

Consultor Financiero

MF Santiago Tamous

Informe Research Títulos Soberanos CER, Dólar, Tasa Fija (junio 2.025)

Análisis Comparativo de Títulos Públicos Argentinos: Bonos CER, Dólar-Linked/Dólar y Tasa Fija en BYMA

1. Resumen Ejecutivo

El presente informe evalúa la conveniencia de invertir en títulos públicos argentinos que ajustan su rendimiento por Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), como el TX26; aquellos que ajustan por tipo de cambio al pagar en moneda dólar, como el AE38 o en pesos tipo de cambio oficial y los que pagan tasa fija, como el TO26, todos ellos cotizantes en Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA). El análisis se fundamenta en las expectativas de inflación y de ajuste cambiario a cinco años, así como en las posibilidades de default de la deuda del Tesoro argentino.

La elección entre estos instrumentos depende fundamentalmente de la interacción entre las proyecciones macroeconómicas y la aversión al riesgo del inversor. Los bonos CER, al ajustar su capital por inflación, ofrecen una cobertura robusta contra la pérdida de poder adquisitivo en un entorno inflacionario. Sin embargo, si la desinflación se acelera de manera significativa, el componente de rendimiento real de estos bonos, y la prima pagada por la protección inflacionaria, se vuelven determinantes para su atractivo.

Por otro lado, los bonos dollar-linked (operan en pesos y dólares) / dólar proporcionan una salvaguarda contra la devaluación del peso. No obstante, si la política cambiaria apunta a un ajuste nominal inferior a la inflación, el retorno real de estos bonos en términos de poder adquisitivo podría verse mermado. Los bonos a tasa fija, en contraste, son los más vulnerables a la inflación no anticipada, pero ofrecen un potencial de altos retornos reales si la desinflación es drástica y sostenida, dado que actualmente cotizan con rendimientos nominales elevados.

La estabilidad económica reciente en Argentina, impulsada por una estricta política fiscal y monetaria, ha contribuido a una mejora en la percepción de riesgo y una desaceleración de la inflación. Sin embargo, el acceso al financiamiento externo sigue siendo oneroso, y las calificaciones crediticias del país se mantienen en niveles especulativos, lo que subraya la fragilidad de la situación y la importancia de la continuidad de las políticas económicas para la sostenibilidad de la deuda a largo plazo. La incertidumbre sobre las proyecciones macroeconómicas a partir de 2028 añade una capa de riesgo para inversiones de más largo plazo.

2. Introducción al Mercado Argentino de Deuda Pública (BYMA)

El mercado de capitales argentino, centralizado en Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA), constituye el principal escenario para la negociación de instrumentos financieros, incluyendo los títulos públicos. BYMA ofrece una plataforma integral que facilita la cotización en tiempo real y el acceso a series históricas de diversos instrumentos, como Títulos Públicos y Obligaciones Negociables. Además de su rol tradicional, BYMA ha incursionado en la promoción de finanzas sostenibles, listando Bonos Sociales, Verdes y Sustentables (SVS). Sin embargo, los bonos objeto de este análisis corresponden a instrumentos de deuda soberana convencional, no enmarcados en las categorías temáticas de sostenibilidad.

El contexto macroeconómico argentino es un factor preponderante para cualquier inversión en renta fija. Históricamente, el país se ha caracterizado por episodios de alta inflación, presiones cambiarias recurrentes y reestructuraciones de deuda soberana. La administración actual ha implementado una "dura política monetaria y fiscal" con el objetivo de lograr la consolidación fiscal y estabilizar la economía. Esta orientación ha resultado en una reducción reciente del riesgo país y una desaceleración en el ritmo inflacionario. Los acuerdos recientes con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y otros organismos multilaterales han sido fundamentales para fortalecer las reservas internacionales y gestionar los vencimientos de deuda, proporcionando un marco de mayor estabilidad financiera. La relevancia de estos factores radica en que las mejoras observadas en el mercado son en gran medida impulsadas por decisiones de política económica, lo que implica que la continuidad y efectividad de estas políticas son cruciales para la sostenibilidad de las tendencias favorables.

3. Características y Rendimiento de los Tipos de Bonos Seleccionados

Esta sección detalla los mecanismos, el estado actual del mercado y las métricas de rendimiento relevantes para los bonos CER, dólar-linked / dólar y tasa fija, incluyendo los ejemplos mencionados y otros bonos representativos.

3.1. Bonos CER

Los Bonos CER son títulos públicos cuyo capital se ajusta por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), un índice que sigue la evolución del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Este mecanismo tiene como propósito principal proteger el valor real de la inversión frente a la inflación, asegurando que el capital invertido mantenga su poder adquisitivo. Adicionalmente al ajuste por inflación, estos bonos suelen pagar una tasa de interés nominal anual fija sobre el capital ajustado.

