BECERRA BURSÁTIL
ALyC INTEGRAL | REGISTRO CNV Nº 177

Curvas Forward

Bonos CER y soberanos en dólares de ley argentina

20 de noviembre de 2026

BECERRA BURSÁTIL
ALyC INTEGRAL | REGISTRO CNV Nº 177

Índice de contenido

1 **Dónde paga el plazo** Pág. 3
Movimientos sugeridos en las curvas CER y en dólares

2 **Curva CER** Pág. 4
TIR real y forward de cada tramo contra su rango de 24 meses

3 **Matriz de percentiles CER** Pág. 5
Qué tramos pagan más y cuáles menos que de costumbre

4 **Tramos destacados en CER** Pág. 6
La historia de los forwards más alejados de su promedio

5 **Curva en dólares de ley argentina** Pág. 7
TIR y forward de AO27, AO28, AO29, AE38, AL35 y AL41

6 **El cruce de 2027 en pesos y en dólares** Pág. 8
Cuánto cobra cada curva por el tramo que cruza el fin del mandato

7 **Cómo se armó este informe** Pág. 9
Criterios, fuentes y aviso legal

Dónde paga el plazo

Con los precios del 20 de noviembre de 2026 comparamos la tasa forward de cada tramo de la curva CER y de la curva en dólares de ley argentina contra su propio rango de los últimos 24 meses (ver recuadro al pie). Tomamos dos años porque en la Argentina hay elecciones cada dos años y en esos períodos aumenta la incertidumbre, lo que por desconfianza tiende a subir las tasas de interés: un rango de dos años incluye al menos uno de esos episodios, y así el forward de hoy no se compara sólo contra una etapa tranquila.

En la curva CER, los tramos que terminan antes de diciembre de 2027 tienen su forward, en promedio, en el percentil 51 de su rango; los que cruzan esa fecha o empiezan después, en el percentil 79. La compensación por plazo está pareja a lo largo de la curva.

En la curva en dólares, el forward entre el AO27 y el AO28 es 41,9%, en el percentil 100 (con historia desde marzo de 2026), y 3 de los 4 tramos están por encima del percentil 80. Ese tramo paga cerca de su máximo, pero en nuestro informe de soberanos en dólares recomendamos vender el AO28: el pase sugerido es al AO29, que recomendamos mantener o comprar y cuyo forward desde el AO27 también está en el percentil 100. La tabla 1 reúne los movimientos que surgen de esa comparación: extender donde el plazo adicional paga cerca de su máximo de 24 meses y quedarse en el bono corto donde paga cerca del mínimo. Son movimientos de valor relativo dentro de cada curva; la exposición a cada tipo de activo surge de nuestros informes de bonos en pesos y de soberanos en dólares.

Tabla 1. Movimientos sugeridos

Curva	Movimiento	Bono de partida	TIR	Duration	Bono de destino	TIR	Duration	Forward del tramo	Promedio 24 meses	Percentil
CER	Extender duration	TZXS7	6,06%	0,85	TZXD7	8,98%	1,06	21,7%	13,5%	100*
CER	Extender duration	TZXD8	10,99%	2,06	DICP	12,40%	2,86	16,1%	11,4%	99*
CER	Extender duration	TZXD7	8,98%	1,06	TZXM8	10,79%	1,35	17,6%	14,5%	94*
CER	Extender duration	TZXM8	10,79%	1,35	TZX28	11,63%	1,60	16,3%	12,1%	92*
Dólares	Extender duration	AO27	5,48%	0,90	AO29	21,00%	2,63	30,0%	16,3%	100*
Dólares	Extender duration	AE38	17,28%	3,88	AL35	16,03%	4,98	11,7%	7,9%	99
Dólares	Acortar duration	AE38	17,28%	3,88	AO29	21,00%	2,63	9,9%	11,6%	9*
Dólares	Extender duration	AO28	22,33%	1,81	AO29	21,00%	2,63	18,1%	13,9%	90*

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, BCRA y Docta. TIR real en CER y en dólares en ley argentina. Los bonos de cada tramo se ordenan por duration: extender es pasar al de mayor duration, aunque venza antes. Forward del tramo: TIR forward entre las durations de ambos bonos. Percentil: posición del forward de hoy dentro de su rango de 24 meses (0, el mínimo; 100, el máximo). * Menos de 24 meses de historia: el percentil y el rango se miden desde que cotizan ambos bonos.

