

# Síntesis de la declaración de Alejandro Vanoli: Acerca de los contratos de dólar a futuro

---

**OPERACIONES.** El BCRA operó con contratos de dólar futuro para enviar señales claras y contundentes de que no planeaba convalidar las expectativas de devaluación a los efectos de promover la estabilidad cambiaria y en línea con el mandato múltiple de la Carta Orgánica.

Se buscó evitar una devaluación ya que esta hubiera generado un nivel mayor de inflación deteriorando el salario real de los trabajadores y el bienestar de la población tal como se evidenció claramente luego del 17 de diciembre de 2015.

- La operatoria de futuros permitieron, en buena medida, una fuerte reducción de la tasa de inflación durante la gestión Vanoli reduciendo desde el 38% anual en septiembre de 2014 al 24% en noviembre de 2015 tomando el índice de precios de la Ciudad de Buenos Aires.
- Tras la mega devaluación decidida por la gestión entrante, la inflación trepó por encima del 40% interanual (proyectada a abril 2016). Había otros caminos posibles y deseables para administrar la política cambiaria.

**RESERVAS.** Los saldos de la operatoria de futuros se pagan en pesos por lo que no compromete las reservas de moneda extranjera.

**PRECIO.** Las operaciones se concretaron a precio de mercado y se actuó conforme las previsiones fijadas en la Ley de Presupuesto Nacional aprobada por el Congreso de la Nación.

- Los precios de los futuros de acuerdo a la valuación internacionalmente aceptada dependen de la diferencia entre la tasa de interés BADLAR en moneda nacional respecto a la del dólar. Es erróneo considerar que existían otros parámetros para determinar el precio como el Mercado de Nueva York, el dólar bolsa o el contado con liquidación porque son mercados diferentes.
- El BCRA tiene como finalidad operar con fines de regulación por lo que obviamente debe hacerlo con mercados que funcionen dentro de la Argentina, como lo son el Rofex y el MAE. Las normas cambiarias impedían el arbitraje con el exterior por lo que nadie obtenía esta supuesta ganancia.
- Ambos candidatos señalaron en campaña que no estaba dentro de sus planes llevar adelante una mega devaluación.
- Convalidar tasas de interés más altas en el mercado de futuros hubiera generado una recesión.

**RESULTADOS.** El objetivo de intervención no es la búsqueda de ganancias sino regular el mercado generando efectos como contener la devaluación e evitar dicho impacto en los precios y en el bienestar de la población. Dicho esto:

- En el período comprendido entre octubre de 2014 y noviembre de 2015, se generaron ganancias en concepto de futuros del orden de los \$5.511 millones.
- La pérdida en pesos en concepto de futuros se concreta y materializa tras la mega devaluación llevada adelante por las nuevas autoridades del BCRA en diciembre de 2015.
- La nueva gestión contaba con alternativas para evitar las pérdidas en pesos incluyendo el momento y el grado de devaluación, y/o una eliminación más gradual de ciertas normativas prudenciales cambiarias en lugar de tomar medidas abruptas.

**COMPRADORES.** El BCRA no benefició a ningún individuo o grupo económico en particular con la operatoria de futuros. En rigor:

- El Rofex opera contra el mercado a través de lo que se conoce como "pantalla ciega" por lo que el BCRA no tiene manera de conocer quién está comprando los futuros ni tampoco de elegir a

quién vendérselos. El MAE tampoco permite la selección particular de los compradores ya que se rige por un sistema que prioriza por precio y tiempo a los compradores automáticamente.

## Anexo

---

### 1. ¿Por qué el BCRA ha celebrado contratos de dólar a futuro?

En cumplimiento de la Carta Orgánica que estipula que *"el banco tiene por finalidad promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social"*, el BCRA intervino con objeto de reducir la volatilidad financiera y cambiaria, como lo hacen diversos Bancos Centrales del mundo.

Una de las principales herramientas con las que cuenta el BCRA para promover la estabilidad monetaria y financiera es administrar una política cambiaria que contribuya a reducir la incertidumbre asociada al valor, presente y futuro, de la relación entre la moneda nacional y la de sus principales socios comerciales (Dólar, Euro, Real, etc.).

