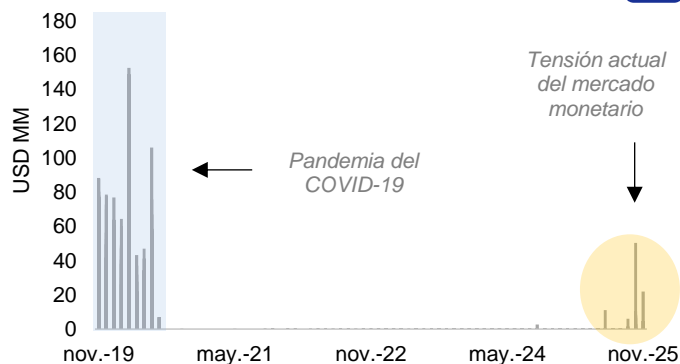
Esto significa que la Fed, aun cuando las reservas bancarias ya estaban en los mínimos tolerables, seguía

Saldo de la deuda pública total en EEUU



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Operaciones transitorias de liquidez con repos*



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Incluyen colaterales en Tesoros, MBS y títulos de agencias federales.

retirando liquidez del mercado a través del QT. Por si eso fuese poco, el Congreso de EEUU aprobó en julio pasado un aumento del techo de la deuda por USD 5 billones que ha acelerado la emisión de Tesoros de forma significativa en los últimos meses (Gráfico 3), quitándole aún más recursos de liquidez al mercado y presionando por esta vía los niveles de las reservas bancarias.

En este entorno, las necesidades de liquidez aumentaron de manera alarmante y existen muchas señales que lo comprueban. Por ejemplo, en las operaciones repo tradicionales de la Fed, los recursos de expansión transitoria alcanzaron máximos no vistos desde mediados de 2020, en plena crisis del COVID-19, con una demanda diaria de liquidez que bordeó los USD 50,000 millones hacia finales de octubre (Gráfico 4).

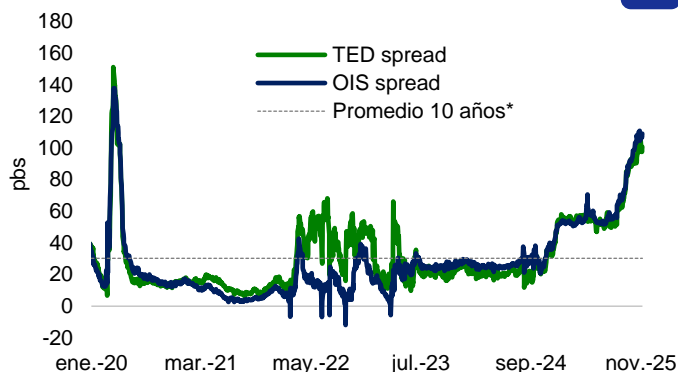
Algunos diferenciales de tasas de interés de corto plazo, que miden riesgos de liquidez y/o riesgos de crédito, también se dispararon justamente desde julio, cuando la oferta represada de Tesoros exacerbó las tensiones de liquidez en el mercado (Gráfico 5). Medidas como el TED *spread* y el OIS *spread* alcanzaron recientemente máximos de 110 pbs, algo que similar a lo observado con los repos de expansión temporal de la Fed, representan máximos no vistos desde la crisis de 2020.

Quizás el termómetro que más ha preocupado a la Fed son los fuertes incrementos de las tasas de interés de financiamiento de muy corto plazo (*overnight*), situación que refleja una contradicción evidente entre sus recientes medidas y sus objetivos de política. En efecto, tasas como la SOFR *overnight* se han disparado más de 30 pbs por encima de la tasa de interés efectiva de los fondos federales (Gráfico 6), algo atípico que sólo suele presentarse en crisis financieras. Además, no resulta consistente con un régimen de reservas bancarias amplias, donde la Fed busca justamente que el costo de fondeo de muy corto plazo esté totalmente alineado con las tasas de interés de política monetaria.

Una presión adicional sobre la liquidez de la banca, aunque más de carácter estructural, tiene que ver con el ciclo del crédito en EEUU. La cartera de créditos ha registrado crecimientos sistemáticamente más altos que los de los depósitos desde mediados de 2022, en medio de un ciclo expansivo macroeconómico que en su totalidad fue impulsado por las medidas ultra expansivas de política adoptadas durante la pandemia (Gráfico 7). Sin

Diferenciales de tasas de corto plazo (3 meses)

5

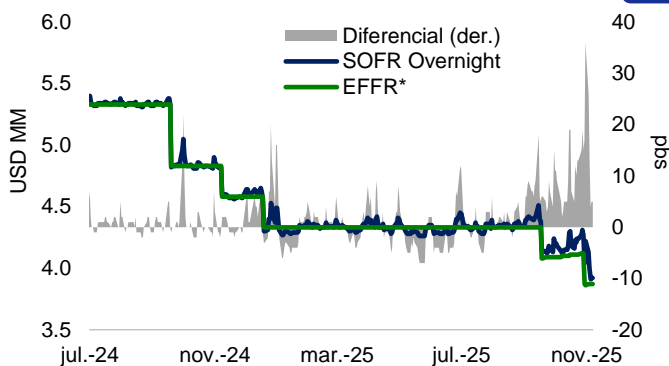


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Promedio aritmético de las medidas de tendencia en el TED y OIS spread.

