

El precio de la incertidumbre: Cuánto le cuesta al país no saber quién será el próximo gobierno.

Por Álvaro Varela, Felipe Pieretti, Jeremías Kleiban y Juan Sebastián Torrano.

HALLAZGOS CLAVE

1. El 15 de abril de 2026, dos bonos altamente comparables del Tesoro argentino (AO27 dentro de este gobierno y AO28 bajo el próximo) se licitaron con una diferencia de tasa (spread) de 3,39 p.p. (339 pb). Esa diferencia permite estimar una prima bruta de riesgo institucional.
2. El tramo intra-mandato argentino muestra un spread de 131 pb, en línea con Paraguay (129 pb) y Perú (139 pb). Medido con el bono extra-mandato, el spread asciende a 470 pb, cerca de Ecuador (506 pb).
3. Aplicada al stock de Globales y Bonares en circulación, la prima implica un sobrecosto financiero **potencial** de aproximadamente USD 70-90 por argentino al año.
4. La prima no es fija: se movió de 374 pb (28-mar-2026) a 339 pb (15-abr-2026). Su variabilidad en períodos cortos, con la tasa intra-mandato estable, es consistente con un **precio de mercado activo**.
5. El ratio Reservas Brutas/PBI no alcanza, por sí solo, para explicar de manera estable el riesgo país argentino.
6. Las restricciones cambiarias y financieras influyen en la tasa a la que se licitaron los bonos, pero instrumentos operados en mercados OTC (no afectados por estas restricciones) respaldan también la teoría de la existencia del riesgo político.
7. La evidencia comparativa más fuerte: aplicando la metodología intra vs. extra-mandato a bonos reales en USD del mismo emisor, la diferencia de spread en LATAM es cercana a 0 pb en Brasil, 26 pb en Uruguay, 36 pb en Perú y 51 pb en Chile. En Argentina, con bonos gemelos AO27/AO28 adjudicados el mismo día: 339 pb.
8. Perú, con elevada inestabilidad política, pero reglas macroeconómicas blindadas por la constitución, mantiene un riesgo país estable en torno a 139 pb. Las instituciones vuelven creíbles las reservas y fundamentos macro.

RESUMEN

Este trabajo analiza un fenómeno estructural de la economía argentina: una prima de riesgo que no se agota en los fundamentos macroeconómicos corrientes, sino que incorpora incertidumbre sobre la continuidad del régimen de política económica. Utilizando la licitación de bonos AO27 y AO28 del 15 de abril de 2026, se estima una prima bruta de 339 puntos básicos, equivalentes al 72% del “riesgo país implícito” del bono extra-mandato. La comparación con 16 países de América Latina muestra que, despejada esa prima, el tramo corto argentino se ubica en niveles comparables a los mejores créditos regionales. La aplicación de una metodología comparable a curvas soberanas de Brasil, Chile, Perú y Uruguay revela que la prima institucional argentina es entre 6 y 13 veces mayor que la observada en Uruguay, Perú y Chile bajo instrumentos similares; Brasil, por su estructura de cupón, aparece con una diferencia cercana a cero y se interpreta sólo como referencia cualitativa. Perú, que ha mantenido estabilidad financiera pese a una crisis política crónica, sugiere que la solución no pasa solamente por acumular más reservas, sino por construir un marco institucional que vuelva creíbles esos fundamentos más allá de los ciclos electorales.

Aclaración metodológica. El riesgo país (EMBI+ JP Morgan) utilizado en este trabajo para las comparaciones regionales y la serie histórica argentina se calcula exclusivamente con bonos Globales (ley Nueva York), mientras que los bonos AO27 y AO28 utilizados para estimar la prima son Bonares (ley local). La correspondencia entre ambos universos es alta en términos direccionales, pero no estrictamente simétrica.

1. Una licitación revela un secreto a voces

El 15 de abril de 2026, el Tesoro argentino licitó deuda en dólares. Entre los instrumentos ofrecidos hubo dos bonos que, puestos uno al lado del otro, revelan una verdad estructural sobre la economía argentina.

El primero, el AO27, vence en octubre de 2027, dentro del mandato del presidente Milei. El segundo, el AO28, vence en octubre de 2028, ya bajo otro gobierno. Ambos son en dólares, del mismo Tesoro, con idéntico monto adjudicado y la misma legislación. Son **bonos altamente comparables**: comparten emisor, moneda, legislación, monto y licitación; la diferencia relevante es el vencimiento ¹.

El mercado les puso precios muy distintos. Al AO27 le exigió una tasa del 5,12% anual; al AO28, 8,51%. La diferencia de 3,39 puntos porcentuales (339 pb) difícilmente pueda explicarse sólo por riesgo crediticio (mismo deudor), riesgo cambiario (ambos en dólares) o liquidez inicial (se licitaron juntos). Una parte menor puede atribuirse a la prima por plazo, aproximadamente 20-30 pb por año adicional (calculada en base a comparables regionales), pero incluso descontando este efecto queda un diferencial superior a 300 pb, consistente con incertidumbre institucional, **riesgo de cambio de régimen** y rollover risk. Como se trata de tasas de adjudicación en mercado primario, el resultado puede reflejar condiciones específicas de demanda de la licitación; la simultaneidad de la colocación reduce, aunque no elimina, ese sesgo.

	Bono AO27 (intra-mandato)	Bono AO28 (extra-mandato)
Vencimiento	Octubre 2027	Octubre 2028
Mandato presidencial	Milei (actual)	Próximo gobierno
Tasa obtenida (TIREA)	5,12%	8,51%
Spread vs. UST 2 años ¹	131 pb	470 pb
Equivalente regional ²	Paraguay / Perú	Ecuador

Este hallazgo tiene un antecedente metodológico en la literatura académica sobre deuda soberana argentina. Saiagh (2024) ³ utilizó bonos “gemelos” argentinos -idénticos salvo por su legislación- para medir la prima que el mercado cobra por riesgo jurídico, una especie de “peaje” que pagamos todos los argentinos debido a la falta de instituciones. Nuestro ejercicio aplica la misma lógica a otra dimensión: no la jurisdicción legal sino el mandato presidencial. Son dos expresiones distintas de un mismo fenómeno: el mercado descuenta la debilidad institucional argentina.

UNA PRIMA QUE SE MUEVE: EVIDENCIA DE DOS LICITACIONES CONSECUTIVAS

El mismo ejercicio se repitió 18 días antes. En la licitación del 28 de marzo de 2026, la TIR del AO27 fue 5,12% y la del AO28, 8,86%: una prima de 374 pb. En la licitación del 15 de abril, la TIR del AO27 se mantuvo en 5,12% pero la del AO28 bajó a 8,51%: una prima de 339 pb. La compresión fue de 35 pb en dos semanas y media, mientras la tasa intra-mandato no se movió. Estos hechos son consistentes con la lectura de la prima extra-mandato como un precio de mercado activo y sensible a información que va más allá de la coyuntura del gobierno actual.

La Figura 1 ilustra el contraste central del trabajo: dos bonos del mismo emisor, en la misma moneda, bajo la misma legislación y adjudicados en la misma licitación, exhiben spreads sobre el Treasury americano de 131 pb (AO27) y 470 pb (AO28). El AO27 opera con un nivel comparable al de pares emergentes con grado de inversión reciente; el AO28 se ubica cerca de créditos frontier (de peor valoración crediticia) en situación fiscal compleja.

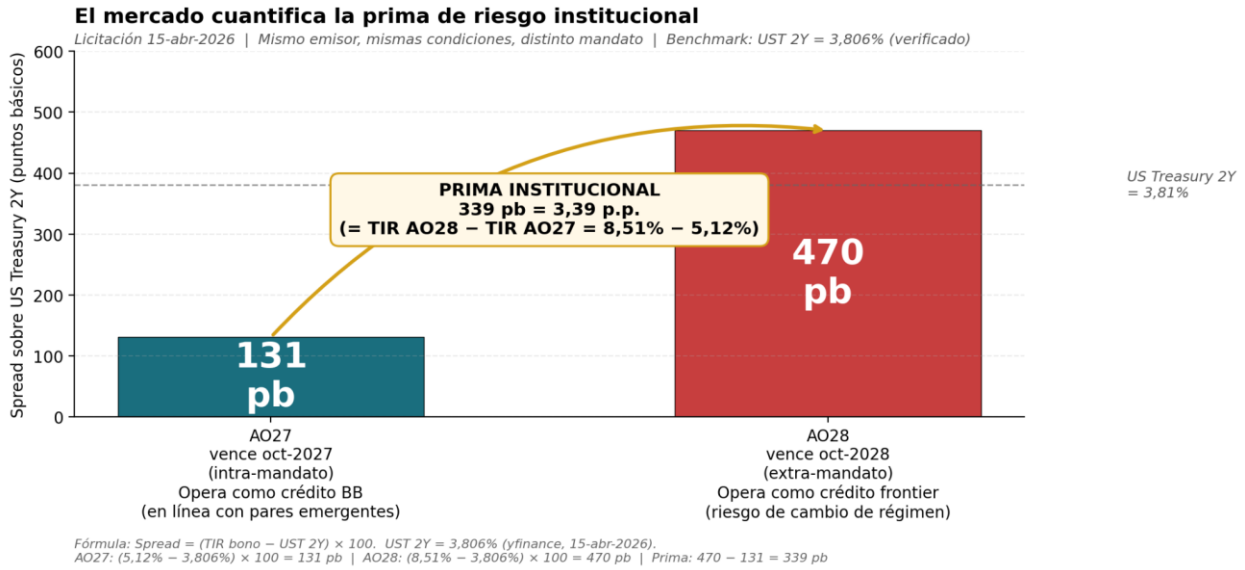


Figura 1. Spread sobre UST 2 años de los bonos AO27 (intra-mandato, 131 pb) y AO28 (extra-mandato, 470 pb). El diferencial bruto de 339 pb permite estimar la prima institucional.

