



### Contexto macroeconómico actual Argentina

Argentina atraviesa una etapa de transición económica caracterizada por la búsqueda de estabilidad y el reordenamiento de las principales variables fiscales y externas. Si bien se observan señales de consolidación en algunos frentes, persisten desafíos estructurales que condicionan el acceso al financiamiento y la evolución de los bonos soberanos, cuyo comportamiento será analizado en este informe a través del estudio de sus rendimientos y spreads. Para un análisis más detallado de las principales variables macroeconómicas, así como de otros aspectos relevantes del contexto económico y financiero de Argentina, se sugiere consultar los informes elaborados y publicados por el OERU.

### Bonos Soberanos Argentina

	Ticker	10/7/2025			10/6/2025			10/7/2024		
		Cotización al cierre	TIR	Spread Legal (pbs)	Cotización al cierre	TIR	Spread Legal (pbs)	Cotización al cierre	TIR	Spread Legal (pbs)
Bonares (Ley Local)	AL29D	\$ 63,78	12,20%	142	\$ 74,45	11,46%	104	\$ 57,60	18,34%	23
	AL30D	\$ 60,44	12,60%	103	\$ 68,73	12,15%	130	\$ 51,30	25,46%	147
	AL35D	\$ 66,01	11,78%	26	\$ 68,80	11,42%	14	\$ 42,60	18,61%	35
	AE38D	\$ 68,86	12,24%	70	\$ 72,00	11,84%	58	\$ 44,55	20,47%	123
	AL41D	\$ 61,17	11,72%	35	\$ 63,46	11,42%	25	\$ 39,80	18,15%	2,4
Globales (Ley Extranjera)	GD29D	\$ 65,50	10,78%		\$ 75,78	10,42%		\$ 57,90	18,12%	
	GD30D	\$ 61,85	11,57%		\$ 70,60	10,85%		\$ 52,90	23,99%	
	GD35D	\$ 66,99	11,51%		\$ 69,32	11,28%		\$ 43,39	18,26%	
	GD38D	\$ 71,20	11,54%		\$ 74,00	11,26%		\$ 47,00	19,24%	
	GD41D	\$ 62,44	11,37%		\$ 64,39	11,17%		\$ 39,85	18,12%	
	GD46D	\$ 61,95	11,29%		\$ 66,20	12,38%		\$ 45,20	11,75%	
<b>Spread soberano (Riesgo País)</b>										
EMBI+		Variación mensual			Variación interanual					
679		-1,3%			-54%					

Fuente: Elaboración propia en base a BYMA y a Rava Bursátil

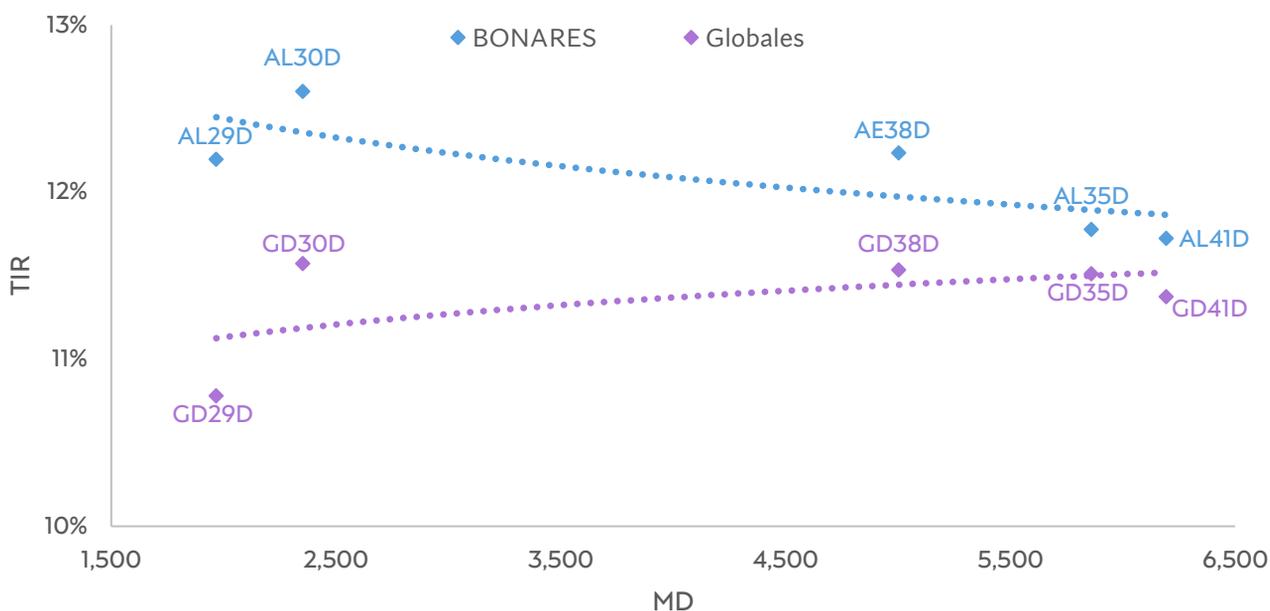
Los bonos soberanos argentinos han registrado una mejora sustancial en sus cotizaciones respecto al año anterior, reflejando un contexto de mayor optimismo por parte de los inversores, en un marco de reformas impulsadas por la actual gestión.

