BECERRA
BURSÁTIL
ALyC INTEGRAL | REGISTRO CNV Nº 177

Soberanos en Dólares

Bonares y Globales: curva, escenarios y valor relativo

30 de octubre de 2026

BECERRA BURSÁTIL
ALyC INTEGRAL | REGISTRO CNV Nº 177

Índice de contenido

1 **Qué rinde hoy la curva soberana** Págs. 3-4
Nuestra posición en cada tramo de la curva

2 **Curvas por legislación** Pág. 5
Bonares contra Globales y spread de ley

3 **Globales: escenarios de cara a 2027** Pág. 6
Retorno total de los Globales con continuidad, oposición y cambios de TIR

4 **Tramo largo: qué pone en precio el mercado** Págs. 7-10
Probabilidad implícita de continuidad en los Globales

5 **Curva forward de ley argentina** Pág. 11
Qué tasa exige el mercado después de 2027

6 **Tramo corto: AO28 y AO29 frente a 2027** Pág. 12
Cuánto se gana y cuánto se arriesga

7 **Tramo con amortizaciones: barbell sugerido** Págs. 13-14
Igual duration que AL29 y AL30, con menos volatilidad

8 **Globales frente a ONs** Pág. 15
Rendimiento contra las ONs de ley extranjera de igual duration

9 **Globales frente a EMHY y XCCC** Pág. 16
Rendimiento y retorno contra el high yield global

10 **Bonares frente a bonos CER** Pág. 17
Tipo de cambio real que iguala ambas inversiones

11 **Cómo se armó este informe** Pág. 18
Criterios, fuentes y aviso legal

Qué rinde hoy la curva soberana

Con los precios del 30 de octubre de 2026, ningún tramo de la curva soberana paga el riesgo de las elecciones de 2027. Ordenamos los bonos según cuándo cobran su valor frente al cambio de mandato del 10 de diciembre de 2027, y para tomar ese riesgo pedimos que lo que se puede ganar sea al menos 2 veces lo que se arriesga.

Tabla 1. Nuestra posición en cada tramo de la curva soberana

Tramo	Bonos	La lectura vale también para	Cuándo se cobra frente a 2027	Nuestra posición	Por qué
Largo	GD35, GD38, GD41	AL35, AE38, AL41	Casi todo después	**VENDER**	Gana 1,26 por punto arriesgado; pedimos 2 a 1
Corto	AO28, AO29	-	Casi todo después	**VENDER**	Ganan 0,54 y 0,95 por punto arriesgado
Con amortizaciones	AL29, AL30	GD29, GD30	Una parte antes y otra después	**BARBELL DE ONS Y BONARES**	Rendimiento similar con menos de la mitad de la volatilidad

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta y la Reserva Federal. Cuándo se cobra: parte del valor del bono que se cobra antes y después del cambio de mandato del 10 de diciembre de 2027.

Tramo largo (secciones 3 y 4). Los Globales 2035, 2038 y 2041 ponen en precio una probabilidad de continuidad de 53,2% y ganan 1,26 por cada punto que arriesgan: si se confirma la continuidad, el GD35 subiría 30,5% hasta el 21 de noviembre de 2027, y si gana la oposición caería 23,3%. Con 1,26 a 1, recomendamos vender. La misma lectura vale para los Bonares 2035, 2038 y 2041, con la misma estructura de pagos y el spread de ley de la sección 2.

Tramo corto (secciones 5 y 6). El AO28 y el AO29 cobran casi todo su valor después del cambio de mandato y ganan 0,54 y 0,95 por cada punto que arriesgan. Para llegar a 2 a 1, el escenario opositor tendría que dejarlos en paridades de 74% y 63%. Tampoco conviene quedarse en ellos.

Tramo con amortizaciones (sección 7). El AL29 y el AL30 cobran una parte de su valor antes del fin del mandato (el AL29 37% y el AL30 29%) y el resto después. Para quien quiera seguir devengando con menos riesgo electoral, un barbell de ONs cortas y Bonares que vencen después de las elecciones, armado sólo con renta fija, logra un rendimiento similar con menos volatilidad y menos riesgo de reestructuración: AL29: el barbell rinde 9,56%, contra 9,38% del bono, con 4,8% de volatilidad contra 10,4%; AL30: el barbell rinde 98 pb menos que el bono, con 4,1% de volatilidad contra 12,1%. La misma alternativa sirve para los Globales 2029 y 2030, con la misma estructura de pagos y una TIR menor que la de sus Bonares (7,65% y 9,62%, contra 9,38% y 11,98%).

Qué rinde hoy la curva soberana (continuación)

La curva de ley argentina rinde entre 9,4% y 14,2% y la de Nueva York entre 7,7% y 11,9%. El GD35 paga 688 pb sobre el bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años y la pendiente entre el GD30 y el GD35 es de 224 pb.

Tabla 2. Bonos soberanos en dólares, especie D

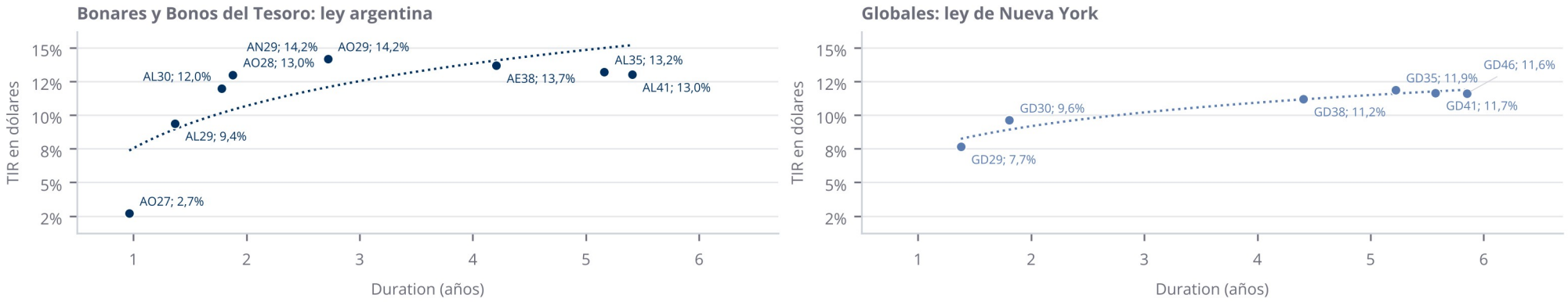
Ticker	Ley	Vencimiento	Precio	TIR	Duration	Paridad	Valor técnico	Rendimiento corriente	Cupón anual vigente	Próximo pago	Spread contra UST 10 años	Monto prom. (USD mill.)
AO27	Argentina	29/10/27	103,30	2,70%	0,96	103,2%	100,05	5,81%	6%	30/11/26	-228 pb	12,4
AO28	Argentina	31/10/28	88,94	13,00%	1,88	88,9%	100,05	6,75%	6%	30/11/26	802 pb	11,7
AL29	Argentina	10/07/29	53,85	9,38%	1,37	89,5%	60,19	1,11%	1%	11/01/27	440 pb	1,0
AO29	Argentina	31/10/29	81,98	14,18%	2,72	81,9%	100,05	7,32%	6%	30/11/26	920 pb	6,9
AN29	Argentina	30/11/29	85,10	14,18%	2,72	82,8%	102,78	7,64%	6,5%	30/11/26	920 pb	1,8
AL30	Argentina	09/07/30	53,45	11,98%	1,78	83,3%	64,15	0,90%	0,75%	09/01/27	700 pb	199,0
AL35	Argentina	09/07/35	67,45	13,20%	5,16	66,6%	101,32	6,12%	4,125%	11/01/27	822 pb	5,9
AE38	Argentina	11/01/38	70,85	13,68%	4,21	69,7%	101,60	7,06%	5%	11/01/27	870 pb	8,4
AL41	Argentina	09/07/41	62,99	13,01%	5,41	62,3%	101,12	5,56%	3,5%	11/01/27	803 pb	2,3
GD29	Nueva York	10/07/29	55,04	7,65%	1,38	91,4%	60,19	1,09%	1%	11/01/27	267 pb	0,2
GD30	Nueva York	09/07/30	55,53	9,62%	1,81	86,6%	64,15	0,86%	0,75%	09/01/27	464 pb	7,9
GD35	Nueva York	09/07/35	71,73	11,86%	5,22	70,8%	101,28	5,76%	4,125%	11/01/27	688 pb	14,0
GD38	Nueva York	11/01/38	77,90	11,19%	4,41	76,7%	101,56	6,42%	5%	11/01/27	621 pb	3,9
GD41	Nueva York	09/07/41	67,28	11,65%	5,57	66,6%	101,09	5,20%	3,5%	11/01/27	667 pb	4,5
GD46	Nueva York	09/07/46	61,07	11,61%	5,85	66,3%	92,08	6,15%	4,125%	11/01/27	663 pb	0,2