Cómo leer una tasa forward

Quien quiere invertir a dos años tiene dos caminos: comprar un bono a dos años o comprar uno a un año y, cuando vence, reinvertir lo cobrado por un año más. Si el bono a un año rinde 5% anual y el de dos años 7%, el segundo camino sólo empata al primero si la reinversión del segundo año se hace al 9%. Esa tasa, la que iguala los dos caminos, es la tasa forward entre ambos bonos: lo que el mercado ya paga hoy por el año adicional, que es lo que se asegura quien compra el bono largo.

Los plazos se miden con la duration, que es el plazo promedio en el que cada bono devuelve lo invertido con sus cupones y amortizaciones, y no con la fecha de vencimiento. Por eso, en cada tramo el bono de partida es siempre el de menor duration y extender es pasar al de mayor duration. El AE38, por ejemplo, vence en 2038, pero como amortiza antes tiene una duration de 3,9 años, menor que la del AL35 (5,0 años), que vence en 2035: en la curva, el AE38 va antes que el AL35.

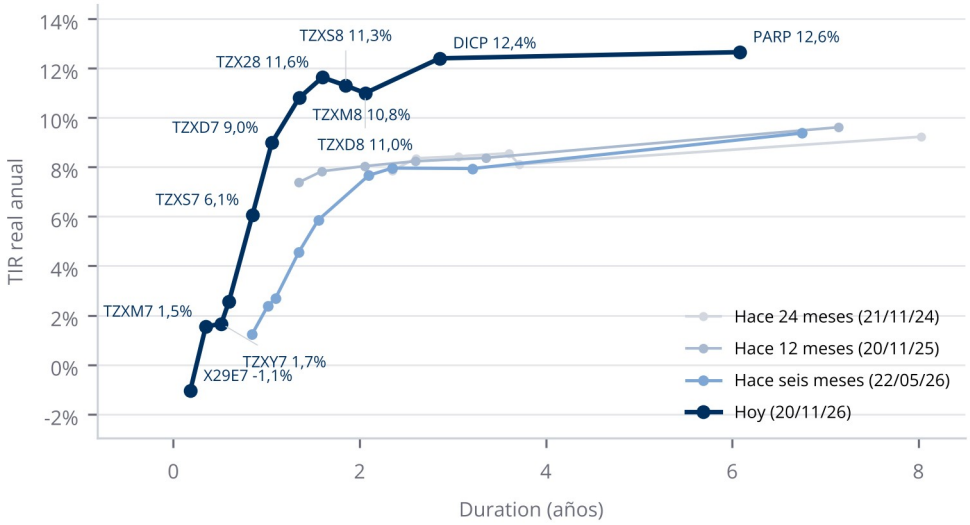
El forward se puede comparar con dos referencias. La primera es lo que cada inversor espera: si cree que, cuando venza el bono corto, la tasa va a estar por debajo del forward, le conviene extender, porque el bono largo ya le asegura ese rendimiento; si cree que va a estar por encima, le conviene quedarse en el corto y reinvertir después. La segunda es la historia, que es la que usa este informe: el percentil ubica el forward de hoy dentro de su rango de los últimos 24 meses, un período que siempre incluye una elección. Un percentil 90 quiere decir que en nueve de cada diez ruedas de ese período el forward fue menor que hoy, o sea que el plazo adicional paga más que de costumbre; un percentil 10, que el bono de menor duration rinde casi lo mismo con menos riesgo.

Un ejemplo de la tabla 1: el TZXS7 rinde 6,06% real con 0,85 años de duration y el TZXD7, 8,98% real con 1,06. Pasar del primero al segundo agrega 0,21 años de duration por los que se asegura una TIR real de 21,7%, contra un promedio de 13,5% en el mismo tramo: está en el percentil 100 (con historia desde marzo de 2026) de su historia.

