



Comentario económico

Política monetaria

Los cambios incomodan, pero son necesarios

Junio 19 de 2026

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

La Fed mantuvo estables sus tasas de interés en junio en el rango 3.5% - 3.75%, tal como lo anticipaba ampliamente el mercado. Esta fue la primera sesión de política monetaria de Kevin Warsh al frente de la Fed en reemplazo de Jerome Powell, algo que ha traído cambios importantes no sólo en la postura de política monetaria, sino también en las formas como el emisor tomó decisiones de política y se las comunicó al mercado durante las últimas dos décadas.

El primer ajuste importante es el tono de política monetaria de la Fed, el cual se tornó decididamente más restrictivo. Segundo, con el objetivo de que los mercados reaccionen más a los datos económicos y no sólo al rumbo futuro de las tasas de interés, la Fed suprimió el *forward guidance* de sus comunicados oficiales. El tercer cambio será la migración de un régimen de reservas bancarias amplias a uno de reservas escasas, el cual busca corregir distorsiones en las tasas de interés del mercado inducidas por la intervención de la Fed a través de compras masivas de activos financieros.

Bajo este contexto, el material de proyecciones económicas de los miembros del FOMC mostró revisiones al alza importantes en materia de inflación y de tasas de interés, en un contexto de resiliencia en el crecimiento del PIB y niveles de desempleo alineados a sus equilibrios de largo plazo. Los riesgos inflacionarios siguen siendo alcistas, teniendo en cuenta que actualmente viaja cerca de 4%.

Dado el estado actual de la economía y el nuevo tono del emisor, es altamente probable que la Fed incremente los tipos de interés a partir de 3T26, siguiendo los pasos de otros faros monetarios que ya iniciaron un ciclo de aumentos en sus tasas de referencia para combatir la mayor inflación. Por ahora, las condiciones financieras del mercado en EEUU se mantienen holgadas, pero es de esperar que evidencien algún deterioro más adelante este año. Esto produciría presiones alcistas importantes sobre las tasas de interés en los mercados, principalmente en los de renta fija.

En nuestro nuevo escenario base, ahora esperamos que la Fed aumente en 25 pbs las tasas de interés hasta 3.75% - 4% en septiembre. Otro movimiento al alza de tasas de interés, y en la misma magnitud, llegaría en diciembre, con lo cual el cierre de 2026 sería 4% - 4.25%. También anticipamos reducciones en las tenencias de activos de la Fed durante el segundo semestre de este año, coherente con la transición hacia un régimen de reservas bancarias escasas.

Halcón y menos información

En línea con lo previsto por la amplia mayoría del mercado, la Reserva Federal (Fed) de EEUU mantuvo estables sus tasas de interés durante su reunión de junio en el rango 3.5% - 3.75%. Esta fue la primera sesión de política monetaria de Kevin Warsh al frente de la Fed y la única que, quizás, necesitó para realizar ajustes importantes en las formas como el emisor no sólo tomó decisiones de política durante las últimas casi 2 décadas, sino también cómo se las comunica al mercado y al público en general.

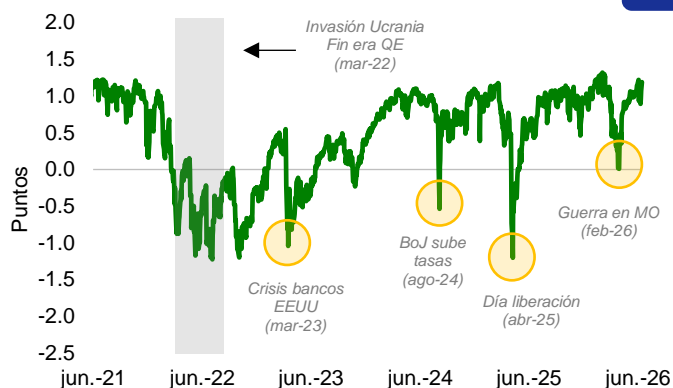
En **primer lugar**, el tono de la Fed con Warsh debutando se tornó decididamente más restrictivo. Los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés), un poco menos dispersos que en trimestres previos, ahora esperan incrementos en los tipos de interés este año, contrario a la senda de recortes que el FOMC preveía hace apenas unos meses atrás. Esto se da en medio de un contexto donde el crecimiento económico se mantiene sólido y existe un buen balance del mercado laboral, pero con una inflación que se disparó por encima de 4% como consecuencia del conflicto en Medio Oriente (ver “¡Llegó el mundial!” en [IMCE – Junio de 2026](#)).