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta. Precio sucio por cada 100 de valor nominal original. Monto: promedio de las últimas 10 ruedas, todas las especies.

Curvas por legislación

Los Bonares rinden más que los Globales de igual estructura: la diferencia va de 134 pb (AL35 contra GD35) a 249 pb (AE38 contra GD38). Es lo que el mercado cobra por la ley local, que en una reestructuración deja al tenedor con menos herramientas. En promedio, los cinco pares pagan hoy 185 pb, contra 203 pb de promedio desde enero de 2023. El tramo corto de ley argentina tiene además bonos sin amortizaciones (AO27, AO28, AO29 y AN29), que no tienen par en ley de Nueva York.

Gráfico 1. TIR y duration por legislación



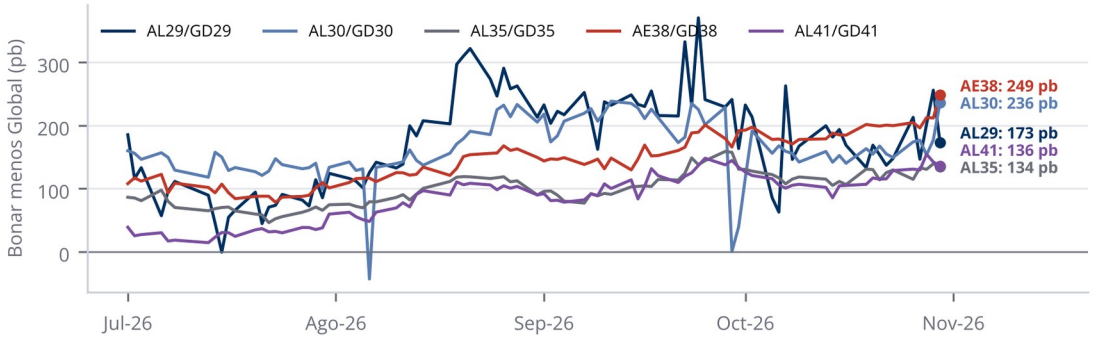
Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta. Línea punteada: ajuste logarítmico.

Tabla 3. Spread de ley por par

Bonar	Global	Spread hoy	Promedio desde enero de 2023
AL29	GD29	173 pb	277 pb
AL30	GD30	236 pb	379 pb
AL35	GD35	134 pb	69 pb
AE38	GD38	249 pb	181 pb
AL41	GD41	136 pb	109 pb

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta. Spread: TIR del Bonar menos TIR del Global de igual estructura.

Gráfico 2. Spread de ley desde julio de 2026



Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Globales: escenarios de cara a 2027

Medimos el retorno total de los Globales hasta el 21 de noviembre de 2027, fecha de un eventual balotaje (cuatro semanas después de la primera vuelta del 24 de octubre de 2027), con dos escenarios base. En el de continuidad, los Globales pasan a rendir lo mismo que el bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años más 300 pb (7,98%): el GD35 ganaría 30,5% y el GD41 31,4%. En el de oposición, pasan a cotizar al 50% de su valor técnico: las pérdidas de los Globales de más de cuatro años de duration irían de 14,6% a 25,3%, aun cobrando los cupones del período. Si las TIR no cambian, los Globales devuelven entre 6,3% y 12,1%.

La paridad de 50% para el escenario de oposición surge de varias razones. Es el nivel en torno al cual cotizaron estos bonos después de la reestructuración de 2020 y al que volvieron en septiembre de 2025, antes del anuncio de apoyo del Tesoro de EE.UU. (entre 46% y 52% los Globales 2035, 2038 y 2041). Además, el punto de partida de un eventual cambio de gobierno sería distinto al de 2019: la economía genera hoy más dólares por balanza comercial, el Congreso tendría una composición más equilibrada que la del período 2019-2023, varios gobernadores tienen incentivos para sostener el rumbo actual por lo que está en juego en sus provincias, y es esperable la presión de grandes empresas internacionales y del gobierno de EE.UU. para evitar un giro brusco en la política económica. Ninguno de estos factores está asegurado, pero en conjunto hacen menos probable volver a paridades como los mínimos de 2022.

Tabla 4. Retorno total de los Globales al 21 de noviembre de 2027 según la TIR de salida

Ticker	TIR hoy	Duration	-200 pb	-100 pb	Sin cambio	+100 pb	+200 pb	Continuidad (UST + 300 pb)	Oposición (paridad 50%)
GD29	7,65%	1,38	7,5%	6,9%	6,3%	5,8%	5,3%	6,2%	-26,2%
GD30	9,62%	1,81	10,3%	9,4%	8,4%	7,5%	6,6%	10,0%	-26,9%
GD38	11,19%	4,41	18,5%	14,7%	11,1%	7,8%	4,7%	23,4%	-25,3%
GD35	11,86%	5,22	21,1%	16,5%	12,1%	8,0%	4,1%	30,5%	-23,3%
GD41	11,65%	5,57	21,8%	16,7%	11,9%	7,5%	3,4%	31,4%	-19,5%
GD46	11,61%	5,85	22,1%	16,4%	11,3%	6,6%	2,3%	32,6%	-14,6%

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta. Incluye los cupones y amortizaciones cobrados hasta el 21/11/27, sin reinvertir. Continuidad: TIR de 7,98% (UST 10 años de hoy más 300 pb). Oposición: precio igual al 50% del valor técnico.

Tramo largo: qué pone en precio el mercado

Con un modelo binario, los Globales 2035, 2038 y 2041 ponen en precio una probabilidad de continuidad de 53,2%. En el escenario de continuidad cada bono rinde lo mismo que el Tesoro de EE.UU. a 10 años más 300 pb al 21 de noviembre de 2027; en el opositor vale 50% de su valor técnico. Una semana atrás la lectura era 58,1% y el máximo de la serie fue 82,7%, el 22 de julio de 2026.

