

El BCRA interviene sin mover el spot ni los futuros.

Lo hace via dollar linked. Y eso cambia todo el juego.

Mientras tanto, las reservas suben USD 6.800M en el año — y quedan USD 20.000M de vencimientos por delante.

COMPRAS BCRA YTD +USD 9.806M <i>Record historico</i>	RESERVAS NETAS YTD +USD 6.800M <i>Meta FMI: USD 8.000M</i>	TZV26 VENDIDO (5 ruedas) ~USD 900M <i>Intervencion via DLK</i>	VENCIMIENTOS USD 27 USD 20.000M <i>Privados + FMI hasta dic-27</i>
--	--	--	--

01 · La intervencion que nadie vio venir

El BCRA sigue comprando dolares todos los dias. Pero cuando el spot se acerco peligrosamente a los \$1.450, el Central intervino — y lo hizo de una manera que muy pocos notaron.

No vendio dolares en el spot. No incremento su posicion vendida en futuros de Rofex (el short bajo a casi cero). La herramienta elegida fue otra: bonos dollar linked. Especificamente, el TZV26.

En cinco ruedas consecutivas, el BCRA habria vendido aproximadamente USD 900 millones en TZV26 en el mercado secundario — sin que eso impactara en las tasas overnight, porque el sistema tiene todavia un colchon de liquidez significativo (el Central tomo \$3,4 billones en REPO y el Tesoro retiro \$1 billon via licitacion en el mismo periodo).

La intervencion fue invisiblemente efectiva.

El spot no supero los \$1.450. Los futuros no se movieron. Y el mercado ni lo registro. Eso es precision quirurgica en politica cambiaria.

02 · Que es el sintetico de pesos y por que se volvio tan atractivo

Con tanta venta de TZV26 en el mercado, la tasa implicita del bono llego a dos digitos. Y eso activo una estrategia que los inversores mas sofisticados conocen bien: el sintetico de pesos.

El mecanismo es el siguiente: el inversor compra un bono dollar linked (como el TZV26) — que ajusta por tipo de cambio oficial — y simultaneamente vende un contrato de futuro de dolar en Rofex calzado con el vencimiento del bono. Al hacer esto, neutraliza el riesgo cambiario y se queda con una tasa en pesos que resulta de la diferencia entre el rendimiento del bono y la devaluacion implicita en el futuro.

Cuando esa diferencia es positiva y significativa — como ocurre hoy — el sintetico rinde mas que una LECAP o un plazo fijo, con un riesgo que el inversor puede cuantificar con precision.

El sintético = bono dolar linked + venta de futuro de dolar en Rofex.

El resultado es una tasa en pesos sin exposicion cambiaria. Cuando el TZV26 llega a dos dígitos, ese sintético se vuelve mas atractivo que cualquier instrumento de tasa fija del mercado.

El riesgo principal es de liquidez intradiaria: Rofex liquida diferencias diarias en base a la variación del futuro. Si el tipo de cambio futuro sube, el inversor debe integrar pesos ese día para cubrir esa diferencia — aunque la ganancia final quede asegurada al vencimiento. Por eso se necesita tener un margen de liquidez disponible, típicamente del 3% al 5% del capital comprometido.

¿Cuanto rinde concretamente el sintético hoy? Con los precios del 11/06/2026:

El D30S6 (bono dolar linked vto septiembre 2026) cotiza a \$141.880, con una paridad implícita del 98,42% sobre el TC spot de \$1.441,50. Si el inversor vende futuros de dolar julio en Rofex a \$1.469,50, el retorno en pesos hasta julio es de aproximadamente 3,57% en 50 días — equivalente a una TEM de 2,1%.

El D31L6 (vto julio 2026) cotiza a \$142.150, con paridad del 98,61%. El sintético hasta julio rinde 1,38% en 50 días — TEM de 0,85%.