En **segundo lugar**, la hoja de ruta de la política monetaria (*forward guidance*), una herramienta adoptada desde la época de Ben Bernanke al frente del emisor tras la gran recesión de 2008-2009 para comunicar las decisiones futuras de tasas de interés de la Fed, fue suprimida. El comunicado oficial de la reunión de junio prácticamente se redujo a la mitad, eliminando el texto donde el FOMC transmitía sus intenciones sobre el rumbo futuro de los tipos de interés. Incluso el propio Warsh omitió sus proyecciones en el material de pronósticos que trimestralmente el FOMC publica al mercado.

El objetivo de esta medida es que el mercado reaccione a los datos económicos en tiempo real, en lugar de anticipar el rumbo futuro de las tasas de interés. Pero esto también tiene un sustento teórico, más precisamente desde la óptica del ajuste nominal incompleto¹, donde se plantea

Evolución de condiciones financieras en EEUU

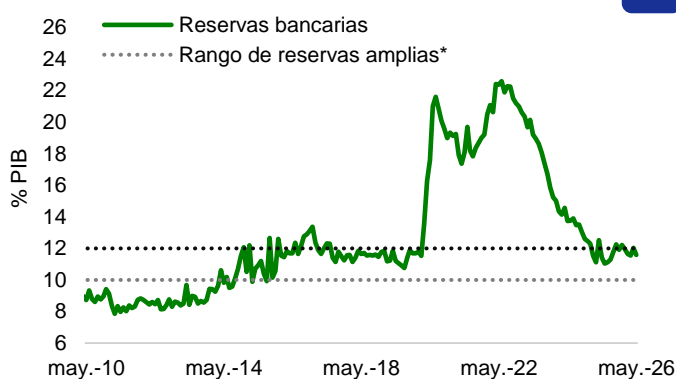
1



Fuente: Bloomberg. Cálculos 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).

¹ En el corto plazo, los precios no se ajustan completamente ni en la misma proporción a cambios en la oferta de dinero (perturbación monetaria-nominal). Si existe además información imperfecta, estructuras oligopólicas de mercado, contratos de largo plazo, etc., que dificultan aún más dicho ajuste en los precios, toda perturbación monetaria del banco central en el corto plazo genera cambios en variables reales como la producción y el

que, para generar afectaciones en variables reales como la producción y el empleo en el corto plazo (dadas unas rigideces de precios), las decisiones de política monetaria no deben ser anticipadas por los agentes (sorpresas de política). Cierta literatura económica sugiere que la implementación del *forward guidance*, cuyo objetivo era reducir en simultáneo las tasas de interés de corto y largo plazo, y mantener esas expectativas a futuro controladas, pudo incidir en el estancamiento secular observado en los años subsiguientes a la crisis de 2008-2009.²

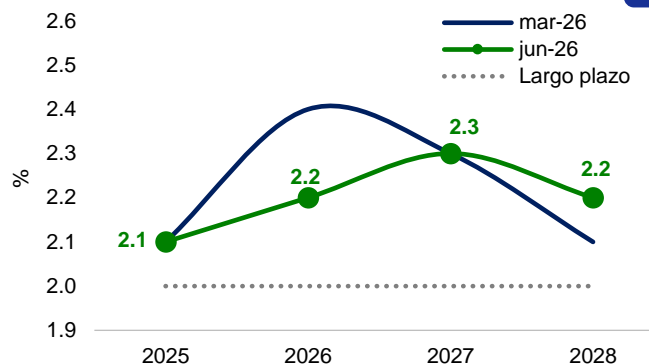
Un **tercer** cambio importante en el inicio de la era Warsh es el deseo manifiesto de migrar de un régimen de reservas amplias a uno de reservas escasas. El objetivo es eliminar distorsiones generadas en los precios de los activos financieros y las tasas de interés del mercado por la excesiva intervención del banco central (compras masivas de títulos). En un régimen de reservas escasas, como el que se tenía previo a la crisis de 2008 y al que quiere migrar regulatoriamente la Fed, las tasas de interés de mercado se determinan principalmente por la oferta y demanda de recursos del sistema financiero.

Esto implica, por definición, que las tenencias de activos de la Fed tendrán que disminuir en su hoja de balance. En otras palabras, migrar a un régimen de reservas escasas tiene como consecuencia una reducción permanente en la liquidez del mercado. Lo anterior también deja en un segundo plano instrumentos de política monetaria no convencional como los programas de expansión cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés), con lo cual la principal herramienta para realizar intervenciones transitorias en las condiciones de liquidez del mercado serán las operaciones de mercado abierto (OMA).