CONTINUIDAD IMPLÍCITA HOY	AL 23/10/26	MÁXIMO DE LA SERIE	ANCLA DE CONTINUIDAD	ANCLA OPOSITORA
53,2% ponderada	**58,1%** -4,9 pp	**82,7%** 22/07/26	**7,98%** UST 10 años + 300 pb	**50%** del valor técnico

Tabla 5. Lectura por instrumento al 30 de octubre

Bono	Precio	Paridad	Flujos hasta nov-27	Continuidad	Opositor	Peso	Probabilidad 30/10/26	Probabilidad 23/10/26
GD35	71,73	70,82%	4,15	89,4	50,9	35,1%	51,7%	57,9%
GD38	77,90	76,71%	9,57	86,5	48,6	31,8%	61,0%	64,1%
GD41	67,28	66,56%	3,52	84,9	50,6	33,2%	47,2%	52,5%
Ponderada						**100%**	**53,2%**	**58,1%**

Precios sucios por cada 100 VN. Escenarios valuados al 21/11/27: continuidad con TIR de 7,98% y opositor con 50% del valor técnico; flujos hasta esa fecha descontados al UST 1 año (4,42%). Peso: (continuidad - opositor) / precio. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta y la Reserva Federal.

Gráfico 3. Probabilidad implícita de continuidad

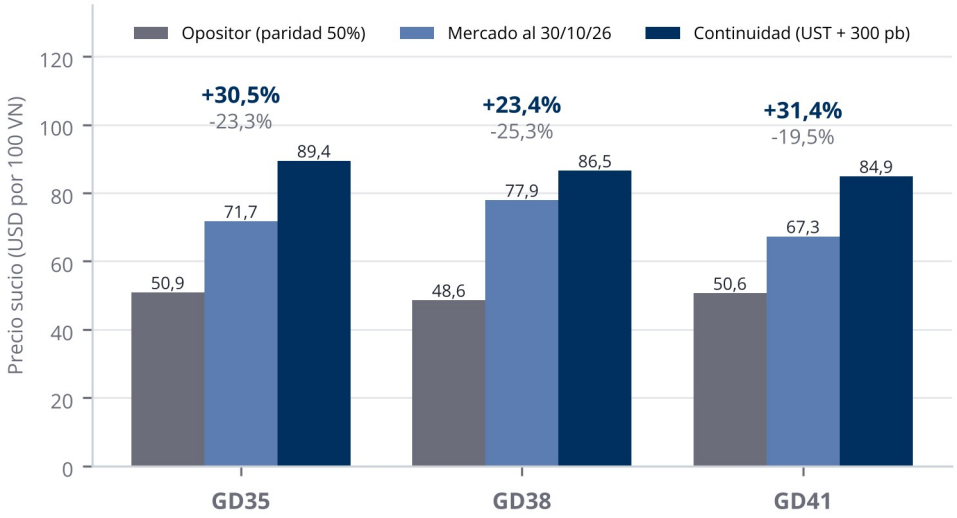


Lectura ponderada de GD35, GD38 y GD41 con las anclas de cada fecha. Un valor negativo indica precios por debajo del escenario opositor. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta y la Reserva Federal.

Tramo largo: qué pone en precio el mercado (continuación)

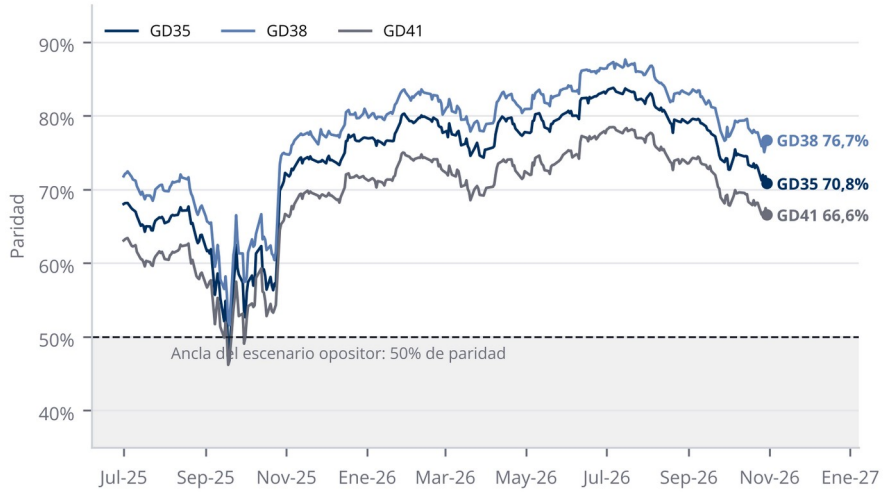
La asimetría es lo que define la posición. Con el piso de 50%, el GD35 sube 30,5% si hay continuidad y cae 23,3% si gana la oposición. Un piso más bajo eleva la probabilidad implícita, pero agranda la pérdida posible: con 20% de paridad el GD35 caería 65,9% y ganaría 0,46 por punto arriesgado.

Gráfico 4. Precio al 21 de noviembre de 2027 en cada escenario



Suba y caída incluyen los flujos hasta el 21 de noviembre de 2027. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Gráfico 5. Paridad de los Globales



Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Tabla 6. Lo que se arriesga según el piso del escenario opositor

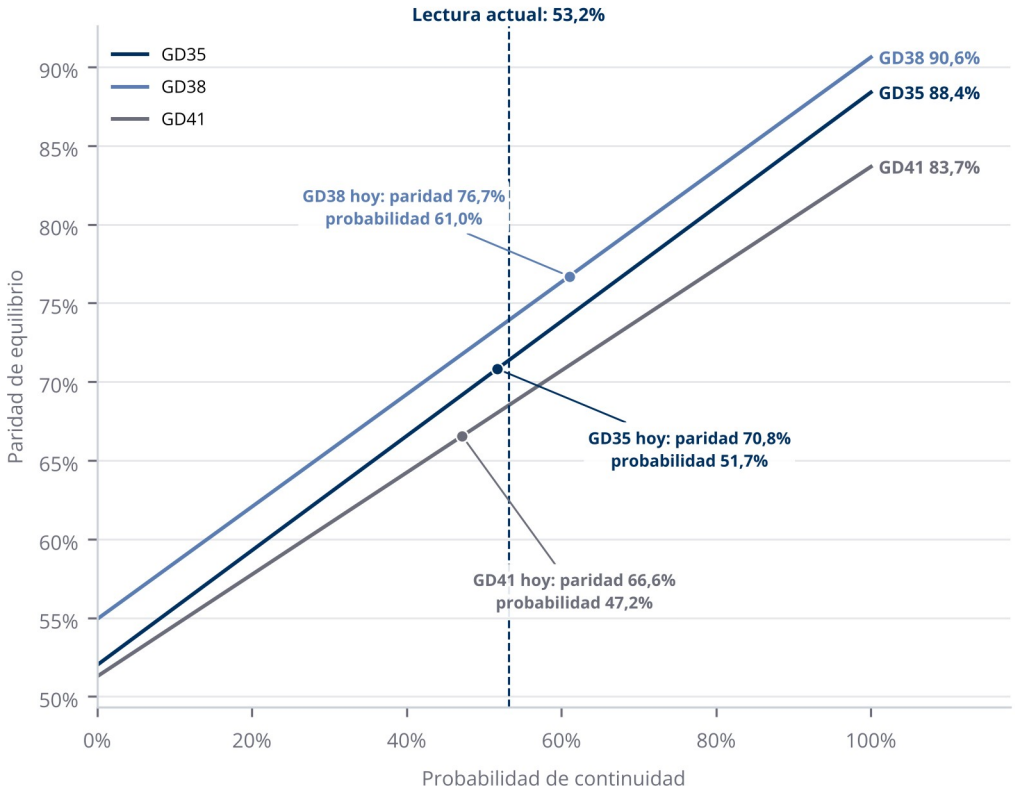
Paridad si gana la oposición	Probabilidad implícita	Caída GD35	Caída GD38	Caída GD41	Suba por punto de caída, GD35
20%	74,2%	-65,9%	-62,8%	-64,7%	0,46
30%	69,7%	-51,7%	-50,3%	-49,6%	0,59
40%	63,2%	-37,5%	-37,8%	-34,6%	0,81
50% (caso central)	53,2%	-23,3%	-25,3%	-19,5%	1,31

