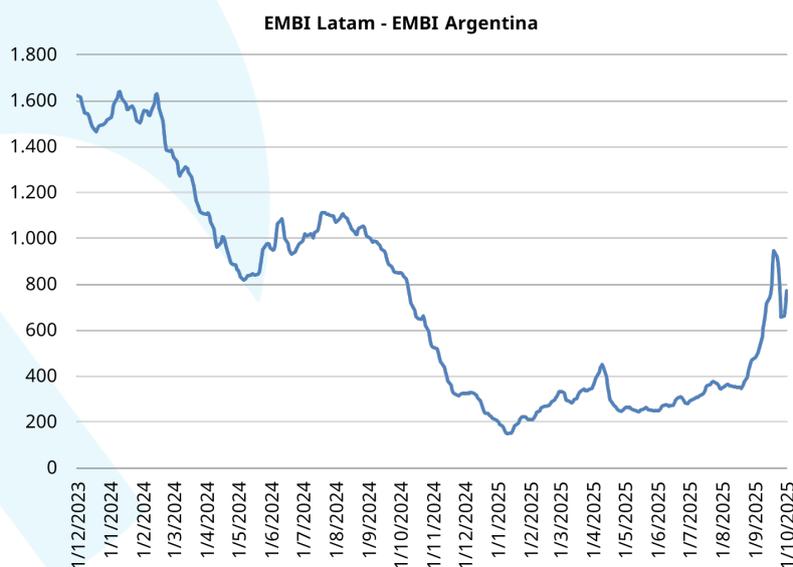


09 de octubre de 2025

## El mercado cambiario y la curva soberana

Durante 2024, el spread de crédito entre los bonos argentinos y el promedio regional se desplomó. El cambio rotundo en la dirección de la política económica con respecto a los años previos permitió una fuerte compresión del riesgo soberano durante el primer año de Milei. En enero de 2025, los bonos argentinos negociaban solo 150 puntos básicos (pb) por encima del promedio regional y 570pb por encima de la curva del Tesoro estadounidense. Hoy parece muy lejano, pero tan solo unos meses atrás Argentina estuvo a unos puntos de emitir deuda en el mercado internacional. Desde junio de este año, el spread contra el promedio regional se amplió rotundamente: pasó de 250pb a casi 730pb en la actualidad. Estamos nuevamente en niveles cercanos a los de mediados de 2024. Cuando el mercado de deuda está completamente cerrado, lo importante son los flujos (cuenta corriente y cuenta capital) pero sobre todo los stocks de dólares (deuda en moneda dura y reservas). En este resumen detallamos estos puntos. Además, explicamos por qué consideramos que, en un mundo donde los spreads de riesgo están en mínimos históricos (para dimensionar, el bono Colombia 2030 rinde 5,70%). Con un poco más de racionalidad en materia cambiaria y política, el castigo en la curva soberana luce excesivo.



Fuente: Cucchiara Research en base a BCRD.

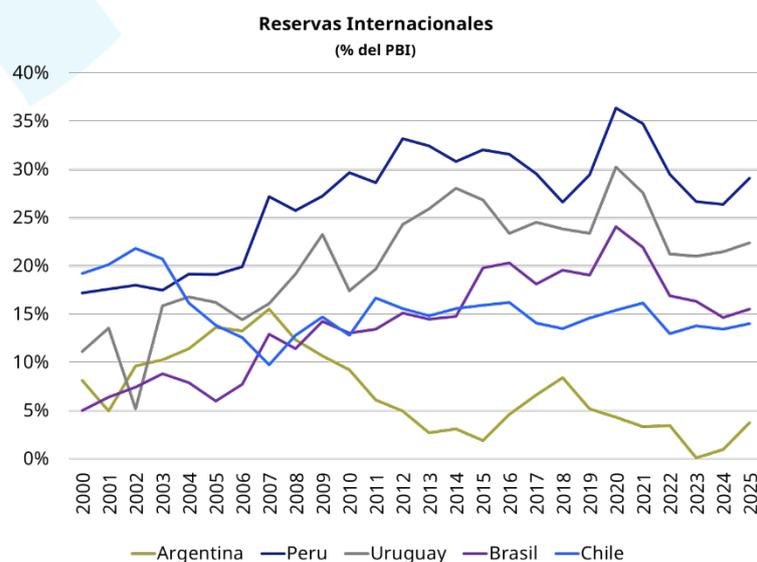
Creemos que las probabilidades son asimétricas: hay más para ganar que para perder, especialmente en los bonos largos de menor paridad. Esta asimetría la vemos más clara luego del apoyo del Tesoro Norteamericano a la Argentina. Todavía no sabemos cómo se manifestará dicho apoyo, pero sería una muy buena noticia para el mercado que el apoyo en la práctica sea un mecanismo de liquidez contingente para asegurar los próximos pagos de deuda (¿próximos dos o tres cupones?). Es importante que el apoyo del Tesoro sea sólo para garantizar los pagos de deuda y no para defender el tipo de cambio. Además, creemos que es lo que más tiene sentido desde la óptica del propio Tesoro y el FMI.

