

El Caso de los Mercados de Futuros

Enrique A. Bour

4 de marzo de 2021

Los mercados de futuros son conocidos en general en la economía de las finanzas como un instrumento idóneo para neutralizar la incidencia de percepciones diversas de los distintos agentes económicos sobre los precios finales de un producto o servicio.¹

Hechos Antecedentes

Los fiscales están investigando las denuncias de que la autoridad monetaria vendió derivados a tasas inferiores a las del mercado para mantener el peso argentino a una tasa inflada.

Bajo el mando de Alejandro Vanoli, que renunció al cargo de jefe del banco central el miércoles bajo la presión del presidente entrante Mauricio Macri, vendió contratos de marzo a 10,65 a 10,80 pesos por dólar mientras estos cotizaban alrededor de 15 pesos en Nueva York.

Una fuente del banco central y dos fuentes de la banca privada dijeron que se habían mantenido conversaciones para discutir cómo manejar esos contratos, con la autoridad monetaria considerando varias opciones, incluyendo simplemente no reconocerlos. "Nos han sondeado para ver cuánto podríamos ceder, pero son contratos firmados y vamos a hacer que se respeten los compromisos", dijo un directivo de un banco extranjero. "No somos responsables de las disputas políticas, hacemos negocios para miles de clientes".

Macri, que asumió el cargo el jueves, ha prometido acabar con los controles de capital y unificar los múltiples tipos de cambio de Argentina.

Los agentes del mercado local esperan que el tipo de cambio oficial se debilite hasta una media de 15 pesos por dólar, lo que significa que pagar los contratos de futuros le costaría mucho al banco central. Mientras tanto, las reservas de divisas ya son precariamente bajas, hasta el punto de que el nuevo gobierno está negociando con un grupo de bancos de Wall Street para obtener una línea de crédito, dijo una fuente a Reuters el viernes.

¹ Hay abundante literatura. Sugiero hojear Elton/Gruber, *Modern Portfolio Theory and Investment Theory*, 5th edition, Wiley. Recomiendo en particular Chapter 23 – Foreign Currency Futures. Yo mismo escribí para un curso de Planificación una ficha sobre [Mercados de Futuros, Estabilización y Bienestar](#).

"Queremos que este tema se trate con mucho cuidado", dijo el viernes a la prensa el ministro de Economía entrante, Alfonso Prat-Gay. "Analizaremos de cerca el tema y lo resolveremos de la manera más razonable y legal posible".

Macri ha dicho que quiere que el economista de libre mercado Federico Sturzenegger sea su gobernador del banco central, pero el nombramiento aún no se ha hecho oficial.

Dos legisladores de la actual alianza gobernante "Cambiemos" presentaron una denuncia a fines de octubre alegando que el precio al que el banco vendió los futuros del dólar constituía una grave pérdida financiera para el Estado.

La policía allanó entonces la mesa de operaciones del banco y el organismo de control de valores le prohibió crear nuevos contratos de futuros del dólar.

(Staff de Reuters)

El Banco Central de Argentina cierra acuerdos para reducir las pérdidas de los futuros del dólar estadounidense – Fuente (15/12/2015)

Por Jorge Otaola

BUENOS AIRES, 15 dic 2015 (Reuters) - El Banco Central de Argentina cerró acuerdos con sus bolsas de comercio para limitar sus pérdidas en los controvertidos contratos de futuros del dólar estadounidense una vez que comience a devaluar el peso, dijo el martes a Reuters una alta fuente de la autoridad monetaria.

El nuevo gobierno, que asumió la semana pasada, ha acusado a la anterior dirección del banco de vender los derivados a precios inferiores a los del mercado. Los fiscales están investigando esas denuncias.

Bajo el mandato del nuevo jefe, Federico Sturzenegger, el banco central se había planteado no reconocer esos contratos. En su lugar, llegó a un acuerdo con las bolsas para aumentar los tipos de los contratos originales, según la fuente.

Esto limitaría las pérdidas de la autoridad monetaria y las ganancias del sector privado, que respaldó el acuerdo.

