

13 de agosto de 2026

¿Qué está pasando con los bonos soberanos?

Los bonos soberanos argentinos en el año muestran una dinámica positiva, con las paridades subiendo entre 2,5% y 5%, más el respectivo cupón corrido de cada bono. Sin embargo, durante las últimas semanas las paridades recortaron entre 2% y 4% desde sus máximos. En el Resumen de hoy repasamos las principales novedades de estas semanas y sus potenciales efectos sobre la curva soberana. Sobre el final, detallamos nuestra visión sobre la curva de bonos soberanos.

Las elecciones de 2027

De a poco, las elecciones parecen entrar en juego. Los potenciales escenarios electorales ya son tema de discusión en las mesas de trading, tanto locales como internacionales. Nuestra impresión es que el mercado se está adelantando demasiado a las elecciones. No sabemos quién será o quiénes serán los candidatos de la oposición. Es más, no sabemos si votará con o sin PASO, variable fundamental para el armado electoral. Además, como menciona el analista político Ignacio Labaqui, salvo la reelección de Carlos Menem en 1995 y la elección de Cristina Kirchner en 2007, casi todos los presidentes de 1983 a la fecha fueron verdaderos "tapados", incluso el propio Milei dos años antes de la elección presidencial de 2023.

Dicho esto, claramente la elección no pinta ser un paseo por el parque como afirmó, comprensiblemente dado su puesto, el ministro de Economía Luis Caputo. Repasemos algunos indicadores de por qué lo más probable a priori es una elección reñida y no tanto un paseo por el parque como pretende el oficialismo. En primer lugar, tenemos la experiencia latinoamericana de la última década, donde más

que un giro a la derecha, lo que se ve es un giro a la oposición. A los oficialismos les está resultando muy complicada su reelección, sobre todo luego de la pandemia.

La clave será cómo se ordena el peronismo. Como señala el investigador Andrés Malamud, Javier Milei, Cristina Kirchner y Axel Kicillof son los tres actores centrales que dominan el tablero político actual, los que juegan al ajedrez con las blancas. El resto del mapa político juega con negras, tiene que esperar el movimiento de estos tres principales actores. En las últimas elecciones el peronismo dejó de lado sus diferencias y se unió para la elección. Veremos si Cristina Kirchner y Axel Kicillof dejan de lado sus fuertes diferencias, según los medios de prensa, para intentar consolidar al peronismo unido o van fragmentados, cosa que sería muy beneficiosa para el oficialismo. El destino de las PASO será fundamental en esta dinámica. Como en todas las elecciones, otros candidatos comienzan a sondear, en este caso por el centro. Mirando el caso reciente de Colombia, en el mundo de hoy la ancha avenida del medio parece más bien una estrecha bicisenda.

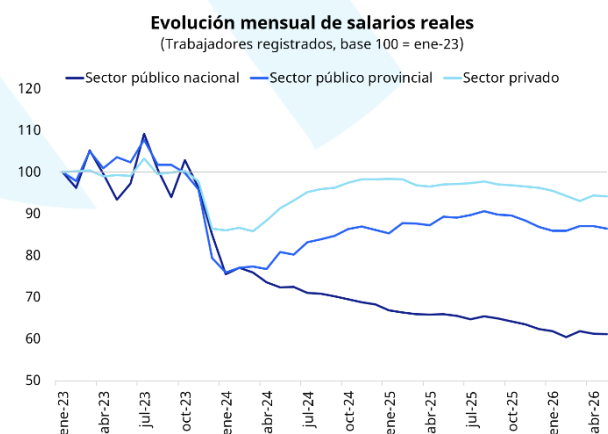
Por lo mencionado, creemos que es algo pronto para hablar de trade electoral. Pero también pensamos que no será un paseo por el parque, como intenta instalar el oficialismo. La economía, como explicaremos a continuación, trae varios puntos de preocupación para el Gobierno en la carrera electoral.