La Figura 2 descompone el rendimiento exigido al bono extra-mandato en sus tres componentes. La tasa libre de riesgo (UST 2Y, 381 pb) es el costo del fondeo en dólares para un emisor sin riesgo de crédito. La prima intra-mandato (131 pb) es el costo adicional que paga Argentina sobre la tasa libre de riesgo en el tramo corto. El diferencial intra/extra-mandato (339 pb) incluye un importante componente agregado por el mercado cuando el vencimiento del bono cruza el próximo cambio de gobierno.

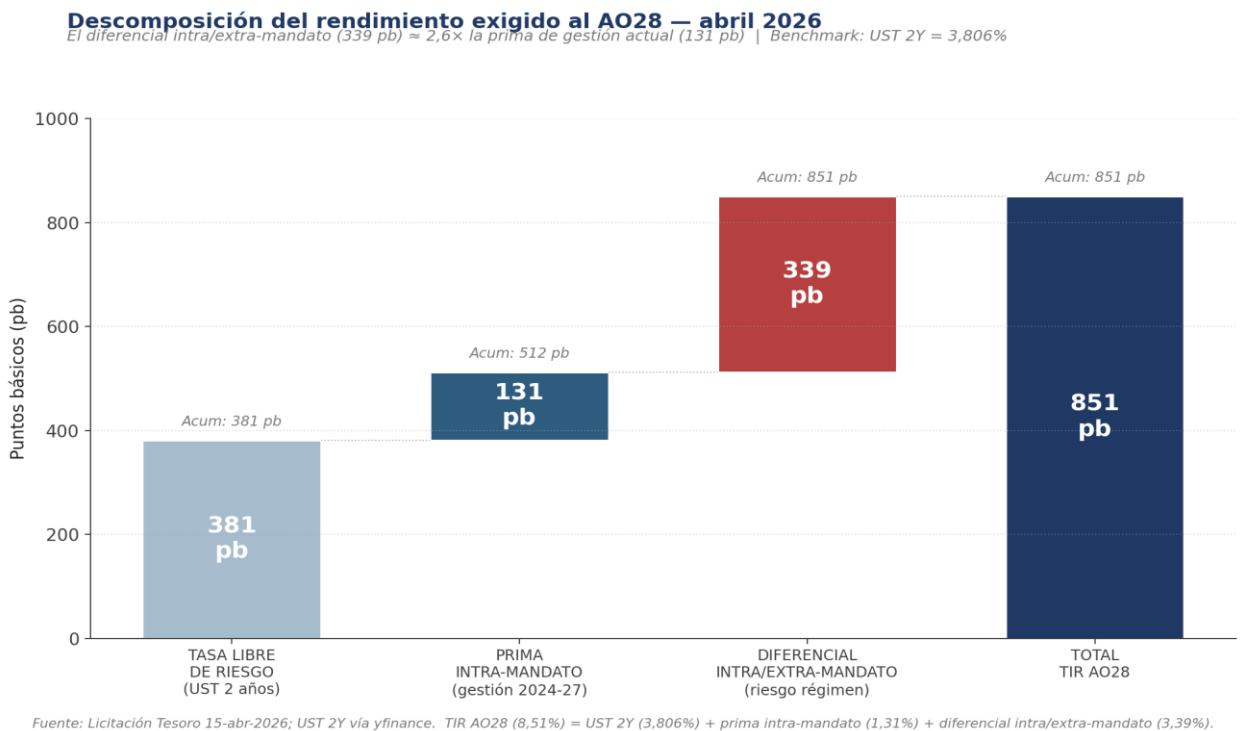


Figura 2. Descomposición de la TIR del AO28: 381 pb (UST 2Y) + 131 pb (prima intra-mandato) + 339 pb (diferencial intra/extra-mandato bruto) = 851 pb = 8,51%. El tercer componente es una cota superior del riesgo institucional: una parte corresponde a la pendiente normal de la curva por mayor duration.

Notas de la Sección 1

- ¹ **Datos de la licitación.** Ministerio de Economía de la Nación, Licitación pública del 15-abr-2026. Resultados: AO27 adjudicado USD 150 M a TIREA 5,12%; AO28 adjudicado USD 150 M a TIREA 8,51%. Verificado contra el CSV interno licitaciones_AO27_AO28.csv.
- ² **Benchmark UST 2Y.** US Treasury 2 años = 3,806% (cierre 15-abr-2026, fuente: Yahoo Finance). Se elige el Treasury a 2 años por tener vencimiento residual comparable con los bonos analizados (1,5 y 2,5 años). Spread (pb) = (TIR bono – UST 2Y) × 100. AO27: 131 pb. AO28: 470 pb. Esta metodología presenta restricciones que se analizarán en el apartado **limitaciones**.
- ³ **Saiegh (2024).** Sebastián Saiegh, “The Value of Legal Recourse in Sovereign Bond Markets: Evidence from Argentina”, Journal of Empirical Legal Studies, 2024. El autor compara bonos argentinos idénticos salvo por su legislación (NY vs. Argentina) y encuentra una prima sistemática de aproximadamente 300 pb por legislación nacional.
- **Comparación entre licitaciones.** Licitación 28-mar-2026: AO27 TIREA 5,12% / AO28 TIREA 8,86% → prima = 374 pb. Licitación 15-abr-2026: AO27 TIREA 5,12% / AO28 TIREA 8,51% → prima = 339 pb. Compresión: -35 pb en 18 días con tasa intra-mandato constante. Fuente: MECON, boletines de licitación.

2. El costo financiero implícito: hasta USD 4.000 millones por año

La prima institucional tiene un **sobrecosto financiero potencial** medible. Sobre el stock de bonos soberanos argentinos en circulación (estimado entre USD 95.000 y USD 120.000 millones entre Globales y Bonares)¹, si argentina refinancia hoy toda su deuda en circulación (hipotético), cada 100 puntos básicos de spread adicional implicaría pagar entre USD 950 y USD 1.200 millones anuales en intereses extra. Los 339 puntos básicos de prima institucional representan, en esta estimación, entre USD 3.200 y USD 4.100 millones por año en sobrecosto financiero potencial².

Es una cota superior: **no debe leerse como un gasto fiscal devengado automáticamente en 2026**. El impacto efectivo depende de cuánta deuda se refinancie cada año a las nuevas tasas. Pero el orden de magnitud es relevante: equivale a aproximadamente entre 70 y 90 dólares por argentino al año, o entre USD 9 y USD 11 millones por día de sobrecosto potencial.

Para dimensionar el monto, la Tabla 1 presenta comparaciones ilustrativas con partidas fiscales verificables:

Partida	Monto anual (USD)	Equivalencia con la prima
Sobrecosto potencial	USD 3.200 - 4.100 M/año	—
Impuesto al Cheque (2025)³	USD 11.800 M	La prima = 27-35% del impuesto
Derechos de exportación (2025)⁴	USD 4.100 - 4.800 M	La prima ≈ 67-100% de la recaudación anual
Presupuesto universitario nacional (2026)⁵	≈ USD 4.400 M	La prima ≈ 73-93% del presupuesto universitario
Función Ciencia y Técnica (Presup. 2026)⁶	USD 964 M	La prima financia 3,3-4,2 años
Gasto de Capital Nacional (Presup. 2026)⁷	USD 2.310 M	La prima financia 1,4-1,8 años
Jubilación mínima mensual (abr-2026)⁸	USD 375/mes; USD 4.503/año	Equivale a pagarle la mínima durante 1 año a entre 700.000-900.000 jubilados

Tabla 1. Comparación de la prima institucional con partidas fiscales verificables.

Algunas de estas equivalencias requieren una aclaración adicional, dada la sensibilidad política y económica de las partidas involucradas.

Derechos de exportación. Tras las sucesivas reducciones permanentes aprobadas durante 2025 (Decretos 38/2025, 305/2025, 526/2025 y 877/2025), la recaudación por derechos de exportación cayó 16% real interanual y se ubicó en torno al 0,6-0,7% del PIB, equivalentes a USD 4.100-4.800 millones. El sobrecosto potencial por prima institucional resulta comparable con casi toda la recaudación anual por ese concepto.