Curva CER

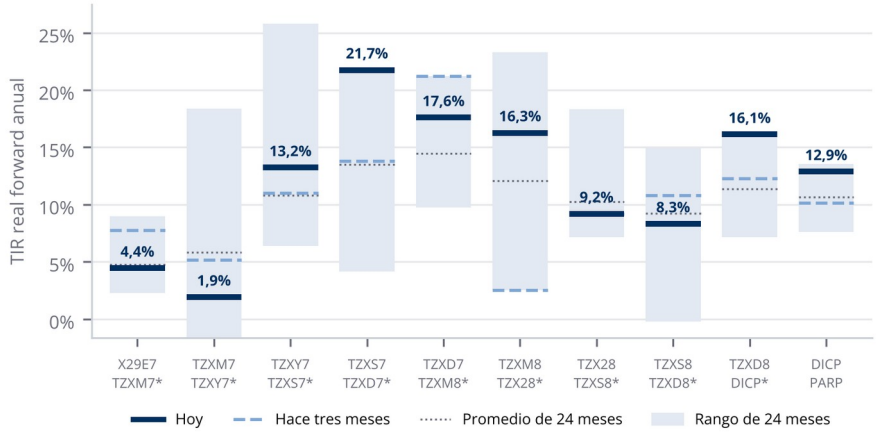
La curva CER rinde entre -1,1% y 12,6% real. Contra el 20 de noviembre de 2025, la TIR real de los bonos de menos de un año de duration bajó 555 pb en promedio y la de los de más de dos años subió 353 pb. El gráfico 2 muestra el forward de cada tramo contra su rango de 24 meses: el más alto hoy es el que va del TZXS7 al TZXD7 (21,7%) y el más bajo, el que va del TZXM7 al TZXY7 (1,9%). 6 de los 10 tramos están por encima del percentil 80 y 1 por debajo del 20.

Gráfico 1. TIR real y duration de la curva CER



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

Gráfico 2. TIR real forward de cada tramo de la curva CER



Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, BCRA y Docta. * Menos de 24 meses de historia: el percentil y el rango se miden desde que cotizan ambos bonos.

Tabla 2. Forward de cada tramo de la curva CER

Tramo	X29E7 TZXM7*	TZXM7 TZXY7*	TZXY7 TZXS7*	TZXS7 TZXD7*	TZXD7 TZXM8*	TZXM8 TZX28*	TZX28 TZXS8*	TZXS8 TZXD8*	TZXD8 DICP*	DICP PARP
Forward hoy	4,4%	1,9%	13,2%	21,7%	17,6%	16,3%	9,2%	8,3%	16,1%	12,9%
Hace tres meses	7,7%	5,2%	11,0%	13,8%	21,2%	2,5%	9,2%	10,8%	12,3%	10,2%
Promedio 24 meses	4,8%	5,8%	10,8%	13,5%	14,5%	12,1%	10,3%	9,2%	11,4%	10,6%
Mínimo 24 meses	2,3%	-16,1%	6,4%	4,2%	9,7%	2,5%	7,1%	-0,2%	7,2%	7,6%
Máximo 24 meses	9,0%	18,4%	25,8%	21,7%	21,2%	23,3%	18,3%	14,9%	16,4%	13,5%
Percentil	49*	11*	91*	100*	94*	92*	28*	39*	99*	98

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, BCRA y Docta. Percentil sobre los últimos 24 meses. * Menos de 24 meses de historia: el percentil y el rango se miden desde que cotizan ambos bonos.

Matriz de percentiles CER

La matriz compara el forward entre cada par de bonos con su propia historia. A diferencia de la matriz de tasas forward de nuestro informe de bonos en pesos, que muestra el nivel, esta muestra si ese nivel es alto o bajo para lo que fueron los últimos dos años. De los 65 pares con historia suficiente, 52 están por encima del percentil 80 y 4 por debajo del 20. Entre bonos que vencen antes de diciembre de 2027, el percentil promedio es 45; entre bonos que vencen después, 85.