Como lo analizamos en un informe pasado, un régimen de reservas amplias es aquel donde los niveles de reservas bancarias oscilan entre 10% y 12% del PIB, consistente con niveles de liquidez elevados de los bancos comerciales (superiores a sus niveles regulatorios) y tasas de interés de muy corto plazo alineadas a la tasa de referencia de la Fed (ver “La Fed sin apuros” en [CE – Febrero 5 de 2024](#)). Durante la pandemia, la Fed implementó transitoriamente un régimen de reservas abundantes a través de un agresivo

Trayectorias esperadas en crecimiento del PIB*

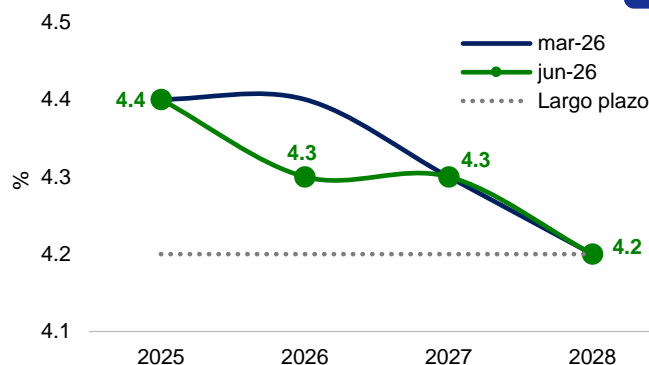
3



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

Trayectorias esperadas en tasa de desempleo*

4



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

empleo. En el largo plazo, con información, fluidez y competencia perfecta en los mercados, los precios se ajustan completamente a las perturbaciones monetarias y no se generan afectaciones en las variables reales (neutralidad del dinero).

² Eggertsson, G., Mehrotra, N. & Robbins, J. (2017). *A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation*. NBER Working Papers: January - 2017.

QE que elevó los niveles de reservas bancarias a máximos históricos de 22% del PIB. El objetivo, en ese momento, era presionar las tasas de interés de mercado a niveles inferiores a la tasa de política monetaria. En el nuevo objetivo de la Fed, bajo un régimen de reservas escasas, el saldo de tenencias de activos de la Fed tendría que disminuir al punto en que, presumiblemente, las reservas bancarias se sitúen alrededor de 8% del PIB, que son los niveles que se tenían previo a la adopción del esquema de reservas amplias.

Por ahora, las condiciones financieras en EEUU se mantienen holgadas (Gráfico 1) y el nivel de reservas bancarias se sitúa en 11% del PIB, consistente con un régimen de reservas amplias (Gráfico 2). En la medida que la Fed migre hacia un régimen de reservas escasas en el futuro cercano, es de esperar que las condiciones financieras evidencien algún deterioro, con lo cual se producirían presiones alcistas sobre las tasas de interés del mercado.

Proyecciones del FOMC

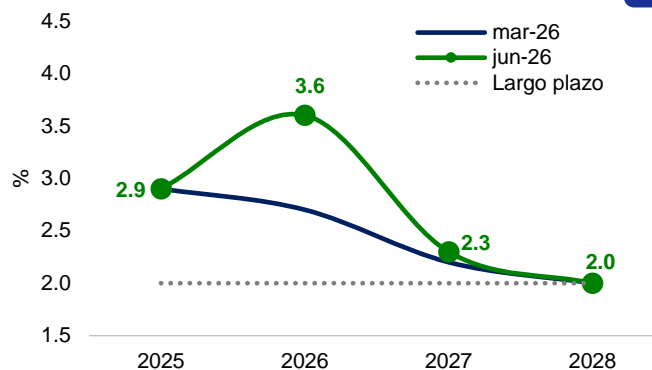
El nuevo material de proyecciones económicas de los miembros del FOMC mostró algunos cambios importantes frente a las previsiones de la pasada reunión de marzo, especialmente en materia de inflación y tasas de interés, las cuales fueron revisadas al alza, como lo comentamos previamente. Las proyecciones de tasa de desempleo del FOMC continúan evidenciando una perspectiva de equilibrio en el mercado laboral, al tiempo que las de crecimiento del PIB revelan resiliencia de la actividad económica.

Los pronósticos del FOMC ahora apuntan a crecimientos promedio del PIB de 2.2% entre 2026 y 2028, levemente inferior a las proyecciones de marzo, pero en todos los casos superando el crecimiento potencial del PIB estimado en 2% (Gráfico 3). Lo anterior guarda coherencia con la trayectoria prevista en la tasa de desempleo para los mismos años, que ahora descendería desde 4.4% en 2025 hasta niveles de 4.3% en 2026-2027 y 4.2% en 2028, su nivel de largo plazo (Gráfico 4).