A continuación, se presenta una selección de bonos CER cotizantes en BYMA con sus características clave:

Tabla 1.1: Bonos CER

Ticker	Nombre	Vencimiento	Precio Actual (ARS)	Tasa de Cupón (Nominal)	TIR Actual	Paridad (%)	Duración (Años)
TX26	Boncer Noviembre 2026	09/11/2026	1.468,00	2,00%	11,53%	92,57	0,86
TX28	Boncer Noviembre 2028	09/11/2028	1.596,00	N/A	11,06%	86,24	1,75
CUAP	CUASIPAR	31/12/2045	27.860,00	3,31%	10,44%	48,03	9,89
DICP	B. DISC \$ Ley Arg.	31/12/2033	41.350,00	N/A	10,81%	85,58	3,30
TZX25	Bono CER Cupón Cero Junio 2025	30/06/2025	242,45	Cero Cupón	72,88%	98,96	0,02

Los bonos CER son particularmente atractivos en entornos de alta inflación, ya que su diseño busca proteger el capital invertido del deterioro monetario. No obstante, a pesar del ajuste por inflación, el precio de mercado del bono puede fluctuar significativamente debido a la dinámica de oferta y demanda, lo que podría generar pérdidas de capital en el corto plazo. Este escenario podría surgir de una demanda excesiva por cobertura inflacionaria, empujando el precio del bono muy por encima de su valor técnico.

3.2. Bonos Dólar-Linked / Dólar

Los bonos dólar-linked, son instrumentos emitidos en dólares pero que se negocian y pagan en pesos argentinos, con su valor y los pagos de intereses ajustados a la cotización del tipo de cambio oficial. Este mecanismo ofrece a los inversores una cobertura efectiva contra la devaluación del peso, ya que el valor en pesos del bono aumenta proporcionalmente con la depreciación de la moneda local frente al dólar, preservando así el poder adquisitivo en términos de divisa extranjera. Alternativamente, consideramos opciones de bonos que pagan en dólares tanto renta como amortización.

Un ejemplo es el Bono USD 2038 (AE38) que al 19 de junio de 2025, el AE38 cotiza a \$82.750,00. Su fecha de vencimiento es el 9 de enero de 2038. La tasa de cupón fija es del 5.00% anual. La TIR actual del AE38 es del 12.39% anual. La paridad del bono es del 68.92%, lo que indica que está cotizando con un descuento considerable respecto a su valor técnico (par). Esta diferencia entre la TIR y la tasa de cupón, junto con la paridad por debajo del 100%, sugiere que el mercado está exigiendo un rendimiento significativamente mayor para compensar el riesgo soberano percibido. La duración del AE38 es de 5.15 años, lo que implica una mayor sensibilidad a los cambios en las tasas de interés (o la tasa de descuento aplicada a sus flujos de efectivo en dólares) en comparación con bonos de menor duración. La volatilidad del bono en las últimas 40 ruedas fue del 23.1% anual.

A continuación, se presenta una selección de bonos dólar-linked cotizantes en BYMA con sus características clave:

Tabla 1.2: Bonos Dollar-Linked/Dólar

Ticker	Nombre	Vencimiento	Precio Actual (ARS)	Tasa de Cupón (Nominal)	TIR Actual	Paridad (%)	Duración (Años)
AE38	Bono USD 2038 L.A.	09/01/2038	82.750,00	5,00%	12,39%	68,92	5,15
TZV25	Linked Cupón Cero Junio 2025	30/06/2025	115.010,00	Cero Cupón	71,11%	98,98	0,02
TZV26	Linked Cupón Cero Junio 2026	30/06/2026	108.710,00	Cero Cupón	6,76%	93,55	1,02
BPOA7	BOPREAL Serie I Clase A	31/10/2027	119.090,00	N/A	4,72%	100,71	2,24
BPOB7	BOPREAL Serie I Clase B	31/10/2027	114.000,00	N/A	9,75%	96,41	0,84

Estos bonos son populares para la cobertura cambiaria y su rendimiento está directamente ligado a la evolución del tipo de cambio oficial. La larga duración del AE38 lo expone a las políticas cambiarias a largo plazo y a posibles modificaciones en el régimen del tipo de cambio oficial. Los BOPREALes (BPOA7, BPOB7) son instrumentos diseñados para absorber pesos y ofrecer una cobertura dolarizada, lo que los hace funcionalmente similares a los dollar-linked en su objetivo de protección cambiaria.