Para ver una marcada baja del riesgo país se necesita mantener el superávit fiscal primario, animarse a sacar las bandas para intentar fortalecer reservas y, como ya se hizo durante el 2024, negociar con aliados en el Congreso y con los Gobernadores. Vemos este escenario como muy probable para lo que

resta del mandato. Por último, están las elecciones, sin dudas el gran punto de incertidumbre de estas semanas. No tenemos ni idea del potencial resultado, pero lo que sospechamos es que estas elecciones de medio término poco dirán de la futura carrera presidencial en 2027, como suele pasar. Creemos que el dato fundamental a mirar es el techo de Fuerza Patria, dado que la liga de gobernadores para nada aterroriza al tenedor de bonos internacional.

Comencemos con los activos líquidos en dólares del Sector Público Consolidado. El Tesoro Nacional prácticamente agotó sus depósitos en dólares estas últimas semanas, como veremos más adelante. Por otra parte, están las reservas del Banco Central. En este punto hay un gran debate sobre qué medida de reservas considerar. A nuestro juicio, las reservas relevantes son aquellos dólares o activos líquidos (como el oro) que la autoridad monetaria tiene disponible para intervenir en el mercado cambiario o pagar deuda. Por ello, le restamos a las reservas brutas publicadas por el BCRA los encajes y el seguro de depósitos (SEDESA), que son divisas de los depositantes, así como la porción del swap con China que aún no fue activada. De este modo, las reservas netas, según nuestro cálculo, superan hoy los USD 10.000 millones. Si bien se trata de una cifra considerable en relación con las reservas netas heredadas por Milei al asumir (ver cuadro), aún son muy bajas, tanto con relación al PBI como frente a los pagos de deuda. Como se observa en el gráfico, los países latinoamericanos (Brasil, Chile, Perú y Uruguay) con bajo spread de crédito presentan una altísima cobertura de reservas frente a sus pagos de deuda internacional. Sólo para tener una dimensión, estas economías en promedio tienen en reservas el equivalente a 20% del producto. Extrapolando a la Argentina serían USD 130.000 millones.

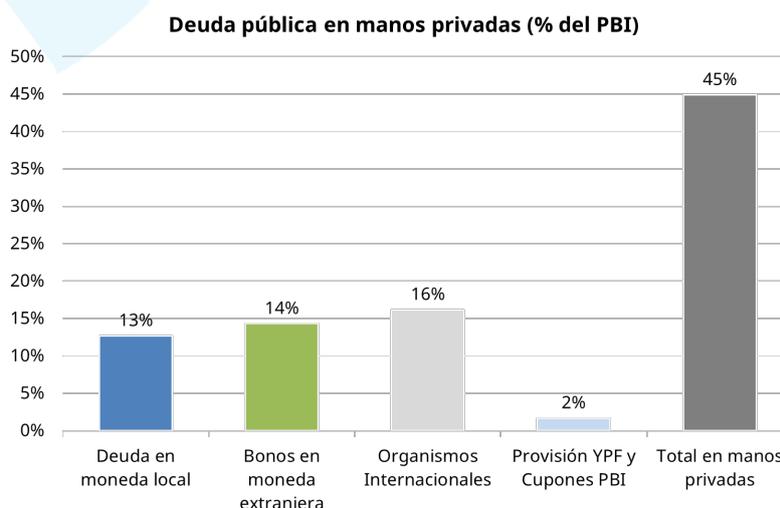
millones de USD	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	oct-25
<b>Reservas Brutas</b>	<b>41.500</b>	<b>39.007</b>	<b>23.073</b>	<b>31.500</b>	<b>42.000</b>
Oro	3.520	3.550	4.096	5.200	7.680
Encajes	11.400	11.905	9.096	15.100	16.000
Swap China	20.400	18.705	13.287	13.067	13.343
BIS	3.157	3.100	3.100	-	-
Sedesa	1.900	1.900	1.900	1.900	2.090
<b>Reservas Netas</b>	<b>4.643</b>	<b>3.397</b>	<b>4.310</b>	<b>1.433</b>	<b>10.567</b>



