Octubre 2026

MBA NOÉ ROMERO A.

nromero@dineroymercados.com.mx

30 años, cinco ciclos y una certeza: La Fed es la Fed y manda en los mercados.

- ***La Fed no necesita provocar directamente una crisis para convertirse en parte de ella. Basta con que cambie el precio del dinero en Estados Unidos***
- ***Hacia finales de 2018 aumentaron las preocupaciones por el crecimiento mundial, las tensiones comerciales y las condiciones financieras***
- ***La Reserva Federal de San Francisco estimaba a principios de septiembre que los mercados estaban descontando una tasa cercana a 4.25% a mediados de 2027***
- ***Treinta años ofrecen suficiente perspectiva para distinguir entre una coincidencia y un patrón: no todos los ciclos de alzas de la Fed terminaron en crisis.***

Hay pocas decisiones económicas capaces de alterar simultáneamente en todo el mundo el precio del dinero, el valor de las monedas, el costo del crédito, el comportamiento de las bolsas, el mercado de bonos y los flujos internacionales de capital. Una de ellas es una decisión de la Reserva Federal. La Fed volvió a demostrarlo el pasado 16 de septiembre, cuando elevó en 25 puntos base su tasa de referencia para llevarla a un rango de 3.75% a 4.0%, en una decisión unánime del Comité Federal de Mercado Abierto. El argumento fue conocido: la inflación continúa elevada y la economía estadounidense mantiene un ritmo de actividad suficientemente sólido como para justificar una política monetaria más restrictiva.

Sin embargo, esta vez hay algo diferente. No se trata solamente de una subida aislada, los mercados están comenzando a descontar que el movimiento puede continuar y varias son las señales; por ejemplo, la Reserva Federal de San Francisco señaló a principios de septiembre que los mercados financieros esperaban que la tasa llegara a aproximadamente 4,25% hacia mediados de 2027, lo que equivaldría a dos o tres incrementos adicionales de 25 puntos base desde los niveles actuales.

La propia Fed es algo más cautelosa: su proyección de septiembre sitúa la mediana de la tasa en 4.1% tanto al cierre de 2026 como de 2027, aunque la distribución entre los funcionarios muestra una dispersión considerable. La diferencia entre ambas visiones es importante, pero todavía lo es más la historia porque esta no es la primera vez que la Fed emprende un camino de endurecimiento monetario.

En los últimos 30 años pueden identificarse al menos cinco grandes episodios que permiten observar qué sucede cuando el banco central estadounidense decide que el dinero debe dejar de ser tan barato.

1. ***1994-1995. El susto de Greenspan.***
2. ***1999-2000. La Fed enfría la fiesta tecnológica.***
3. ***2004-2006. La mesura de Greenspan.***
4. ***2015-2018. La normalización después del dinero casi gratis.***
5. ***2022-2023. La guerra contra la inflación.***

Cinco episodios, cinco circunstancias económicas distintas y cinco respuestas diferentes de los mercados. Pero con un elemento común: cuando la Fed mueve las tasas de manera sostenida, prácticamente ningún mercado importante permanece indiferente.

1994: cuando la Fed sorprendió al mundo, y México se desplomó

El primero de los grandes episodios del periodo comenzó en 1994. La economía estadounidense estaba creciendo y la Reserva Federal decidió adelantarse a posibles presiones inflacionarias.

El resultado fue uno de los procesos de endurecimiento más agresivos de la era moderna hasta ese momento. La tasa de fondos federales pasó de alrededor de 3% a comienzos de 1994 a 6% en febrero de 1995.

Entre las decisiones más recordadas estuvo el incremento de 75 puntos base de noviembre de 1994; el problema fue que los mercados no estaban preparados para la velocidad del ajuste.

Como consecuencia los rendimientos de los bonos estadounidenses aumentaron con fuerza y se produjo una importante corrección en los mercados de renta fija. La repercusión tampoco quedó confinada a Estados Unidos ya que México se encontraba particularmente expuesto.

El aumento del costo del dinero en Estados Unidos contribuyó a endurecer las condiciones financieras para los mercados emergentes justo cuando México enfrentaba sus propias vulnerabilidades: endeudamiento, desequilibrios externos y un tipo de cambio que terminaría siendo insostenible.