Datos que deberían preocupar al Gobierno

Los salarios privados y públicos registrados se encuentran en promedio entre 3% y 4% por debajo de octubre de 2025, cuando el oficialismo ganó con autoridad las elecciones de medio término. Si bien los salarios reales se encuentran muy bajos en términos históricos, parte de ese bajo nivel no se explica solo por la gestión actual,

sino que viene desde una larga crisis desde 2018. En esta gestión sí se dio una dinámica muy particular, donde el asalariado del sector público nacional sufrió un claro deterioro y, en sentido contrario, los asalariados no formales tuvieron una clara recuperación en el poder de compra producto de la desaceleración de la inflación.

Sin dudas, la dinámica de los salarios reales es un punto muy débil para el Gobierno de cara a las elecciones. Sin embargo, hay dos matices importantes. En primer lugar, como mencionamos, nos parece que el punto de comparación clave es octubre de 2025, un nivel bajo de salarios, pero suficiente para que el oficialismo haya hecho una gran elección a nivel nacional. El segundo punto es la dinámica de los saldos monetarios dentro del mes. La brutal inflación a lo largo de 2023 provocaba una clara caída del poder de compra entre el momento de cobro del salario y el consumo a lo largo del mes. Esa sensación de pérdida de poder de compra en el propio mes, fundamentalmente en los sectores de bajos ingresos, sin dudas fue un factor explicativo de la llegada de Milei a la presidencia. Veremos en 2027 cuánto pesa en el electorado haber dejado atrás este efecto.



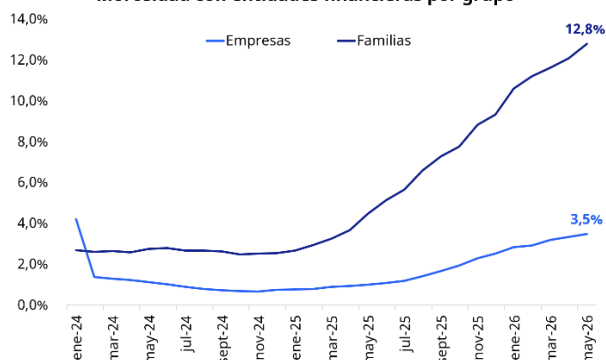
Fuente: Cucchiara Research en base a INDEC.

Una lectura similar brinda el análisis del mercado laboral. Los sectores que vienen creciendo muy fuerte estos últimos trimestres son el agro, la minería, la energía y la

intermediación financiera, sectores que explican casi el 10% del trabajo registrado en forma directa. Los sectores estancados o incluso con caída son el comercio, la industria y la construcción, los grandes empleadores con más del 40% del empleo.

Utilizando los datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) del primer trimestre, los asalariados totales prácticamente no variaron frente al mismo período de 2025, la caída de los asalariados registrados fue compensada por los no registrados. Por otro lado, los cuentapropistas crecieron cerca de un 5%, también gracias al crecimiento de los no registrados. El empleo está lejos de ser un indicador que le juegue a favor al Gobierno. La desocupación se mantuvo estable, lo que es notorio es el incremento de la informalidad. Veremos si los cambios introducidos en la reforma laboral pueden contrarrestar esta dinámica.