Continuidad con UST 10 años + 300 pb en todos los casos. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Tramo largo: qué pone en precio el mercado (continuación)

El gráfico muestra a qué paridad tendría que operar cada Global para cada probabilidad de continuidad, con las mismas anclas. Cada punto es la paridad de hoy de cada bono, ubicada en la probabilidad que pone en precio ese bono por sí solo (GD35 51,7%, GD38 61,0%, GD41 47,2%); la línea punteada marca la lectura ponderada de los tres, 53,2%. Con certeza de continuidad, el GD35 valdría 88,4% de su valor técnico, contra 70,8% de hoy. La tabla de la derecha muestra cuánto cambia la lectura si se mueven las anclas: va de 31,2% a 80,7%.

Gráfico 6. Paridad que justifica cada probabilidad



Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Tabla 7. Paridad de equilibrio

Bono	Paridad hoy	p = 50%	p = 70%	p = 85%	p = 100%
GD35	70,82%	70,2%	77,5%	82,9%	88,4%
GD38	76,71%	72,8%	79,9%	85,3%	90,6%
GD41	66,56%	67,5%	73,9%	78,8%	83,7%

Mismas anclas del caso central. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia.

Tabla 8. Probabilidad implícita según las anclas

TIR de continuidad	Opositor al 20%	Opositor al 30%	Opositor al 40%	Opositor al 50%	Opositor al 60%
UST + 200 pb (6,98%)	70,1%	65,2%	58,3%	48,1%	31,2%
UST + 300 pb (7,98%)	74,2%	69,7%	63,2%	53,2%	35,7%
UST + 450 pb (9,48%)	80,7%	76,9%	71,3%	62,2%	44,6%

Sombreado: caso central. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia.

Tramo largo: qué pone en precio el mercado (continuación)

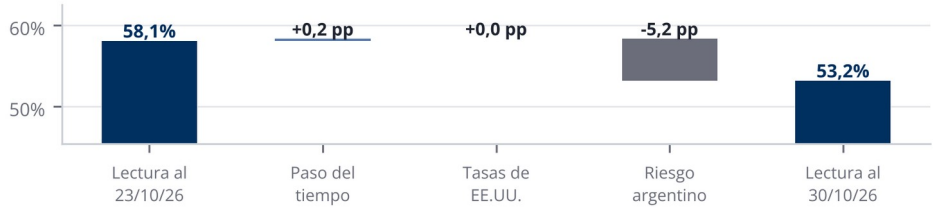
Entre el 23 de octubre de 2026 y el 30 de octubre de 2026 la probabilidad implícita pasó de 58,1% a 53,2%. El paso del tiempo explica +0,2 pp, las tasas de EE.UU. +0,0 pp y el riesgo argentino -5,2 pp. El diferencial entre AO28 y AO27, que separa un bono que vence antes del cambio de gobierno de uno que vence después, está en 1.030 pb.

Tabla 9. Qué cambió en la semana

Indicador	23/10/26	30/10/26	Variación
Probabilidad implícita ponderada	58,1%	53,2%	-4,9 pp
UST 10 años	5,00%	4,98%	-2 pb
TIR GD35	11,19%	11,86%	+67 pb
GD35 contra UST 10 años	619 pb	688 pb	+69 pb
GD35: suba si hay continuidad	26,6%	30,5%	+3,9 pp
GD35: caída si gana la oposición	-25,5%	-23,3%	+2,2 pp

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta y la Reserva Federal.

Gráfico 7. Qué movió la probabilidad implícita



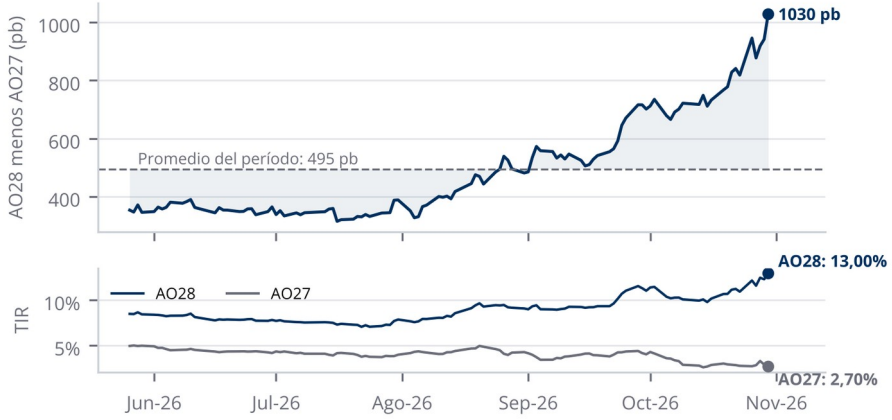
Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia.

Gráfico 8. GD35: spread contra el UST a 10 años



Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta y la Reserva Federal.

Gráfico 9. Diferencial de TIR AO28 contra AO27



Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Curva forward de ley argentina

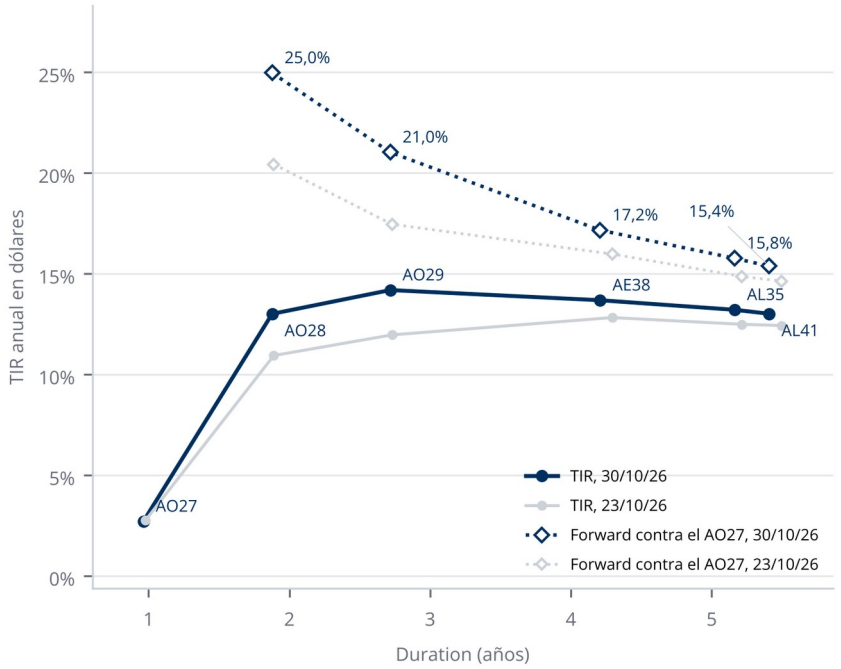
El AO27 vence antes del cambio de gobierno y rinde 2,70%. Lo que el mercado exige por el tramo que empieza ahí es mucho más alto: la tasa forward contra el AO27 va de 25,0% hasta el AO28 a 15,4% hasta el AL41. Una curva forward que baja con el plazo dice que el riesgo se concentra en los años inmediatamente posteriores a 2027.