**Fuente:** Cucchiara Research en base al BCRA, BCB, BCU, BCRP y BCCh.

Antes de ir a los pasivos en dólares, un breve comentario sobre la deuda en moneda local muy golpeada durante los últimos meses. A nuestro juicio, el castigo a la deuda local se explica por la mala praxis en el manejo de tasas por parte del BCRA en las semanas previas a las elecciones bonaerenses, y por la posterior dolarización de carteras luego de la elección. No hay tasa que compense la expectativa de un salto discreto en el corto plazo. Es difícil entender el castigo a la curva en pesos desde el punto de vista de la probabilidad de default. La experiencia del reperfilamiento de deuda durante los últimos meses del gobierno de Macri en 2019 demostró que se trata de un sinsentido. Lo único que provoca un reperfilamiento de deuda local es una mayor caída en la demanda de dinero, y apenas logra dilatar unos días los controles cambiarios. Un eventual reperfilamiento tendría aún menos sentido hoy, dado que el Tesoro exhibe un superávit fiscal primario cercano al 1,4% del PBI. El stock de deuda en pesos en manos del sector privado es totalmente manejable, ya que ronda el 13% del PBI<sup>1</sup>. Además, gracias al buen manejo de las cuentas públicas, el Tesoro cuenta con depósitos en moneda local por \$12 billones (cerca del 1,4% del PBI). El problema argentino no tiene nada que ver con la deuda en moneda local.

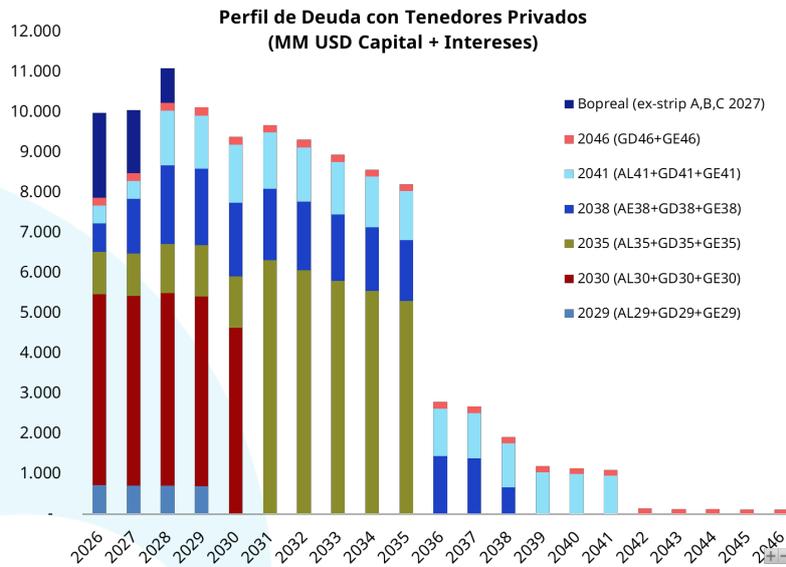
Ahora vamos al stock de deuda en dólares. Los bonos en moneda extranjera (mayoritariamente en dólares) en manos del sector privado rondan los USD 84.000 millones (aproximadamente el 14% del PBI). Por otro lado, la deuda con organismos multilaterales, principalmente con el FMI, asciende a unos USD 96.000 millones (16% del PBI). A esto debemos sumarle los compromisos potenciales por los cupones PBI y por la demanda contra YPF en Nueva York. Dado que no se conoce con precisión el monto de estos pasivos contingentes, supongamos (de manera completamente arbitraria) que ascienden a USD 10.000 millones. Es un número aleatorio, pero al final del día algo hay que considerar. En total, la deuda en moneda extranjera en manos del sector privado y de organismos internacionales ronda el 32% del PBI, incluso contemplando una provisión para el juicio de YPF y los cupones PBI. El total de la deuda en manos privadas (incluyendo los bonos en pesos) ronda los 45 puntos del producto. Vale aclarar que para este cálculo se considera un tipo de cambio real algo más alto que el promedio de 2025 (cuanto más competitivo sea el tipo de cambio, mayor es el ratio de deuda). Claramente, el problema no es el nivel de deuda, sino la mencionada baja liquidez (reservas) y la falta de acceso voluntario a los mercados internacionales.



**Fuente:** Cucchiara Research en base al Ministerio de Economía.

<sup>1</sup> Para el cociente de los ratios, utilizamos un PBI de USD 590.000 millones. Esta decisión algo discrecional de nuestra parte contempla el supuesto que el tipo de cambio real sostenible para el país es más alto que el promedio de 2025, más alineado a la estimación del EBA FMI, como se explica más adelante.

Con pocas reservas y sin acceso a los mercados voluntarios, los desembolsos de corto plazo se vuelven absolutamente relevantes. Considerando los pagos de intereses al FMI (no incluimos al resto de los multilaterales dado que lo más probable es que se refinancien), los pagos de BOPREAL (excluyendo los strips que se utilizan para cancelar impuestos) y los pagos a tenedores de bonos privados, en 2026 las necesidades de dólares para el Tesoro rondan los USD 12.000 millones. Como se ve en el gráfico a continuación, estos desembolsos son crecientes a partir de 2027. Sin acceso al roleo voluntario y con un tipo de cambio real que no permite acumular reservas, los tiempos se acortan y la ansiedad del mercado se incrementa.