Presupuesto universitario nacional. El financiamiento del sistema universitario nacional 2026 -objeto del debate por la Ley de Financiamiento Universitario- se estima en aproximadamente 0,64% del PBI (USD 4.400 M). El costo anual de la prima institucional es, en orden de magnitud, equivalente al presupuesto anual del conjunto de las universidades nacionales.

Estas comparaciones son ilustrativas de magnitud y no implican sustituibilidad presupuestaria directa. Su propósito es situar el orden de magnitud del fenómeno en una escala comprensible para el debate público.

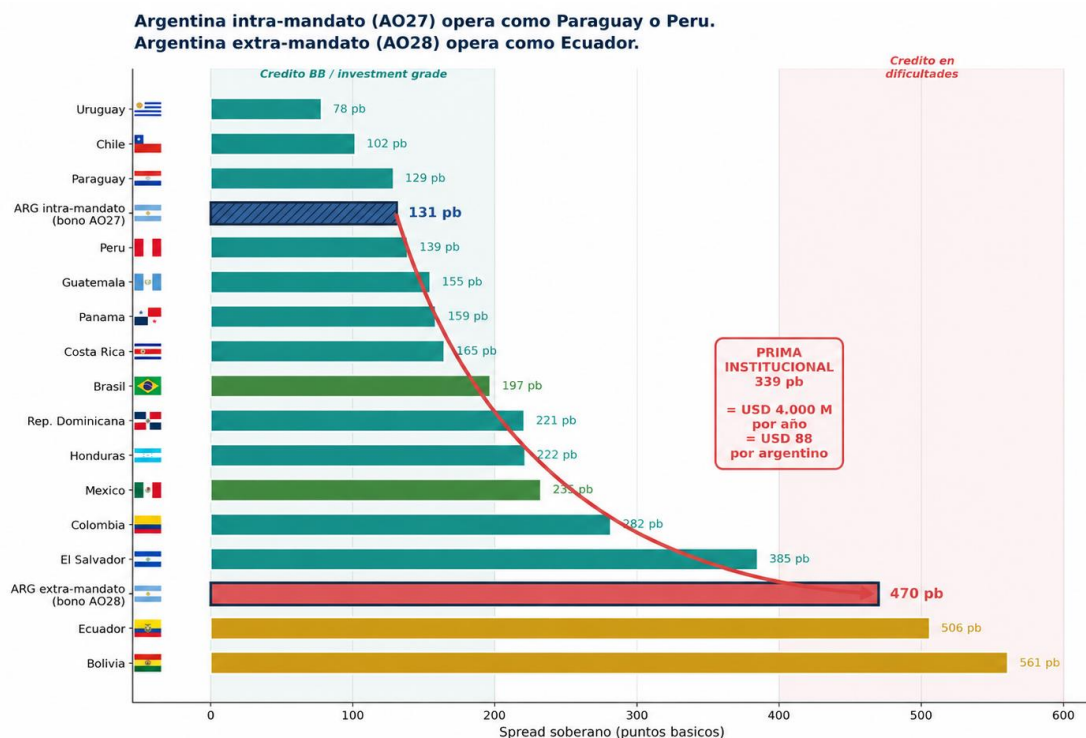
En el caso de las jubilaciones, la comparación debe leerse de manera anual: el sobre costo potencial de la prima alcanza para cubrir aproximadamente entre 700.000 y 900.000 jubilaciones mínimas durante doce meses. No significa que se trate de 700.000-900.000 de pagos mensuales, sino de beneficiarios equivalentes por un año completo.

Notas de la Sección 2

- ¹ **Stock de bonos Globales y Bonares en mercado.** Estimado en USD 95.000-120.000 millones en manos privadas. Fuente: GMA Capital, informe sobre vencimientos 2026-2027, citado por Infobae (18-abr-2026: "El termómetro del cambio: dos años de riesgo país").
- ² **Cálculo del costo anual.** Fórmula: Costo = Stock × Prima / 10.000. Escenario bajo: USD 95.000 M × 339 pb / 10.000 = USD 3.221 M. Escenario alto: USD 120.000 M × 339 pb / 10.000 = USD 4.068 M. Per cápita: USD 3.700 M / 46,00 M hab = USD 80,4/hab. Fuente población: FMI WEO abril 2026 y Worldometers.
- Recaudación **impuesto al cheque 2025.** \$13.995.364 millones (+48,6% interanual nominal), informe oficial de ARCA reportado por Perfil (3-ene-2026). Conversión a USD: \$13.995.364 M ÷ \$1.185 ≈ USD 11.810 millones.
- **Derechos de exportación 2025.** Caída 16% real interanual según IARAF (Monitor de recaudación tributaria nacional, ene-2026). Se ubicó en torno al 0,6-0,7% del PBI según Bloomberg Línea (9-dic-2025). Cálculo: 0,6-0,7% × USD 688.378 M = USD 4.130-4.819 M.
 - **Presupuesto universitario nacional 2026.** Estimaciones del debate presupuestario universitario ubican el financiamiento del sistema en torno a 0,64% del PBI (aprox. USD 4.400 M). Se utiliza como referencia ilustrativa de orden de magnitud. Objeto del debate por la Ley de Financiamiento Universitario.
 - **Función Ciencia y Técnica, Presupuesto 2026.** 0,140% del PBI según Grupo EPC-CIICTI, reportado por iProfesional (10-abr-2026). Cálculo: 0,140% × USD 688.378 M = USD 964 M.
 - **Gasto de capital Presupuesto 2026.** \$3.286 billones = 0,32% del PBI (ASAP, Ámbito 17-sep-2025). Conversión: \$3.286 mil M / 1.423 = USD 2.310 M.
 - **Jubilación mínima abr-2026.** \$380.319,31 + \$70.000 de bono extraordinario = \$450.319,31/mes (ANSES, Decreto 213/2026). A TC oficial ~\$1.200/USD: USD 375 por mes, equivalentes a USD 4.503 por año. La comparación de la tabla no refiere a pagos mensuales aislados: divide el sobre costo anual de la prima (USD 3.200-4.100 M) por el costo anual de una jubilación mínima. Resultado: aproximadamente 700.000-900.000 jubilados cobrando la mínima durante un año.

3. Argentina en el espejo de América Latina

Si la prima institucional existe, debería ser posible ubicar a Argentina en dos posiciones distintas del ranking regional: una medida con el bono intra-mandato (AO27, 131 pb) y otra con el bono extra-mandato (AO28, 470 pb). Los datos del EMBI+ de JP Morgan al cierre del primer trimestre de 2026 permiten construir esa comparación como referencia indicativa de orden de magnitud ¹.



Fuente: JP Morgan EMBI+ cierre Q1 2026 (Bloomberg Línea). Argentina intra-mandato = spread AO27 (131 pb) y extra-mandato = spread AO28 (470 pb), ambos vs UST 2Y = 3,806% (licitación 15-abr-2026). Venezuela excluida por escala (6.371 pb).

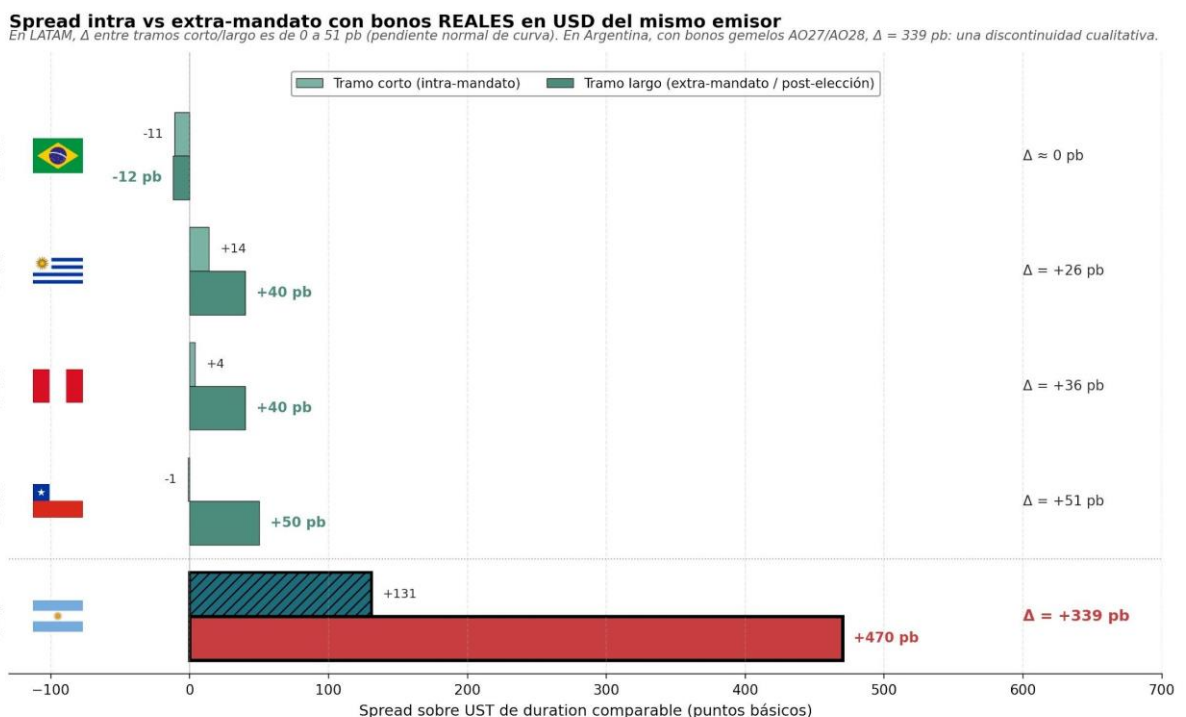
Figura 3. Ranking de spread soberano de 16 países de América Latina (Q1 2026). Argentina aparece dos veces: con el AO27 (131 pb, entre Paraguay y Perú) y con el AO28 (470 pb, cerca de Ecuador). La flecha resume la prima institucional. Aclaración importante: el EMBI+ de los demás países se calcula con bonos Globales bajo ley NY; los AO27/AO28 son Bonares (ley local). La comparación se incluye como referencia indicativa de orden de magnitud, no como un cálculo EMBI estricto.