Tabla 10. Matriz de TIR forward, ley argentina

Ticker	Duration	TIR	AO28	AO29	AE38	AL35	AL41
AO27	0,96	2,70%	25,0%	21,0%	17,2%	15,8%	15,4%
AO28	1,88	13,00%		16,9%	14,2%	13,3%	13,0%
AO29	2,72	14,18%			12,8%	12,1%	11,8%
AE38	4,21	13,68%				11,1%	10,7%
AL35	5,16	13,20%					9,0%
AL41	5,41	13,01%					

TIR forward entre la duration del bono de la fila y la del de la columna. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia.

Gráfico 10. Curva y forward contra el AO27



Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Tramo corto: AO28 y AO29 frente a 2027

El AO28 y el AO29 vencen el 31 de octubre de 2028 y el 31 de octubre de 2029, en los dos años que siguen al cambio de gobierno del 10 de diciembre de 2027. Medimos su retorno hasta el 21 de noviembre de 2027 con dos escenarios: en el de continuidad pasan a rendir 6%, igual a su cupón, y en el opositor cotizan al 50% de su valor técnico. El AO28 subiría 19,7% y caería 36,8%: gana 0,54 por cada punto que arriesga. El AO29 sube 30,1% o cae 31,5% y gana 0,95. El problema es el techo de precio: a menos de un año de su vencimiento, aun con la continuidad confirmada, el AO28 no puede cotizar mucho por encima de la par (llegaría a 100,5), mientras que en el escenario opositor pierde todo el recorrido hasta 50.

Visto al revés, para que el AO28 ofrezca 2 a 1 el escenario opositor tendría que dejarlo en una paridad de 74%, es decir, con una quita de a lo sumo 26%; el AO29 necesita una paridad de 63%. Quedarse en el tramo corto equivale a apostar a que un cambio de gobierno pagaría esos bonos con una quita chica. El antecedente no acompaña: las Letras del Tesoro en dólares, la deuda más corta de ley local, primero vieron postergados sus pagos y en 2020 terminaron reestructuradas en el canje de la deuda de ley argentina, igual que los Bonares 2020 y 2024. Ninguno de los dos llega al 2 a 1 que pedimos para tomar riesgo electoral: no conviene quedarse en el tramo corto de ley argentina de cara a 2027.

Tabla 11. Escenarios de 2027 en el tramo corto de ley argentina

Bono	Vencimiento	Precio hoy	Cupones hasta nov-27	TIR en continuidad	Precio en continuidad	Precio en oposición	Suba	Caída	Ganancia por punto arriesgado	Probabilidad implícita	Paridad para 2 a 1
AO28	31/10/28	88,94	5,97	6,00%	100,51	50,20	+19,7%	-36,8%	0,54	73,1%	74%
AO29	31/10/29	81,98	5,97	6,00%	100,65	50,20	+30,1%	-31,5%	0,95	58,5%	63%

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta. Precios sucios por cada 100 de valor nominal original, valuados al 21/11/27. Continuidad: TIR de 6%, igual a su cupón. Oposición: 50% del valor técnico. Paridad para 2 a 1: la del escenario opositor con la que lo que se gana es 2 veces lo que se arriesga.

Tabla 12. Ganancia por punto arriesgado del AO28 según los supuestos

TIR en continuidad	Oposición: paridad 40%	Oposición: paridad 50%	Oposición: paridad 60%	Oposición: paridad 70%	Oposición: paridad 75%
5%	0,43	0,56	0,81	1,45	2,40
6%	0,41	0,54	0,77	1,38	2,29
7%	0,39	0,51	0,73	1,31	2,17
8%	0,37	0,48	0,70	1,25	2,06

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia. Valuación al 21/11/27. Verde: al menos 2 a 1; rojo: menos de 1 a 1. Sin pérdida: el precio del escenario opositor más los cupones supera al de hoy.

Tabla 13. Ganancia por punto arriesgado del AO29 según los supuestos

TIR en continuidad	Oposición: paridad 40%	Oposición: paridad 50%	Oposición: paridad 60%	Oposición: paridad 70%	Oposición: paridad 75%
5%	0,74	1,02	1,67	4,61	Más de 10
6%	0,69	0,95	1,56	4,30	Más de 10
7%	0,64	0,89	1,45	4,00	Más de 10
8%	0,59	0,82	1,35	3,71	Más de 10

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia. Valuación al 21/11/27. Verde: al menos 2 a 1; rojo: menos de 1 a 1. Sin pérdida: el precio del escenario opositor más los cupones supera al de hoy.

Tramo con amortizaciones: barbell sugerido

El AL29 y el AL30 ya son, en sí mismos, una combinación de dos plazos: una parte de sus flujos se cobra antes del fin del mandato actual, el 10 de diciembre de 2027, y otra después. En el AL29, el 37% del valor se cobra antes de esa fecha y el 63% restante después. En el AL30, el 29% del valor se cobra antes de esa fecha y el 71% restante después. La misma duration y el mismo rendimiento se pueden armar con ONs cortas, que no superan la duration del bono, y Bonares que vencen después de las elecciones (2035, 2038 y 2041). Buscamos siempre igualar la duration y la TIR del bono con la menor exposición posible a riesgo soberano. Elegimos al menos dos ONs de nuestras canastas, de emisores distintos, que rinden más de 5%, cada una con un peso de entre 5% y 20%, y la menor proporción posible de Bonares largos: no tienen un piso ni un techo fijos, entran sólo en la medida necesaria para igualar la duration y la TIR del bono. Si subir el peso máximo por ON permite igualar el bono o usar menos Bonares, sube de a 5 puntos, hasta 40%, antes que el de los Bonares. Dentro de esas reglas priorizamos la mejor calificación crediticia y, después, la menor volatilidad. La TIR de cada cartera es la de sus flujos combinados: la tasa que iguala el valor presente de todos sus pagos con lo que cuesta armarla, la misma medida que usamos para cada bono. La cartera contra el AL29 rinde 9,56% con 1,37 de duration y lleva 87% en ONs y 13% en AE38. Como hay pocas ONs con duration menor que la del AL29, cada una puede pesar hasta 45%: completar la cartera con más Bonares largos la alejaría de la duration del bono y aumentaría la exposición soberana. La cartera contra el AL30 rinde 11,00% con 1,78 de duration y lleva 77% en ONs y 23% en AE38. Aun con un peso máximo por ON de 40%, la cartera no alcanza la TIR del bono: sumar más Bonares obligaría a compensar su duration con más ONs cortas de las que hay disponibles. La cartera rinde 98 pb menos que el AL30.