Tabla 3. Percentil de la TIR real forward entre cada par de bonos CER

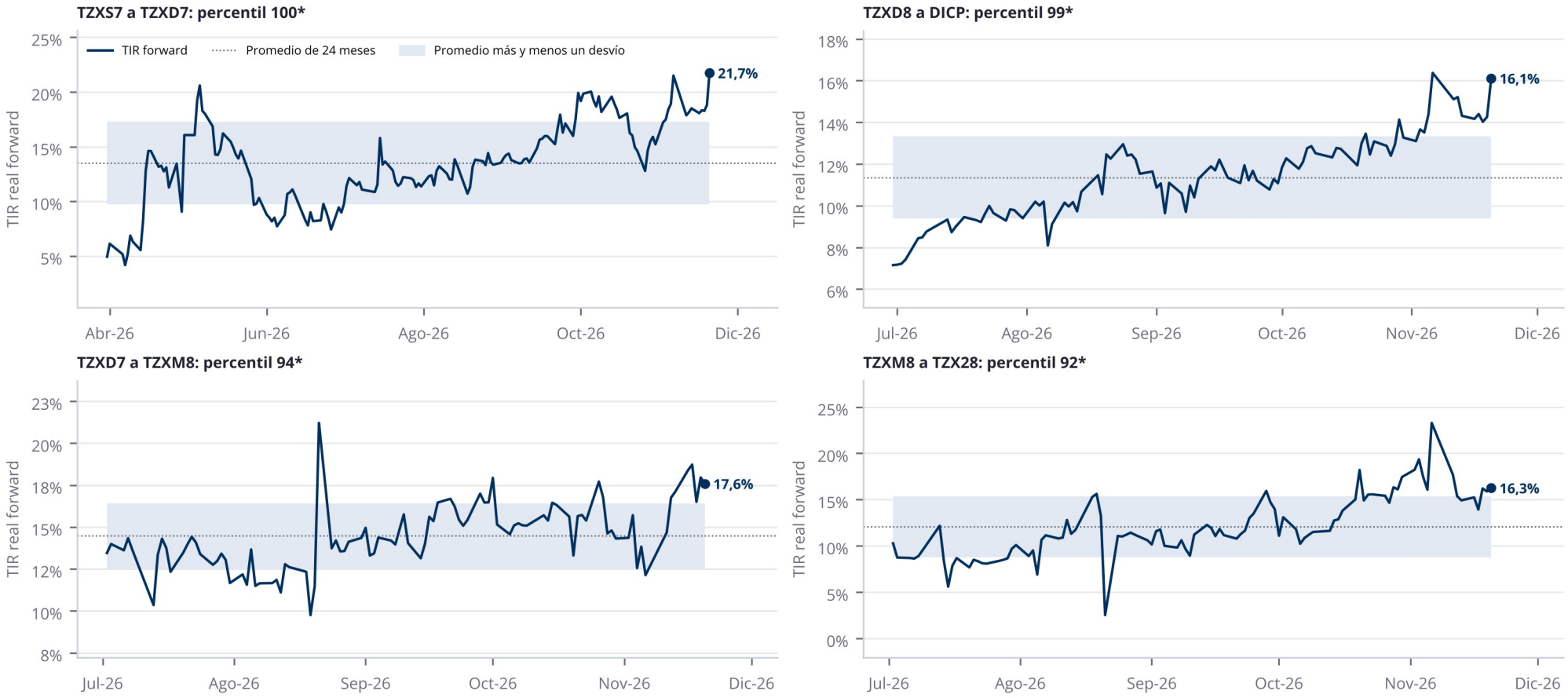
Ticker	Duration	TIR	TZXM7	TZXY7	TZX27	TZXS7	TZXD7	TZXM8	TZX28	TZXS8	TZXD8	DICP	PARP
X29E7	0,18	-1,06%	49*	14*	15*	69*	100*	100*	100*	100*	100*	100*	100*
TZXM7	0,35	1,54%		11*	10	65*	88	100*	95	98*	100*	98	99
TZXY7	0,52	1,66%			-	91*	96*	100*	100*	99*	100*	100*	100*
TZX27	0,60	2,56%				83*	98	100*	100	99*	100*	100	100
TZXS7	0,85	6,06%					100*	100*	99*	99*	98*	100*	100*
TZXD7	1,06	8,98%						94*	98	92*	77*	100	99
TZXM8	1,35	10,79%							92*	78*	66*	99*	100*
TZX28	1,60	11,63%								28*	37*	99*	99
TZXS8	1,85	11,30%									39*	99*	100*
TZXD8	2,06	10,99%										99*	100*
DICP	2,86	12,40%											98

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, BCRA y Docta. Celda: posición de la TIR real forward entre el bono de la fila y el de la columna dentro de su rango de 24 meses (0, el mínimo; 100, el máximo). Verde: el plazo adicional paga más que de costumbre; rojo: paga menos. Sin dato: bonos de duration muy cercana o con menos de tres meses de historia común. Bonos ordenados por duration. * Menos de 24 meses de historia: el percentil y el rango se miden desde que cotizan ambos bonos.