Con 131 pb, el tramo intra-mandato argentino está entre Paraguay (129 pb, grado de inversión reciente) y Perú (139 pb, calificación BBB). Ese tramo específico de la curva paga menos que Guatemala, Panamá, Costa Rica, Brasil, República Dominicana, Honduras, México, Colombia y El Salvador. El pricing del AO27 sugiere que el mercado reconoce una mejora significativa del riesgo de corto plazo bajo la gestión actual.

Pero con el bono extra-mandato (470 pb), el tramo post-mandato ubica a Argentina cerca de Ecuador (506 pb) y Bolivia (561 pb), países con crisis fiscales activas. La distancia entre ambas posiciones (339 pb) aproxima el costo de la incertidumbre institucional y de no tener un marco creíble de continuidad. Como señaló Allianz Trade en su Country Risk Report, los spreads argentinos “siguen elevados, reflejando la cautela de los inversores” ante la incertidumbre sobre “la durabilidad de las reformas”².

3.1. ¿Tienen otros países la misma discontinuidad?

La metodología AO27/AO28 -comparar dos bonos del mismo emisor que difieren sólo en su fecha de vencimiento respecto del mandato presidencial- puede extenderse como ejercicio indicativo a otros países. Para cada uno, identificamos dos bonos soberanos reales en dólares: uno de tramo corto (que vence dentro del mandato del presidente actual o antes de la próxima elección) y uno de tramo largo (que vence después). Calculamos el spread de cada bono sobre el Treasury americano (UST = US Treasury) de duration comparable, expresado en puntos básicos³.



Fuente: Argentina — Licitación AO27/AO28 del Tesoro (15-abr-2026). Brasil — lista de bonos Avenue y Investing.com (abr-2026). BRA 10,125% 2027 (ISIN US105756AE07) y BRA 4,500% 2029. Perú — CBonds y Baker McKenzie (ago-2025). PER 4,125% 2027 y PER 2,844% 2030. Chile — CBonds: CHL 3,24% 2028 y CHL 2,55% 2032. Uruguay — CBonds: URU 4,375% 2027 y URU 5,75% 2034. Benchmarks UST: yfinance (15-abr-2026). Spreads calculados como (yield bono - UST de duration comparable) \times 100.

Figura 3-bis. Spread intra vs. extra-mandato con bonos REALES en USD del mismo emisor (abr-2026). Argentina usa AO27 vs. AO28 (bonos gemelos adjudicados el mismo día). Los demás países usan bonos soberanos en USD del mismo emisor con distinto vencimiento; las fechas exactas se indican en cada etiqueta. Los spreads se calculan contra UST de duration comparable. Brasil se incluye como referencia cualitativa: el spread corto negativo responde a la estructura del bono y no debe interpretarse como menor riesgo que EE.UU.

El patrón comparativo es claro. En los cuatro países comparables con marcos institucionales consolidados, la diferencia entre ambos tramos va de aproximadamente 0 a 51 puntos básicos. Brasil muestra $\Delta \approx 0$ pb: el spread del tramo corto aparece levemente negativo (-12 pb) porque el bono BRA 10,125% 2027 tiene un cupón extraordinariamente alto y cotiza sobre la par. En términos simples, el yield observado queda comprimido por el precio alto del bono; al compararlo contra el UST de duration similar, el spread aparente puede quedar cerca de cero o incluso negativo. Esto no significa que Brasil sea menos riesgoso que Estados Unidos, sino que ese bono específico no es limpio para medir riesgo soberano por comparación directa de yields. Uruguay (26 pb) y Perú (36 pb) tienen diferencias moderadas, atribuibles en buena parte a la pendiente normal de la curva de rendimientos

(20-30 pb por año adicional de duration). Chile (51 pb) tiene la mayor diferencia, pero porque su tramo largo se extiende hasta 2032 -seis años más que el corto- y refleja principalmente la pendiente temporal, no una discontinuidad electoral.

En Argentina, en cambio, la diferencia es de 339 puntos básicos entre bonos que difieren en apenas un año de vencimiento (AO27 vence oct-2027, AO28 oct-2028). Lo relevante no es que Argentina tenga una pendiente positiva, sino la magnitud de esa pendiente entre dos vencimientos tan cercanos. Es **entre 6 y 13 veces** la diferencia observada en Uruguay, Perú y Chile, a pesar de que el AO27 y el AO28 son instrumentos excepcionalmente comparables adjudicados simultáneamente. Frente a Brasil, la comparación no debe expresarse como ratio porque el tramo corto brasileño está distorsionado por cupón; aun así, el contraste cualitativo es el mismo: la discontinuidad argentina es de otro orden de magnitud. La prima institucional argentina **no es una intensificación del fenómeno regional**: es una discontinuidad cualitativamente distinta.

Limitaciones de la comparación. La única comparación metodológicamente perfecta es la de Argentina (AO27 vs. AO28), porque se trata de bonos gemelos adjudicados el mismo día, con el mismo monto, bajo idénticas condiciones. Los demás países usan bonos reales del mismo emisor y en la misma moneda, pero con distinto cupón, tamaño, fecha de emisión y liquidez; eso puede introducir ruido de 10-30 pb. En Brasil, además, el cupón excepcionalmente alto del bono 2027 genera un spread aparente levemente negativo cuando se lo compara yield-to-yield contra el UST de duration similar; por eso debe leerse sólo como referencia cualitativa. Aun así, el mensaje es robusto en orden de magnitud: la prima argentina (339 pb) **supera ampliamente** la de cualquier comparable regional.

Notas de la Sección 3

¹ Ranking EMBI+ LATAM Q1 2026. JP Morgan EMBI+ al cierre del primer trimestre de 2026, reportado por Rio Times Online (3-abr-2026) y Bloomberg Línea (3-abr-2026). Valores verificados (pb): Uruguay 78, Chile 102, Paraguay 129, Perú 139, Guatemala 155, Panamá 159, Costa Rica 165, Brasil 197, Rep. Dominicana 221, Honduras 222, México 233, Colombia 282, El Salvador 385, Ecuador 506, Bolivia 561, Argentina 616. Los spreads de los bonos AO27 y AO28 no forman parte del EMBI+ (que se calcula con bonos del canje 2020 / Globales bajo ley NY). Se incluyen como referencia comparativa para aislar la prima institucional.

² Allianz Trade. Country Risk Report Argentina 2026, Allianz Trade (subsidiaria de Allianz Group).

Datos intra/extra-mandato por país (Figura 3-bis). Para cada país se identificaron bonos soberanos reales en USD del mismo emisor: uno de tramo corto y otro de tramo largo. Yields de abril de 2026. Spread = (yield bono - UST de duration comparable) × 100. Benchmarks UST: 2Y = 3,806%, 3Y = 3,85%, 5Y = 3,966% (yfinance, 15-abr-2026). Argentina: AO27 (TIREA 5,12%, vence 17-oct-2027) vs AO28 (TIREA 8,51%, vence 17-oct-2028). Brasil: BRA 10,125% 15-may-2027 vs BRA 4,500% 30-may-2029. Perú: PER 4,125% 25-ago-2027 vs PER 2,844% 12-jun-2030. Chile: CHL 3,24% 6-feb-2028 vs CHL 2,55% 27-ene-2032. Uruguay: URU 4,375% 27-oct-2027 vs URU 5,75% 28-oct-2034. En Brasil, el BRA 10,125% 2027 paga un cupón excepcionalmente alto y opera sobre la par; por eso su spread aparente sobre UST puede ser cercano a cero o negativo. Se lo incluye como referencia cualitativa, no como medición limpia de prima política.