3.3. Bonos a Tasa Fija

Los bonos a tasa fija, como el TO26, se caracterizan por pagar una tasa de interés predeterminada e inmutable a lo largo de su vida. Si se mantienen hasta el vencimiento, el inversor conoce de antemano la ganancia nominal exacta. Los pagos de intereses para el TO26 son semestrales.

A continuación, se presenta una selección de bonos a tasa fija cotizantes en BYMA con sus características clave. Cabe destacar que la disponibilidad de bonos nacionales a tasa fija en pesos es limitada en los datos proporcionados, siendo la mayoría de los bonos a tasa fija listados en USD.

Tabla 1.3: Bonos a Tasa Fija

Ticker	Nombre	Vencimiento	Precio Actual (ARS)	Tasa de Cupón (Nominal)	TIR Actual	Paridad (%)	Duración (Años)
TO26	Bono Tasa Fija Oct. 2026	17/10/2026	88,24	15,5%	31,74%	85,81	1,20
CO26	Cordoba 2026 (Provincial)	27/10/2026	23.590,00	N/A	-1,24%	106,00	0,71
GD29	Bono USD 2029 Ley NY (USD)	09/07/2029	88.500,00	1%	10,95%	83,39	1,86

Los bonos a tasa fija, se caracterizan por pagar una tasa de interés predeterminada e inmutable a lo largo de su vida. Si se mantienen hasta el vencimiento, el inversor conoce de antemano la ganancia nominal exacta. Los pagos de intereses pueden ser trimestrales o semestrales.

Estos bonos son los más sensibles a los cambios en las tasas de interés del mercado y, de manera crucial en Argentina, a las expectativas de inflación. Si la inflación real supera la tasa de cupón fija, el retorno real será negativo, erosionando el valor de la inversión. Por el contrario, en un escenario de desinflación acelerada, su rendimiento real podría mejorar sustancialmente.

Al 19 de junio de 2025, el TO26 (BONO TESORO NACIONAL \$ TASA FIJA 2026) cotiza a \$88.24 pesos. Su fecha de vencimiento es el 17 de octubre de 2026. La tasa de cupón es del 7.75% semestral, lo que implica una tasa nominal anual del 15.5%. La TIR del TO26 es del 31.63%. La TIR, al ser sustancialmente más alta que la tasa de cupón nominal, indica que el bono está cotizando con un descuento significativo respecto a su valor nominal. Esta diferencia se atribuye principalmente a las elevadas expectativas de inflación y al riesgo soberano en Argentina. Los inversores exigen un rendimiento mayor para compensar la erosión esperada del valor real de los pagos fijos por la inflación y la percepción de riesgo de default o reestructuración. La duración modificada del TO26 es de 1.04 años.

3.4. Comparación bonos tres modalidades

A continuación, se realiza una breve comparación de tres bonos representativos de las tres modalidades analizadas TX26, AE38 y TO26

Tabla 1.4: Características Clave de los Bonos (TX26, AE38, TO26)

Ticker	Tipo de Ajuste	Fecha de Vencimiento	Precio Actual (ARS)	Tasa de Cupón (Nominal)	TIR Actual	Paridad (%)	Duración (Años)	Fecha Última Actualización
TX26	Ajustado por CER	9 de Nov, 2026	\$1.468,00	2.00% (Anual)	11.53% + CER	92.57%	0.9	19 de Jun, 2025
AE38	Dólar	9 de Ene, 2038	\$82.750,00	5.00% (Anual)	12.39%	68.92%	5.15	19 de Jun, 2025
TO26	Tasa Fija	17 de Oct, 2026	\$88.24	15.5% (Anual, est.)	31.63%	N/A	1.04	19 de Jun, 2025

La tabla anterior proporciona una comparación concisa de los datos cuantitativos más importantes para cada bono. Permite una evaluación rápida de las diferencias fundamentales, como el vencimiento, la estructura del cupón y el precio actual en relación con el valor nominal. La inclusión de la paridad ayuda a comprender si un bono cotiza con prima o descuento, lo que ofrece indicios sobre el sentimiento del mercado y el potencial de apreciación o depreciación del capital si se mantiene hasta el vencimiento. La duración, como medida crucial del riesgo de tasa de interés, se presenta junto con otras métricas, lo que permite a los inversores evaluar rápidamente la volatilidad del precio de cada bono, un aspecto particularmente importante en un entorno de altas tasas de interés y volatilidad como el argentino

4. Perspectivas Macroeconómicas (Proyecciones a 5 Años)

Esta sección sintetiza las proyecciones macroeconómicas disponibles, centrándose en las expectativas de inflación y tipo de cambio para el horizonte de cinco años (2025-2029), principalmente a partir del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del Banco Central de la República Argentina (BCRA) y las estimaciones del presupuesto gubernamental.

