

ANÁLISIS · CONTEXTO INTERNACIONAL

La Fed que nadie esperaba: tasas que suben y emergentes que pagan la cuenta.

El mercado descuenta 82% de probabilidad de suba en septiembre. El bono americano a 30 años superó el 5% por primera vez desde 2007. Para Argentina, el impacto existe — pero no es el que el consenso describe.

PROB. SUBA FED SEP.

82%

Vs. 53% hace una semana · CME FedWatch

BONO EEUU 30 AÑOS

5,16%

Primer vez desde 2007 en superar el 5%

BONO EEUU 10 AÑOS

4,69%

+53 puntos básicos desde enero 2026

RIESGO PAÍS ARGENTINA

~450

Mínimos en 8 años. Resiste al contexto global

01 · Qué está pasando en Estados Unidos

A comienzos de 2026, el mercado descontaba recortes de tasas por parte de la Reserva Federal. El consenso era claro: la inflación cede, la Fed afloja, los emergentes se benefician. Ese escenario se rompió.

La combinación de tres factores cambió el mapa: la inflación en Estados Unidos no cede al ritmo esperado, el mercado laboral sigue firme con desempleo en 4,2%, y el petróleo volvió a presionar los precios — el Brent rozó los USD 100 el barril. Kevin Warsh, el nuevo presidente de la Fed, eliminó el forward guidance y adoptó una postura marcadamente hawkish. El resultado es que el mercado pasó de descontar recortes a descontar subas.

En 10 días, la probabilidad de una suba de tasas en septiembre pasó del 53% al 82%. El bono del Tesoro a 10 años está en 4,69% — subió 53 puntos básicos en lo que va del año. El bono a 30 años superó el 5% por primera vez desde 2007. Son niveles que el mundo no veía hace casi dos décadas.

El mecanismo de transmisión.

Cuando la tasa libre de riesgo de Estados Unidos sube, los inversores obtienen retorno atractivo sin asumir riesgo emergente. El capital tiende a fluir hacia los Treasuries. Los bonos emergentes caen, sus rendimientos suben, y el financiamiento externo se encarece para todos los países en desarrollo.

02 · Cómo impacta en los emergentes

El impacto en los mercados emergentes no es uniforme, pero el canal de transmisión opera sobre todos. El dólar se fortalece globalmente cuando la Fed endurece su postura — lo que

debilita las monedas emergentes y presiona a la baja los commodities, que cotizan en dólares. Dos golpes simultáneos para muchas economías en desarrollo.

El real brasileño, la lira turca y el rand sudafricano ya muestran tensiones. Brasil enfrenta el problema con la Selic en 14,25% — puede absorber el diferencial. Turquía y Sudáfrica tienen menos margen. En toda la región, los flujos de capitales hacia activos de riesgo se reducen cuando la tasa americana sube: el inversor global tiene menos incentivo para salir a buscar rendimiento en mercados volátiles.

- Salida de capitales de emergentes hacia Treasuries — menor demanda de bonos soberanos en dólares.
- Apreciación del dólar global — presión sobre monedas emergentes y sobre commodities.
- Encarecimiento del financiamiento externo — los países que necesitan emitir deuda lo hacen a tasas más altas.
- Caída de precios de bonos soberanos — todos los activos de renta fija emergente sufren presión técnica cuando sube la tasa libre de riesgo.

03 · El caso Argentina: similar pero distinto

Argentina no está blindada del contexto global. Pero tiene una particularidad que la diferencia del resto de los emergentes en este momento: su deuda no la mueve la tasa americana. La mueve el spread soberano.

Con el riesgo país en torno a los 450 puntos — mínimos en ocho años — lo que determina el precio de los bonos argentinos es la velocidad a la que comprime ese spread. Y ese spread sigue comprimiendo porque la macro local avanza: superávit fiscal sostenido, reservas en recuperación, acceso reestablecido al mercado de capitales, y ahora el aval de las tres grandes calificadoras alineadas en B-.

Dicho esto, el riesgo global no es ruido puro. A medida que el riesgo país se acerca a los 400 puntos, Argentina empieza a comportarse más como un emergente normal — y en ese punto, los movimientos de tasa americana pesan más. El umbral está cerca.

Lo que sí preocupa.