En diciembre de 1994 estalló la crisis del peso. La Reserva Federal de Dallas ha señalado que el endurecimiento estadounidense propinó el golpe final a una economía mexicana que ya presentaba vulnerabilidades internas. Entre noviembre de 1994 y marzo de 1995, el tipo de cambio real del peso se desplomó más de 40.0%, mientras las tasas de los Cetes a tres meses habían subido de alrededor de 10% en febrero de 1994 a 14% en noviembre y en abril de 2025 la tasa de ubico en 71.50% generando la crisis bancaria más profunda en México. El episodio dejó una primera lección.

La Fed no necesita provocar directamente una crisis para convertirse en parte de ella. Basta con que cambie el precio del dinero en Estados Unidos para que países altamente endeudados, monedas vulnerables y mercados dependientes del financiamiento externo comiencen a sentir la presión.

1999-2000: balde de agua fría a la fiesta tecnológica

Cinco años después, el escenario era completamente distinto; la economía estadounidense disfrutaba de la expansión asociada a la revolución tecnológica, internet había transformado las expectativas empresariales y los mercados accionarios habían entrado en una auténtica fiebre. Entonces, la Fed volvió a subir las tasas y el tipo de los fondos federales pasó de 4,75% a mediados de 1999 a 6,5% en mayo de 2000, después de varios incrementos consecutivos. El Nasdaq alcanzó su máximo histórico de aquella etapa el 10 de marzo de 2000.

En ese momento, las mayores compañías del Nasdaq estaban dominadas por empresas tecnológicas; seis de las 20 mayores compañías ni siquiera habían registrado utilidades en el último trimestre de 1999, de acuerdo con un análisis de la Reserva Federal de San Francisco realizado posteriormente.

La Fed no creó la burbuja tecnológica ni fue la única causa de su posterior estallido. Las valoraciones extremas, las expectativas sobre las nuevas tecnologías y la enorme entrada de capital desempeñaron papeles fundamentales, pero el aumento del costo del dinero cambió las condiciones financieras.

Entonces apareció nuevamente una característica recurrente de los ciclos de la Fed: cuando suben las tasas, cambia el precio que los inversionistas están dispuestos a pagar por el crecimiento futuro, las empresas tecnológicas fueron particularmente sensibles a ese cambio. El epílogo de este ajuste de tasas por parte de la Fed provocó que el Nasdaq entrara en un largo proceso de corrección, y que la economía estadounidense posteriormente cayera en recesión.

2004-2006: la mesura que no evitó la tormenta

El siguiente ciclo resulta especialmente interesante porque la Fed intentó hacer algo diferente; después de llevar la tasa de referencia hasta apenas 1% en 2003 y mantenerla allí durante un periodo prolongado, el banco central comenzó en junio de 2004 un proceso de incrementos graduales. Fueron 17 aumentos consecutivos de 25 puntos base, que llevaron la tasa desde 1% hasta 5,25% en junio de 2006.

El propio lenguaje de la Fed hablaba de una política de ajustes "mesurados", pero la economía ya había acumulado desequilibrios importantes, especialmente en el mercado inmobiliario y el crédito hipotecario. En junio de 2006, cuando la Fed llevó la tasa a 5.25%, reconocía que el crecimiento estaba moderándose y que el mercado de la vivienda comenzaba a enfriarse. Al mismo tiempo advertía que persistían riesgos inflacionarios. Un año después comenzaron los recortes y poco después llegó la crisis financiera.

La relación entre las alzas de 2004-2006 y la crisis de 2008 debe manejarse con cuidado: el endurecimiento monetario no explica por sí solo la crisis porque el mercado hipotecario por sí mismo, el apalancamiento, la titulización, la gestión de riesgos y otros factores fueron determinantes. Pero el ciclo sí dejó una enseñanza fundamental: los efectos de una subida de tasas no necesariamente aparecen cuando la Fed aprieta el botón, pueden tardar meses o incluso años en manifestarse.