El ex jefe del banco central, Alejandro Vanoli, vendió los contratos de marzo a 10,65 y 10,80 pesos por dólar, mientras éstos cotizaban en torno a los 15 pesos en Nueva York. Vanoli renunció la semana pasada bajo presión de Macri.

El lunes Macri había dicho que comenzaría esta semana a levantar las restricciones al acceso a los dólares estadounidenses que fueron impuestas por [Cristina] Fernández. No ha especificado la velocidad a la que levantará las restricciones, conocidas colectivamente como el "cepo".

La liberación de los controles de capital probablemente debilitará el peso. Fuentes del mercado local afirman que esperan que el tipo de cambio oficial del peso se debilite hasta alrededor de 15 por dólar, frente al tipo actual de 9,8 por dólar. Esto involucraba una 'brecha' del 53%.

Un movimiento de devaluación tan significativo le costaría al banco central más de 7.000 millones de dólares en reservas extranjeras si respetara los contratos originales de futuros del dólar. **Algunos analistas estiman que sus reservas netas simplemente no serían suficientes para cubrir ese costo.**

"El nuevo equipo ha cerrado acuerdos en los que todos han tenido que ceder un poco, pero sabiendo que es lo mejor para la credibilidad y la confianza en este nuevo capítulo de la economía", dijo la fuente del banco central.

La cotización del peso en el mercado negro se situaba el martes en torno a los 14,5 por dólar. Macri ha dicho en repetidas ocasiones que quiere que el mercado negro y los tipos oficiales converjan. (Escrito por Hugh Bronstein y Sarah Marsh)

Observar: El Delito de la Causa Dólar Futuro, no tiene nada q ver con el Precio que tenía cuando subió Macri y si devaluaron o No.

El Delito fue haber vendido posiciones a futuro a un precio menor al del mercado, prohibido por la Carta Orgánica del BCRA y generando un perjuicio para el Estado.

El Caso por venta de dólares a futuro

Caso por venta de dólares a futuro es la denominación más difundida de la causa penal cuya carátula es Banco Central de la República Argentina y otros s/defraudación por administración fraudulenta (Nº 12152/2015) que es un proceso iniciado en Argentina en **octubre de 2015** en el que se investiga la eventual responsabilidad penal de funcionarios por las ventas a término de dólares estadounidenses realizadas por el Banco Central (BCRA) en el Mercado a término de las ciudades de Rosario y Buenos Aires. **La denuncia afirma que se habrían violado las normas legales vigentes, entre otros motivos porque eran hechas por importes inferiores a los precios de mercado vigentes en ese momento. Los acusados afirman que la intervención del BCRA en el mercado se trata de una política económica y por lo tanto no es judicialable.**

La causa está a cargo del juez Claudio Bonadío y del fiscal Eduardo Taiana. En mayo de 2016, el juez procesó a Cristina Fernández de Kirchner, Axel Kicillof y otros exfuncionarios, lo que fue confirmado por la Cámara Federal de Apelaciones en noviembre de ese mismo año. En marzo de 2017 la causa fue elevada a juicio oral.

Los mercados de futuros y opciones son entidades que organizan la compra y venta de contratos de derivados, que en la mayoría de los casos se trata de contratos de futuro y de contratos de opciones sobre futuros. En Argentina, están autorizados para ese objeto el Mercado a Término de Buenos Aires S. A (Matba) y el Mercado a Término de Rosario S.A. (Rofex), que son entidades privadas autorreguladas, cuyas normas deben ser aprobadas por la Comisión Nacional de Valores (CNV). En los contratos de futuro las partes se comprometen a intercambiar (comprar y vender) un activo físico o financiero (denominado activo subyacente), a un precio determinado (cierto) y en una fecha futura preestablecida al firmarse dicho acuerdo. En los contratos de opciones una parte (el tomador o titular), mediante el pago de una suma de dinero (prima), adquiere el derecho (pero no contrae la obligación) de exigir a la otra parte (el lanzador) la compra (opción de compra o "call") o la venta (opción de venta o "put") de ciertos subyacentes (activos determinados, contratos de futuros o índices) a un precio fijo predeterminado, sea durante un período preestablecido o en cierta fecha.