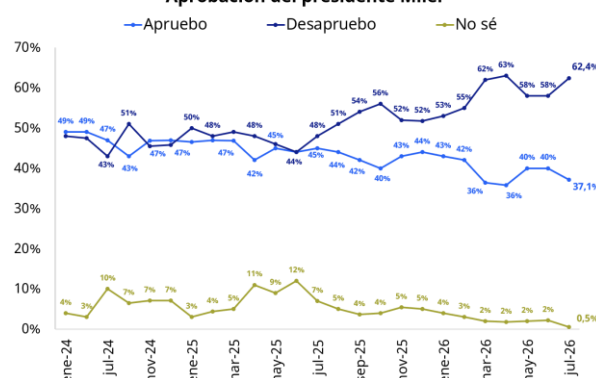
La morosidad en el mercado de crédito también se ha convertido en un problema macroeconómico, dado que afecta el crecimiento del crédito y el consumo de los hogares. La morosidad creció fuertemente en el último año y medio, estabilizándose recién el último mes. El problema se explica por la política de tasas de interés del BCRA durante el período electoral de 2025. Para contener el tipo de cambio, el BCRA generó tasas de interés reales insostenibles, con un costo extremadamente grande, fundamentalmente en los hogares. La morosidad en las familias alcanza el 12% en las entidades bancarias y ronda el 30% en las no bancarias. Ya en 2026 con los salarios reales con leve caída y la tasa activa de los bancos todavía muy alta producto de los encajes, el ratio de morosidad muestra bastante persistencia a la baja, a pesar de que las tasas pasivas se normalizaron.

Morosidad con entidades financieras por grupo


Fuente: Cucchiara Research en base a BCRA.

La actividad económica muy heterogénea, la dinámica del mercado laboral más los salarios reales y el incremento en la morosidad de los hogares, claramente tiene un costo político. A continuación, detallamos dos gráficos que el mercado sigue de cerca, el índice de confianza del Gobierno de la UTD y la imagen de gestión que mide Atlas Intel. Ambos apuntan en la misma dirección, una clara caída en los últimos meses. En mayo y junio parecía que la desaprobación había tocado techo, pero julio volvió a traer malas noticias. Otro dato importante es, según estas mediciones, que el Gobierno de Milei parece tener un techo más bajo pero un piso más alto que otros gobiernos.

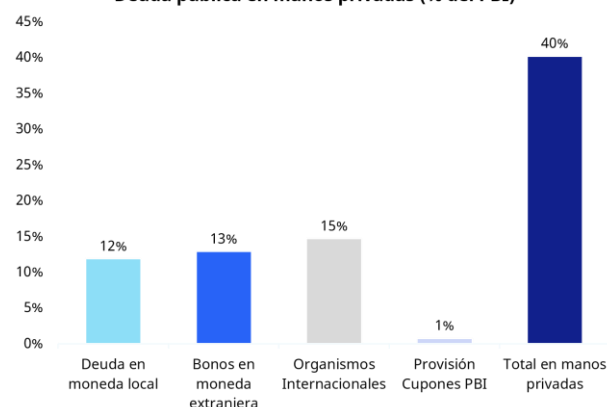
Índice de Confianza en el Gobierno (UTDT)

Aprobación del presidente Milei


Fuente: Cucchiara Research en base a UTDT y Atlas Intel.

La deuda, los vencimientos y el sector externo

Un breve comentario sobre la deuda en dólares. Los bonos en moneda extranjera en manos del sector privado rondan el 13% del PBI. Por otro lado, la deuda con OOII, principalmente con el FMI, alcanza un valor cercano al 15% del PBI. A esto debemos sumarle los compromisos potenciales por los cupones PBI (supongamos que estos pasivos contingentes alcanzan 1% del PBI). En total, la deuda en moneda extranjera en manos del sector privado y de OOII ronda el 28% del PBI. Es verdad que estos niveles de deuda en moneda extranjera son algo más altos que los niveles de los países latinoamericanos con riesgo país menor a los 200pb. Sin embargo, el problema no es el nivel de deuda, sino la baja liquidez (reservas) y la falta de acceso voluntario a los mercados.