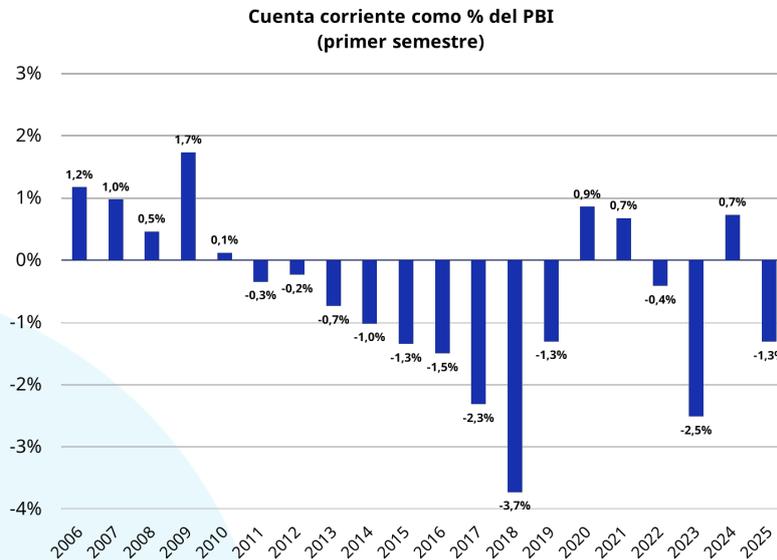


Fuente: Cucchiara Research en base al Ministerio de Economía y BCRA.

Ahora vayamos a los flujos, fundamentalmente la cuenta corriente. Como suele leerse en nuestros reportes, los grandes déficits externos en Argentina han tenido históricamente desenlaces desfavorables. Un ejemplo claro es el de 2017, cuando el gobierno de Cambiemos cometió el error de creer que podía financiar un déficit de 5 puntos del PBI. Argentina no puede sostener déficits de esa magnitud, ya que, para ello, se requiere una importante entrada de inversión extranjera directa (IED). A diferencia de México, Brasil, Chile, Perú y Colombia, que financian gran parte de sus déficits de cuenta corriente con IED, Argentina aún no ha alcanzado ese nivel. Vaca Muerta y la minería podrán apuntalar la IED en el mediano plazo, pero debemos ser pacientes, especialmente tras casi dos décadas de desorden macroeconómico e institucional. En este punto, el equipo económico cometió un grave error, dado que minimizó la importancia del déficit externo.

Como se observa en el gráfico, Argentina exhibió un déficit de cuenta corriente de casi 1,3% del producto en el primer semestre del año. Si bien está lejos de los déficits externos de 2017, 2018 o 2023, la dinámica no era nada alentadora, dado que todos los componentes apuntaban en la misma dirección: reducción del superávit de bienes, fuerte incremento del déficit de servicios (turismo) y el déficit estructural por pago de dividendos e intereses al exterior. El fuerte deterioro respecto del primer semestre de 2024 (nada menos que 2 puntos del PBI) se explica por tres motivos. En primer lugar, el fuerte rebote de la actividad desde el tercer trimestre de 2024 a febrero 2025 provocó que las importaciones crecieran por encima del 30% anual. En segundo lugar, la necesaria normalización del comercio exterior (básicamente, el levantamiento de restricciones a las importaciones) también originó un incremento de las compras al

exterior. Por último, la excesiva apreciación del tipo de cambio provocó no sólo un abaratamiento de las importaciones de bienes, sino, principalmente, un fuerte incremento del déficit del sector turismo. Dicho esto, el déficit de cuenta corriente debería comenzar a normalizarse en el segundo semestre de este año. La actividad económica se estancó desde febrero de este año y el tipo de cambio real se depreció cerca de un 25% desde abril hasta la fecha. Esto debería ayudar a corregir el desequilibrio.