Tabla 14. Barbell con duration y TIR del AL29

Instrumento	Emisor	Calificación	Peso	VN	Monto (USD)	TIR	Duration
WBS3	Banco Mariva	A.ar	45,0%	11.138	11.249	5,41%	0,66
SBC3	Scania Credit	AAA(arg)	41,8%	10.232	10.447	7,04%	1,23
AE38	Tesoro, ley argentina	-	13,2%	4.663	3.304	13,68%	4,21
Cartera			**100%**		**25.000**	**9,56%**	**1,37**

Cartera de USD 25.000 a precios de cierre, con valores nominales que respetan la lámina mínima y el múltiplo de cada ON. TIR de la cartera: la de sus flujos combinados. Calificación local de largo plazo del emisor. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta, FIX SCR y Moody's Local.

Tabla 15. Barbell con duration y TIR del AL30

Instrumento	Emisor	Calificación	Peso	VN	Monto (USD)	TIR	Duration
MIC6	Mirgor	A+.ar	36,8%	9.120	9.207	8,60%	1,47
WBS3	Banco Mariva	A.ar	40,0%	9.901	10.000	5,41%	0,66
AE38	Tesoro, ley argentina	-	23,2%	8.176	5.793	13,68%	4,21
Cartera			**100%**		**24.999**	**11,00%**	**1,78**

Cartera de USD 25.000 a precios de cierre, con valores nominales que respetan la lámina mínima y el múltiplo de cada ON. TIR de la cartera: la de sus flujos combinados. Calificación local de largo plazo del emisor. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta, FIX SCR y Moody's Local.

Tabla 16. Cuánto de cada inversión se cobra antes y después del fin del mandato

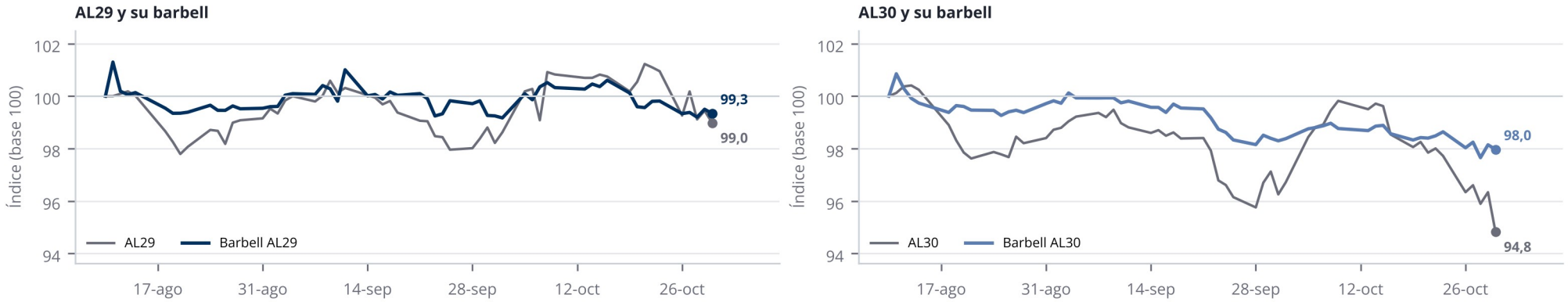
	Valor que se cobra hasta el 10/12/27	Duration de esa parte	Valor que se cobra después	Duration de esa parte	TIR	Volatilidad
AL29	37%	0,43	63%	1,91	9,38%	10,4%
Barbell AL29	68%	0,62	32%	2,93	9,56%	4,8%
AL30	29%	0,43	71%	2,34	11,98%	12,1%
Barbell AL30	46%	0,65	54%	2,76	11,00%	4,1%

Porción del valor presente de los flujos, descontados con la TIR de cada instrumento; en cada cartera, ponderada por sus pesos. Volatilidad anualizada de los retornos semanales de las últimas doce semanas. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Tramo con amortizaciones: barbell sugerido (continuación)

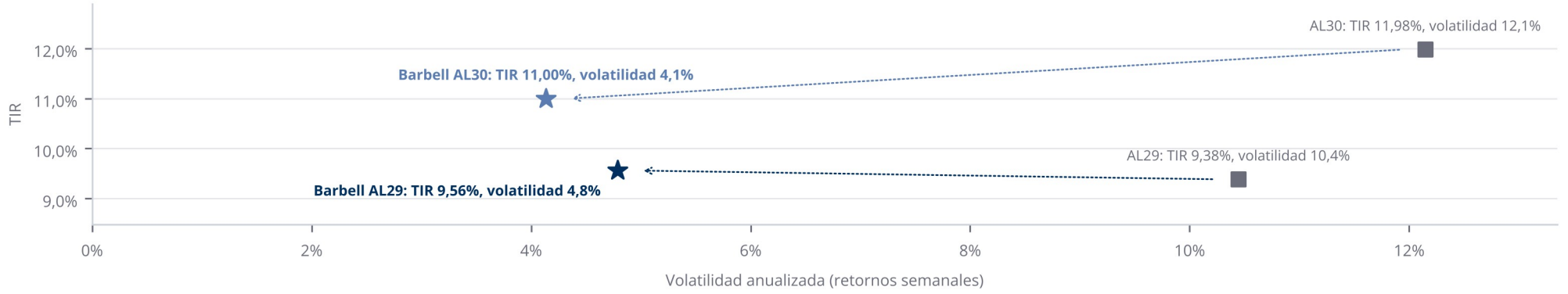
La volatilidad surge del retorno total semanal, que suma al precio los cupones y amortizaciones cobrados, para que los cortes de cupón no se lean como caídas. La del barbell contra el AL29 fue 4,8% anual, contra 10,4% del bono. La del barbell contra el AL30 fue 4,1% anual, contra 12,1% del bono. La diferencia viene de que el riesgo soberano posterior a 2027 queda concentrado en la porción en Bonares largos, mientras que el grueso del valor se cobra en ONs cortas de empresas con buena calificación.

Gráfico 11. Retorno total en las últimas doce semanas: barbell contra el bono



Base 100 al inicio del período. Precio sucio más los cupones y amortizaciones cobrados; carteras con los pesos de hoy. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Gráfico 12. TIR y volatilidad: barbell contra el bono

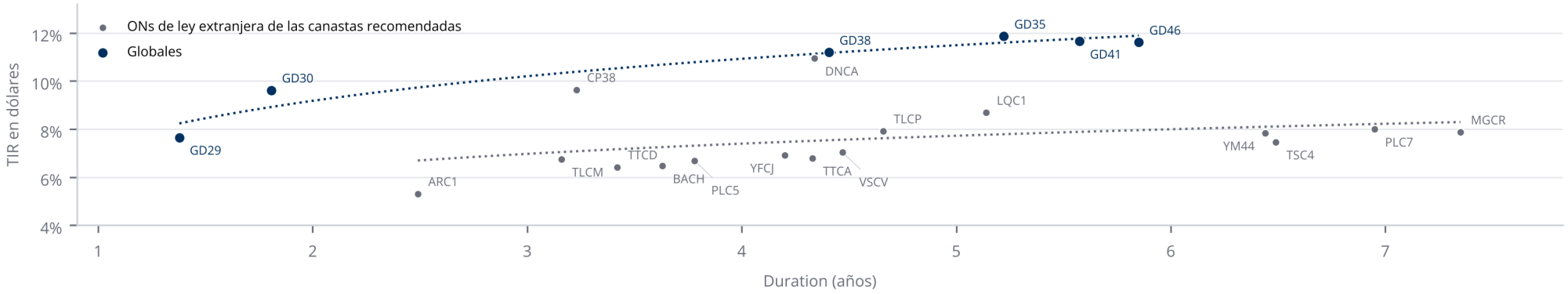


Volatilidad anualizada de los retornos semanales de retorno total de las últimas doce semanas. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Globales frente a ONs

Las ONs de ley extranjera de nuestras canastas rinden entre 5,3% y 10,9%. A igual duration, los Globales pagan entre 365 pb y 407 pb más que esa curva. Ese diferencial es la prima por el riesgo electoral del soberano: las empresas de las canastas generan dólares propios y no dependen de la refinanciación del Tesoro en 2027.