4. Reservas: condición necesaria, pero no suficiente.

Una respuesta frecuente al problema del riesgo país es que se resolvería con más reservas internacionales. La literatura académica sostiene en parte ese argumento: Bianchi, Hatchondo y Martinez (NBER, 2018) demuestran que las reservas funcionan como seguro contra el riesgo de refinanciamiento de deuda, y estiman un nivel óptimo del 6% del PBI para un emergente tipo ¹. Argentina, con reservas brutas de USD 45.400 millones (6,6% del PBI), parecería estar dentro de ese rango. Pero hay una advertencia importante: las reservas brutas argentinas no son comparables con las de otros países. Incluyen aproximadamente USD 18.000 millones del swap de monedas con China, unos USD 10.000 millones de encajes bancarios y repos con organismos. Las reservas "realmente disponibles" son del orden de USD 15.000-20.000 millones, equivalentes a 2,2-2,9% del PIB: muy por debajo del 6% óptimo de Bianchi ².

4.1. La correlación no es estable

Para evaluar si las reservas explican el riesgo país argentino construimos una serie diaria de 12 años (2.945 observaciones entre enero 2014 y abril 2026) cruzando las reservas brutas publicadas por el BCRA con el EMBI + de JP Morgan ³. Para hacerla comparable con la literatura internacional, las reservas se expresan como porcentaje del PBI anual.

La correlación de Pearson en toda la muestra es de apenas $r = +0,04$: estadísticamente indistinguible de cero, pese al gran tamaño muestral. En principio, este resultado sugiere que la relación simple entre reservas y riesgo país es débil e inestable. Pero el número global esconde una dinámica mucho más informativa. Al descomponer por régimen político, la correlación cambia radicalmente:

Régimen	Período	N días	Pearson r	Interpretación
CFK (último tramo)	Ene 2014 – Dic 2015	459	-0,20	Débilmente inversa
Macri	Dic 2015 – Dic 2019	963	+0,33	Débil, contraintuitiva
Fernández	Dic 2019 – Dic 2023	966	-0,07	Prácticamente nula
Milei	Dic 2023 – Abr 2026	557	-0,70	Fuerte inversa
FULL SAMPLE	Ene 2014 – Abr 2026	2.945	+0,04	Nula

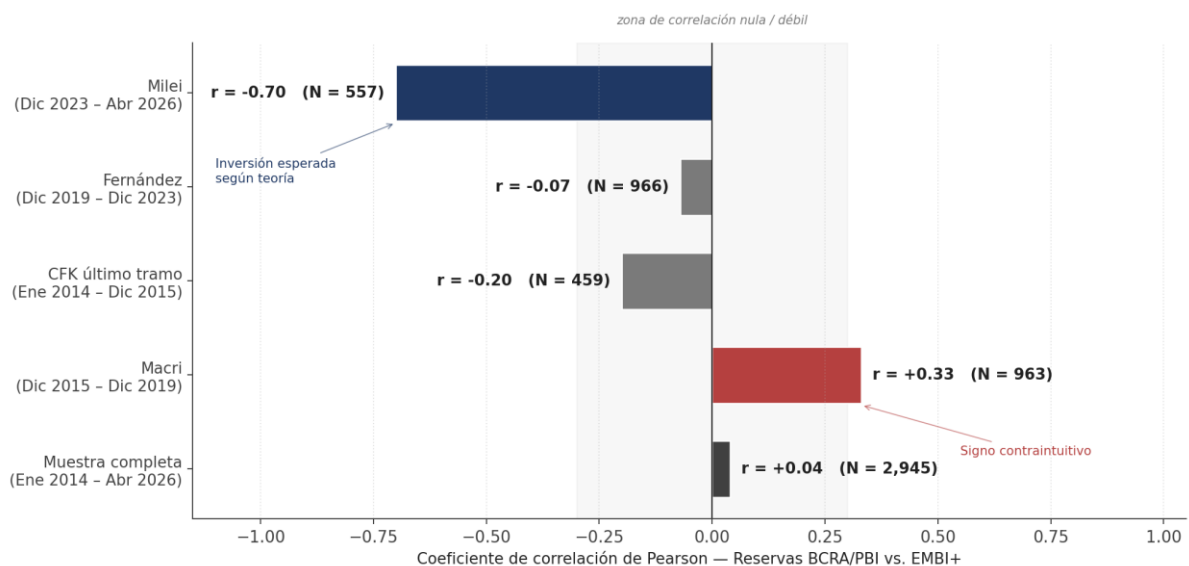
Tabla 2. Correlación entre Reservas Brutas/PBI y EMBI + por régimen político (datos diarios). ■

El patrón es revelador. Durante los gobiernos de Macri y Fernández, la correlación fue **prácticamente nula** —e incluso positiva y contraintuitiva en el caso de Macri—, lo que sugiere que las variaciones marginales en el stock de reservas resultaban escasamente informativas para la valoración del riesgo soberano. Cuando el nivel de reservas se mantiene en terreno positivo y holgado, los mercados disponen de un colchón de liquidez en divisas suficiente como para que sus fluctuaciones marginales no constituyan una señal discriminante sobre la capacidad de repago.

La situación se invierte cualitativamente durante la gestión Milei. El hecho de que las Reservas Internacionales Netas se hayan mantenido en terreno negativo desde el inicio del mandato implica que el mercado ya no puede anclarse en un stock positivo como indicador de solvencia de corto plazo. En ese contexto, la dinámica de las reservas —su variación en el margen— adquiere un rol preponderante en la función de valoración: cada incremento en el stock opera como señal actualizada de mejora en la capacidad de repago, transmitiéndose de forma inmediata a una reducción en las primas de riesgo exigidas. La fuerte correlación negativa observada durante el período Milei ($r = -0,70$) sería, en este marco interpretativo, menos una anomalía que una consecuencia estructural del punto de partida en que se encontraba la hoja de balance del BCRA al inicio del mandato.

La correlación entre reservas y riesgo país no es estable

Coefficientes de correlación diaria por régimen político. El signo y la magnitud cambian radicalmente entre administraciones.



Fuente: Reservas brutas BCRA (datos.gov.ar); EMBI+ JP Morgan; PBI anual FMI WEO (abr-2026). N = 2.945 días, ene-2014 a abr-2026. Todos los coeficientes significativos al 5% excepto Fernández.

Figura 4. Coeficientes de correlación de Pearson entre el ratio Reservas Brutas BCRA/PBI y el EMBI + argentino, calculados sobre datos diarios y desagregados por régimen político (2014-2026, N = 2.945 días). El cambio de signo y magnitud entre administraciones evidencia que la relación reservas brutas-riesgo país no es estable y depende del régimen macroeconómico subyacente.

4.2. Correlación no implica causalidad

Conviene explicitar los límites de este ejercicio: la correlación simple no controla por deuda, resultado fiscal, cepo, tasa global, VIX, vencimientos, FMI ni riesgo electoral. Aún una correlación fuerte -como bajo Milei ($r = -0,70$)- no permite concluir **por sí sola** que la acumulación de reservas cause la baja del riesgo país. También puede ocurrir que ambas variables respondan a un factor común -compromiso fiscal o expectativas sobre el régimen-, que la

causalidad corre en sentido inverso, o que exista una tendencia común durante una ventana corta. Es plausible que coexistan los tres mecanismos.

Lo que sí permite afirmar la evidencia, complementada con la teoría, es que las reservas, tomadas aisladamente, no alcanzan para explicar el riesgo país argentino. Los grandes saltos del EMBI en la última década coinciden con eventos políticos (las PASO de agosto de 2019, el balotaje de 2023, la pandemia y el default de 2020) y no con variaciones bruscas del nivel de reservas. **Las reservas reducen el riesgo cuando el mercado cree que forman parte de un régimen macroeconómico sostenible**; si la continuidad está en duda, su efecto sobre el spread puede ser menor.

Notas de la Sección 4

Bianchi, Hatchondo y Martínez (2018). “American Economic Review 108(9): 2629–2670”. Los autores estiman que para un país emergente representativo, el nivel óptimo de reservas internacionales equivale al 6% del PBI.

² **Reservas disponibles.** Reservas brutas BCRA al 10-abr-2026: USD 45.410 millones. Descomposición estimada: swap con China ~USD 18.000 M, encajes bancarios en moneda extranjera ~USD 10.000 M, repos con organismos ~USD 2.000 M, otros ~USD 500 M. Reservas netas “realmente disponibles”: USD 15.000-20.000 M. PBI 2026 FMI WEO abril 2026: USD 688.378 M.

³ **Fuentes de datos.** Reservas BCRA: serie diaria obtenida de la API pública datos.gob.ar. Riesgo país: EMBI+ JP Morgan, serie diaria 1999-2026. Ratio reservas/PBI calculado con PBI anual del año calendario correspondiente (FMI WEO e INDEC, valores en USD nominales).

■ **Cálculo de correlaciones.** Coeficientes de Pearson sobre datos diarios. CFK (02-ene-2014 a 09-dic-2015): $r = -0,198$, $N = 459$. Macri (10-dic-2015 a 09-dic-2019): $r = +0,331$, $N = 963$. Fernández (10-dic-2019 a 09-dic-2023): $r = -0,072$, $N = 966$. Milei (10-dic-2023 a 10-abr-2026): $r = -0,700$, $N = 557$. Full sample: $r = +0,039$, $N = 2.945$. Todas significativas al 5% excepto Fernández. El cambio de signo entre Macri y Milei sugiere no linealidad y dependencia del régimen político subyacente.