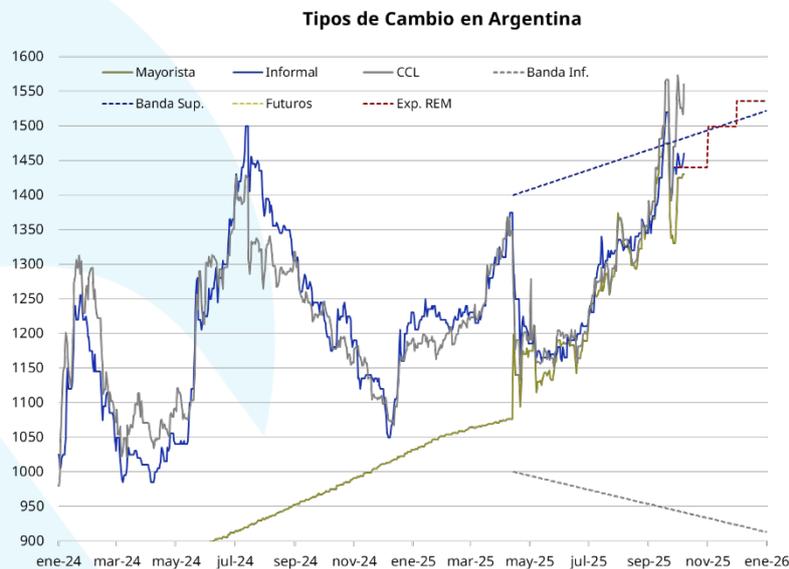
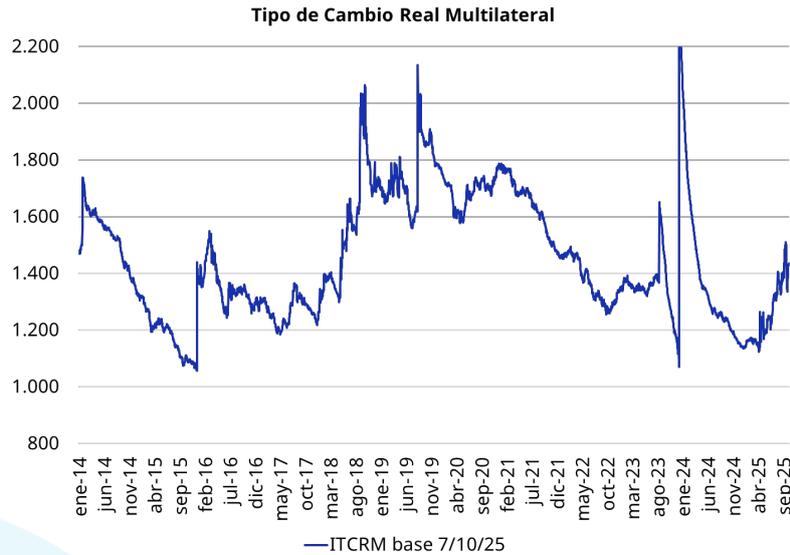


Fuente: Cucchiara Research en base del INDEC.

Como usted sabe, hace tiempo que venimos insistiendo en que el tipo de cambio real se encontraba excesivamente apreciado y que las bandas cambiarias estaban mal diseñadas. Esto dejaba a la economía muy expuesta frente a cualquier viento en contra, ya sea por una caída en los términos de intercambio, una eventual sequía o mala cosecha, o por algún ruido en materia política. Luego de la corrección de los últimos meses (en parte también gracias a la apreciación del real en Brasil), el TCRM actual se acerca mucho más a niveles razonables.

Esta conclusión es muy similar a las propias estimaciones del equipo técnico del Fondo Monetario Internacional. El External Balance Assessment (EBA) es un marco analítico desarrollado por el FMI para evaluar si el tipo de cambio real de un país está alineado con sus fundamentos. Básicamente, hace hincapié en la posición externa de un país (la cuenta corriente) para analizar su consistencia macroeconómica de largo plazo. En el último EBA del FMI, las estimaciones mostraban que un tipo de cambio real consistente se encontraba muy cerca del nivel actual. Por ello, uno sospecha que el equipo técnico del FMI no estaría muy de acuerdo con las actuales bandas.

El problema es que este nivel más razonable de hoy representa la banda superior a defender luego de un shock político, donde el esquema cambiario ha perdido credibilidad. Sin credibilidad, comprarle el último dólar al Banco Central en la banda superior se convierte en la obsesión de los agentes económicos, por encima de cualquier fundamento macroeconómico. Los activos en pesos rinden tasas altísimas (algo inusual en un país con un robusto superávit primario) solo por el hecho de que no hay tasa razonable que pueda compensar un salto discreto del tipo de cambio.