Esta apreciación de los bonos estuvo acompañada por una caída generalizada en las tasas internas de retorno (TIR) tanto de los bonos bajo legislación local como extranjera, lo que se tradujo en una disminución del riesgo país, medido por el EMBI+, que se redujo un 54 % en términos interanuales. Sin embargo, este indicador continúa en niveles elevados en comparación con otros mercados emergentes, evidenciando la persistencia de una prima de riesgo soberano significativa.

En cuanto a los spreads legales la evolución del spread legal muestra una mayor amplitud en los bonos de menor duración, lo cual sugiere que las preocupaciones del mercado están más concentradas en el corto plazo. A medida que se extiende el horizonte de vencimiento, el diferencial tiende a reducirse, evidenciando una expectativa de normalización gradual hacia el largo plazo.



### Curva de rendimiento bonos argentinos X de julio 2025



Fuente: Elaboración propia en base a BYMA.

El análisis se basa en las Tasas Internas de Retorno (TIR) observadas al cierre del 10 de julio de 2025, graficadas en función de la Modified Duration (MD), expresada en años. Esta métrica permite comparar bonos con distinto plazo de vencimiento sobre una misma base de sensibilidad al riesgo de tasa de interés. Para un mayor detalle conceptual y metodológico, se recomienda consultar la nota técnica y la nota metodológica al final del presente informe.