Tramos destacados en CER

Estos son los tramos con el forward más alejado de su promedio de 24 meses y los que definen los movimientos de la tabla 1. Del TZXS7 al TZXD7, 21,7%, con un promedio de 13,5% y un máximo de 21,7%*; del TZXD8 al DICP, 16,1%, con un promedio de 11,4% y un máximo de 16,4%*; del TZXD7 al TZXM8, 17,6%, con un promedio de 14,5% y un máximo de 21,2%*; del TZXM8 al TZX28, 16,3%, con un promedio de 12,1% y un máximo de 23,3%*. En los tramos marcados con asterisco, el promedio y el rango se miden desde que cotizan ambos bonos.

Gráfico 3. TIR real forward de los tramos destacados de la curva CER

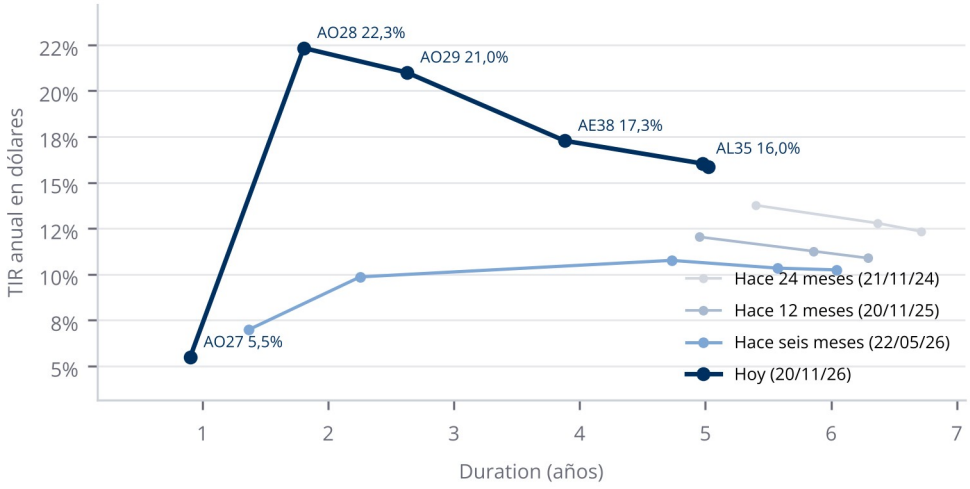


Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, BCRA y Docta. * Menos de 24 meses de historia: el percentil y el rango se miden desde que cotizan ambos bonos.

Curva en dólares de ley argentina

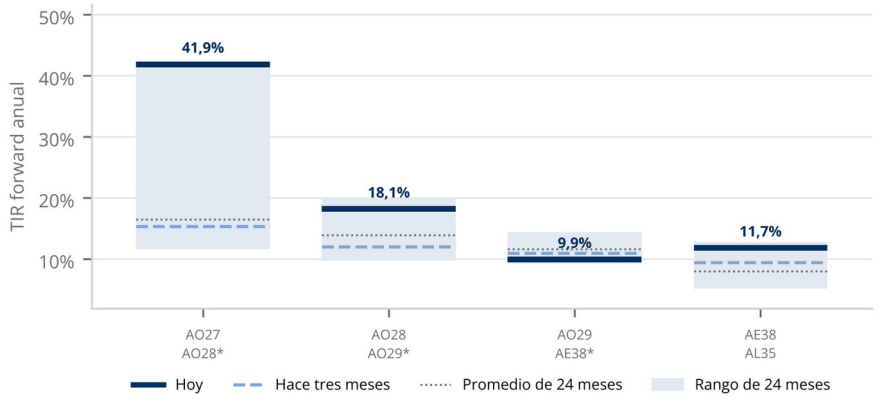
La curva en dólares de ley argentina rinde entre 5,5% y 22,3%. El AO27, que vence el 29 de octubre de 2027, rinde 5,48%, y la TIR promedio de la curva subió 499 pb contra el 20 de noviembre de 2025. 3 de los 4 tramos tienen el forward por encima del percentil 80 de su rango de 24 meses: del AO27 al AO28, 41,9% (percentil 100, con historia desde marzo de 2026); del AO28 al AO29, 18,1% (percentil 90, con historia desde julio de 2026); del AO29 al AE38, 9,9% (percentil 9, con historia desde julio de 2026); del AE38 al AL35, 11,7% (percentil 99).

Gráfico 4. TIR y duration de la curva en dólares de ley argentina



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

Gráfico 5. TIR forward de cada tramo de la curva en dólares



Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta. * Menos de 24 meses de historia: el percentil y el rango se miden desde que cotizan ambos bonos.