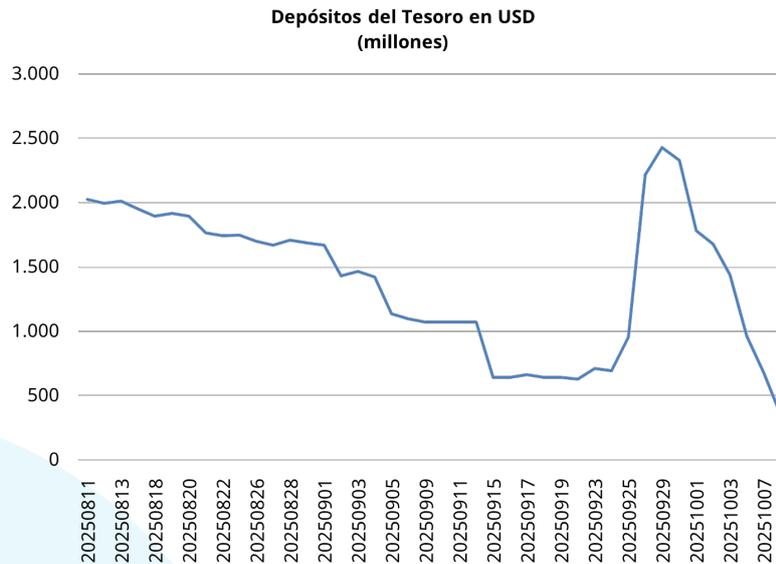


**Fuente:** Cucchiara Research en base BBG, Rofex y BCRA.

Ya antes de las elecciones en la Provincia de Buenos Aires, el Tesoro había vendido dólares en el mercado de cambios. Luego del golpe electoral, el BCRA también tuvo que intervenir, vendiendo USD 1.100 millones sobre la banda superior. Entre el Tesoro y el BCRA, se vendieron algo más de USD 2.000 millones hasta la implementación del esquema de retenciones cero y el anuncio de Scott Bessent brindando apoyo al gobierno argentino. Luego, con la liquidación del sector agropecuario por USD 6.300 millones, el Tesoro logró recomprar USD 2.200 millones, recuperando así todas las divisas que había dejado en el camino. El problema, como era esperable, fue el día después. Desde que finalizó el esquema, se estima que el Tesoro vendió cerca de USD 2.000 millones, quedando un saldo disponible mínimo.

Desde ahora, el único vendedor será el BCRA. Faltan muchas ruedas para las elecciones (11, para ser exactos), por lo que la sangría de reservas para sostener el régimen cambiario actual podría ser muy dolorosa. Veremos si el BCRA se limitará a vender reservas o si, además, aplicarán nuevas restricciones a la demanda en el mercado oficial, como vimos hace unos días las restricciones al arbitraje entre dólares. La otra alternativa sería sincerar total o parcialmente el mercado de cambios, sin dudas la más deseable

desde el punto de los tenedores de deuda, aunque todo indica que no es la opción preferida por el Gobierno en la previa electoral.



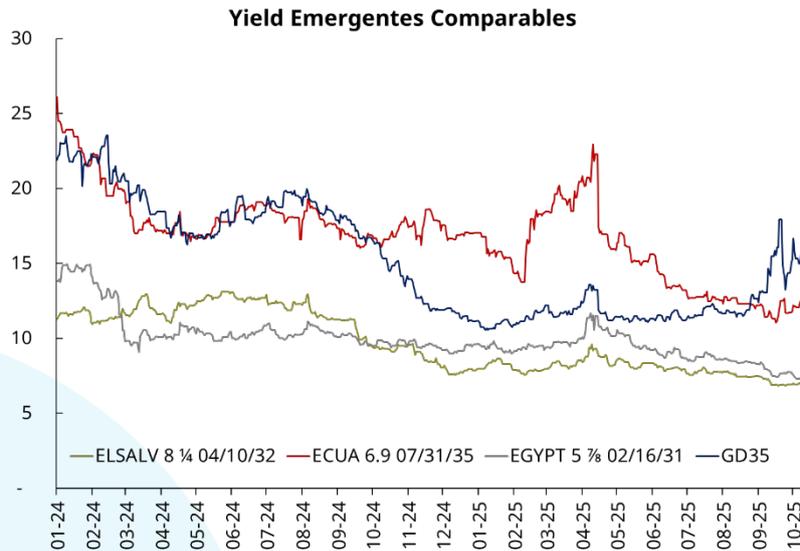
**Fuente:** Cucchiara Research en base del BCRA.

Creemos que hay un miedo excesivo por parte del Gobierno a quitar (o subir) la banda superior, por varios motivos. Flotar en este entorno tiene sus riesgos ya conocidos, como la aceleración de la inflación, un peor resultado electoral, mayor incertidumbre sobre la gobernabilidad, etc. Sin embargo, los costos de no flotar son mucho mayores: básicamente, continuar en un círculo vicioso que se retroalimenta con la pérdida de reservas, el incremento del riesgo país y las expectativas de depreciación. Sacar la banda superior no implica que el tipo de cambio no pueda estabilizarse. Es imposible conocer ese nivel, pero sospechamos que podría ubicarse levemente por encima del contado con liquidación actual, por varios motivos.

En primer lugar, el superávit fiscal primario no está en duda y, al final del día, actúa como un ancla que ayuda. En segundo lugar, está el nivel del TCRM: niveles levemente superiores al contado con liquidación implican un TCRM atractivo para el sector transable y mucho más sano para el balance de pagos. En tercer lugar, y por lejos el punto más relevante: si el Banco Central muestra un compromiso en no vender las reservas actuales, da señales de que, a partir de abril, tiene intención de comprar reservas con la cosecha para fortalecer la posición externa, y si se ratifica el apoyo del Tesoro de EE. UU., el riesgo país se desplomaría. La caída del riesgo país es la que podría estabilizar el dólar. Que el riesgo país esté muy alto y el TCRM en niveles más razonables hace muy posible que veamos una estabilización no muy por encima del contado con liquidación actual. Por supuesto, este nivel dependerá del resultado electoral de octubre. Pero, al final del día, en cualquier escenario, vemos muy conveniente liberar la actual banda superior.

