



UNIVERSIDAD DE BELGRANO

Las tesinas de Belgrano

Facultad de Ciencias Económicas
Carrera Licenciatura en Administración

Opciones Bursátiles
Sobre Acciones y otros Activos

N° 821

Martín M. Moretti

Tutor: Prof. Carlos J. Cuniolo

Departamento de Investigaciones
Fecha defensa de tesina: 18 de junio de 2015

Universidad de Belgrano
Zabala 1837 (C1426DQ6)
Ciudad Autónoma de Buenos Aires - Argentina
Tel.: 011-4788-5400 int. 2533
e-mail: invest@ub.edu.ar
url: <http://www.ub.edu.ar/investigaciones>

ÍNDICE

ÍNDICE	3
PLANTEO DEL PROBLEMA Y JUSTIFICACIÓN.....	4
INTRODUCCIÓN.....	4
PLANTEO DEL PROBLEMA.....	5
HIPÓTESIS	5
OBJETIVO GENERAL.....	5
OBJETIVOS ESPECÍFICOS	5
MARCO TEÓRICO.....	5
Opciones	5
Determinación del Valor de una Opción.....	7
La Cámara de Compensación	9
Apalancamiento	10
Futuros y Forwards	12
Acciones.....	12
Dividendos	13
Riesgo.....	14
DESARROLLO	15
Mercado de Cambio.....	15
Mercados de Opciones	19
CONCLUSIONES.....	25
BIBLIOGRAFÍA.....	27
Sitios de Consulta	27
Anexo I	28
Anexo II	35

PLANTEO DEL PROBLEMA Y JUSTIFICACIÓN

El objetivo del presente trabajo es representar de forma sencilla y eficiente el estado actual del Mercado de Opciones, específicamente de las Opciones Financieras. También se describirá el Mercado Cambiario, y qué características existen allí con respecto a la utilización de Derivados Financieros.

El Mercado de Opciones Bursátiles en Argentina va a ser abordado con carácter descriptivo. Luego se procederá a aportar soluciones a aquellos problemas que surjan durante la investigación.

La necesidad de esta presentación surgió a partir del estudio sobre el tema realizado en la universidad. Me resultó de gran interés, tanto de forma teórica como práctica.

Su delimitación geográfica será local, y su delimitación temporal no transcurrirá más allá del año 2011, en retrospectión, por lo que se tratarán ejemplos, estadísticas y situaciones de actualidad.

Uno de los propósitos esenciales de esta tesina, es que su comprensión y lectura sea tanto intuitiva como natural, es decir, que cualquier individuo sea capaz de entender e interpretar el texto de principio a fin, sin tener en cuenta su nivel de conocimientos financieros o económicos, y sin necesidad de recurrir a otros textos. La utilidad del presente trabajo se enfoca entonces en su sencillez, eficiencia, y principalmente la frescura en la exposición de todos los conceptos, descripciones y conclusiones que aquí se desarrollen.

Se realizará además un trabajo de campo, a través de encuestas preestablecidas, con el objetivo de recoger la opinión de profesionales, que se encuentran en constante relación con el mundo financiero.

INTRODUCCIÓN

Los instrumentos Derivados existen hace más de un milenio. Se estima que los primeros futuros fueron utilizados en la cultura egipcia, cuando se pusieron en práctica los primeros contratos de futuros para asegurar los precios de los cultivos con antelación, como cobertura de eventos meteorológicos desafortunados. También a nivel histórico es recordada la utilización de futuros en plena *tulipomanía*¹, cuando las personas compraban y vendían a precios exorbitados bulbos de tulipanes desconociendo su color futuro.

De manera más moderna, el Chicago Board Options Exchange (CBOE), nacido en 1973 constituye el Mercado más grande de Derivados financieros del mundo. El Chicago Board of Trade, la institución que le dio nacimiento, es el más antiguo Mercado formalizado de Opciones y Futuros, comenzando sus operaciones en 1848.