5. El argumento de la restricción cruzada y la evidencia de Mercados OTC sobre el riesgo político argentino

Una potencial objeción metodológica al análisis precedente es que el spread AO28–AO27 observado en las licitaciones primarias podría reflejar, al menos parcialmente, distorsiones propias del régimen de restricciones cambiarias y financieras vigentes en Argentina, antes que riesgo político en sentido estricto. Para abordar esta limitación, se examina a continuación la estructura temporal de los **Credit Default Swaps** (CDS) soberanos argentinos, estos instrumentos funcionan como una especie de seguro contra el impago de la deuda y se negocian en mercados OTC internacionales, que operan completamente **al margen del marco regulatorio doméstico** y constituyen, por tanto, una medida de riesgo soberano libre de las distorsiones del mercado local.

La evidencia es concluyente: los datos de Bloomberg sobre cotizaciones OTC revelan una distorsión técnica en la curva de los Credit Default Swaps (CDS) que permite aislar con precisión la prima de riesgo institucional. Actualmente, el CDS a 1 año —cuyo horizonte de cobertura se agota dentro del mandato de la administración vigente— cotiza en torno a los 230 puntos básicos. En contraste, el contrato a 3 años, que cruza la frontera electoral de octubre de 2027 y se proyecta sobre el tramo extra-mandato, se sitúa aproximadamente en los 530 puntos básicos. Este salto discontinuo de ~300 puntos básicos entre contratos de la misma contraparte soberana no responde a una progresión lógica de solvencia, sino a un posicionamiento defensivo ante el recambio de gobierno.

Esta dinámica de la curva se vuelve aún más reveladora al observar que el riesgo se encuentra estrictamente encapsulado en el evento electoral. Mientras que la brecha entre los plazos de **1 y 3 años se dispara 300 pb**, el diferencial entre los plazos de **3 y 5 años se comprime a solo 56 pb**. Este comportamiento indica que el mercado ha concentrado sus expectativas de estrés en el corto-mediano plazo, posicionándose frente a la volatilidad institucional que podrían inyectar las elecciones cercanas, más que ante un deterioro estructural de la capacidad de pago a largo plazo.

En definitiva, este salto en la curva —observable en un mercado internacional, operado por contrapartes sofisticadas y libre de las distorsiones de las restricciones cambiarias locales— constituye una proyección independiente y directa del riesgo país real. El mercado internacional convalida la sostenibilidad financiera del presente, pero exige una prima de cobertura drásticamente superior para transitar el puente hacia 2028, reflejando que la mayor incertidumbre hoy no es técnica, sino política.

La comparación entre ambas fuentes de evidencia merece una precisión metodológica. Las TIREA del AO27 y el AO28 surgidas de las licitaciones primarias están denominadas en un mercado local sujeto a restricciones, de modo que su nivel absoluto podría diferir del que prevalecería en condiciones de plena convertibilidad. No obstante, la hipótesis central de este trabajo no reposa sobre el nivel nominal de las tasas sino sobre el diferencial entre

instrumentos: aun bajo la hipótesis de que la eliminación de las restricciones produjera un desplazamiento paralelo de la curva, el spread AO28–AO27 debería mantenerse cualitativamente inalterado, toda vez que dicho diferencial no está determinado por las restricciones cambiarias sino por la incertidumbre política incorporada en el tramo extra-mandato. La curva CDS —libre de toda restricción— confirma precisamente eso: **la prima institucional no es un artefacto del cepo.**

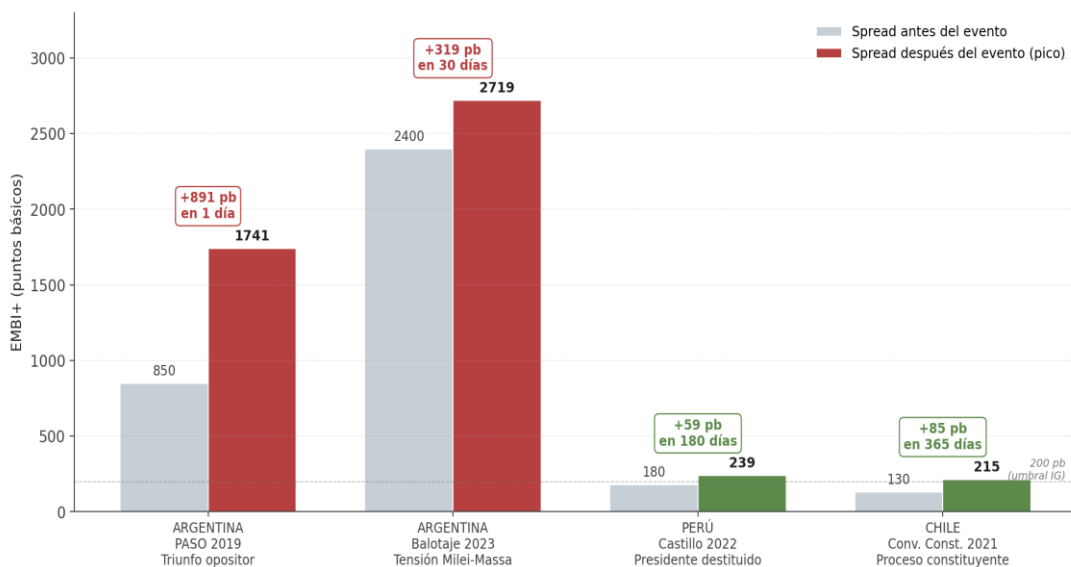
6. Shocks políticos en la región: un ejercicio de referencia

La prima institucional de 339 puntos básicos podría ser un fenómeno estructural específico de Argentina, o podría ser una manifestación local de un patrón regional ante transiciones presidenciales. Para explorar esta cuestión proponemos un ejercicio comparativo con shocks políticos relevantes de los últimos siete años. Antes de presentar los datos, conviene explicitar las limitaciones del ejercicio.

Los shocks políticos rara vez son estrictamente comparables entre países. Difieren en su naturaleza institucional (destitución parlamentaria, proceso constituyente), en el marco macroeconómico preexistente, en el nivel de deuda externa al momento del evento, en la liquidez del mercado de bonos del país y en la ventana temporal en que el mercado procesa la información. Una comparación cuidadosa debe leer los resultados como descripción de órdenes de magnitud, no como una estimación causal homogénea. Aun así, esa comparación es informativa: si la magnitud de la respuesta del mercado argentino a sus eventos políticos es sistemáticamente mayor que la de pares regionales -aun admitiendo heterogeneidad-, se trata de una señal robusta sobre la sensibilidad estructural del crédito soberano argentino.

Argentina es un outlier por escala de reacción, no por tipo de evento

Shocks políticos relevantes en LATAM (2019-2023). La magnitud del salto del EMBI depende más del marco institucional que del tipo de shock.



Fuente: EMBI+ JP Morgan (Argentina vía CEIC y Bloomberg Línea; Chile vía Banco Central de Chile y Credicorp Capital; Perú vía Banco Central de Reserva del Perú). Ventanas no homogéneas; comparación de órdenes de magnitud.

Figura 5. Shocks políticos comparados: Argentina 2019 (PASO), Argentina 2023 (pre-balotaje), Perú 2022 (destitución de Castillo), Chile 2021 (Convención Constituyente y elección Boric). Las ventanas temporales no son homogéneas entre eventos.

País / evento	Tipo de shock	Salto EMBI	Resolución
Argentina – PASO 2019 ¹	Triunfo opositor	+891 pb en 1 día	No resuelto: EMBI siguió subiendo
Argentina – Pre-Balotaje 2023 ²	Incertidumbre electoral	+319 pb en 30 días	Bajó 80% en 18 meses
Perú – Castillo 2022 ³	Presidente destituido	+59 pb en 180 días	Volvió a 140 pb tras destitución
Chile – Convención 2021 ⁴	Proceso constituyente	+85 pb en 365 días	Convención rechazada, EMBI volvió a ~120 pb

Tabla 3. Reacción del EMBI+ ante shocks políticos seleccionados en América Latina.

Los órdenes de magnitud sugieren un patrón. En Perú, con la destitución de un presidente en ejercicio -un episodio institucionalmente extremo-, el EMBI subió 59 pb y revirtió rápidamente tras la resolución parlamentaria. En Chile, con un proceso constituyente que podía alterar las reglas económicas básicas, el salto fue de 85 pb y se revirtió al rechazarse la propuesta constitucional. En ambos casos, el rango de movimiento fue de decenas de puntos básicos y, tras la resolución, hubo reversión hacia los niveles previos.