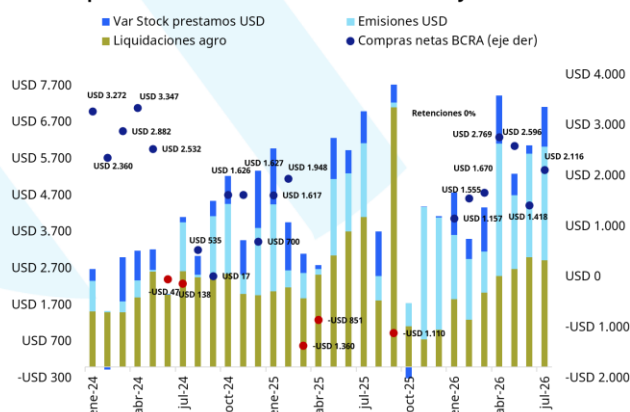
Deuda pública en manos privadas (% del PBI)


Fuente: Cucchiara Research en base a Mecon.

En lo que va del año, el Banco Central compró más de USD 13.000 millones, un monto realmente importante, por encima de cualquier pronóstico. El combo de precios y cantidades fue extremadamente favorable. Cada nuevo barril de Vaca Muerta es un barril de exportación. A eso debemos agregarle la cosecha récord en toneladas y los excelentes precios de las exportaciones mineras. Con la actividad económica lenta, las importaciones crecieron muy por debajo de las exportaciones, dando un excelente saldo comercial.

Como se ve en el gráfico a continuación, la oferta de dólares financieros (préstamos y emisión de bonos privados en dólares) prácticamente compensó la dolarización de carteras del sector privado. Con las firmes compras por parte de la autoridad monetaria, las reservas netas superan los USD 17.000 millones, un monto nada despreciable. Si bien este 3% del PBI en reservas se ubica muy lejos de los niveles de los países de la región sanos (entre 15% y 25% del producto), desde finales de 2023 la mejoría es notable.

Compras del BCRA en el mercado de cambios y oferta de USD



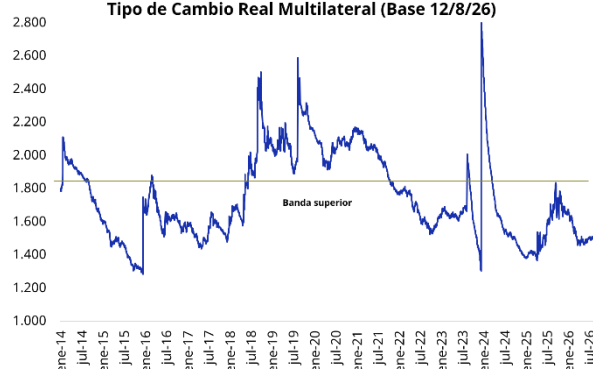
millones de USD	dic-23	dic-24	dic-25	ago-26
Reservas Brutas	23.073	31.500	41.095	47.596
Oro	4.096	5.200	8.588	8.049
Encajes	9.096	15.100	15.053	13.646
Swap China	13.287	13.067	13.571	14.074
Swap EE.UU.	-	-	2.500	-
BIS	3.100	-	-	-
Sedesa	1.900	1.900	1.900	2.300
Reservas Netas	- 4.310	1.433	8.071	17.575

Fuente: Cucchiara Research en base a BCRA.

Otro punto clave para el mercado de bonos es el tipo de cambio real. No tiene mucho sentido a priori hablar de apreciación excesiva del tipo de cambio en un entorno donde el BCRA compra reservas consistentemente. Sin embargo, en el segundo semestre habrá menos oferta estacional y habrá que ver si sostiene la oferta financiera, que es más volátil.

Nuestra crítica es que, si vemos un incremento en la demanda neta de divisas el segundo semestre, el Central no debería interrumpir la suba con venta de futuros ni de dollar linked, que seca la plaza de pesos y le da una presión innecesaria a la tasa de interés. Si el BCRA quiere bajar la volatilidad con sus intervenciones, podría ser entendible dada nuestra cultura de atesorar en dólares, pero que interrumpan su dirección no le vemos sentido en este nivel de tipo de cambio real. Por eso nos parece que, en el segundo semestre del año, de presentarse la oportunidad, el BCRA debe convalidar una corrección nominal leve. Estamos hablando de un tipo de cambio por debajo de la banda superior, pero por encima del nivel actual. Movimientos nada alarmantes.