Dentro de Latinoamérica, los Mercados de Derivados de México y Brasil son los más importantes y en los que mayor cantidad de capitales fluyen.

El Mercado Bursátil actual en el contexto argentino será la introducción a la siguiente investigación; de manera de poder abarcar de forma general sus contenidos, explicar someramente porqué dicho Mercado se encuentra en la situación actual, y que propuestas se pueden exponer como solución de los problemas inherentes a la estructura económica en la que se encuentran las Opciones Bursátiles.

¹La *fiebre de los tulipanes* fue probablemente la primera burbuja estipulada históricamente. Ocurrió en el siglo XVII, en los Países Bajos, con posterioridad a la aparición del Banco Central de aquel país. La burbuja llevó, por ejemplo, a que 40 bulbos costaran 100.000 florines, el equivalente a 15 salarios de un trabajador promedio. La burbuja finalmente estalló el 5 de febrero de 1637.

PLANTEO DEL PROBLEMA

“¿Son las Opciones Bursátiles un método eficiente de cobertura en Argentina?”

HIPÓTESIS

H1: El Mercado Argentino de Opciones Bursátiles está desarrollado y resulta útil como instrumento de cobertura.

H2: Las opciones cubren una baja o un alza en la cotización del activo subyacente en la misma proporción.

OBJETIVO GENERAL

Relevar el Mercado de Opciones Bursátiles en Argentina como método de cobertura.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Analizar el contexto económico en el que se encuentra inmerso el Mercado de Opciones Bursátiles.

Examinar el Mercado de Cambio y describir la situación de los Derivados sobre Divisas.

Estudiar algunas de las posibilidades teóricas que surgen de la utilización de estos instrumentos financieros, y su implementación en el Mercado local.

Verificar la existencia de dificultades en el Mercado de Opciones Bursátiles y proponer soluciones.

MARCO TEÓRICO

Opciones

De acuerdo a Monserrat Casanovas, una opción es *“un contrato entre dos partes, por el cual una de ellas adquiere sobre la otra el derecho, pero no la obligación, de comprarle o de venderle una cantidad determinada de un activo a un cierto precio, y en un momento futuro.”*²

De aquí se desprenden las definiciones de los dos tipos de opciones. Por un lado las opciones de compra, denominadas **Call**, y por otro las opciones de venta, denominadas **Put**.

Dadas las condiciones del contrato, la parte compradora tiene el derecho de elegir entre *ejercer* la opción o *no ejercerla* según lo que crea él que sea conveniente. Mientras tanto, la parte vendedora está *obligada* a cumplir con el contrato, si la parte compradora ejerce la opción.

El comprador de la opción paga un precio por ella, denominado *prima*.

Al activo sujeto a contrato de opción se denomina *activo subyacente*.

² “Opciones Bursátiles” - pág. 21

El precio establecido en el contrato se denomina *Strike Price* o *Precio de Ejercicio*.