Tabla 4. Forward de cada tramo en dólares

Tramo	AO27 AO28*	AO28 AO29*	AO29 AE38*	AE38 AL35
Forward hoy	41,9%	18,1%	9,9%	11,7%
Hace tres meses	15,3%	11,9%	10,9%	9,4%
Promedio 24 meses	16,5%	13,9%	11,6%	7,9%
Mínimo 24 meses	11,5%	9,6%	9,2%	5,1%
Máximo 24 meses	41,9%	20,0%	14,3%	12,7%
Percentil	100*	90*	9*	99

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta. * Menos de 24 meses de historia: el percentil y el rango se miden desde que cotizan ambos bonos.

Tabla 5. Percentil de la TIR forward en dólares

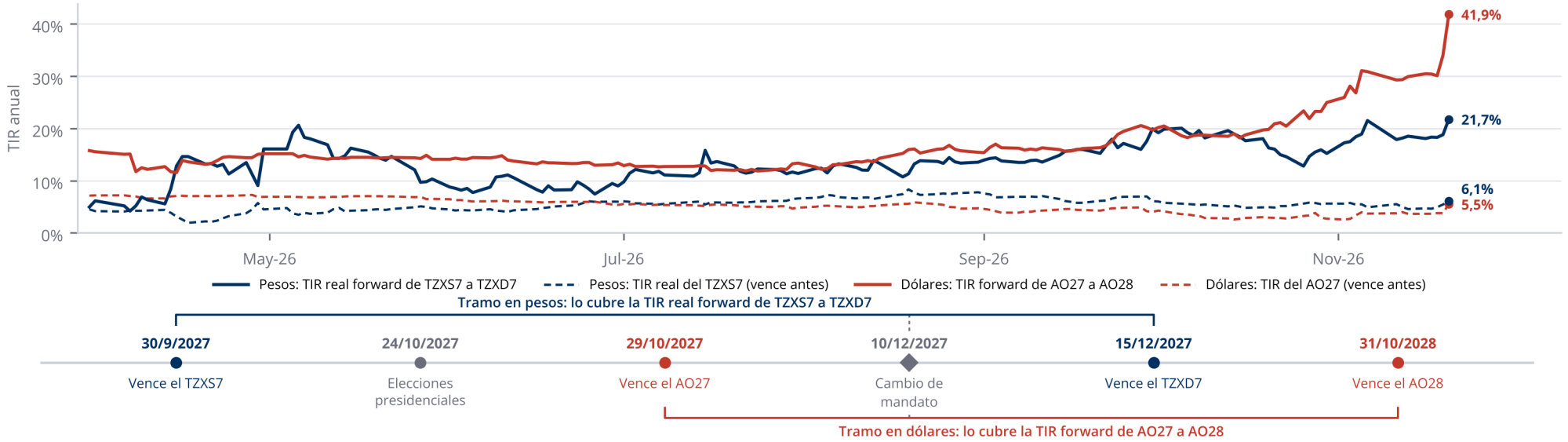
Ticker	Duration	TIR	AO28	AO29	AE38	AL35	AL41
AO27	0,90	5,48%	100*	100*	100*	100*	100*
AO28	1,81	22,33%		90*	75*	77*	77*
AO29	2,63	21,00%			9*	44*	34*
AE38	3,88	17,28%				99	99
AL35	4,98	16,03%					-

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta. Posición dentro del rango de 24 meses (0, el mínimo; 100, el máximo). Bonos ordenados por duration. * Menos de 24 meses de historia: el percentil y el rango se miden desde que cotizan ambos bonos.

El cruce de 2027 en pesos y en dólares

El mandato actual termina el 10 de diciembre de 2027. En las dos curvas hay un tramo que cruza esa fecha: en pesos, del TZXS7 (septiembre de 2027) al TZXD7 (diciembre de 2027); en dólares, del AO27 al AO28. Hoy el primero paga 21,7% real y el segundo 41,9% en dólares, en el percentil 100 y el percentil 100 de sus rangos de 24 meses, medidos desde marzo de 2026, cuando empezaron a cotizar los bonos de ambos tramos. Las dos curvas cobran por ese tramo bastante más que su promedio.