4.1. Expectativas de Inflación (2025-2029)

Las proyecciones de inflación para Argentina en el período 2025-2029 muestran una tendencia hacia la desinflación, aunque con variaciones entre las distintas fuentes.

Para **2025**, las proyecciones varían: el REM del BCRA, en su informe del 5 de junio de 2025, proyecta una inflación acumulada del 28.6%, una reducción de 3.2 puntos porcentuales respecto al informe de abril. Se anticipa que la inflación mensual caiga por debajo del 2% a partir de junio y se acerque al 1.5% para noviembre de 2025. Otras fuentes, como Infobae (citando el REM el 21 de junio de 2025), proyectan un 32% para 2025. Trading Economics (mayo de 2025) reporta expectativas de inflación en 38.80%, mientras que El Economista (8 de enero de 2025, citando el REM) proyecta 25.9%. JP Morgan estima un 25% anual para 2025, y el Presupuesto gubernamental prevé un 18.3%. FocusEconomics, por su parte, proyecta 46.8%.

Para **2026**, las expectativas de inflación general se moderan al 15.3% según el REM del BCRA (citado por El Economista el 8 de enero de 2025), y al 19.19% según analistas (Infobae, 18 de junio de 2025).

Para **2027**, el REM del BCRA (Infobae, 21 de junio de 2025) proyecta una inflación anual del 10%, cifra que coincide con las proyecciones de El Economista (8 de enero de 2025, citando el REM).

No se dispone de proyecciones específicas de inflación para los años **2028 y 2029** en los datos proporcionados. La ausencia de datos para los últimos años del horizonte de cinco años indica la incertidumbre inherente y la visibilidad limitada de los analistas de mercado más allá de un horizonte de 2-3 años en Argentina. Esto implica que los inversores deben basarse en extrapolaciones o en sus propias perspectivas macroeconómicas a largo plazo, lo que aumenta la naturaleza especulativa de las inversiones en bonos a más largo plazo.

La tendencia desinflacionaria esperada se atribuye en gran medida a la política monetaria y fiscal del gobierno, incluyendo el logro de un superávit fiscal. Los factores que contribuyen a la desaceleración reciente incluyen la estabilidad del tipo de cambio, la caída en los precios de alimentos y combustibles, y la moderación de los precios regulados. La presión gubernamental para evitar aumentos de precios en supermercados también ha influido.

4.2. Expectativas del Tipo de Cambio (5 Años)

Las proyecciones del tipo de cambio para Argentina en el período 2025-2029 también reflejan una dinámica compleja.

Para **2025**, el REM del BCRA (Ámbito, 11 de mayo de 2025) proyecta una mediana de \$1.322 por dólar para diciembre. Las proyecciones mensuales promedio también se proporcionan, como \$1.171 para mayo y \$1.179 para junio, alcanzando \$1.300 para diciembre. En contraste, el Presupuesto gubernamental pronostica un dólar mayorista de \$1.207 para diciembre de 2025, lo que implicaría un aumento del 18.3% durante el año. El Economista (8 de enero de 2025, citando el REM) proyectaba un tipo de cambio nominal de \$1.205 por dólar para diciembre de 2025, con una variación interanual del 18.1%.

Para **2026**, el Presupuesto gubernamental de 2024 proyecta que el dólar alcance los \$1.347. Infobae, junio de 2025, proyecta un incremento del 3.6% para 2026. Esta última proyección es notablemente más baja en comparación con otras estimaciones nominales, lo que podría indicar una proyección atípica o una interpretación muy específica de la política cambiaria.

Para **2027**, el Presupuesto gubernamental, septiembre de 2024, estima que el dólar llegue a \$1.446. No hay otra proyección pública más acuerdo FMI.

Al igual que con la inflación, no se dispone de proyecciones específicas del tipo de cambio para los años **2028 y 2029** en los datos proporcionados. Esta falta de visibilidad a largo plazo refuerza la naturaleza especulativa de los bonos dólar-linked/dólar, ya que su rendimiento depende en gran medida de la política cambiaria y las dinámicas del mercado que son difíciles de predecir con tanta antelación.

Las proyecciones del tipo de cambio se ajustaron al alza después de la implementación del nuevo régimen de bandas de flotación. Las proyecciones sugieren una "leve apreciación cambiaria" real, dado que se espera que el aumento anual del dólar sea inferior a la previsión de inflación para el mismo período. Esto implica que, si bien los bonos dólar-linked/dólar ofrecen protección nominal en pesos, su retorno real (después de considerar el precio relativo de bienes y servicios) podría ser menos atractivo si el peso continúa apreciándose en términos reales. La estabilidad del tipo de cambio se ve respaldada por el acuerdo con el FMI y el fortalecimiento de las reservas del BCRA. La eliminación del "crawling peg" y una mayor liberalización del mercado también son factores clave que influyen en estas expectativas.