Dos notas de color antes de ver en qué parte de la curva soberana conviene posicionarse. En primer lugar, hubo un claro cambio en la composición de los bonos soberanos en los últimos años: los tenedores locales privados ganaron participación frente a los tenedores internacionales. En segundo lugar, los bonos argentinos no solo mostraron un mal desempeño relativo frente a los bonos regionales, como mostramos al principio, sino que también lo hicieron muy mal frente a comparables de alto riesgo

soberano, como se observa en el gráfico a continuación. Ambos puntos reflejan el fuerte pesimismo de los inversores internacionales por el país en los últimos meses, lo que no es una mala noticia si los fundamentos acompañan.



**Fuente:** Cucchiara Research en base del INDEC y BBG.

Ahora sí, ya podemos ver en qué parte de la curva soberana conviene posicionarse. En el cuadro a continuación se observan las sensibilidades. La tabla detalla qué pasaría con los precios de los bonos ante cambios en los rendimientos (TIR), tomando como horizonte fin de año. El horizonte es arbitrario, pero la lectura no cambia demasiado si se elige otra fecha. Mirando los bonos bajo ley de Nueva York (globales), nos gusta el Global 2035 (GD35) por su potencial de upside como marca la tabla y su muy buena liquidez. Hay una cuestión no menor: que los bonos tengan una caída adicional más como consecuencia de un mal resultado en las elecciones de octubre. En este caso, para lograr mayor cobertura, nos gusta el Global 2041 (GD41), dado que, cuanto más baja es la paridad que se paga, mayor es la protección ante una eventual reestructuración. En el mismo sentido, el Global 2041 cuenta con indenture 2005 (al igual que el GD38), que es el marco legal que rige los bonos emitidos durante el canje de deuda de 2005 (los viejos Discount y Par). Estos contratos son más defensivos para el tenedor que los indenture 2016 (GD30/GD35/GD46).

**Simulación de rentabilidad: Retorno total al 31 de diciembre de 2025**

Bonos	Precio Clean	Precio Dirty	TIR Actual	Misma TIR	TIR 15%	TIR 14%	TIR 13%	TIR 12%	TIR 11%	TIR 10%
GD29	USD 74,15	USD 59,52	18,5%	3,9%	8,9%	10,4%	11,9%	13,6%	15,2%	16,8%
GD30	USD 70,20	USD 56,31	17,8%	3,8%	9,0%	10,9%	12,8%	14,8%	16,9%	19,1%
GD35	USD 55,15	USD 56,18	15,4%	3,3%	5,6%	10,9%	16,6%	22,2%	29,0%	35,7%
GD38	USD 59,20	USD 60,45	15,9%	3,4%	7,3%	11,9%	16,6%	21,4%	27,1%	32,7%
GD41	USD 52,00	USD 52,88	14,9%	3,2%	3,0%	8,2%	14,1%	20,2%	26,6%	34,0%
GD46	USD 55,25	USD 53,72	14,5%	3,1%	0,9%	5,6%	11,1%	16,6%	22,9%	29,6%
AL29	USD 70,00	USD 56,20	22,4%	4,7%	15,3%	16,9%	18,5%	20,3%	22,0%	23,7%
AL30	USD 66,69	USD 53,50	20,7%	4,4%	14,7%	16,7%	18,7%	20,9%	23,0%	25,4%
AL35	USD 52,72	USD 53,75	16,3%	3,5%	10,4%	16,0%	21,8%	27,7%	34,9%	41,9%
AE38	USD 53,40	USD 54,65	18,5%	3,9%	18,7%	23,8%	28,9%	34,2%	40,6%	46,8%
AL41	USD 50,13	USD 51,00	15,7%	3,3%	6,8%	12,2%	18,3%	24,6%	31,3%	38,9%

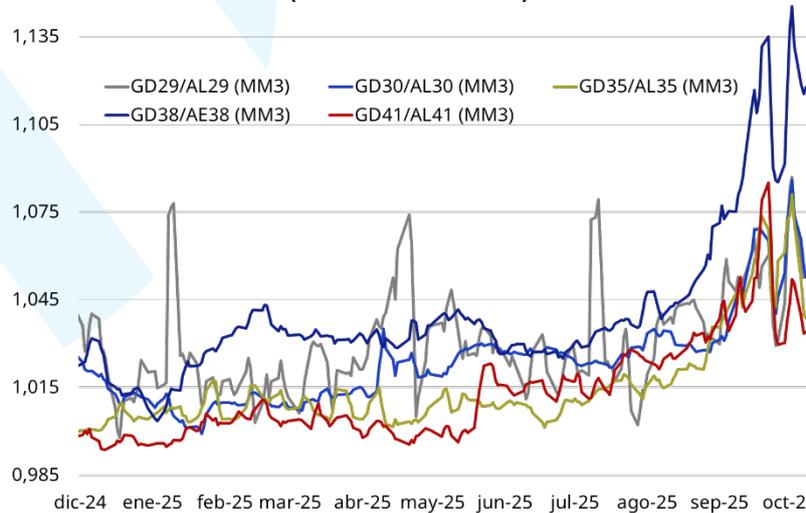
Precios en el exterior al 10 de octubre de 2025.