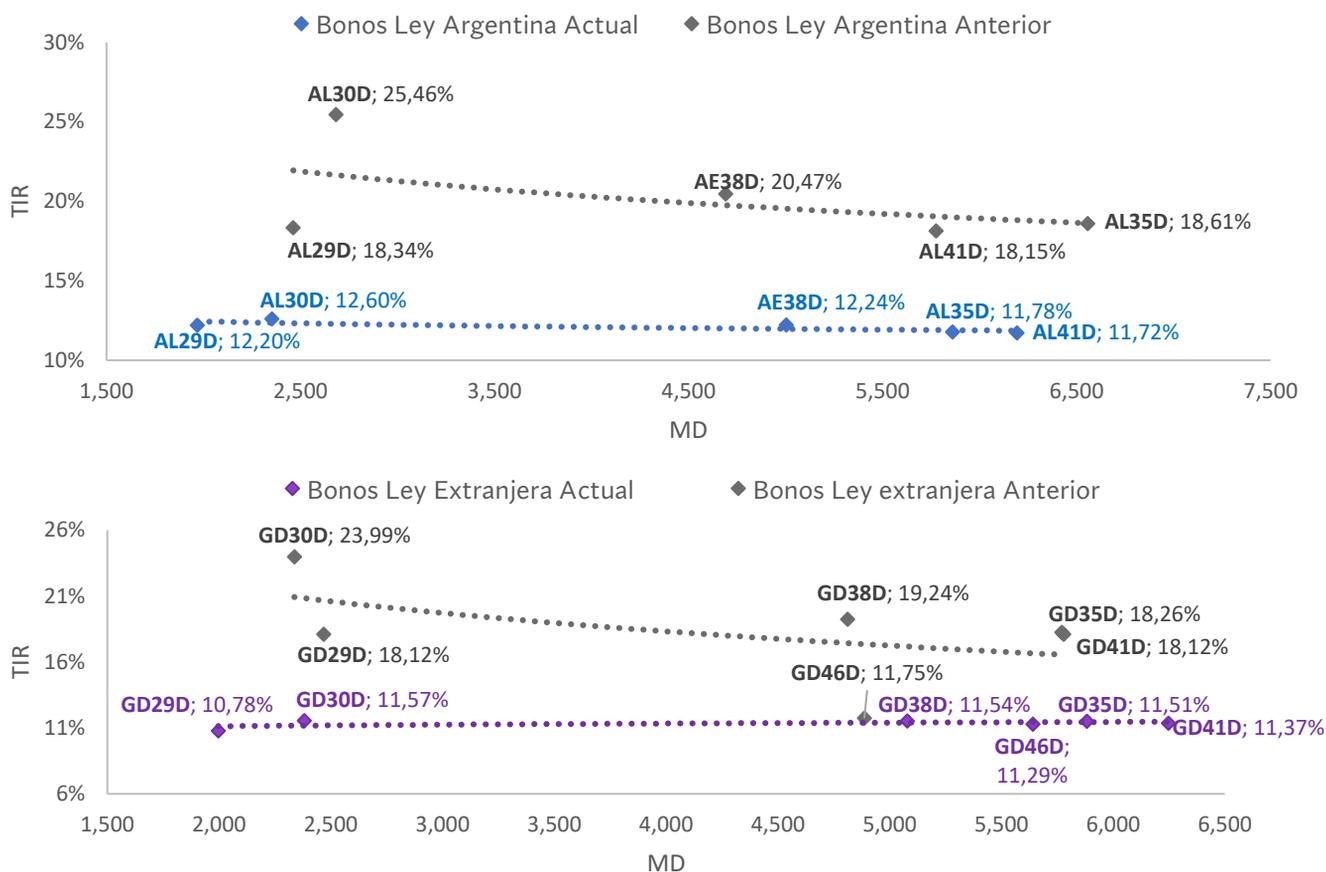
La curva de rendimientos de los bonos bajo legislación local (Bonares) conforman una curva invertida, donde los títulos de menor duración presentan rendimientos superiores a los de mayor plazo. Esta configuración refleja una percepción de riesgo particularmente elevada en el corto plazo, asociada a la incertidumbre financiera vigente.

Si bien las tasas disminuyen a medida que se extiende el horizonte temporal, los niveles aún elevados en la parte larga de la curva indican que el mercado no anticipa una mejora sustancial del riesgo soberano en el mediano y largo plazo.

En contraste, los bonos emitidos bajo legislación extranjera (Globales) conforman una curva ascendente con menor dispersión entre tramos. Esta estructura sugiere una menor percepción de riesgo crediticio y una mayor protección jurídica percibida por parte del mercado, factores que tienden a incrementar su valoración relativa. En consecuencia, los rendimientos exigidos para estos instrumentos son inferiores a los de los bonos regidos por ley local. Esta diferencia queda reflejada en el spread legal, entendido como el diferencial de TIR entre bonos comparables de distinta legislación. Tal como se observa en la curva de rendimientos, dicho spread tiende a ser más amplio en los títulos de menor duración, lo que indica que las preocupaciones del mercado se concentran principalmente en el corto plazo.