Si el bono a 10 años de Estados Unidos perfora el 5%, el encarecimiento del financiamiento externo se vuelve un problema concreto para el calendario de vencimientos de Argentina en 2027. Ese año hay vencimientos importantes, y el costo de refinanciarlos depende en parte de lo que haga la Fed entre hoy y entonces.

04 · La asimetría que nadie nombra: Brasil puede subir la tasa. Argentina no.

Acá está la diferencia estructural que el consenso no explicita con suficiente claridad. Cuando la Fed sube tasas y los emergentes sufren salidas de capital, cada economía tiene un margen de respuesta distinto. Brasil, con la Selic en 14,25%, tiene espacio para subir su tasa de referencia si necesita defender el real y retener capitales. Turquía también puede — aunque a un costo

político alto. Son países con tasas de política monetaria lo suficientemente altas como para absorber un shock externo con herramientas propias.

Argentina no tiene ese margen. El BCRA lleva meses bajando la tasa de política monetaria — de 32% TNA a menos del 29% — como parte del proceso de desinflación y normalización crediticia. La tasa de caución ya cayó por debajo del 20% TNA. El ancla de todo el programa es que las tasas reales converjan hacia niveles positivos pero razonables, para que el crédito privado arranque.

Si el contexto externo se complica y Argentina necesita subir la tasa para frenar una salida de capitales o defender el tipo de cambio dentro de la banda, el costo no es solo monetario. Es real y directo:

- El crédito privado, que recién empieza a recuperarse, vuelve a frenarse. Las tasas activas para empresas ya rondan el 50-65% TNA — con una suba de tasa de referencia, ese piso sube.
- Las PyMEs y empresas medianas, que dependen del crédito bancario en pesos para capital de trabajo, quedan sin financiamiento accesible. La línea PyME del BCRA ya opera con tasa máxima del 49% TNA — ese techo también se mueve con la tasa de referencia.
- La mora, que ya está en 7,3% del crédito total y en 12,1% en familias, puede agravarse si el costo financiero sube mientras el salario real no acompaña.
- El carry trade — hoy el gran atractor de capitales de corto plazo — pierde atractivo relativo si la tasa americana sube y el diferencial se comprime. Eso presiona sobre el tipo de cambio.

La trampa estructural.

En un emergente con historia de inflación y dolarización, subir la tasa es la respuesta ortodoxa ante un shock externo. Pero Argentina está en un momento donde precisamente necesita lo contrario: tasas bajando para que el crédito privado traccione la recuperación. Ese es el dilema que la suba de tasas americanas instala sobre la mesa — no hoy, pero sí en el horizonte de los próximos dos o tres trimestres.

05 · Lo que hay que mirar esta semana

La reunión de la Fed del 28 y 29 de julio no va a traer una suba de tasas — eso está descartado. Lo que importa es el tono del comunicado. Si Warsh confirma el sesgo alcista y señala que septiembre está sobre la mesa, los rendimientos de los Treasuries van a seguir subiendo y los emergentes van a acusar el golpe.

Si en cambio el comunicado es más ambiguo o cauteloso, puede haber un rebote técnico en bonos emergentes. Para Argentina, eso significaría un alivio en el margen — pero no cambia el cuadro de fondo, que sigue siendo el mejor que el país tuvo en años.

- Comunicado de la Fed post-reunión — tono hawkish o pausa.
- Dato de inflación PCE de Estados Unidos — el indicador que más mira la Fed.
- Comportamiento del bono a 10 años — si perfora el 4,8%, el mercado se pone nervioso.

— Precio del petróleo — el Brent cerca de USD 100 es el combustible de la expectativa de suba de tasas.

La síntesis: *Las tasas americanas subiendo son un viento en contra para los emergentes. Argentina no es inmune, pero tiene fundamentos que la diferencian del resto. La diferencia estructural está en la respuesta posible: Brasil puede subir la Selic. Argentina no puede subir la tasa sin cortar el crédito privado que recién empieza a recuperarse. Ese es el verdadero riesgo que instala este escenario — no el impacto de hoy, sino la trampa que se arma para 2027 si el contexto externo se sigue endureciendo.*

Fernando Camusso

Economista · Magíster en Finanzas · Director de Rafaela Capital · Rafaela, Santa Fe · Julio 2026

Uso exclusivo del suscriptor. No constituye asesoramiento personalizado de inversión en los términos de la Ley 26.831 y las normas CNV.
Lo que nadie te dice · Newsletter de Rafaela Capital · www.fernandocamusso.com