Los episodios argentinos exhibieron reacciones de mercado con un orden de magnitud mayor (891 pb tras las PASO 2019, 319 pb en torno al balotaje 2023). La interpretación debe ser cautelosa por las heterogeneidades mencionadas: los shocks no son idénticos en naturaleza, la estructura del EMBI argentino incorpora la historia reciente de defaults, y la liquidez del mercado de bonos durante 2019-2020 estaba deteriorada. Aun admitiendo esos matices, la brecha en la reacción del mercado -entre 4 y 15 veces los comparables regionales- es consistente con la hipótesis de que la sensibilidad del crédito soberano argentino a eventos políticos es estructuralmente más alta. Esta sensibilidad puede leerse como una manifestación, en frecuencia más alta, del mismo fenómeno que captura el ejercicio AO27/AO28: un mercado que descuenta no sólo la coyuntura, sino la posibilidad de discontinuidad institucional.

Notas de la Sección 6

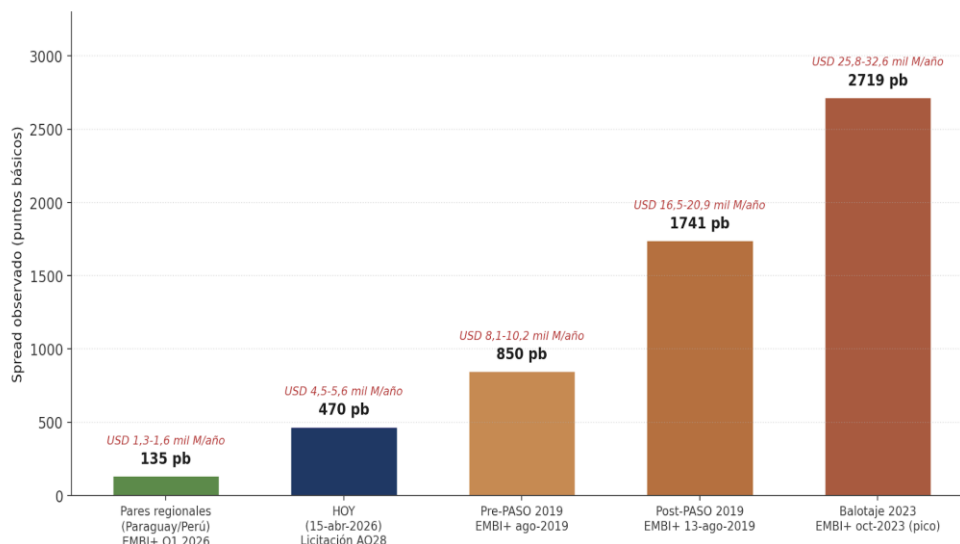
- Argentina PASO 2019.** EMBI+ JP Morgan. Valor pre-PASO (promedio 30 días previos): ~850 pb. Cierre 13-ago-2019 (día posterior al triunfo de la fórmula Fernández-Fernández): 1.741 pb. Fuente: JP Morgan EMBI+ vía CEIC Data y Bloomberg Línea. El nivel siguió subiendo durante 2020 hasta un máximo de 4.262 pb durante la pandemia.
- Argentina balotaje 2023.** EMBI+ pre-balotaje (promedio septiembre 2023): ~2.400 pb. Pico octubre 2023 durante tensión Massa-Milei: 2.719 pb. Tras el triunfo de Milei y la estabilización macroeconómica 2024-2026, el EMBI cayó a 470 pb al 15-abr-2026 (compresión de ~80%).
- Perú – crisis Castillo.** Pedro Castillo asumió 28-jul-2021 y fue destituido 07-dic-2022. Durante su gestión, el EMBI+ peruano se movió desde ~180 pb a un máximo de 239 pb (junio 2022). Tras la destitución, el EMBI retornó a ~140 pb. Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).
- Chile – Convención Constituyente y elección Boric.** El EMBI+ chileno se movió en rango acotado: de ~130 pb a un pico de ~215 pb durante el proceso constituyente. Tras el rechazo de la nueva constitución (sep-2022) y la moderación del gabinete Boric (Marcel en Finanzas), el EMBI retornó a ~120 pb. Fuentes: Banco Central de Chile; Credicorp Capital (2022).

7. Sensibilidad al spread: qué implica cada nivel

Una vez establecido que la prima institucional es un precio de mercado sensible a expectativas sobre el régimen económico futuro, resulta útil caracterizar qué implicaría que Argentina operara a distintos spreads de largo plazo. Para hacerlo en forma rigurosa, este ejercicio no asigna probabilidades a escenarios políticos -un ejercicio que excedería el alcance empírico de este trabajo- sino que ancla cada nivel de spread en un precedente histórico observable, propio o regional.

Sensibilidad al spread: precedentes históricos efectivamente observados

Cada barra es un spread observado (propio o regional). El costo es el sobre costo financiero anual implícito si Argentina operara a ese spread con el stock actual.



Fórmula: Costo anual = Spread (pb) × Stock (USD M) / 10.000. Stock asumido: USD 95.000-120.000 M (Globales y Bonares en mercado; GMA Capital, abr-2026). Ejercicio descriptivo de niveles históricos, no proyección política sobre 2027.

Figura 6. Sensibilidad al spread: precedentes históricos efectivamente observados (propios y regionales) y su costo financiero implícito si Argentina operara a ese spread con el stock actual de bonos.

La lectura de la Figura 6 es operativa, no predictiva. Muestra que si el spread argentino convergiera a los niveles actuales de Paraguay o Perú (~135 pb), el costo anual sería de USD 1,3-1,6 mil millones. El nivel actual (339 pb) implica USD 3,2-4,1 mil millones. Y si Argentina retorna a niveles observados en sus propios shocks pasados -pre-PASO 2019 (850 pb), post-PASO 2019 (1.741 pb) o balotaje 2023 (2.719 pb)- los costos saltarían a USD 8, 16 o 26 mil millones anuales, respectivamente ¹.

El ejercicio no afirma qué escenario es probable. Afirma que cada uno de esos niveles es empíricamente alcanzable: todos fueron observados en la historia argentina reciente o en la región. Lo que determinará hacia dónde convergerá el spread no será sólo la coyuntura macroeconómica -Argentina hoy cumple con fundamentos similares a los de Paraguay o Perú-, sino también la credibilidad institucional del régimen que venga después.

Notas de la Sección 7

¹ **Cálculo de costos.** Fórmula: Costo anual = Spread (pb) × Stock (USD M) / 10.000. Stock asumido: USD 95.000-120.000 millones (Globales y Bonares en mercado; GMA Capital, Infobae 18-abr-2026). Niveles: Paraguay/Perú 135 pb → USD 1,3-1,6 bn. Hoy 339 pb → USD 3,2-4,1 bn. Pre-PASO 2019 850 pb → USD 8,1-10,2 bn. Post-PASO 13-ago-2019 1.741 pb → USD 16,5-20,9 bn. Balotaje 2023 2.719 pb → USD 25,8-32,6 bn.

8. Lo que enseña Perú

Siguiendo la tesis de Acemoglu y Robinson en “*Por qué fracasan los países*”, la estabilidad y el crecimiento sostenido de una nación dependen de la existencia de **instituciones inclusivas** que generen credibilidad a largo plazo. Perú es un caso emblemático de esta teoría: a pesar de su inestabilidad política, ha logrado mantener un rumbo económico sólido gracias al fortalecimiento de sus instituciones técnicas. El pilar de esta resiliencia ha sido la gestión de **Julio Velarde** al frente del Banco Central de Reserva desde 2006, cuya autonomía y políticas orientadas al progreso han consolidado la confianza de inversores y del público en general hasta el día de hoy.

Si hay un país que demuestra que la inestabilidad política no tiene por qué destruir el crédito soberano, ese país es Perú. En los últimos diez años atravesó una sucesión extraordinaria de presidentes, renunciaciones, destituciones e interinatos: Kuczynski renunció, Vizcarra fue destituido, Sagasti fue interino y Castillo intentó un autogolpe y terminó preso. Hubo muertos en protestas y una recesión técnica en 2023.

Y, sin embargo, el riesgo país peruano **nunca superó los 239 puntos básicos**. Hoy está en 139 pb (un cuarto del argentino). La variación cambiaria después de cada vacancia presidencial fue de apenas un 1%. El ancla que mantiene estable al crédito peruano combina instituciones macroeconómicas creíbles, banco central independiente por constitución desde 1993, reservas del 32% del PBI, metas de inflación desde 2002 y reglas fiscales escritas en la ley ¹.

El único momento en que el riesgo país de Perú se disparó fue bajo Castillo (239 pb en junio de 2022), el presidente que intentó cambiar el modelo económico. Pero las instituciones lo frenaron: fue destituido por el Congreso y el riesgo país volvió a 140 pb. El caso muestra que **instituciones macroeconómicas creíbles pueden aislar al crédito soberano de la inestabilidad política**.

Un informe reciente del Federal Reserve Bank of New York (Clark et al., abril 2026) clasifica a los emergentes en “Core” (con instituciones sólidas) y “Periphery” (sin ellas). Perú está en el grupo Core. Argentina, en el Periphery. La diferencia entre ambos grupos es dramática: desde 2005, los Periphery registraron 32 defaults soberanos en 17 países; los Core, ninguno. Argentina contribuyó con al menos tres de esos 32 defaults ².