El sintético mas atractivo hoy es D30S6 + futuro julio: TEM 2,1% en pesos sin exposicion cambiaria.

Significativamente superior a una LECAP al mismo plazo. La clave es usar el tramo mas largo del bono dolar linked para capturar el mayor descuento relativo.

03 · El cuadro de reservas: cerca de la meta, pero con presión por delante

Las reservas netas medidas bajo metodología FMI subieron USD 6.800 millones en lo que va del año, contra una meta anual de USD 8.000 millones. La diferencia es alcanzable — pero no automática.

En el próximo mes vencen pagos de GD y AL por USD 3.900 millones a privados. Además, toda garantía de organismos multilaterales (BM y BID) que exceda los USD 1.854 millones en 2026 eleva el target del FMI, obligando al BCRA a seguir comprando en el MLC para no incumplir la meta.

RESERVAS BRUTAS HOY ~USD 34.000M <i>Incluye swap chino no activado</i>	RESERVAS DISPONIBLES ~USD 18.000M <i>Brutas menos encajes</i>	VENCIMIENTOS GD+AL USD 3.900M <i>Proximo mes, privados</i>	A027 RINDE 4,5% MEP <i>El mercado no duda del pago</i>
--	---	--	--

La operación del Tesoro de canjear Bonceres por AL35 y AE38 tiene una lógica clara: generar los instrumentos necesarios para el rollover de los repos del BCRA que tenían como garantía BPOD7 (bono que vence en octubre de 2027). Si se confirman tanto el pago de julio como el rollover de esos repos — USD 6.000 millones de capital, la mitad con garantía BPOB7 — los vencimientos en dólares con privados y el FMI hasta diciembre de 2027 quedan en USD 20.000 millones.

El mercado no duda de que eso se paga: las reservas disponibles rondan los USD 18.000 millones (brutas menos encajes y menos la parte no activada del swap chino), y por eso el bono A027 rinde apenas 4,5% contra el MEP — un nivel que implica muy poca prima de riesgo de default.

La pregunta no es si Argentina puede pagar. Es con cuantas reservas netas llegará a la próxima gestión.

La respuesta depende de cuanto energético y minero exporte en los próximos 18 meses — y esa curva es estructuralmente ascendente.

04 · Lo que el consenso no está diciendo

Hay tres lecturas que el mercado no está haciendo explícitas y que me parece importante destacar.

Primera: la intervención vía dollar linked es una señal de que el BCRA prefiere no usar su short en futuros — que ya estaba casi en cero — ni quemar reservas en el spot. El TZV26 fue el instrumento de menor costo político y mayor precisión. Que haya funcionado confirma que el programa tiene herramientas que otros no tienen.

Segunda: el sintético de pesos que se activó con la suba de la tasa del TZV26 es una oportunidad concreta para inversores que quieren tasa en pesos sin exposición cambiaria. No es un instrumento complejo — es un arbitraje estructural que aparece cuando el mercado sobrevalúa la cobertura. Ese momento existe hoy.

Tercera: el horizonte de USD 20.000 millones de vencimientos hasta dic-27 suena grande, pero hay que ponerlo en contexto. La expo de energía y minería está creciendo estructuralmente, el FMI tiene un programa que incentiva el cumplimiento, y el mercado ya lo descuenta al 4,5% de rendimiento en el A027. El riesgo no es el monto — es el contexto político del segundo semestre.

El programa tiene reservas, herramientas y credibilidad. El talón de Aquiles sigue siendo el mismo: el tipo de cambio real apreciado y el calendario electoral que se acerca.

El BCRA lo sabe. Por eso interviene con precisión — y evita errores que lo expongan antes de tiempo.

Fernando Camusso

Economista · Magister en Finanzas · Director de Rafaela Capital
Rafaela, Santa Fe · Junio 2026

Uso exclusivo del suscriptor. No constituye asesoramiento personalizado de inversion en los terminos de la Ley 26.831 y las normas CNV.