### Evolución de las curvas de rendimiento: comparación interanual



Fuente: Elaboración propia en base a BYMA

La estructura de la curva de rendimientos de los bonos soberanos argentinos ha experimentado un cambio sustancial en el último año, en un contexto de reconfiguración macroeconómica y reformas impulsadas por la actual gestión. En julio de 2024, tanto los bonos emitidos bajo legislación local (Bonares) como aquellos bajo legislación extranjera (Globales) exhibían curvas invertidas, con tasas significativamente más elevadas, especialmente en los tramos de menor duración. Esta configuración reflejaba una elevada percepción de riesgo crediticio en el corto plazo, asociada a un contexto de alta incertidumbre macroeconómica, que también se extendía al mediano y largo plazo.

Actualmente, las curvas han reducido su pendiente negativa e incluso adoptado una pendiente levemente positiva en el caso de los bonos bajo ley extranjera. Esta evolución se traduce en menores niveles de tasas, como consecuencia de la apreciación en los precios de los bonos, impulsada por una mejora en la confianza de los inversores ante señales de mayor disciplina fiscal, desaceleración inflacionaria y expectativas de continuidad en el proceso de estabilización. Asimismo, se observa una menor dispersión entre los distintos tramos de vencimiento, lo que sugiere un proceso de normalización de la curva de rendimientos y una mejora progresiva en la percepción de riesgo soberano. Si bien los rendimientos continúan siendo elevados en términos absolutos, el cambio en la estructura de la curva constituye una señal positiva respecto de las expectativas del mercado en torno a la sostenibilidad fiscal, la estabilidad financiera y el acceso futuro al financiamiento.



### Nota técnica

La deuda soberana argentina en moneda extranjera se compone principalmente de dos grupos: los bonos emitidos bajo legislación local (Bonares) y los bonos emitidos bajo legislación extranjera (Globales). Esta distinción es central para el análisis financiero, ya que el marco jurídico que rige cada instrumento incide directamente en la percepción de riesgo por parte de los inversores.

Desde una perspectiva teórica, el comportamiento de los bonos puede explicarse a partir de principios básicos del mercado de deuda. Tal como plantean Alexander, Sharpe, y Bailey (200), existe una relación inversa entre el precio de un bono y su tasa de interés: cuando el rendimiento exigido por el mercado aumenta, el precio del bono disminuye, y viceversa.. Asimismo, según Mishkin, las tasas exigidas por el mercado no sólo reflejan el riesgo crediticio, sino también la menor liquidez y la incertidumbre macroeconómica asociadas al emisor.

En el caso argentino, los bonos soberanos bajo legislación local presentan mayores tasas internas de retorno (TIR) que aquellos bajo legislación extranjera, incluso a igual plazo. Esta diferencia, conocida como spread legal, refleja el mayor riesgo jurídico y de recuperación percibido en los instrumentos regidos por ley local, dada su menor protección ante reestructuraciones.

El análisis de la curva de rendimientos de la deuda soberana constituye una herramienta esencial para comprender la valoración del riesgo crediticio y las expectativas del mercado respecto a la estabilidad fiscal y financiera del país.

En este informe se estudia la estructura de tasas implícitas en los bonos en dólares, tanto de legislación local como extranjera, integrando conceptos como rendimiento, duración y convexidad.

La curva de rendimientos representa gráficamente la relación entre la TIR de un bono y su plazo hasta el vencimiento. Es un instrumento clave para interpretar las expectativas del mercado sobre inflación futura, evolución de tasas de interés y riesgo crediticio. Como explica Mishkin, la forma de la curva puede adoptar diferentes pendientes, cada una asociada a condiciones económicas específicas; una pendiente ascendente suele observarse en escenarios de crecimiento y estabilidad; una curva plana refleja incertidumbre; y una curva invertida suele anticipar episodios recesivos o deterioro en la calidad crediticia.