La operatoria de futuros está encuadrada en el Artículo 18 de la Carta Orgánica y la avala como elemento de regulación de los mercados.

### 2. ¿Por qué se intervino para reducir las expectativas de devaluación?

Enviar al mercado señales claras y contundentes de que el BCRA no planeaba convalidar las expectativas de devaluación contribuyendo a mitigar la volatilidad cambiaria y financiera desalentando corridas bancarias y la fuga de divisas.

Así, permite mantener el tipo de cambio en los valores deseables de acuerdo a los objetivos de política económica y en ese marco, evitar mayores aumentos de precios propagados por el canal cambiario.

En Argentina la experiencia histórica enseña que una devaluación genera inflación deteriorando el salario real de los trabajadores y el bienestar de la población tal como se evidenció claramente luego del 17 de diciembre de 2015.

La operatoria de futuros en el marco de distintas medidas de política económica permitieron una fuerte reducción de la tasa de inflación durante la gestión Vanoli reduciendo desde el 38% anual en septiembre de 2014 al 24% en noviembre de 2015 tomando el índice de precios de la Ciudad de Buenos Aires.

### 3. ¿Y la emisión monetaria genera necesariamente inflación?

No, la emisión monetaria no genera necesariamente inflación. Hay que tener en cuenta no solo la oferta sino también la demanda de dinero y además otros factores estructurales que limitan la oferta de bienes, manejo de expectativas y evolución de los costos. En rigor, desde el 17 de diciembre de 2015 a la fecha se registró una contracción real de la base monetaria mientras que la inflación se disparó a más del 40% anual en 2016 por el efecto de la maxidevaluación llevada a cabo por este Gobierno.

### 4. ¿Es cierto que se generó un plan bomba contra el gobierno entrante?

No. Durante el año 2015, además de la desaceleración de la inflación, la economía creció un 2,1% según informó el INDEC días atrás. Asimismo, la economía mostró indicios de buen desempeño hacia octubre de 2015 tales como la suba de los depósitos (+46% anual), el aumento del crédito (+32% anual.), la reducción de la brecha cambiaria (-17p.p.) y el crecimiento del nivel de reservas internacionales (+20% anual).

El fuerte incremento de la inflación que golpeó a la economía local desde diciembre de 2015 fue consecuencia de las políticas abruptas implementadas por el actual gobierno en un contexto de crisis global y regional: mega devaluación, espectacular suba de tarifas, liberalización completa del mercado cambiario, entre otras.

Por otro lado, es absurdo que pensar que funcionarios del Directorio del Banco Central con mandatos hasta 2019, 2020 y 2021 tomen decisiones que perjudiquen a la economía del país.

Convalidar una tasa de interés en el mercado de futuros hubiese significado atentar contra la recuperación de la actividad económica. La operatoria fue coherente con la política monetaria u esta a su vez con las políticas anticíclicas del Gobierno Nacional para afrontar los efectos adversos de la crisis global en nuestra economía.

Cabe señalar que no hubo operaciones de futuros desde que Mauricio Macri triunfó en la segunda vuelta electoral hasta el 10 de diciembre de 2015.

#### **5. ¿Operar con futuros como herramienta para contener las expectativas de devaluación afectó el nivel de reservas internacionales?**

No, los saldos de la operatoria se pagan en pesos por lo que no compromete las reservas de moneda extranjera.

De todas maneras, si medimos las reservas en pesos y ante una devaluación, el resultado neto sobre el patrimonio del BCRA es positivo dado que las ganancias producto de la revalorización en pesos de las reservas son mayores que la pérdida por futuros.

Esto implica que incluso contando eventuales pérdidas en concepto de futuros, motivadas por decisiones del actual Gobierno una devaluación genera fuertes ganancias contables para el BCRA ya que su patrimonio neto está dolarizado pero genera mayor inestabilidad cambiaria y financiera e importantes costos sociales vinculados a los aumentos de precios.