Gráfico 13. Globales y ONs de ley extranjera: TIR y duration



ONs de ley extranjera que integran las canastas del informe de ONs recomendadas, especie D. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Tabla 17. Globales contra la curva de ONs de ley extranjera

Global	TIR	Duration	Curva de ONs a igual duration	Diferencia	ONs de duration similar (TIR)
GD29	7,65%	1,38	-	-	-
GD30	9,62%	1,81	-	-	ARC1 (5,3%)
GD35	11,86%	5,22	7,79%	407 pb	LQC1 (8,7%), TLCP (7,9%), VSCV (7,0%)
GD38	11,19%	4,41	7,54%	365 pb	VSCV (7,0%), DNCA (10,9%), TTCA (6,8%)
GD41	11,65%	5,57	7,89%	376 pb	LQC1 (8,7%), YM44 (7,8%), TLCP (7,9%)
GD46	11,61%	5,85	7,96%	365 pb	YM44 (7,8%), TSC4 (7,5%), LQC1 (8,7%)

Curva: ajuste logarítmico de las ONs de ley extranjera de las canastas recomendadas, sin extrapolar fuera de su rango de duration. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia.

Tabla 18. Emisores de las ONs del gráfico

Ticker	Emisor	Ticker	Emisor	Ticker	Emisor	Ticker	Emisor
ARC1	Aeropuertos Argentina	LQC1	PCR	TLCM	Telecom Argentina	TTCD	Tecpetrol
BACH	Banco Macro	MGCR	Pampa Energía	TLCP	Telecom Argentina	VSCV	Vista Energy Argentina
CP38	CGC	PLC5	Pluspetrol	TSC4	TGS	YFCJ	YPF Luz
DNCA	Edenor	PLC7	Pluspetrol	TTCA	Tecpetrol	YM44	YPF

ONs de ley extranjera de las canastas del informe de ONs recomendadas. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia.

Globales frente a EMHY y XCCC

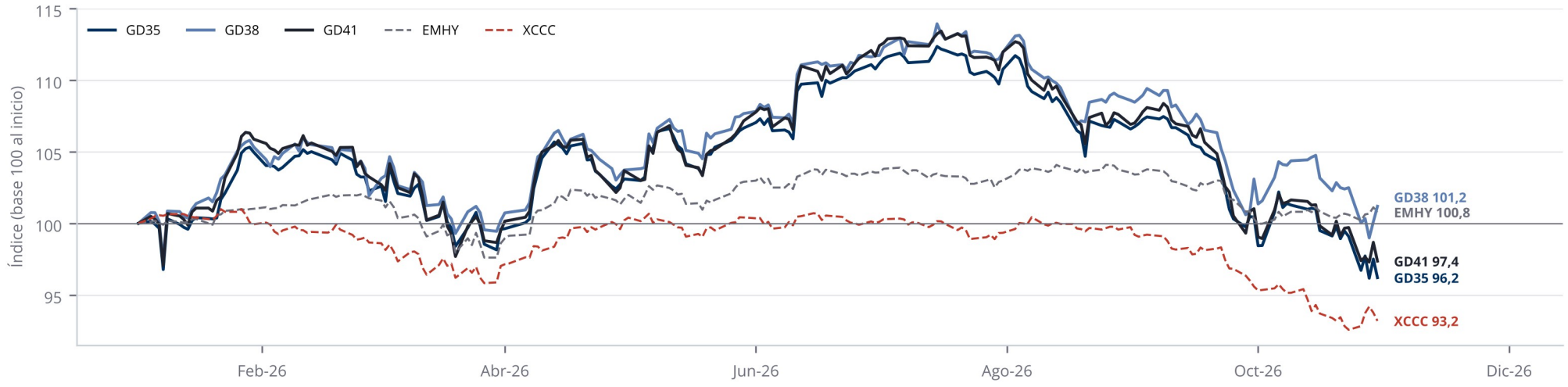
El EMHY, que reúne deuda de alto rendimiento de países emergentes, rinde 8,27% con 4,7 años de duration; los Globales largos pagan entre 292 pb y 359 pb más con una duration mayor. El XCCC, de bonos corporativos de EE.UU. con calificación CCC, rinde 16,55% con 2,4 años: los Globales cotizan bastante más cerca del primero que del segundo. En lo que va del año, el GD35 rindió -3,8% en dólares, contra +0,8% del EMHY y -6,8% del XCCC.

Tabla 19. Globales largos contra fondos de high yield

Instrumento	Rendimiento	Duration	Diferencia contra EMHY	Diferencia contra XCCC	Retorno total desde enero
GD35	11,86%	5,22	359 pb	-469 pb	-3,8%
GD38	11,19%	4,41	292 pb	-536 pb	+1,2%
GD41	11,65%	5,57	338 pb	-490 pb	-2,6%
EMHY	8,27%	4,65			+0,8%
XCCC	16,55%	2,44			-6,8%

Rendimiento de los fondos según cada administradora: EMHY, rendimiento promedio al vencimiento (iShares); XCCC, rendimiento al peor caso (BondBloxx). Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta, iShares, BondBloxx y Yahoo Finance.

Gráfico 14. Retorno total en dólares desde el 2 de enero de 2026



Globales: precio sucio con los pagos reinvertidos. Fondos: cierre ajustado por dividendos. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta y Yahoo Finance.

Bonares frente a bonos CER

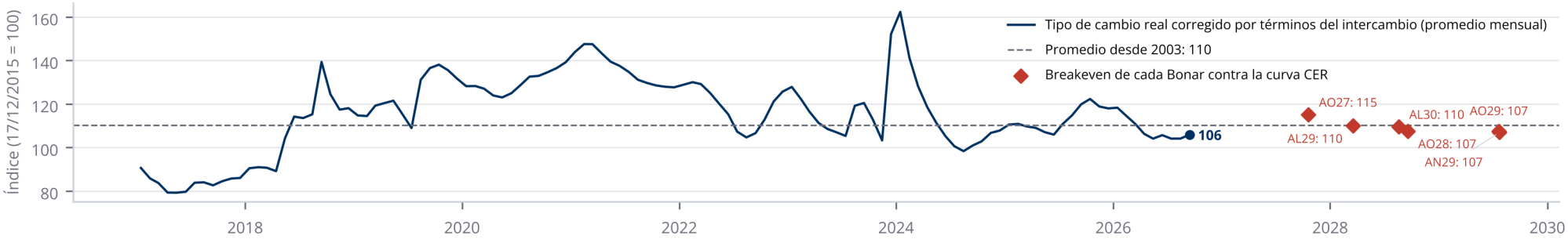
Para un inversor en pesos, comprar un Bonar con pesos y comprar un bono CER de la misma duration rinde igual si el tipo de cambio real sube entre 1,0% y 8,8% durante la vida de cada Bonar. Medido con el tipo de cambio real corregido por términos del intercambio, que hoy está en 105,8 contra un promedio de 110,3 desde 2003, el breakeven de los Bonares quedaría entre -3,1% y 4,4% de su promedio desde 2003, según el bono. Si se espera una corrección del tipo de cambio real mayor, el Bonar le gana al CER; si no, el CER es la mejor opción para el que mide su resultado en pesos.