En este marco, el análisis se focaliza en dos tipos de spreads que sintetizan la percepción de riesgo:

- **Spread legal:** diferencia entre las tasas de bonos con igual duración pero distinta legislación (por ejemplo, AL30 vs. GD30). Este diferencial captura el riesgo jurídico y la capacidad de recuperación ante escenarios de reestructuración.

- **Riesgo país:** diferencia entre la TIR de los bonos soberanos argentinos y la tasa libre de riesgo, representada por los bonos del Tesoro de EE. UU. A nivel internacional, este diferencial es monitoreado a través del índice EMBI+ de JP Morgan, que mide la prima exigida por el mercado para financiar deuda soberana en economías emergentes.



### NOTA METODOLÓGICA

El presente informe se elaboró en base al análisis de los bonos soberanos en dólares de la República Argentina, específicamente los Bonares (legislación local) y Globales (legislación extranjera). Se utilizaron precios de mercado y tasas internas de retorno (TIR) correspondientes al cierre del día anterior a la publicación de este documento. Los precios fueron obtenidos de la plataforma BYMA, mientras que los rendimientos, y métricas complementarias fueron calculados a partir de estimaciones propias.

La construcción de la curva de rendimientos se realizó graficando la TIR de cada instrumento en función de su duración modificada (Modified Duration), expresada en años. Esta elección metodológica permite analizar la estructura temporal de tasas ajustada por sensibilidad, y comparar instrumentos de diferente vencimiento sobre una misma base de riesgo de tasa de interés.

El spread legal se estimó como la diferencia en puntos básicos entre la TIR de bonos comparables, pero emitidos bajo distintas jurisdicciones (por ejemplo, AL30 vs. GD30). Por su parte, el spread soberano, o “riesgo país”, se calculó utilizando el índice EMBI+ elaborado por JP Morgan. Este índice refleja el diferencial entre la TIR de los bonos soberanos argentinos y la tasa libre de riesgo de referencia, habitualmente representada por el rendimiento de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos a 10 años.

Los principales conceptos financieros aplicados en el análisis se definen a continuación, con base en literatura especializada:

- **Tasa Interna de Retorno (TIR):** es la tasa de descuento que iguala el valor presente de todos los flujos futuros de un instrumento financiero con su precio actual de mercado. En el caso de los bonos, representa el rendimiento compuesto anualizado que el inversor obtendría si mantiene el bono hasta su vencimiento, asumiendo que todos los pagos intermedios son reinvertidos a esa misma tasa. Se trata, por tanto, de una medida integral del retorno efectivo del bono, que incorpora tanto los cupones de interés como amortizaciones.
- **Duration:** es una medida del vencimiento promedio del flujo de pagos asociados con un bono. Más específicamente, es un promedio ponderado del lapso de tiempo hasta que se hacen los pagos restantes. utilizada para estimar su sensibilidad a cambios en las tasas de interés.
- **Modified Duration:** cuantifica el cambio porcentual aproximado en el precio de un bono ante una pequeña variación en su rendimiento. Se deriva de la duración y ajusta su sensibilidad según la tasa de interés vigente.
- **Convexity:** mejora la estimación de variaciones en el precio de un bono frente a cambios en la tasa de interés, considerando que la relación entre precio y tasa no es lineal

#### •Referencias bibliográficas

Sharpe, W. F., Alexander, G. J., & Bailey, J. V. (2003). Fundamentos de inversiones: Teoría y práctica (3.ª ed.). Pearson Educación.

Mishkin, F. S. (2012). The economics of money, banking, and financial markets (10th ed.). Pearson Education.

# GRACIAS

**Director:** Pablo F. Salvador

**Economista jefe:** Sebastián Piña

**Coordinador:** Pablo Magariños

**Investigador:** Joaquin Piacentini

Contactate a nuestro e-mail

[oeru@fce.uncu.edu.ar](mailto:oeru@fce.uncu.edu.ar)

Encontranos en nuestras redes



**UNCUYO**  
UNIVERSIDAD  
NACIONAL DE CUYO



**OBSERVATORIO  
ECONÓMICO  
REGIONAL URBANO**