Tabla 2: Proyecciones Macroeconómicas (2025-2027)

Año	Inflación (Mediana REM, %)	Tipo de Cambio (Mediana REM / Presupuesto, \$/USD)	Fuente (Primaria)
2025	28.6% - 32%	\$1.205 - \$1.322	BCRA REM
2026	15.3% - 19.19%	\$1.347	BCRA REM / Presupuesto
2027	10%	\$1.446	BCRA REM / Presupuesto

La tabla anterior consolida las previsiones macroeconómicas más pertinentes (inflación y tipo de cambio) en una vista estructurada. Esto es fundamental para los inversores que necesitan comprender rápidamente el entorno económico futuro que afectará directamente sus inversiones en bonos.

Las proyecciones de inflación son directamente relevantes para los bonos CER e indirectamente para los bonos a tasa fija (rendimiento real). Las proyecciones del tipo de cambio son directamente relevantes para los bonos dollar-linked.

Al presentarlos juntos, la tabla facilita el análisis comparativo de cómo cada tipo de bono podría comportarse bajo estas condiciones esperadas. La tabla también muestra claramente el rango de proyecciones para 2025, la tendencia de desaceleración para 2026-2027 y la falta de datos confiables para 2028-2029. Esta transparencia sobre la disponibilidad de datos y el consenso del mercado (o la falta de él) es vital para gestionar las expectativas de los inversores y la evaluación de riesgos en el horizonte de cinco años.

5. Evaluación del Riesgo de Default Soberano Argentino

La evaluación del riesgo de default de la deuda argentina implica un análisis multifactorial que considera el historial del país, las condiciones económicas actuales y la perspectiva de las agencias de calificación crediticia.

5.1. Contexto Histórico y Factores de Riesgo Actuales

Argentina posee un "historial recurrente y persistente de alto riesgo país", caracterizado por múltiples defaults soberanos, incluyendo los de 2001-2002 (cuando el riesgo país se disparó a 6.952 puntos básicos), 2014 y 2020 (alcanzando 3.884 puntos básicos). Este historial contribuye a que el mercado exija una tasa de interés más elevada para prestar al país.

Un desarrollo positivo reciente es el logro de un superávit fiscal después de un largo período, considerado "indispensable para la sostenibilidad de la deuda". Esta consolidación fiscal refuerza la estabilidad del programa económico. Sin embargo, la estabilidad actual es frágil. Aunque la reducción del riesgo país es una señal positiva, el costo subyacente del endeudamiento sigue siendo muy alto, lo que sugiere que el mercado aún percibe vulnerabilidades estructurales significativas. Cualquier "paso en falso" podría revertir rápidamente la tendencia positiva.

En cuanto a la liquidez externa y las reservas, se ha observado un progreso reciente en la acumulación de reservas internacionales. Fitch Ratings señaló un cambio de reservas netas negativas en USD 7.000 millones a positivas en USD 5.000 millones. Moody's también enfatiza la necesidad de un "aumento constante de las reservas internacionales" para una mejora en la calificación. El acuerdo con el FMI, con un desembolso inicial de USD 12.000 millones en abril de 2025 de un programa total de USD 20.000 millones, ha sido crucial para fortalecer las reservas y facilitar el levantamiento de los controles cambiarios.

Un desafío persistente es la "falta de consenso político o social sobre un proyecto compartido". La estabilidad política y un mayor apoyo a la agenda de reformas del gobierno se consideran vitales para fortalecer el perfil crediticio del país. A pesar de las mejoras recientes, el acceso a los mercados externos sigue siendo "prohibitivamente costoso", con tasas de los bonos soberanos en el rango del 10%-12%. La deuda argentina actualmente rinde alrededor del 14.5%, lo que se traduce en un pago anual insostenible del 8.4% del PBI en concepto de intereses si se refinancia a esa tasa. Para que la deuda sea sostenible, el riesgo país debería perforar los 500 puntos básicos. El logro de un superávit fiscal es una condición necesaria, pero no suficiente, para la reinserción total en el mercado. Las elevadas exigencias de rendimiento del mercado reflejan un escepticismo arraigado en el historial de default de Argentina y su inestabilidad política.