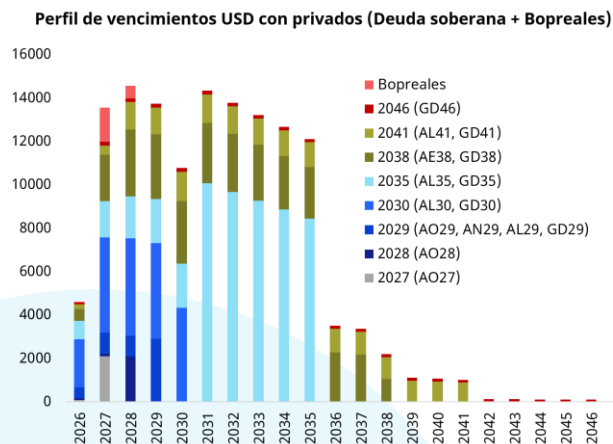
Tipo de Cambio Real Multilateral (Base 12/8/26)



Fuente: Cucchiara Research en base a BCRA.

Como se puede observar en el gráfico a continuación, los vencimientos de deuda son particularmente exigentes durante 2027 y 2028. Como mencionamos previamente, el nivel de deuda no constituye el principal problema per se, sino que la preocupación radica en la

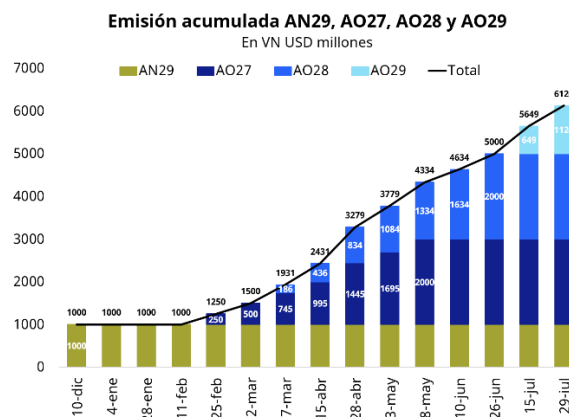
concentración de vencimientos en el corto plazo, lo que genera incertidumbre en el mercado, especialmente en un período atravesado por las elecciones presidenciales.



Fuente: Cucchiara Research en base a BCRA y Mecon.

El Gobierno ha aprovechado las condiciones del mercado local para emitir deuda a un costo relativamente menor que el que enfrentaría en los mercados internacionales. Sin embargo, como se observa en el segundo gráfico, una parte significativa de esta deuda concentra sus vencimientos entre 2027 y 2029, en muchos casos con anterioridad a los vencimientos de deuda internacional.

Por lo tanto, si bien la deuda local emitida recientemente contribuye a fortalecer la posición de reservas internacionales, su impacto sobre la reducción del riesgo país es más limitado, dado que incorpora nuevos compromisos de pago con vencimientos anteriores a los correspondientes a la deuda internacional. Dos datos positivos si fueron la refinanciación del Banco Central de sus REPOS y que el Tesoro consiguió un préstamo sindicado con garantías bilaterales a más largo plazo.



Fuente: Cucchiara Research en base a BCRA y Mecon.

El Gobierno presentó hace algunas semanas su programa financiero, intentando llevar tranquilidad al mercado para 2027. Tiene dos supuestos muy importantes para el año que viene. Uno es que va a comprar dólares en el mercado de cambios (con la dolarización de 2027 puede ser complejo), y el otro es que va a colocar deuda en el mercado local. Entre ambas cosas representan cerca de USD 12.000 millones, en un año electoral, es un escenario incierto.