#### **6. ¿A qué precio operó el BCRA en los contratos a futuro?**

Las operaciones se concretaron a precio de mercado y se actuó conforme las previsiones fijadas en la Ley de Presupuesto Nacional aprobada por el Congreso de la Nación. La ley de Presupuesto establecía un tipo de cambio promedio de 10,60 para 2016. Los precios de los futuros de acuerdo a la valuación internacionalmente aceptada dependen de la diferencia entre tasa de interés en moneda nacional respecto a la del dólar. Es erróneo considerar que existían otros parámetros para determinar el precio (Mercado de Nueva York, dólar bolsa y contado con liquidación).

La gestión del Directorio que presidí celebró contratos a futuro hasta junio de 2016 a valores mayores a la proyección del Presupuesto y se mantuvo en línea con tasas de interés acordes a la política monetaria consistente con los objetivos de estabilidad, crecimiento del empleo e inclusión social.

#### **7. ¿Por qué se vendieron futuros a ese precio y no a uno mayor?**

En primer lugar, el BCRA celebró contratos de dólar a futuro a una tasa del 30% anual. Esta tasa se encontraba alineada a lo dispuesto por la Ley de Presupuesto 2016 la cual marcaba un dólar promedio de \$10,60 para el año 2016 y de \$11,50 en junio de 2016.

Además de los aspectos económicos vinculados a anclar las expectativas de devaluación ya mencionados, hay aspectos financieros que justifican el precio. El tipo de cambio de paridad fue siempre igual o mayor que el valor teórico del tipo de cambio + la tasa de interés BADLAR al período de cierre de los contratos.

En tercer lugar, el candidato a presidente que alcanzó el 49% de los votos en el ballottage – Daniel Scioli, señalaba en su campaña que en su programa de gobierno el dólar se encontraría alrededor de los \$10,50. Este valor de dólar se hubiera encontrado alineado tanto con la Ley de Presupuesto 2016 como con la trayectoria de tasas operada por el BCRA en términos de la celebración de contratos de dólar a futuro.

Por su parte, el candidato Macri en campaña manifestaba que tampoco iba a llevar adelante una mega devaluación.

Por último cabe mencionar que de haberse pactado un precio de dólar futuro mayor, se hubiera alegado que ese comportamiento obligaba a las actuales autoridades a devaluar, por la necesidad de cubrir las diferencias.

#### **8. ¿El BCRA podría haber obtenido más dinero vendiendo futuros en Nueva York en lugar de venderlos en la Argentina?**

No, no existe arbitraje entre ambos mercados. Son mercados diferentes y las normas cambiarias impedían ese arbitraje.

En los contratos celebrados en MAE y ROFEX la diferencia entre el tipo de cambio pactado en el contrato a futuro y vigente se salda en pesos mientras que en los contratos celebrados en Nueva York (NDF) dicha diferencia se salda en dólares. Es por eso que celebrar un contrato en Nueva York sí podría haber impactado en el nivel de reservas internacionales.

En segundo lugar, la liquidación en el mercado de Nueva York no se realiza diariamente como en MAE y ROFEX sino que, al vencimiento de la operación, se cancela el diferencial total entre el precio concertado y el que es tomado como referencia, lo cual eleva el riesgo de impago del contrato.

En tercer lugar, se rigen por la Ley Estadounidense y son instrumentos de escasa liquidez a diferencia de los mercados locales ROFEX y MAE que son mercados institucionales con volúmenes de operaciones muy superiores al mercado norteamericano. Los NDF no se negocian en mercados institucionales sino que son extrabursátiles.

En paralelo, cabe recordar que el BCRA tiene como finalidad operar con fines de regulación por lo que obviamente debe hacerlo con mercados que funcionen dentro de la República Argentina, como lo son el ROFEX y el MAE.

Por último, sostener que el BCRA no puede vender futuros en Argentina a un valor diferente al de Nueva York implica señalar que la política cambiaria argentina no la tiene que determinar el BCRA, tal como le está encomendado por su Carta Orgánica, sino grupos financieros extranjeros.