Respecto a la composición y los vencimientos de la deuda, a abril de 2025, el 59.5% de la deuda pública en pesos es ajustable por CER. Además, existen vencimientos significativos concentrados en el corto plazo, con aproximadamente USD 20.000 millones en compromisos a partir de 2026. Los vencimientos en moneda local para junio-diciembre de 2025 se estiman en aprox. \$100 mil millones, y en moneda extranjera en USD 20.898 millones.

5.2. Calificaciones Crediticias y Perspectivas

La deuda soberana de Argentina se encuentra actualmente en los "niveles especulativos más bajos" según las tres principales agencias de calificación crediticia internacionales, resumimos calificaciones crediticias en la siguiente tabla:

Tabla 3: Calificaciones Crediticias Soberanas de Argentina

Agencia Calificadora	Calificación Actual	Perspectiva	Fecha Última Actualización	Factores Clave para Calificación/Mejora
Fitch Ratings	CCC+	N/A	12 de May, 2025	Acumulación sostenida de reservas, acceso al mercado, sólido desempeño fiscal (superávit primario 1.8% PBI 2024, 1.6% 2025)
Moody's Ratings	Caa3	Positiva	24 de Ene, 2025	Ajuste fiscal/monetario, aumento de reservas, IED a largo plazo, apoyo político a reformas
S&P Global Ratings	CCC/C	Estable	5 de Feb, 2025	Liquidez externa, vulnerabilidades económicas, gestión inflación/FX, acceso al mercado, reformas estructurales

La tabla anterior permite una comparación directa de las calificaciones y perspectivas entre las diferentes agencias, destacando las áreas de consenso y divergencia. Al enumerar los "Factores Clave para Calificación/Mejora", la tabla informa directamente a los inversores sobre las condiciones macroeconómicas y políticas específicas que conducirían a un mejor perfil crediticio, lo que podría resultar en ganancias de capital en sus tenencias de bonos.

Las agencias coinciden en general sobre las condiciones para futuras mejoras de calificación: una acumulación sostenida de reservas internacionales, un sólido desempeño fiscal (Fitch proyecta un superávit primario del 1.8% del PBI en 2024 y 1.6% en 2025), y una mayor confianza en el acceso a los mercados internacionales. Moody's, en particular, destaca la importancia de una inversión extranjera directa (IED) a largo plazo significativa y el apoyo político a la agenda de reformas.

A pesar de estas coincidencias, persisten preocupaciones y divergencias. Fitch aún señala el acceso "prohibitivamente costoso" al mercado externo (tasas del 10-12%). S&P

enfatisa que "las condiciones económicas de Argentina siguen siendo frágiles, y la liquidez externa aún representa una debilidad". Moody's, si bien tiene una perspectiva positiva, mantiene la cautela debido al historial de 10 defaults de Argentina, lo que indica un enfoque medido para futuras mejoras de calificación. Esta evaluación matizada, con diferentes perspectivas entre las agencias, refleja que, si bien se reconocen los éxitos políticos recientes, los problemas estructurales profundos y la volatilidad histórica siguen siendo un lastre considerable. Los actuales "niveles especulativos más bajos" significan que un gran segmento de inversores institucionales con mandatos de grado de inversión aún no puede invertir en deuda soberana argentina, lo que limita la demanda potencial y mantiene altos los costos de endeudamiento.

6. Análisis Comparativo de Inversión

Esta sección compara directamente los tres tipos de bonos (ajustados por CER, dollar-linked y tasa fija) bajo diversos escenarios macroeconómicos, evaluando sus perfiles de riesgo-retorno y sensibilidades.

6.1. Perfiles de Riesgo-Retorno

Bonos CER (TX26): Su principal beneficio radica en su sólida cobertura contra la inflación. El capital se ajusta con el CER, preservando el poder adquisitivo en pesos. Ofrecen un rendimiento real. El riesgo principal es que, si bien el capital se ajusta por inflación, la volatilidad del precio de mercado puede generar pérdidas a corto plazo. Si la desinflación es más rápida y sostenida de lo esperado, la prima pagada por la protección inflacionaria podría erosionar los retornos reales, o el cupón real fijo podría volverse menos atractivo en relación con otras oportunidades. Existe la posibilidad de rendimientos reales negativos si se compran con una prima muy alta. Son ideales para inversores con altas y persistentes expectativas de inflación o aquellos cuyo objetivo principal es preservar el valor real de su capital en pesos. Resultan menos atractivos si se espera firmemente un proceso de desinflación rápido y sostenido, especialmente si el bono ya cotiza con una prima elevada.