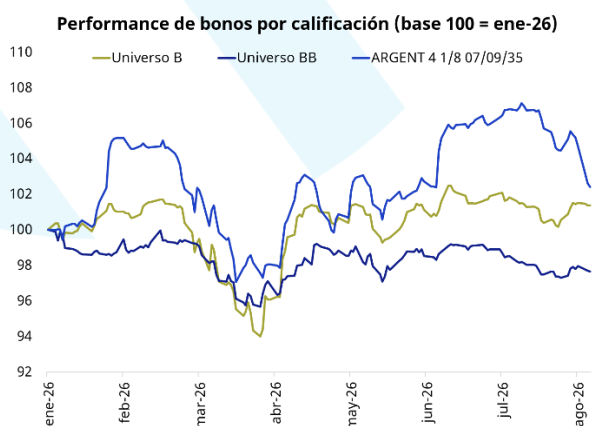
Pero, por otro lado, dejó abierta la opcionalidad del mercado internacional, y creemos que sería un gran error no salir a ese mercado este año si se abre la oportunidad como a principios de año. La única forma de aliviar esa situación es emitir deuda a 10 años en el mercado internacional y estirar el horizonte de vencimientos (tender offer), como hizo Ecuador hace poco, cuando emitió USD 5.000 millones. Creemos que la Argentina tranquilamente podría emitir entre USD 7.000 y USD 10.000 millones, porque no son bonos nuevos para financiar gasto, sino bonos nuevos para pagar bonos viejos, con lo cual no representan nueva oferta en el mercado.

El costo marginal para las finanzas públicas es ínfimo. En el mejor escenario posible con reelección, supongamos en el segundo mandato emitiría al 7% a 10 años; de abrirse la posibilidad de este año al 8,75%, sin dudas debería tomarla. El costo de oportunidad es de 1,75 puntos, unos

USD 175 millones anuales: apenas 0,04% del PBI. En nuestra opinión, ese costo se compensa en cuanto se despejen los vencimientos de corto plazo, porque el riesgo país bajaría un escalón más luego de la emisión.

Estrategia mercado de bonos

El siguiente gráfico muestra la evolución de bonos soberanos emergentes en USD con vencimientos en el tramo cercano a 10 años, segmentados por calificación crediticia. La canasta del universo B, está compuesta por ELSALV 7.65 06/15/35, PKSTAN 7 7/8 03/31/36, ECUA 6.9 07/31/35 y GHANA 5 07/03/35. Por su parte, para la categoría BB, construimos el índice a partir de los bonos: COSTAR 6.55 04/03/34, GUATEM 6.6 06/13/36, DOMREP 6.95 03/15/37 y JAMAN 8 1/2 12/22/36. En las últimas semanas, los bonos globales argentinos lo hicieron peor que comparables, con una corrección pronunciada mientras las canastas comparables se mantuvieron sin cambios relevantes. Este ajuste redujo parcialmente la ventaja que había acumulado en los últimos meses frente al resto de los bonos.



Fuente: Cucchiara Research en base a Bloomberg.

Se puede hacer un ejercicio de sensibilidad para saber dónde posicionarse. La tabla a continuación 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 2041 (GD41) por su potencial de upside, la baja paridad y el buen indenture 2005. Para los perfiles más agresivos nos gustan Bonares AL35 y AE38, descartando el AL41 por falta de liquidez. En la parte corta de la curva nos parece atractivo el AO28.