2015-2018: el fin de la era del dinero casi gratis

La siguiente experiencia fue todavía más peculiar. Después de la crisis financiera de 2008, la Fed llevó las tasas prácticamente a cero y las mantuvo allí durante años; no fue sino hasta diciembre de 2015 cuando comenzó la siguiente etapa de normalización. La primera subida fue de 25 puntos base, llevando el rango a 0.25%-0.50%. Después vinieron aumentos graduales en 2016, 2017 y 2018; en diciembre de 2018 la tasa ya se encontraba en 2.25%-2.50%, a todas luces se trataba de una política completamente distinta de la de 1994.

La Fed no estaba tratando de frenar una economía recalentada ni una burbuja tecnológica, estaba intentando regresar gradualmente a una política monetaria más normal después de casi una década de extraordinaria relajación. Pero el mercado terminó recordando nuevamente quién tenía las llaves del dinero. Hacia finales de 2018 aumentaron las preocupaciones por el crecimiento mundial, las tensiones comerciales y las condiciones financieras.

La Fed terminó señalando que sería paciente respecto de nuevos ajustes, en consecuencia, la tasa no llegó ni remotamente a los niveles de 2000 o 2006 y aun así, el mercado reaccionó. Porque después de años de tasas cercanas a cero, 25 puntos base podían tener una importancia muy distinta para los inversionistas.

2022-2023: la Fed vuelve a sacar la artillería

Si los cuatro ciclos anteriores habían demostrado el poder de la Fed, el episodio que comenzó en 2022 recordó algo todavía más elemental: cuando la inflación se convierte en el problema principal, la Reserva Federal puede subir las tasas con una velocidad extraordinaria. En marzo de 2022 el rango objetivo estaba en 0.25%-0.50%, pero en diciembre de ese mismo año ya había llegado a 4.25%-4.50%. Fueron siete aumentos en nueve meses,

incluidos cuatro incrementos consecutivos de 75 puntos base entre junio y noviembre. La tasa continuó subiendo durante 2023 hasta alcanzar 5.25%-5.50% y la consecuencia fue un endurecimiento financiero global. El dólar se fortaleció frente a numerosas monedas emergentes, aumentaron las tasas soberanas, se encareció el financiamiento y los inversionistas comenzaron a buscar nuevamente el refugio relativo de los activos estadounidenses.

El Fondo Monetario Internacional había advertido que una aceleración del endurecimiento de la Fed podía provocar salidas de capital y depreciación cambiaria en mercados emergentes.

En julio de 2022, el organismo señalaba que el fortalecimiento del dólar estaba incrementando las presiones inflacionarias en otros países y que los flujos de capital ya estaban saliendo de mercados emergentes. Otra vez, la Fed había movido una tasa estadounidense y otra vez, el efecto había cruzado las fronteras. Hoy vuelve a empezar una historia ya vista en cuando menos las tres décadas recientes, las de la era de la globalización de los capitales, esa es la particularidad de este inicio de ciclo, llegamos así a 2026.

La Fed acaba de elevar nuevamente su tasa de referencia, esta vez hasta 3.75%-4%, pero el contexto es diferente al de 2022; hace cuatro años la economía estadounidense estaba saliendo de la pandemia y la inflación había alcanzado niveles no vistos en décadas. Ahora la economía continúa creciendo, la productividad se ha fortalecido, la inversión empresarial es robusta, pero la inflación permanece por encima del objetivo de 2%. La Fed proyecta para 2026 una inflación PCE de 3.7%, antes de que descienda gradualmente hacia 2% en 2029. El mercado, además, comienza a contemplar nuevas alzas.

La Reserva Federal de San Francisco estimaba a principios de septiembre que los mercados estaban descontando una tasa cercana a 4.25% a mediados de 2027, equivalente a dos o tres movimientos adicionales de 25 puntos base. Eso no significa que necesariamente vaya a ocurrir, pero la propia Fed proyecta una mediana de 4.1% para finales de 2027 y sus funcionarios presentan una amplia dispersión de escenarios. Para los mercados la discusión ya comenzó.

La Fed cambia una tasa; los mercados cambian de régimen

Aquí está quizá la principal enseñanza que dejan estos 30 años. No existe una fórmula que diga que cada subida de la Fed provoca una caída de las bolsas, una crisis o una recesión, la historia no funciona así. En algunos episodios las acciones siguieron subiendo durante buena parte del ciclo. En otros, los bonos fueron los primeros en sufrir. En otros, fueron las monedas emergentes. En otros, determinados segmentos especulativos del mercado. Pero lo que sí se repite es otra cosa.