En Argentina las operaciones de dólar futuro se realizan desde el 2004 y tenían en octubre de 2015 un mínimo de 1000 dólares, pero no era necesario contar con todo el dinero en efectivo al momento de realizar el contrato, ya que únicamente se deposita una garantía que puede ser en pesos o activos financieros. Al vencimiento, no se entrega la cantidad de dólares que se vendieron, sino que se liquidan en pesos las diferencias de precio resultantes.

Este tipo de contratos se tratan de instrumentos de política económica, que puede generar pérdidas o ganancias según la eventual variación del tipo de cambio, que es el precio de referencia de la operatoria. El BCRA había registrado ganancias por \$ 5 500 millones en los doce meses previos a octubre de 2015. Asimismo, entre 2008 y 2009, durante la gestión de Martín Redrado, se registraron por esta operación pérdidas de \$ 554 y \$ 1 676 millones, respectivamente.

Contratos a futuro analizados

El BCRA realizó hasta el mes de octubre de 2015 contratos por una "posición abierta" de U\$S 15 323 millones, con vencimiento a marzo de 2016 al valor de \$ 10,65. El valor del dólar promedio para el año 2016 previsto por la Ley de Presupuesto de 2015 era de \$ 10,65. En ese momento podía hacerse la misma operación en la bolsa de Nueva York por \$15 (un valor 50% superior al cuestionado), siendo este el principal motivo de la denuncia, la que aduce que una operación de futuros se rige por los valores de mercado.

Luego del cambio de gobierno y la asunción de Mauricio Macri como presidente, quien había adelantado que llevaría adelante una devaluación de la moneda, Mario Quintana y Nicolás Dujovne negociaron con los tenedores de contratos futuros una quita sobre el precio a pagar por los contratos. Finalmente, el 17 de diciembre,

el gobierno dispuso una devaluación cercana al 40%, la mayor registrada desde 2002, cuando se puso fin a la convertibilidad.

Asimismo, el nuevo presidente del BCRA, Federico Sturzenegger, consultó al juez Bonadío si correspondía el pago de los contratos, por encontrarse estos en medio de la causa penal, a lo que el juez contestó que «no había ninguna medida restrictiva ordenada que impidiera el pago de los contratos».

Inicialmente, el juez había investigado la nómina de compradores de contratos a futuro, pero luego no la dio a conocer. En diferentes medios de comunicación se informó que entre las personas que habían comprado dólares a futuro se encontraban dirigentes del macrismo, como Mario Quintana, Nicolás Caputo, Gustavo Lopetegui o José Torello, o empresarios que según el diario Página/12 eran cercanos a este, como Cablevisión.

Instrucción

El 30 de octubre de 2015 los legisladores Mario Negri y Federico Pinedo denunciaron al titular del BCRA Alejandro Vanoli por las operaciones de ventas de dólares a término hechas en octubre de 2015 y la denuncia fue adjudicada al Juzgado en lo Criminal y Correccional Federal N° 11 a cargo de Claudio Bonadío e intervino el fiscal Eduardo Taiano.

Cristina Fernández de Kirchner argumentó en su defensa que en la operatoria “no obtuvo rédito personal alguno...lo cual da cuenta de que nunca ha obrado con el fin de procurar para sí un lucro indebido” y que el propio juez reconocía que las operaciones ejecutadas por el BCRA no procuraban causar un perjuicio para su patrimonio ni beneficiar a terceros, sino simplemente estabilizar el valor de la moneda nacional, por lo que “tampoco se halla satisfecho el elemento subjetivo exigido por el tipo penal”, concluyendo entonces que su procesamiento era arbitrario.

Axel Kicillof afirmó en su defensa que en la causa no hay ninguna denuncia sobre un eventual beneficio a algún funcionario, empresario u otra persona vinculada a la anterior gestión y que la intervención del “dólar futuro” por parte del Banco Central es “una operatoria normal y parte habitual de la política cambiaria” con la cual en 2015 la entidad “evitó que se produjera una megadevaluación inmediata de la moneda por causa de una corrida cambiaria...No se hizo nada extraño, sino seguir implementando medidas en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, que estaban incluso plasmadas en la Ley de Presupuesto”; en esta forma, agregó, “es imposible afirmar que la venta de contratos atados al valor del dólar futuro a un precio distinto es un delito...” “Se puede estar de acuerdo o no, pero seguro no es materia del derecho penal, no es ilegal y no es delito”.