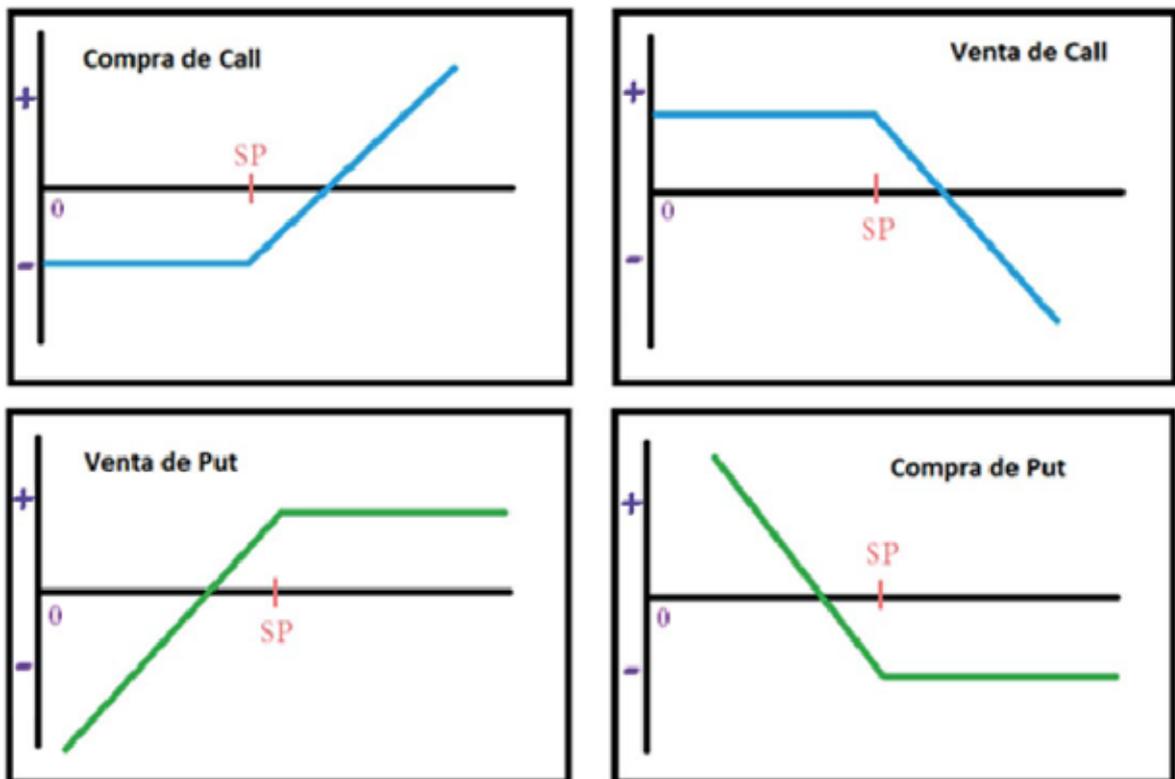
La fecha establecida en el contrato se denomina *fecha de vencimiento*.

Aquí las opciones disponen de otra clasificación primaria; se consideran *americanas* aquellas que pueden ser ejercidas en cualquier momento durante la vida de la opción hasta su fecha de vencimiento. Se consideran *européas* aquellas opciones que pueden ser ejercidas solamente en la fecha de vencimiento. También existen otras opciones, denominadas *híbridas* y *asiáticas*, como también de temperatura, empleadas para commodities, que no van a ser de tratamiento en el contexto del presente trabajo.

Según lo dicho anteriormente, se definen entonces las 4 estrategias básicas con opciones:

1. Compra de Call
2. Compra de Put
3. Venta de Call
4. Venta de Put

Con el objetivo de no cargar los gráficos de este trabajo con datos, a modo de mantenerlos simples e intuitivos a la vista, se explica a continuación cómo deben leerse, a no ser que se indique explícitamente lo contrario. El eje horizontal representa el precio del activo subyacente, desde cero (0) hasta un hipotético, y sólo teórico, infinito. El eje vertical representa la ganancia (+) o pérdida (-) de la posición adoptada. Las rectas de color indican entonces la ganancia o pérdida de la opción, a lo largo de los precios posibles del activo subyacente. El punto de quiebre coincide con el *Precio de Ejercicio*, o *Strike Price (SP)*.



Fuente: *Options as a Strategic Investment* - Lawrence McMillan

Como puede observarse, la compra de una opción asume pérdidas limitadas y ganancias ilimitadas, mientras que para el vendedor de una opción se asumen pérdidas ilimitadas y ganancias limitadas.

De la combinación de estas estrategias entre sí, y con otros activos³, surgen las diferentes y múltiples posibilidades de inversión, y que como se explicará más adelante, pueden servir como inversión especulativa, o como instrumentos para facilitar la administración del riesgo.