Bono	ISIN	Emisión	Vto.	Ley	Indenture	Amortización Ctas. Sem.	Valor Residual	Monto Emitido MM
GD29	US040114HX11	4/9/2020	9/7/2029	NY	2016	10 desde 2025	80%	2.601
GD30	US040114HS26	4/9/2020	9/7/2030	NY	2016	13 desde 2024	80%	14.532
GD35	US040114HT09	4/9/2020	9/7/2035	NY	2016	10 desde 2031	100%	20.171
GD38	US040114HU71	4/9/2020	9/1/2038	NY	2005	22 desde 2027	100%	11.146
GD41	US040114HV54	4/9/2020	9/7/2041	NY	2005	28 desde 2028	100%	10.123
GD46	US040114HW38	4/9/2020	9/7/2046	NY	2016	44 desde 2025	95%	2.092
AL29	ARARGE3209Y4	4/9/2020	9/7/2029	ARG	2016	10 desde 2025	80%	765
AL30	ARARGE3209S6	4/9/2020	9/7/2030	ARG	2016	13 desde 2024	80%	12.943
AL35	ARARGE3209T4	4/9/2020	9/7/2035	ARG	2016	10 desde 2031	100%	5.072
AE38	ARARGE3209U2	4/9/2020	9/1/2038	ARG	2005	22 desde 2027	100%	2.384
AL41	ARARGE3209V0	4/9/2020	9/7/2041	ARG	2005	28 desde 2028	100%	1.207
GE29	XS2200244072	4/9/2020	9/7/2029	NY	2016	10 desde 2025	80%	90
GE30	XS2177363665	4/9/2020	9/7/2030	NY	2016	13 desde 2024	80%	1.166
GE35	XS2177364390	4/9/2020	9/7/2035	NY	2016	10 desde 2031	100%	299
GE38	XS2177365017	4/9/2020	9/1/2038	NY	2005	22 desde 2027	100%	809
GE41	XS2177365363	4/9/2020	9/7/2041	NY	2005	28 desde 2028	100%	1.573
GE46	XS2177365520	4/9/2020	9/7/2046	NY	2016	44 desde 2025	95%	248

Fuente: Cucchiara Research en base de BYMA.

Para los más agresivos, nos gusta el Bonar 2038 (AE38), que está bajo Ley argentina. Como se observa en el gráfico a continuación, el spread contra el GD38 es altísimo; sospechamos que esto se debe a que muchas empresas energéticas locales cobraron deudas de CAMMESA contra el Estado mediante estos bonos. Dada su baja paridad y alto cupón, la renta corriente es muy atractiva. Su upside en el escenario de normalización es enorme.

**Ratios de Bonos por legislación  
(media móvil 3 ruedas)**



Fuente: Cucchiara Research en base de BYMA.

Con respecto a la parte corta de la curva (2029 y 2030), su principal atractivo radica en la recuperación del capital dentro del mandato presidencial de Milei, como se observa en la tabla a continuación. Nosotros preferimos los bonos largos: para los inversores más agresivos, el Bonar 2038; y para los más defensivos, el Global 2041, por los motivos mencionados. El Global 2035 siempre es una buena apuesta de corto plazo, dada su gran liquidez y los atributos antes detallados.

Bono	Cupón + Amort (%)			Precio Sucio	Pago Total (% precio)		
	2026	2027	Desde 2027		2026	2027	Desde 2027
GD29	20,8	20,55	40,5	59,4	35%	35%	68%
GD30	16,6	16,45	49,5	56,3	29%	29%	88%
GD35	4,1	4,13	128,5	56,1	7%	7%	229%
GD38	5,0	9,55	121,7	60,4	8%	16%	202%
GD41	3,5	3,50	132,7	52,8	7%	7%	251%
GD46	8,4	8,25	127,9	53,6	16%	15%	239%
AL29	20,8	20,55	40,5	57,0	36%	36%	71%
AL30	16,6	16,45	49,5	53,5	31%	31%	92%
AL35	4,1	4,13	128,5	54,0	8%	8%	238%
AE38	5,0	9,55	121,7	54,5	9%	18%	223%
AL41	3,5	3,50	132,7	50,7	7%	7%	262%

Fuente: Cucchiara Research en base del Mecon y BYMA.

Muchas gracias,

Juan José Battaglia

[juan@cucchiara.com.ar](mailto:juan@cucchiara.com.ar)

Manuel Carvalho

[manuel@cucchiara.com.ar](mailto:manuel@cucchiara.com.ar)

Ian Weber

[ian@cucchiara.com.ar](mailto:ian@cucchiara.com.ar)

Tomás Mangino

[tomasmingino@cucchiara.com.ar](mailto:tomasmingino@cucchiara.com.ar)

Jonathan Rung

[jonathan@cucchiara.com.ar](mailto:jonathan@cucchiara.com.ar)