Las defensas también sostuvieron que ni el valor de la moneda estadounidense denominado “blue”, que era ilegal, ni el establecido en el mercado no regulado de Nueva York, eran parámetros que tomar en cuenta para la determinación del

“valor de mercado” al momento de las operaciones. También afirmaron que como la ley de presupuesto 27.198 preveía un tipo de cambio nominal promedio de \$/USD 10,60 para 2016, si se hubieran ofrecido futuros de dólar a precios distintos a los fijados por la ley de presupuesto, «se habría incumplido con dicha ley».

Indagatoria

El 26 de febrero de 2016, el juez afirmó que hubo una maniobra que generó pérdidas al BCRA que alcanzaban aproximadamente US\$ 17 000 millones, por lo que configuró la misma como supuestamente el delito de «de administración infiel en perjuicio de la administración pública». Así, llamó a indagatoria para fines de marzo y principios de abril de 2016, a diversos exfuncionarios del Poder Ejecutivo, del BCRA y de la CNV: Flavia Matilde Marrodán; Bárbara Emilia Domato Conti; Alejandro Formento; Juan Miguel Cuattromo; Mariano Beltrani; German David Feldman; Pedro Martín Biscay; Sebastián Andrés Aguilera; Miguel Angel Pesce; Alejandro Vanoli; Axel Kicillof; Cristina Fernández de Kirchner; Guillermo Mario Paván; David René Jacoby y Cristian Alexis Girard.

En la causa, el juez también llamó a declarar en calidad de testigos a: Alfonso Prat Gay, entonces ministro de Economía; Martín Redrado, ex titular del BCRA; Lucas Llach, vicepresidente del BCRA; Martín Grandes, economista que había publicado una nota al respecto en Diario Perfil; entre otros.

Procesamientos

El artículo 18° de su Carta Orgánica, Ley 24144, el B.C.R.A. puede “Comprar y vender a precios de mercado, en operaciones de contado y a término, títulos públicos, divisas y otros activos financieros con fines de regulación monetaria, cambiaria, financiera y crediticia”. Bonadío citó como testigo a Martín Grandes quien había escrito: “El anterior BCRA, pudiendo comprometerse a vender más ‘caro’ en el futuro, a \$15, en el mercado de Nueva York, prefirió comprometerse a vender más ‘barato’ en ROFEX y MAE. La brecha es de 50%, y jamás puede ser explicada por la prima de riesgo entre los dos mercados. Se trata de una maniobra dolosa, similar a cualquier otra en la que el Gobierno opere fuera del precio de mercado como, por ejemplo, los sobrepagos de la obra pública”.

En la resolución cita la nota titulada “Dólar Futuro en NY: a un año: \$16,30” del periódico *Ámbito Financiero* del 20 de octubre de 2015 (o sea antes de la primera vuelta de las elecciones presidenciales) en la que, aludiendo a la fuerte intervención del B.C.R.A. con futuros, informaba que tuvo “...pocos efectos en las plazas en que los grandes jugadores operan libremente: los contratos de la divisa en Nueva York se dispararon ayer hasta un 7% (casi un peso), hasta ubicarse en \$16,30 para dentro de doce meses; y en las cuevas de la City el ‘blue’ se encareció 17 centavos, hasta llegar a un récord de \$16,11”... “Los inversores parecen presumir que el proceso de devaluación estará ya consumado una vez pasado marzo. Pero que los primeros

ajustes relevantes sobre el tipo de cambio se percibirán desde el primer mes de gestión.”



Bonadio consideró "impensable" que una operación financiera de la envergadura de la investigada se hubiera realizado sin la aprobación expresa del Poder Ejecutivo Nacional, máxime cuando Cristina Fernández de Kirchner afirmaba públicamente que era quien tomaba las decisiones de la política económica; esto no excluye, a juicio de Bonadío, la responsabilidad de los otros funcionarios.