Simulación de rentabilidad: Retorno total al 31 de diciembre de 2026

Bonos	Clean	Dirty	TIR Actual	Misma TIR	Retorno TIR 10%	Retorno TIR 9.5%	Retorno TIR 9%	Retorno TIR 8.5%	Retorno TIR 8%
GD29	USD 89,70	USD 53,88	8,0%	3,0%	0,8%	1,3%	1,9%	2,4%	3,0%
GD30	USD 87,55	USD 56,08	8,0%	3,0%	0,0%	0,7%	1,4%	2,2%	3,1%
GD35	USD 77,70	USD 78,10	9,6%	3,6%	1,8%	4,2%	5,7%	9,1%	12,0%
GD38	USD 81,30	USD 81,79	9,5%	3,6%	1,4%	3,5%	5,6%	7,6%	10,1%
GD41	USD 72,70	USD 73,04	9,7%	3,6%	1,7%	4,2%	7,1%	10,1%	13,0%
GD46	USD 73,10	USD 66,82	9,6%	3,6%	1,3%	4,0%	6,9%	10,1%	13,6%
AO27	USD 98,77	USD 99,00	7,3%	2,7%	0,7%	1,1%	1,4%	1,8%	2,2%
AO28	USD 92,27	USD 92,50	10,3%	3,8%	4,4%	5,2%	6,0%	6,8%	7,6%
AL29	USD 87,44	USD 52,50	9,8%	3,6%	3,4%	4,0%	4,5%	5,1%	5,8%
AO29	USD 89,55	USD 90,00	10,3%	3,8%	4,4%	5,6%	6,8%	8,0%	9,3%
AN29	USD 90,06	USD 91,40	10,3%	3,8%	4,6%	5,9%	7,1%	8,4%	9,7%
AL30	USD 85,03	USD 54,45	9,6%	3,6%	3,0%	3,7%	4,4%	5,2%	6,1%
AL35	USD 74,20	USD 74,60	10,6%	4,0%	5,6%	9,1%	11,8%	14,3%	17,3%
AE38	USD 76,51	USD 77,00	10,9%	4,1%	7,7%	9,9%	12,2%	14,3%	16,9%
AL41	USD 69,41	USD 69,75	10,5%	3,9%	6,5%	9,1%	12,2%	15,3%	18,3%

Precios en dólar cable al 13 de agosto de 2026.

Fuente: Cucchiara Research en base a datos de Bloomberg.

Las debilidades argentinas son bien claras. Pocas reservas, perfil de vencimientos muy cargados en el corto plazo y la actividad económica muy lenta alimenta un riesgo electoral. Las fortalezas también son claras. Las reservas están mejorando, el perfil exportador de largo plazo está atravesando una transformación envidiable por cualquier economía emergente y los números fiscales han dado un giro de 180 grados. No hay muchas economías emergentes con superávit fiscal primario.

Debido a la irresponsabilidad fiscal de los gobiernos anteriores, es normal que las elecciones generen incertidumbre. Si bien la imagen de Milei ha sufrido un deterioro, ante un eventual balotaje con un candidato del kirchnerismo creemos que el oficialismo es muy competitivo. En una eventual sorpresa en la que un candidato de centro se meta en el balotaje, claramente Milei la tendría más complicada.

Pero creemos que, en este eventual escenario, el mercado respondería muy favorablemente. El miedo al kirchnerismo, a nuestro juicio, pesa mucho más que la simpatía por Milei.

Por ello, de querer posicionarse en Argentina, la parte larga de la curva nos resulta más atractiva, sobre todo los bonos ley argentina por encima del 10%. El escenario internacional juega muy fuerte en la parte larga de la curva. Nosotros creemos que las tasas largas en USA van a bajar levemente desde los actuales niveles. Esto apoya nuestra recomendación de los bonos largos argentinos como nuestra parte preferida de la curva (el AL41 lo descartaríamos por falta de liquidez). Entre los cortos, vemos más valor en el AO28 por sobre el resto. Como mencionamos, el GD41 es el más atractivo dentro de la curva Ley NY. Dicho eso, claramente los escenarios hoy están mucho mejor priceados en la curva soberana. Durante muchos años nos encantaban los bonos argentinos con precios irrisorios, que no reflejaban bien los escenarios de pérdidas y ganancias. Esto quedó atrás.

Juan José Battaglia
juan@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho
manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber
ian@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino
tomas Mangino@cucchiara.com.ar

Jonathan Rung
jonathan@cucchiara.com.ar

Julieta Marchione
julietamarchione@cucchiara.com.ar