Notas de la Sección 8

¹ **Marco institucional peruano.** Banco Central de Reserva del Perú: independencia constitucional establecida en la Constitución de 1993, artículo 84. Régimen de metas de inflación adoptado en 2002 con meta actual de 2% ± 1 pp. Reservas internacionales netas al cierre 2025: USD 78.000 millones, equivalentes al 32% del PBI peruano (BCRP y BBVA Research). Riesgo país máximo histórico: 239 pb bajo Pedro Castillo (junio 2022).

² **Clark et al. (NY Fed, 2026).** “A Closer Look at Emerging Market Resilience During Recent Shocks”, Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, abril 2026.

9. Un problema estructural requiere una solución estructural

La prima institucional no es culpa de un gobierno ni de una oposición. Es un fenómeno estructural que Argentina arrastra desde hace décadas: la ausencia de un marco institucional que garantice la continuidad de las políticas económicas básicas independientemente de quién gobierne. Moody's, en su última evaluación de Argentina (julio 2025), advirtió que el rating está limitado por “débiles buffers externos y obstáculos estructurales” y que sólo un “progreso continuo en liberalización económica y/o profundización de reformas estructurales” permitiría un upgrade¹.

La literatura académica ofrece una hoja de ruta. Garriga (2025) documenta que entre 1970 y 2023 hubo 279 reformas que aumentaron la independencia de bancos centrales en 192 países, y que los países que las implementaron vieron caer sus spreads². El NY Fed (2026) confirma que los Core EMs fortalecieron simultáneamente sus reservas, la independencia de sus bancos centrales y la claridad de sus mandatos monetarios. Para Argentina, ese paquete tendría tres componentes:

Independencia constitucional del banco central. Hoy el presidente del BCRA se nombra y remueve por decreto. En Perú es independiente por constitución desde 1993; en Chile, desde 1989. El FMI ya pidió a Argentina una reforma de la Carta Orgánica del BCRA como parte del programa vigente.

Regla fiscal con fuerza de ley. El superávit fiscal actual es una decisión política, no una restricción legal. Chile la tiene desde 2001 y sobrevivió al estallido social de 2019, al COVID y a dos gobiernos de distinto signo sin que su riesgo país superara los 200 pb.

Compromisos bipartidistas explícitos. Ninguna reforma institucional es efectiva si no tiene respaldo de ambos lados del espectro político. Una regla sólo reduce la prima si el mercado cree que será respetada por gobiernos de distinto signo. Perú logró aislar ciertas reglas macroeconómicas básicas de la alternancia política. Argentina todavía no.

Notas de la Sección 9

¹ Moody's Investors Service (2025). “Rating Action: Moody's upgrades Argentina's ratings to Caa3 from Ca”, comunicado de prensa del 14-jul-2025.

² Garriga (2025). Ana Carolina Garriga, “Revisiting Central Bank Independence in the World: An Extended Dataset”, International Studies Quarterly 69(2). Base de datos cubre 192 países, 1970-2023, con 279 reformas identificadas que incrementaron la independencia de bancos centrales.

Limitaciones

Este análisis tiene limitaciones que conviene explicitar. **Primera:** los bonos AO27 y AO28 no son estrictamente idénticos -difieren en un año de vencimiento, lo que introduce una prima por plazo estimada en base a comparables regionales en 20-30 pb. La prima institucional neta sería, por tanto, de entre 310 y 320 pb en lugar de 339. **Segunda:** el cálculo de USD 3.200-4.100 millones anuales es un rango superior que asume que toda la deuda en mercado se ve afectada por la prima; el costo efectivo depende de cuánta deuda se refinance cada año. **Tercera:** la comparación con el EMBI de otros países no es perfecta porque el índice se calcula con bonos de distinto plazo y legislación que los AO27/AO28 -el EMBI+ argentino se construye con bonos Globales (GD, ley Nueva York), mientras que los AO27 y AO28 son Bonares (ley local), lo que puede agregar ruido del orden de 20-40 pb. **Cuarta:** la sensibilidad al spread muestra niveles observados y sus costos implícitos, no predicciones sobre qué nivel alcanzará el spread en 2027. **Quinta:** las correlaciones reportadas no establecen causalidad. **Sexta:** la comparativa de shocks regionales está basada en eventos seleccionados y no homogéneos en naturaleza. **Séptima:** el ejercicio no distingue completamente entre riesgo de cambio de régimen y riesgo de refinanciación posterior a 2027; ambos están relacionados, pero no son idénticos. **Octava:** el ejercicio utiliza tasas de adjudicación en mercado primario; por lo tanto, puede incorporar condiciones específicas de demanda de la licitación, aunque la simultaneidad de la colocación reduce ese sesgo. Estas limitaciones no invalidan los hallazgos centrales, pero acotan su interpretación cuantitativa precisa.

10. Conclusión

Este trabajo presenta evidencia de que el riesgo país argentino no refleja únicamente la calidad de la gestión macroeconómica actual, sino también una incertidumbre estructural sobre el futuro del régimen de política económica. La licitación dual AO27/AO28 del 15 de abril de 2026 permite estimar una prima bruta de 339 puntos básicos. La compresión de la prima entre las licitaciones de marzo y abril (-35 pb en 18 días) demuestra que no es

un parámetro fijo, sino un precio de mercado. Estos hallazgos no pueden ser diezmos por las restricciones cruzadas, ya que son sustentados también por instrumentos que no se ven afectados por estas restricciones, como los CDS. La comparación regional muestra que, despejada esa prima, el tramo corto argentino opera como un crédito alineado con los mejores de la región. La comparación con shocks políticos en Perú y Chile muestra que lo que diferencia a Argentina no es la naturaleza de los eventos políticos que enfrenta, sino la magnitud de la reacción del mercado ante ellos.

El costo potencial de la prima -del orden de USD 3.200-4.100 millones anuales- no es un problema de este gobierno ni del anterior. Es un problema del sistema institucional argentino, que no ofrece a los inversores la certeza de que las reglas del juego serán respetadas más allá del próximo cambio de mandato. Resolverlo no requiere solamente más dólares en las reservas del Banco Central. Requiere instituciones que ningún futuro presidente pueda desarmar fácilmente ni sin costo político.

Referencias

- Acemoglu y Robinson. "Por qué fracasan los países". Crown Business, 2012, ed. española Deusto 2012.
- Allianz Trade (2026). Country Risk Report: Argentina. [allianz-trade.com](https://www.allianz-trade.com).
- Bellas, D., Papaioannou, M.G. y Petrova, I. (2010). "Determinants of Emerging Market Sovereign Bond Spreads: Fundamentals vs Financial Stress". IMF Working Paper WP/10/281.
- Bianchi, Hatchondo y Martinez (2018), American Economic Review 108 (9): 2629–2670
- Bloomberg Línea (2025). "Retenciones: Argentina recorta aranceles a exportaciones del campo". 9-dic-2025.
- Bloomberg Línea (2026). "Así se movió el riesgo país en América Latina durante el primer trimestre de 2026". 3-abr-2026.
- Bloomberg L.P. (2026). ARGENT CDS USD SR 1Y/3Y/5Y D14 — Credit Default Swaps soberanos República Argentina. Bloomberg Terminal, CBIN consensus daily mid. Período: 14-ene-2026 al 08-may-2026. Accedido: 11-may-2026.
- Clark, H. et al. (2026). "A Closer Look at Emerging Market Resilience During Recent Shocks". Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, abril 2026.
- Credicorp Capital Asset Management (2022). "Following Chile's polarized electoral contest, president-elect Boric appointed a balanced Cabinet".
- FMI (2026). World Economic Outlook, abril 2026.
- Garriga, A.C. (2025). "Revisiting Central Bank Independence in the World: An Extended Dataset". International Studies Quarterly 69(2).
- Grupo EPC-CIICTI (2026). "Indicadores Macroeconómicos de Contexto CyT".
- IARAF (2026). "Monitor de recaudación tributaria nacional 2025". Enero 2026.
- Infobae (2026). "La estrategia de inversión que sugiere el riesgo electoral argentino" (citando a PPI). 4-abr-2026.
- Infobae (2026). "El termómetro del cambio: dos años de riesgo país en la Argentina" (citando a GMA Capital). 18-abr-2026.
- Moody's Investors Service (2025). "Rating Action: Moody's upgrades Argentina". 14-Jul-2025.
- Morgan Stanley Research (2026). "Argentina: Current Account Surprise". 9-abr-2026.
- Perfil (2026). "La recaudación tributaria alcanzará los \$183,1 billones en 2025". 3-ene-2026.
- Rio Times Online (2026). "LATAM Country Risk Q1 2026: Full Breakdown". 3-abr-2026.
- Saiegh, S. (2024). "The Value of Legal Recourse in Sovereign Bond Markets: Evidence from Argentina". Journal of Empirical Legal Studies.