Bonos Dólar (AE38): Ofrecen una cobertura efectiva contra el riesgo cambiario. Protegen contra la devaluación del peso, ya que tanto el capital como los pagos de intereses se ajustan a la cotización del dólar oficial, manteniendo el poder adquisitivo en dólares. Ofrecen un alto rendimiento nominal en dólares. El riesgo principal es la exposición a la política del tipo de cambio oficial. Si el "crawling peg" (depreciación gradual) es inferior a la inflación, o si el peso se aprecia en términos reales, el retorno real de los bonos dollar-linked podría verse disminuido. Su larga duración implica una mayor sensibilidad a los cambios en la tasa de descuento (tasas de interés) en el mercado en dólares. También están sujetos al riesgo de default soberano. Son atractivos para inversores que anticipan devaluaciones significativas del peso o que buscan retornos denominados en

dólares sin acceso directo a divisas fuertes. También son adecuados para quienes creen que el tipo de cambio oficial eventualmente convergerá con las tasas paralelas, lo que implicaría un salto significativo.

Bonos a Tasa Fija (TO26): Su principal beneficio es un ingreso nominal predecible si se mantienen hasta el vencimiento. Ofrecen un rendimiento nominal muy alto, lo que podría traducirse en altos retornos reales si la inflación cae drásticamente. El riesgo principal es su extrema vulnerabilidad al riesgo de inflación. Una inflación alta e inesperada erosiona significativamente el valor real de los pagos de cupón fijos y el capital. Tienen un riesgo de tasa de interés considerable. También están sujetos al riesgo de default soberano. Son altamente especulativos y solo son aconsejables para inversores con una fuerte convicción en un shock desinflacionario rápido y sostenido que haga que la tasa nominal fija sea atractiva en términos reales. Representan un alto riesgo para los inversores preocupados por la persistencia de una alta inflación o cambios en las políticas.

Si la tendencia desinflacionaria proyectada para 2026-2027 (Sección 4.1) se materializa, el atractivo relativo de estos bonos cambiará. Los bonos a tasa fija, que actualmente cotizan con un descuento profundo, podrían ofrecer retornos reales significativos si la inflación cae por debajo de este rendimiento nominal. Por el contrario, el beneficio principal de los bonos CER (cobertura inflacionaria) disminuiría, y su rendimiento dependería más de su cupón real fijo. La elección entre bonos CER y dólar-linked/dólar es una apuesta directa sobre el rendimiento relativo de la inflación versus la depreciación del tipo de cambio oficial. Si el peso se aprecia en términos reales, los bonos CER probablemente superarían a los dólar-linked/dólar en términos de pesos reales. Por el contrario, una devaluación abrupta e inesperada que supere la inflación favorecería a los bonos dólar-linked/dólar. Las altas TIR observadas para AE38 y TO26 no solo se refieren a los rendimientos esperados; son un reflejo directo de que el mercado está valorando un riesgo de default soberano significativo. Estos altos rendimientos son una compensación por el riesgo, no necesariamente indicadores de "dinero fácil". Los inversores deben comprender que estos retornos están condicionados a la capacidad de pago del emisor, lo que sigue siendo una preocupación dadas las calificaciones crediticias y el historial de Argentina.

6.2. Análisis de Sensibilidad

Sensibilidad a la Inflación:

- **Bonos CER:** Están directa y positivamente correlacionados con la inflación. Su valor nominal aumenta con el CER, protegiendo el valor real de la inversión.
- **Bonos Dólar-Linked/ Dólar:** Afectados indirectamente. Una alta inflación a menudo genera presión para la devaluación, lo que puede beneficiar a estos bonos. Sin embargo, si el ajuste del tipo de cambio oficial se retrasa respecto a la inflación, su retorno real (en términos de poder adquisitivo) puede erosionarse.
- **Bonos a Tasa Fija:** Están altamente y negativamente correlacionados con la inflación. Una inflación alta e inesperada erosiona significativamente el valor real de los pagos de cupón fijos y el capital, lo que lleva a pérdidas reales para los inversores.

Sensibilidad a los Movimientos del Tipo de Cambio:

- **Bonos CER:** No se ven directamente afectados por los movimientos nominales del tipo de cambio, pero sí indirectamente si la política cambiaria influye en la tasa de inflación (por ejemplo, a través de la inflación importada).
- **Bonos Dólar-Linked/Dólar:** Están directa y positivamente correlacionados con la depreciación del peso frente al dólar. Su valor en pesos aumenta a medida que el tipo de cambio oficial sube.
- **Bonos a Tasa Fija:** No se ven directamente afectados por los movimientos nominales del tipo de cambio. Sin embargo, un tipo de cambio real estable o apreciado podría contribuir a la desinflación, beneficiando indirectamente a estos bonos al aumentar su retorno real.