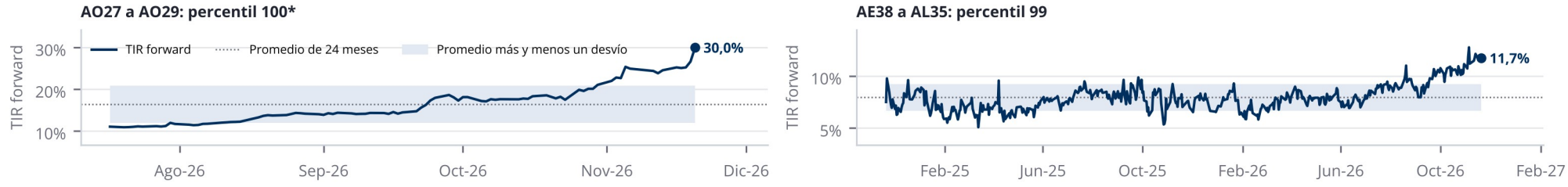
Gráfico 6. TIR de los bonos que vencen antes del 10 de diciembre de 2027 y TIR forward del tramo que cruza esa fecha



Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, BCRA y Docta. Datos al 20 de noviembre de 2026. TIR real en CER. La TIR forward es la tasa anual implícita entre el vencimiento del bono corto y el del bono largo de cada par: lo que hoy se cobra por el tramo que pasa el cambio de mandato. Las fechas de la franja inferior están en orden, sin escala de tiempo.

En la curva en dólares, los tramos más alejados de su promedio de 24 meses son dos: del AO27 al AO29, 30,0%, con un promedio de 16,3% y un máximo de 30,0%*; del AE38 al AL35, 11,7%, con un promedio de 7,9% y un máximo de 12,7%. En los tramos marcados con asterisco, el promedio y el rango se miden desde que cotizan ambos bonos.

Gráfico 7. TIR forward de los tramos destacados en dólares



Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta. * Menos de 24 meses de historia: el percentil y el rango se miden desde que cotizan ambos bonos.

Cómo se armó este informe

• Bonos: en la curva CER, los BONCER y LECER cero cupón de liquidez alta y media de nuestro informe de bonos en pesos, más DICP y CUAP cuando no son de liquidez baja, y PARP, el de mayor volumen de la parte larga; entre dos bonos a menos de un mes de duration, el más líquido. En dólares, AO27, AO28, AO29, AE38, AL35 y AL41, especie D (dólar MEP), si no tuvieron poco volumen en la rueda. Plazo 24 horas.

• Rendimientos: TIR efectiva anual en base 365 (real en los bonos CER) sobre el precio de cierre de cada rueda, y duration de Macaulay.

• TIR forward entre dos bonos: ((1 + TIR del largo) elevado a su duration, dividido (1 + TIR del corto) elevado a su duration), elevado a 1 sobre la diferencia de durations, menos 1.

• Historia: las ruedas de los últimos 24 meses. En la Argentina hay elecciones cada dos años y en esos períodos aumenta la incertidumbre, lo que por desconfianza tiende a subir las tasas de interés; con dos años, el rango siempre incluye al menos uno de esos episodios. Si alguno de los dos bonos es más nuevo, desde que cotizan ambos, con un mínimo de 60 ruedas en común; esos casos se marcan con asterisco. No se usan las ruedas en que alguno de los dos bonos tuvo poco volumen (liquidez baja en las 10 ruedas previas, con la regla de nuestro informe de bonos en pesos, o sin operaciones ese día): con poco volumen, el precio no es representativo y distorsiona la tasa forward. PARP se toma con toda su historia. Percentil: proporción de ruedas con un forward igual o menor al de hoy.

• Orden de los bonos: por duration, no por vencimiento. En cada tramo, el bono de partida es el de menor duration.

• Tramos: bonos que vencen en más de 30 días, separados por al menos 0,15 años de duration, para que cada forward cubra un plazo suficiente.

• Movimientos: extender cuando el forward del tramo está en el percentil 80 o más de su rango; quedarse en el bono corto cuando está en el 20 o menos. No se proponen pases hacia bonos de liquidez baja ni, en dólares, hacia bonos que nuestro informe de soberanos en dólares recomienda vender: en ese caso el pase va al siguiente bono de mayor duration que recomendamos mantener o comprar, si su forward también está cerca de su máximo. Son movimientos de valor relativo dentro de cada curva.

• Fuentes: BYMA (precios), BCRA (coeficiente CER) y Docta (flujos de fondos y rendimientos de DICP y CUAP).

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