En cuanto a la inflación del PCE, la mediana de expectativas del FOMC aumentó significativamente para 2026 hasta 3.6%, desde el anterior 2.7% (Gráfico 5), algo que se explica en su totalidad por la inflación de oferta que

Trayectorias esperadas en la inflación del PCE*

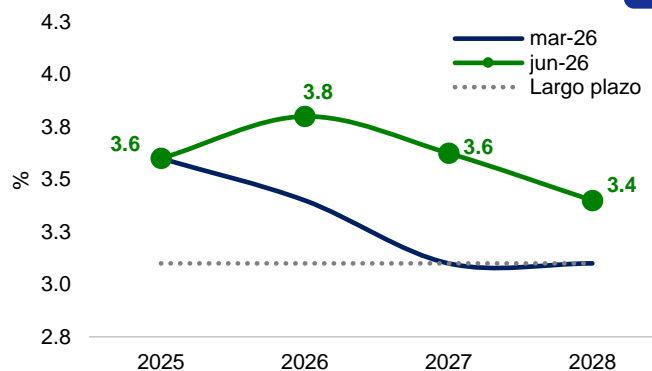
5



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

Trayectorias esperadas en tasas del Fed*

6



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

está generando la disparada de los precios de los energéticos a nivel mundial en el marco del conflicto en Medio Oriente (MO). Hacia 2027 y 2028, el FOMC espera que la inflación descienda gradualmente hacia la meta de política monetaria de 2%.

Bajo este contexto, y tal como lo explicamos previamente, las nuevas trayectorias de tasas de interés del FOMC ahora anticipan un incremento de 25 pbs en las tasas de interés para 2026, cerrando en el rango 3.75% - 4%. La nueva trayectoria de tasas de interés para 2027 y 2028 sigue incorporando reducciones en los tipos de interés, pero en niveles más altos frente a los previstos en marzo. Esto refleja una postura más restrictiva de la Fed para los siguientes años.

Expectativas de corto plazo

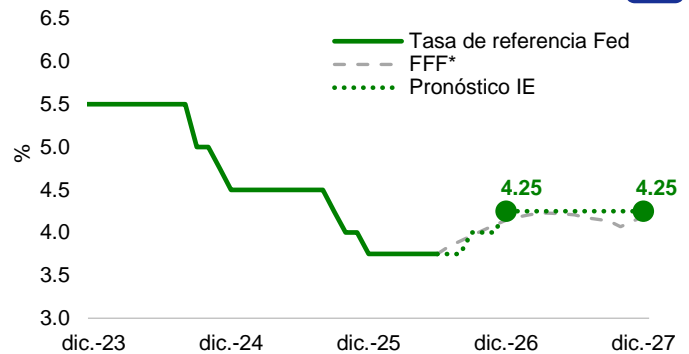
En un informe reciente habíamos estimado que la inflación en EEUU podría alcanzar niveles de 3.6% este año como consecuencia del conflicto en MO (ver “Sin recortes, por ahora” en [CE – Marzo 24 de 2026](#)). No obstante, la dinámica de los precios ya superó la barrera del 4% y todo indica que se mantendrá en dichos niveles para lo que resta del año. Dado el estado actual de la economía (crecimiento resiliente y buen balance del mercado laboral) y el nuevo tono del emisor, es altamente probable que la Fed incremente los tipos de interés a partir de 3T26.

En nuestro nuevo escenario base, **ahora esperamos que la Fed aumente en 25 pbs las tasas de interés hasta 3.75% - 4% en septiembre**, algo que ya está descontado por los mercados (Gráfico 7). Otro movimiento de tasas al alza y en la misma magnitud llegaría en diciembre, con lo cual el pico de este ciclo de la Fed alcanzaría niveles de 4% - 4.25%, que también serían cierres para 2026.

Coherente con todo lo anterior, **también anticipamos que las tenencias de activos de la Fed comiencen a disminuir durante el segundo semestre de este año**. Suponiendo que dicho ajuste sea de USD 20,000 millones mensuales, equivalente al ritmo promedio-mes visto en 2025, el saldo de tenencias de la Fed descendería hacia niveles de USD 6.4 billones a fines de 2027 (Gráfico 8).

Expectativas de tasas de la Fed en el mercado

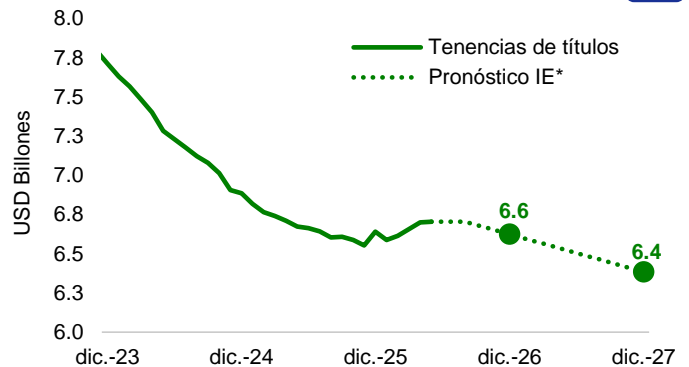
7



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasas implícitas en la curva de FFF con corte al 18 de junio de 2026.

Tenencias de activos de la Reserva Federal

8



Fuente: Federal Reserve. Investigaciones Económicas - BAC.
*Ajuste de la gestión de reservas por USD 20,000 millones a partir de 2S26.

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.