La subida de tasas cambia el precio relativo del dinero y, con él, cambia las reglas de valoración de prácticamente todos los activos. Las tasas afectan el costo del crédito y el crédito afecta el consumo y la inversión; las tasas también modifican el atractivo relativo de los bonos frente a las acciones. Y la diferencia entre las tasas estadounidenses y las del resto del mundo influye en los flujos de capital, el dólar y las monedas emergentes.

La Reserva Federal de Chicago resume precisamente ese mecanismo: los cambios en la tasa de fondos federales se transmiten a otras tasas de interés, al valor internacional del dólar y a otros precios de activos que influyen en las decisiones de consumo e inversión. Por eso la Fed puede tomar una decisión en Washington y provocar movimientos en Ciudad de México, São Paulo, Londres, Tokio o Buenos Aires.

Cinco ciclos, cinco mercados diferentes

Hay otra conclusión que conviene no perder de vista. Los cinco episodios no produjeron exactamente el mismo resultado porque el mundo que encontró la Fed tampoco era el mismo.

Por ejemplo, en 1994 el gran riesgo para los mercados emergentes era la dependencia del financiamiento externo; en 2000 era la exuberancia tecnológica; en 2006 era el apalancamiento inmobiliario y financiero; en 2018 era la salida de una década de dinero extraordinariamente barato; en 2022 era una inflación global que había obligado a los bancos centrales a abandonar las políticas de emergencia de la pandemia.

Ahora el escenario incorpora nuevos ingredientes: enormes déficits fiscales, necesidades extraordinarias de financiamiento, inversión masiva en inteligencia artificial, cambios geopolíticos, energía, aranceles y una economía estadounidense que mantiene una combinación poco habitual de crecimiento y presiones inflacionarias. Eso significa que el sexto episodio tampoco tiene por qué parecerse a ninguno de los cinco anteriores, pero la mecánica fundamental permanece. Cuando el banco central que emite la principal moneda de reserva del mundo modifica el precio del dinero, el resto del planeta tiene que reaccionar. Puede hacerlo con acciones, con bonos, monedas, crédito, commodities, flujos de capital o, eventualmente, con decisiones de política monetaria propias.

La certeza

Treinta años ofrecen suficiente perspectiva para distinguir entre una coincidencia y un patrón: no todos los ciclos de alzas de la Fed terminaron en crisis; no todos provocaron mercados bajistas; no todos golpearon de la misma manera a los mercados emergentes. Pero todos obligaron a los mercados a recalcular el precio del dinero y el valor de los activos, eso es quizá lo verdaderamente importante del nuevo ciclo.

La discusión no debería ser solamente si la Fed subirá otros 25 o 50 puntos base; la pregunta relevante es qué ocurre cuando los inversionistas, después de años de acostumbrarse a determinadas condiciones financieras, descubren que el régimen de tasas está cambiando nuevamente.

La historia de los últimos 30 años ofrece cinco respuestas diferentes y ninguna permite pensar que una Fed que sube tasas sea un acontecimiento menor. Porque, al final, hay pocas certezas en los mercados y una de ellas es que cuando la Fed cambia de rumbo, los mercados escuchan. Por lo tanto, es altamente probable que durante los próximos meses volverán a hacerlo, no por nada los operadores tienen muy claro un dicho que repiten cada vez que surgen episodios como los actuales: La Fed es la Fed.

La información contenida en el presente reporte es propiedad exclusiva de Dinero y Mercados® S.C., por lo que no podrá ser objeto de reproducción o distribución total o parcial alguna por cualquier medio, sin la previa autorización por escrito de Dinero y Mercados® S.C. El incumplimiento a esta prohibición podría ser objeto de sanciones conforme a la legislación aplicable.

Dinero y Mercados® S.C. Arquímedes 130 Despacho 201. Col. Chapultepec Morales. Ayuntamiento Miguel Hidalgo C.P. 11570, Ciudad de México, Tels. (01 55) 1085 3730.
nromero@dineroymercados.com.mx, www.dineroymercados.com.mx.