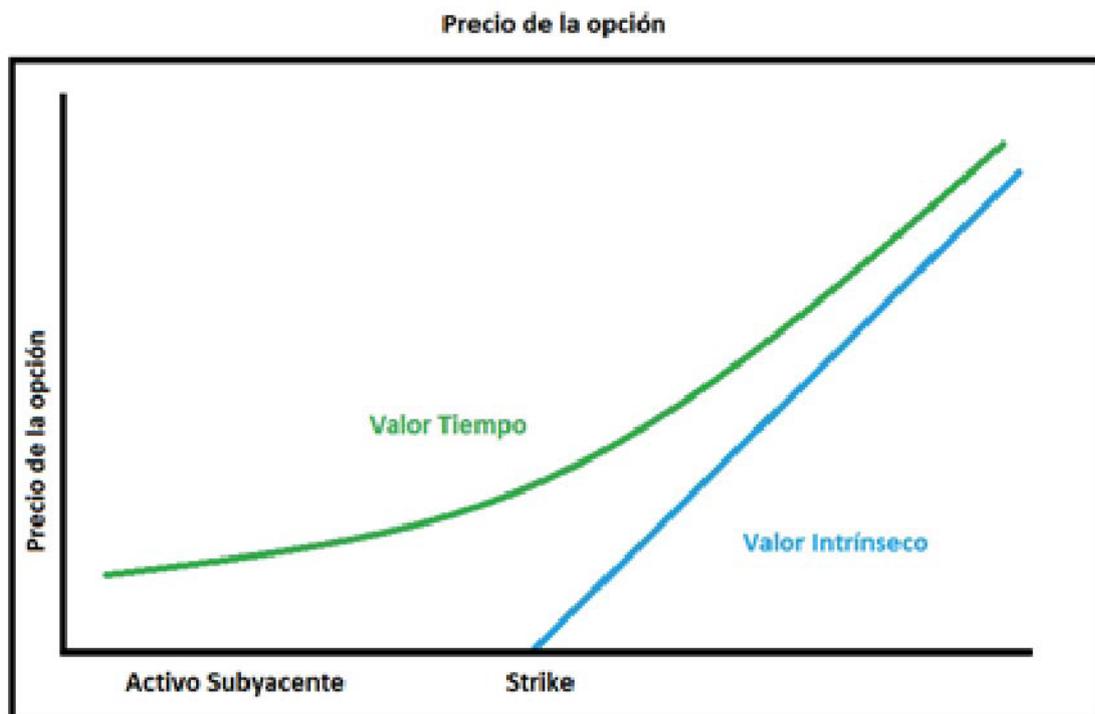
³ Como por ejemplo acciones, futuros, otras opciones, etc.

Determinación del Valor de una Opción

¿Cuáles el valor de una Opción? Su verdadero precio puede ser explicado de acuerdo a modelos matemáticos. Es de extendido uso el **modelo de Black-Scholes**, publicado en 1973, que les valió un premio Nobel de Economía a sus autores⁴ en 1997. También es de vasta utilización el modelo de Cox, Ross y Rubinstein⁵ (coloquialmente denominado **modelo binomial**). La intención del presente trabajo no es adentrarse en el cálculo de los precios de las opciones, aunque sí considero necesario explicar brevemente qué variables influyen, y de qué forma, en los precios de las opciones.

Se debe especificar entonces una nueva clasificación. Se denomina una opción *Call in the money*, cuando el Precio de Ejercicio es inferior al precio del activo subyacente. Se denomina *at the money* cuando el Precio de Ejercicio y el precio del activo subyacente son iguales. Se denomina *out of the money* cuando el Precio de Ejercicio es superior al precio del activo subyacente. Lo contrario ocurre con el Put, el cual se denomina *in the money* cuando el Precio de Ejercicio es superior al precio del activo subyacente, y *out of the money* cuando es inferior.

En principio, el precio de una opción incorpora dos valores. Un *valor intrínseco* y un *valor tiempo*.