Existían además riesgos legales derivados de posibles embargos judiciales en los EE.UU.

#### **9. ¿Por qué no fue referencia el dólar bolsa DB o el contado con liquidación CCL?**

El dólar bolsa y el contado con liquidación no reflejan necesariamente las expectativas de devaluación. La evidencia muestra que la cotización de los mismos no guarda relación con la cotización de los contratos a futuro.

La cotización implícita del dólar bolsa define un tipo de cambio preeminentemente financiero, cuyo precio contiene un fuerte componente especulativo. Esto lo hace experimentar marcadas oscilaciones ante episodios de incertidumbre. El contado con liquidación es una variante del dólar bolsa mediante la cual la operación en dólares se liquida en el exterior y no localmente.

El BCRA siempre operó futuros desde 2005 tomando como referencia las tasas de interés aun cuando la diferencia entre los valores implícitos del CCL y DB y el valor del dólar spot fuese mayor como ocurrió antes de octubre de 2014

#### **10. ¿Cómo fueron los resultados de la operatoria de las distintas gestiones del BCRA?**

Comienza a operarse en el año 2005 bajo la gestión Redrado que llegó a operar incluso a tasa 0% (es decir, no se correspondía con tasa de mercado necesariamente pero el objetivo consistía en enviar al mercado señales contundentes acerca de que el gobierno no estaba dispuesto a devaluar).

En general, las distintas gestiones del BCRA generaron pérdidas en concepto de contratos de dólar a futuro. A groso modo, la gestión 2005-2009 (Redrado) generó pérdidas en este concepto por \$2.061 millones, y la gestión Fábrega perdió \$9.979 millones.

De todas formas, el objetivo de intervención no es la búsqueda de ganancias sino regular el mercado generando efectos como contener la devaluación e evitar dicho impacto en los precios y en el bienestar de la población.

#### **11. ¿La gestión Vanoli ha obtenido ganancias o pérdidas en concepto de futuros?**

En el período comprendido entre octubre de 2014 y noviembre de 2015, se generaron ganancias en concepto de futuros del orden de los \$5.511 millones.

Si bien el balance fue positivo, el objetivo de la intervención no es generar ganancias sino regular el mercado cambiario para cumplir con el mandato múltiple de la Carta Orgánica del BCRA.

#### **12. ¿Por qué se genera una pérdida en concepto de futuros desde diciembre de 2015?**

La pérdida en pesos en concepto de futuros se concreta y materializa tras la mega devaluación llevada adelante por las nuevas autoridades del BCRA en diciembre de 2015.

En ese sentido, la actual gestión del BCRA podrían haber tomado decisiones de política cambiaria alternativas incluyendo el momento y el grado de ajuste de la política cambiaria, incluyendo una eliminación más gradual de ciertas normativas prudenciales cambiarias en lugar de tomar medidas abruptas sin haber previamente buscado mecanismos de fortalecimiento de las reservas. También pudo haber cerrado posiciones de futuros previo a la maxidevaluación y a los sucesivos ajustes en el tipo de cambio que su decisión de devaluar ocasionó.

Las operaciones de futuros tampoco fueron denunciadas como nulas por la nueva gestión del BCRA ante la Justicia. La decisión efectiva de cumplir con las obligaciones nacidas de los

contratos en cuestión, garantizando su fuerza ejecutoria, no puede más que significar que las nuevas autoridades interpretaron que los contratos de dólar futuro resultaban legítimos.

**13. ¿El BCRA determinó a quién vender los futuros beneficiando a personas y/o grupos económicos en particular?**

No, el BCRA no benefició a ningún individuo o grupo económico en particular con la operatoria de futuros.

El Rofex opera contra el mercado a través de lo que se conoce como “pantalla ciega” por lo que el BCRA no tiene manera de conocer quién está comprando los futuros ni tampoco de elegir a quién vendérselos. En el MAE tampoco tiene forma de priorizar a nadie en particular debido a que si bien se conoce la contraparte, el sistema operativo de negociación impone priorizar las ofertas por precio-tiempo.