Sensibilidad al Riesgo de Default: Todos los bonos públicos (CER, dólar-linked/dólar y tasa fija) están inherentemente expuestos al riesgo de default soberano. La probabilidad de default impacta directamente en los precios de los bonos y en la TIR que el mercado exige. Una mayor percepción de riesgo de default se traduce en precios más bajos y TIRs más altas. La historia de Argentina de incumplimientos de pagos hace que el mercado demande una prima de riesgo elevada, lo que se refleja en las altas tasas de interés de su deuda. La mejora en las calificaciones crediticias y la acumulación de reservas, aunque positivas, no eliminan el riesgo, sino que lo mitigan, manteniendo al país en niveles especulativos. Cualquier deterioro en la situación fiscal o en el acceso a financiamiento externo podría elevar rápidamente la probabilidad de default percibida.

7. Conclusiones

La decisión de invertir en títulos públicos argentinos ajustados por CER, dollar-linked o a tasa fija debe basarse en una evaluación cuidadosa de las expectativas macroeconómicas a cinco años y la tolerancia al riesgo del inversor.

- **Bonos CER (TX26):** Son la opción más adecuada para inversores que priorizan la protección del capital contra la inflación. Dada la historia inflacionaria de Argentina y las proyecciones que, aunque decrecientes, aún son significativas para 2025 (28.6%-32% según REM), estos bonos ofrecen una cobertura esencial. Sin embargo, si la desinflación se consolida rápidamente hacia tasas de un dígito para 2027, el rendimiento real adicional (11.53% + CER) deberá ser evaluado cuidadosamente frente a otras oportunidades, ya que la prima por protección inflacionaria podría reducir su atractivo relativo. La discrepancia en la TIR del TX26 sugiere que, si es negativa, el mercado está dispuesto a pagar una prima muy alta por la cobertura inflacionaria, aceptando una pérdida real en el proceso.
- **Bonos Dólar-Linked/Dólar (AE38):** Son la alternativa preferida para quienes buscan protegerse de la devaluación del peso. Con proyecciones de tipo de cambio que oscilan entre \$1.205 y \$1.322 para diciembre de 2025, y con una TIR del 12.39% anual, estos bonos ofrecen un atractivo rendimiento en dólares. No obstante, el análisis indica una posible apreciación real del peso (aumento nominal del dólar por debajo de la inflación), lo que podría limitar el retorno real en términos de poder adquisitivo. Su larga duración (5.15 años) los expone a la volatilidad de las tasas de interés en dólares y a la incertidumbre de la política cambiaria a largo plazo. Son una buena opción si se anticipan saltos discretos en el tipo de cambio oficial o si se busca un rendimiento en dólares sin acceder directamente a la divisa.
- **Bonos a Tasa Fija (TO26):** Representan la inversión más especulativa y de mayor riesgo inflacionario. Aunque ofrecen una TIR nominal muy alta (31.63%), su atractivo depende enteramente de una desinflación drástica y sostenida que permita que esta tasa nominal se traduzca en un rendimiento real positivo. En un contexto de inflación aún elevada, estos bonos conllevan un riesgo significativo de erosión del valor real. Solo son recomendables para inversores con una convicción muy fuerte en un escenario de rápida estabilización de precios y una alta tolerancia al riesgo.

Consideraciones sobre el Riesgo de Default: El historial de defaults de Argentina y las actuales calificaciones crediticias en "niveles especulativos bajos" (CCC+, Caa3, CCC/C) subrayan un riesgo de default inherente. Si bien el superávit fiscal reciente y la acumulación de reservas, apoyados por el FMI, son pasos positivos que han reducido el riesgo país, el acceso a financiamiento externo sigue siendo "prohibitivamente costoso"

con tasas del 10-12%. La sostenibilidad de la deuda a largo plazo dependerá de la consolidación fiscal, la acumulación sostenida de reservas, el apoyo político a las reformas y la normalización del acceso a los mercados internacionales a tasas sostenibles. La ausencia de proyecciones macroeconómicas claras más allá de 2027 para inflación y tipo de cambio aumenta la incertidumbre para inversiones a un horizonte de cinco años.

Consideración General: Para un inversor en el mercado argentino de capitales, una estrategia diversificada que combine bonos CER para proteger el capital en un entorno inflacionario, y bonos dollar-linked/dólar para cubrirse contra la devaluación, podría ser prudente. La inversión en bonos a tasa fija debería ser muy selectiva y limitada a capital de riesgo, solo si se tiene una alta convicción en un shock desinflacionario muy superior a las expectativas del mercado. El monitoreo continuo de las políticas fiscales, monetarias y cambiarias, así como de las calificaciones crediticias y el riesgo país, es fundamental para ajustar la estrategia de inversión en este mercado dinámico.