El *valor intrínseco* de una opción sólo existe cuando la opción está *in the money*, y es la diferencia entre el Strike Price (o Precio de Ejercicio) y el precio del subyacente. Una vez que la opción se encuentra *at the money*, el valor intrínseco deja de existir.

El *valor tiempo* de una opción se deduce del riesgo generado por el plazo de tiempo que transcurra antes del vencimiento de la opción. Mientras mayor sea el plazo, mayor es el riesgo y por lo tanto mayor debe ser el precio de la opción para estar en equilibrio. El valor tiempo de la opción es mayor cuando está *at the money*, y menor cuando está *in the money* y *out of the money*. Se puede observar además que el valor tiempo es el mayor cuando la opción está *at the money*.

⁴ Fischer Black y Myron Scholes, junto a Robert Merton

⁵ John Carrington Cox, Stephen Ross y Mark Rubinstein idearon este modelo basado en un proceso binomial multiplicativo, que tiene ciertas características similares al modelo de Black -Scholes.

Por naturaleza, entonces, las opciones son más caras mientras más *in the money* estén, y más baratas mientras más *out of the money* estén.

Además del plazo y del Precio de Ejercicio, consideradas variables *endógenas*, existen otras variables, denominadas *exógenas*.

Opciones Variables	CALL	PUT
Precio del Subyacente	+	-
Volatilidad	+	+
Dividendos	-	+
Tipo de Interés	+	-

Fuente: *Opciones Bursátiles* - Monserrat Casanovas

Precio del activo subyacente: mientras mayor sea, mayor será el precio del Call, y menor será el precio del Put. Mientras menor sea, menor será el precio del Call, y mayor será el precio del Put.

Dividendos: Cuando se distribuye un dividendo en efectivo, la cotización de la acción baja. Si bien el pago del dividendo no tiene efectos directos sobre el valor de las opciones, si lo tiene sobre la acción. Si la cotización del activo subyacente disminuye, el valor de las opciones de compra disminuye, y el valor de las opciones de venta aumenta.

Tipo de Interés: La relación entre el tipo de interés y el precio de las opciones se explica de la siguiente forma. Cuanto mayor sea el tipo de interés, menor es el valor actual del Precio de Ejercicio, y por lo tanto, mayor el precio del Call y menor el precio del Put. De todas formas, el impacto del tipo de interés en el precio de las opciones es minúsculo en comparación con las demás variables.

La Oferta y la Demanda: Las leyes de oferta y demanda también alteran el precio de las opciones. Por supuesto, a mayor demanda el precio sube, y a mayor oferta el precio baja.

Volatilidad: Es la variante crucial y la más difícil de calcular. Lamothe⁶ la define como “*el posible rango de las variaciones del precio del subyacente*”. Mientras mayor sea, mayor será el precio de las opciones, en este caso ambas. Esto es así porque una mayor volatilidad implica un mayor riesgo para la parte vendedora del contrato, y una mayor ganancia potencial para el comprador. Para equilibrar ese riesgo, el precio de la opción sube.

Cabe destacar las palabras de Lamothe cuando dice que “*si el subyacente es poco volátil, los agentes que acuden al Mercado a cubrir riesgos, no tendrán ningún incentivo para comprar opciones. La especulación con opciones no tiene ningún sentido en un Mercado de baja volatilidad. Es decir, las opciones y la volatilidad están íntimamente unidas*”.⁷

⁶ LAMOTHE, Opciones Bursátiles y Productos Estructurados, pág. 55.

⁷ *Ibíd.*, pág. 132.

Existen dos clasificaciones de volatilidad: la *volatilidad histórica* y la *volatilidad implícita*.

La **volatilidad histórica** es la volatilidad de un activo subyacente elaborada a partir de series históricas de precios. Generalmente se utilizan los precios de cierre de ruedas de los subyacentes. El tiempo que se utiliza para determinar matemáticamente la volatilidad histórica está sujeto a la interpretación del inversor; por regla general, se suele utilizar el mismo tiempo de estudio que el tiempo de vida de la opción que se quiere analizar. De todas formas, su interpretación depende de los distintos Mercados y culturas.