Bonadío afirmó que hubo un aumento desmesurado de ventas de dólar futuro por parte del Banco Central entre los meses de septiembre y noviembre de 2015, que se realizaban por un precio vil, con conocimiento del gran perjuicio para el Estado que ocasionaría cualquier mínima fluctuación del tipo de cambio. Agregó que no existía el álea que caracteriza a estos contratos porque la devaluación de la moneda nacional acaecería fatalmente, y que en los hechos el BCRA y la CNV no eran autárquicos sino que se manejaban con una completa subordinación respecto al Poder Ejecutivo.

Elevación a juicio oral

Después que el 11 de noviembre de 2016 la Sala II de la Cámara Federal en lo Penal confirmara los procesamientos el juez dio por finalizada la investigación el 15 de diciembre y envió el caso al fiscal quien consideró que no eran necesarias más pruebas y solicitó la elevación de la causa a juicio. El 23 de marzo de 2017 Bonadío dispuso elevar la causa a juicio oral.

El Tribunal Oral Federal N° 1 intervendrá en la causa.

Causa derivada: Dólar Futuro II

En una causa paralela, el juez Bonadio, Federico Sturzenegger, el vicejefe de Gabinete, Mario Quintana, y el director del Banco Central, Pablo Curat fueron imputados por «defraudación por administración infiel en perjuicio de la administración pública, abuso de autoridad y violación a los deberes de funcionario público; prevaricato por parte del juez y tentativa de estafa procesal y de privación ilegal de la libertad». En el primer caso por «prevaricato, al dictar resoluciones contrarias a la ley y fundadas en hechos falsos» e incurrió en «tentativa de estafa procesal y de privación ilegal de la libertad mediante la alteración de la base fáctica de la causa con el propósito de dar sustento a medidas cautelares restrictivas de la libertad». En los últimos dos casos por haber participado en la decisión de devaluar y de determinar el precio final de los dólares futuro tras haber celebrado contratos de dólares a futuro, con lo que habrían obtenido beneficios económicos de sus propias decisiones como funcionarios. En tanto Bonadío fue denunciado por no enjuiciar a los responsables de la devaluación que generó las pérdidas para el Estado nacional, y por haber autorizado el pago de los dólares a futuro. Cristina Fernández solicitó el juicio político de Bonadío ante el Consejo de la Magistratura

por el allanamiento del Banco Central para buscar información que ya había sido presentada, por enjuiciar a los responsables de la operatoria original y no a los responsables de la devaluación que generó las pérdidas para el Estado nacional, y porque el propio juez Bonadío había autorizado el pago de los dólares a futuro cuya creación —según el mismo— habría configurado un delito.

La causa quedó terminada cuando el juez resolvió que las conductas imputadas a los denunciados no constituían delitos.

Al conocerse la confirmatoria del procesamiento el bloque de diputados nacionales del Frente para la Victoria expresó su “solidaridad” con la expresidenta y afirmó que “un grupúsculo del Poder Judicial actúa guiado por el revanchismo político”.

Otro de los procesados, el expresidente del BCRA Alejandro Vanoli, coincidió con Axel Kicillof en que los contratos de dólar futuro buscaban enviar señales “claras y contundentes” de que no se planteaba convalidar expectativas de devaluación y afirmó que las ventas se concretaron a precio de mercado y conforme las previsiones fijadas en el presupuesto para 2016 aprobada por el Congreso.

Cuando es el PEN quien fija la paridad ¿qué significado tiene ‘precio de mercado’? No mucho más que el precio al que los agentes realizan las transacciones. ¿Con el BCRA? No, con el *resto del mercado* (que incluye el resto del mundo). El BCRA nunca puede constituir el mercado. Y es el mercado el que, subjetivamente y en función de sus previsiones, fija los términos de referencia.

Al parecer, las autoridades K creen que esta función *nunca* debería ser ejercida por el mercado. Una opinión que no resiste el más mínimo cotejo con la *Perestroika* de Gorbachov o la equivalente del *Sueño Chino* de Xi Xin Ping.