Tabla 20. Bonares contra la curva CER del informe de bonos en pesos

Bonar	Precio en pesos	Dólar implícito del bono	TIR al dólar oficial	Duration	TIR real CER a igual duration	Inflación EE.UU.	Tipo de cambio real: suba que iguala	Breakeven corregido (índice)	Contra promedio desde 2003
AO27	162.010	1.568,3	0,59%	0,96	7,07%	2,5%	+8,8%	115,1	+4,4%
AO28	139.550	1.569,0	11,78%	1,88	10,14%	2,3%	+1,6%	107,5	-2,5%
AL29	84.300	1.565,5	7,95%	1,38	8,37%	2,4%	+3,9%	110,0	-0,3%
AO29	128.800	1.571,1	13,27%	2,72	11,38%	2,2%	+1,5%	107,4	-2,6%
AN29	133.030	1.563,2	13,48%	2,73	11,38%	2,2%	+1,0%	106,8	-3,1%
AL30	84.110	1.573,6	10,53%	1,80	10,09%	2,4%	+3,5%	109,6	-0,7%
AE38	111.150	1.568,8	13,13%	4,25	-	2,2%	-	-	-
AL35	105.900	1.570,1	12,74%	5,18	-	2,1%	-	-	-
AL41	98.240	1.559,6	12,71%	5,44	-	2,1%	-	-	-

Precio en pesos llevado a dólares con el tipo de cambio oficial (1.537,35). Curva CER: bonos de liquidez alta y media del informe de bonos en pesos, interpolados por duration. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, BCRA, Reserva Federal y Docta.

Gráfico 15. Tipo de cambio real bilateral con EE.UU. corregido por términos del intercambio: historia y breakeven de los Bonares



Índice del BCRA (17/12/2015 = 100) multiplicado por los términos del intercambio del INDEC (promedio de tres meses) sobre su promedio desde 2003; hacia adelante, términos del intercambio constantes en el último dato. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BCRA, INDEC, BYMA y Docta.

Cómo se armó este informe

- Universo: Bonares (AL29, AL30, AL35, AE38 y AL41), Bonos del Tesoro en dólares de ley argentina (AO27, AO28, AO29 y AN29) y Globales (GD29, GD30, GD35, GD38, GD41 y GD46). Precio de cierre de la especie D (dólar MEP) en plazo 24 horas; el precio en pesos se usa sólo para la comparación con los bonos CER.
- Rendimientos: TIR efectiva anual en base 365 sobre el precio sucio, duration de Macaulay y paridad sobre el valor técnico (valor residual más intereses corridos). Cálculo propio, validado contra Docta.
- Escenarios de los Globales al 21 de noviembre de 2027: precio a esa fecha con la TIR de hoy más el cambio indicado, con la TIR de continuidad o con el 50% del valor técnico, más los cupones y amortizaciones cobrados hasta entonces, sin reinvertir.
- Probabilidad implícita: modelo binario. Continuidad: TIR igual al bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años más 300 pb. Opositor: 50% del valor técnico. Ambos al 21 de noviembre de 2027; los flujos hasta esa fecha se descuentan con la tasa del Tesoro a un año. La lectura ponderada promedia GD35, GD38 y GD41 según cuánto se mueve cada precio entre escenarios.
- Tramo corto de ley argentina: AO28 y AO29, valuados al 21 de noviembre de 2027. Continuidad: TIR de 6%, igual a su cupón. Opositor: 50% del valor técnico. Paridad para 2 a 1: la del escenario opositor con la que lo que se gana es 2 veces lo que se arriesga.
- Comparaciones: ONs de las canastas del informe de ONs recomendadas; bonos CER del informe de bonos en pesos, con la inflación de EE.UU. que proyecta la Reserva Federal; fondos EMHY (iShares) y XCCC (BondBloxx).
- Barbell: el objetivo es igualar la duration y la TIR del bono con la menor exposición posible a riesgo soberano. ONs de las canastas con TIR mayor a 5%, duration no mayor que la del bono y al menos doce semanas de cotización, y Bonares 2035, 2038 y 2041. Al menos dos ONs, una por emisor, cada una entre 5% y 20%, y los Bonares sin piso ni techo fijos, en la menor proporción posible. El tope por ON sube de a 5 puntos antes que el peso de los Bonares: hasta 40% para alcanzar la TIR del bono o usar menos Bonares, y hasta 60% cuando hace falta para igualar su duration. La TIR de la cartera, calculada con sus flujos combinados, iguala o supera la del bono cuando es posible y, si no, es la más alta posible. Después se busca el menor peso en Bonares, la mejor calificación promedio de las ONs y, con hasta un escalón de margen, los pesos de menor volatilidad del retorno total semanal (precio más cupones y amortizaciones) de las últimas doce semanas. Contra el AL30, si con su duration ninguna cartera iguala la TIR, se acepta una duration de hasta 0,2 años más: la menor que la iguala.
- Recomendación: surge de la relación entre la suba y la caída de los Globales 2035, 2038 y 2041 entre los dos escenarios, ponderada como la probabilidad implícita: mantener y comprar cuando lo que se gana es al menos 2 veces lo que se arriesga; vender en el resto de los casos.
- Fuentes: BYMA (precios y montos), Docta (flujos de fondos e historial de rendimientos), Reserva Federal (rendimientos del Tesoro de EE.UU.), BCRA (tipo de cambio oficial y tipo de cambio real), iShares, BondBloxx y Yahoo Finance (fondos de high yield), FIX SCR y Moody's Local (calificaciones de las ONs).

AVISO LEGAL

El presente informe ha sido preparado por el equipo de Research & Estrategia de Becerra Bursátil S.A. (ALyC Integral, Registro CNV N° 177) con fines exclusivamente informativos. Su contenido no constituye ni debe interpretarse como una oferta, invitación o recomendación para comprar, vender o mantener ningún valor negociable, instrumento financiero ni activo de ninguna naturaleza.

La información utilizada en la elaboración de este informe ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables y de acceso público. No obstante, Becerra Bursátil S.A. no garantiza la exactitud, integridad, vigencia ni idoneidad de dicha información para propósito alguno. Las opiniones, estimaciones y proyecciones incluidas en este informe corresponden a la fecha de su elaboración y están sujetas a modificación sin previo aviso.

Los rendimientos pasados de cualquier activo o cartera mencionados en este informe no constituyen garantía ni indicación de resultados futuros. Toda inversión en instrumentos financieros conlleva riesgos y puede resultar en la pérdida total o parcial del capital invertido. El inversor debe evaluar, por sí mismo o con asesoramiento profesional adecuado, la conveniencia de cada operación en función de sus objetivos, horizonte temporal, tolerancia al riesgo y situación patrimonial.

Este informe es de distribución exclusiva para clientes y contrapartes de Becerra Bursátil S.A. Queda prohibida su reproducción, redistribución, retransmisión o publicación, total o parcial, sin autorización previa y por escrito de Becerra Bursátil S.A.

BECERRA
BURSÁTIL
ALyC INTEGRAL | REGISTRO CNV Nº 177

RESEARCH & ESTRATEGIA

Gonzalo Decándido
Jefe de Research y Estrategia
gdecandido@bbsa.com.ar

Ignacio Franco
Analista de Research
ifranco@bbsa.com.ar