Tasas de financiamiento a un día en EEUU

6



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Tasa efectiva de fondos federales. Fluctúa alrededor del objetivo del FOMC.

embargo, aunque la morosidad y el riesgo de impago de la banca estadounidense está contenida, a dicho desequilibrio de demanda, que presiona al alza las tasas de interés del mercado de créditos, se le han sumado otro tipo de presiones por el lado de la oferta.

A saber: 1) el deterioro de la cartera de algunos segmentos como tarjetas de crédito, préstamos de vehículos y créditos inmobiliarios comerciales, con niveles de morosidad-impago que han aumentado desde el año pasado; 2) las pérdidas de valor del portafolio de inversiones de bancos cuya composición del activo está muy concentrada en Tesoros y MBS, y que las hace muy sensibles a incrementos en las tasas de mercado; y 3) la mayor exposición de la banca tradicional a instituciones financieras no bancarias (bancos en la sombra), que en la actualidad representan el 30% - 35% de los créditos totales en EEUU y no tienen una regulación adecuada.

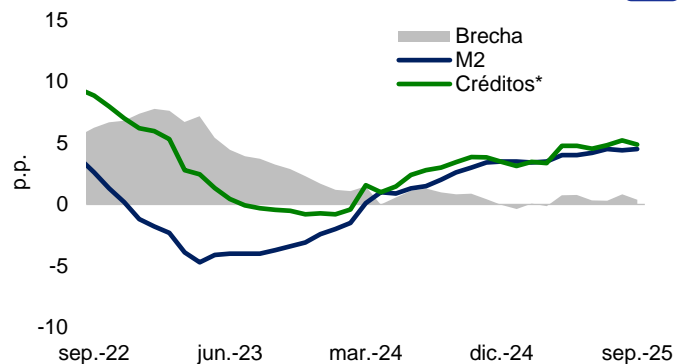
¿Debe revertir medidas la Fed?

De acuerdo con esta evidencia, consideramos que la Fed actuó tardíamente en frenar el QT, suscitando un apretón de liquidez innecesario. La principal falla radica en que las reservas bancarias ya habían alcanzado sus objetivos del régimen de reservas amplias casi 1 año antes del freno en el QT, una descoordinación de política cuyo costo se está reflejando en los desequilibrios del mercado monetario descritos en la sección anterior.

La estrategia de reinvertir en su totalidad los vencimientos de MBS en T-Bills está bien direccionada en el sentido de suavizar las actuales tensiones de liquidez. Como lo explicamos previamente, no sólo intenta corregir los excesos de oferta en el mercado de Tesoros, principalmente en papeles con vencimientos de corto plazo, sino que además alivia el riesgo de liquidez en todo el sistema al reinvertir en activos muy líquidos y con bajo riesgo de duración.

Por lo anterior, y ante la creciente especulación de agentes del mercado que han advertido sobre una crisis bancaria en curso, creemos que **la probabilidad de que la Fed revierta su reciente decisión de acabar el QT para corregir la inestabilidad del mercado monetario es muy baja**. Existen otras alternativas de política que tendrían una mayor eficacia y consistencia dado el contexto actual, más allá de una política de compras

Presiones de liquidez ligadas al ciclo del crédito



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Incluyen colaterales en Tesoros, MBS y títulos de agencias federales.

masivas de activos o expansión cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés) para calmar los mercados.

En **primer lugar**, el QE es una herramienta de política que expande significativamente la base monetaria de la economía (efectivo y reservas bancarias), a través de compras masivas de activos financieros en el mercado primario y secundario. Es claro que su implementación debe ser coherente con una postura de política expansiva, algo que no es el caso actual de la Fed.

Segundo, un QE no está diseñado para atacar problemas de corto plazo y de inestabilidad de los mercados financieros. Sus efectos macroeconómicos son expansivos en términos del producto y el empleo, además de inflacionarios. Otro tipo de instrumentos de inyección de liquidez transitoria al mercado, como las operaciones repo tradicionales en las ventanillas de expansión de la Fed, son más eficientes para suavizar tensiones de liquidez como la actual, sin generar riesgos inflacionarios.

Tercero, en los últimos años la Fed ha creado facilidades de préstamos de muy corto plazo para corregir apretones de liquidez como el actual. Por ejemplo, en 2021 creó la Facilidad Permanente de Repos (SRF) para respaldar de manera continua el mecanismo tradicional de repos que gestiona la Fed y evitar crisis de liquidez como la de 2019. En el año 2023, en el marco de la crisis de los bancos regionales de EEUU, la Fed creó el Programa de Financiamiento Bancario a Plazo (BTFP) al cual podían acceder ciertos intermediarios para obtener recursos de emergencia, utilizando como garantía Tesoros valorados a precio nominal y no de mercado. Estas facilidades se mantienen a la fecha.

En **cuarto lugar**, y como última alternativa, la Fed podría acelerar sus recortes de tasas de interés y llevar más rápidamente su postura a terreno neutral. Sin embargo, similar a la implementación de un QE, la tasa de referencia es un instrumento que no soluciona problemas de liquidez de muy corto plazo. En este aspecto, la estrategia de la Fed de finalizar el QT y ajustar la composición de sus tenencias luce como la más apropiada.

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.