La **volatilidad implícita** por otro lado, refleja las expectativas del *Mercado* sobre cuál será la volatilidad de la opción hasta la fecha de vencimiento de la misma. Por esta razón, se la considera una 'volatilidad natural del Mercado'. Esta variable cambia constantemente, porque se fundamenta en la información de todo tipo que aportan de forma constante los agentes económicos que tienen injerencia en el Mercado. Esa información cambia, se crea, descubre, y se transmite a cada segundo, de acuerdo a las expectativas del Mercado en cada visión particular, y es por ello, que la volatilidad implícita se ve alterada de forma constante, reflejando nuevos elementos de información marginal a cada momento.

La Cámara de Compensación

Las Opciones Bursátiles en los Mercados organizados, están estandarizadas. Es decir, el tipo de opción, su fecha de vencimiento y el Precio de Ejercicio se encuentran preestablecidos. En los Mercados OTC (Over the Counter), no ocurre lo mismo. Lamothe explica que en los Mercados OTC "los contratos se negocian de forma bilateral, y el riesgo de incumplimiento es asumido por ambas partes." Además, la fluctuación de los precios en los Mercados OTC es libre, mientras que en los Mercados organizados pueden existir precios mínimos y/o máximos.

Mercado Organizado



Fuente: *Opciones Bursátiles y Productos Estructurados* - Lamothe

Mercado OTC



Fuente: *Opciones Bursátiles y Productos Estructurados* - Lamothe

Como puede observarse, la diferencia básica radica en la existencia de una **cámara de compensación**, cuya principal función es asumir el riesgo de contrapartida en caso de incumplimiento por parte de aquellos que hayan comercializado un contrato en el Mercado organizado.

La cámara de compensación actúa de la siguiente manera: en el supuesto de incumplimiento de una de las partes, se le facilita a la otra el activo por el cual existe la disputa, y luego de haber satisfecho la demanda de la parte perjudicada, carga judicialmente contra la parte incumplidora. De esta forma se libera de la acción judicial a la parte que se ha visto afectada por el incumplimiento de su contraparte. En otras palabras, *“la cámara asegura a los operadores que sus derechos podrán ser ejercidos con independencia de la situación financiera de la contrapartida”*.⁸

Existen además, algunas diferencias esenciales entre ambos Mercados.

Características	OTC	Organizados
1. Términos del contrato.	Ajustado a necesidades de ambas partes.	Estandarizados.
2. Lugar del mercado.	Cualquiera.	Mercado específico.
3. Fijación de precios.	Negociaciones.	Cotización abierta.
4. Fluctuación de precios.	Libre.	En algunos mercados existen límites.
5. Relación entre comprador y vendedor.	Directa.	A través de la cámara de compensación.
6. Depósito de garantía.	No usual.	Siempre para el vendedor.
7. Calidad de cobertura.	A medida.	Aproximada.
8. Riesgo de contrapartida.	Lo asume el comprador.	Lo asume la cámara.
9. Seguimiento de posiciones.	Exige medios especializados.	Fácil (prensa económica).
10. Regulación.	No regulación en general.	Regulación gubernamental y autorregulación.
11. Liquidez.	Escasa en muchos contratos.	En los mercados consolidados, amplia.

Fuente: *Opciones Bursátiles y Productos Estructurados* - Lamothe

Es importante mencionar que aquellos que utilizan este tipo de Derivados en los Mercados organizados deben colocar un llamado **depósito de garantía**, que es en definitiva un depósito cuyo valor es establecido de manera proporcional por la misma cámara, y cuya única finalidad es compensar un margen de incumplimiento frente posibles fluctuaciones en el precio de las opciones. No considero de valor para el presente trabajo, involucrarnos en cómo se calculan esos depósitos, pero sí creo inevitable entender que éste depósito conlleva un costo de oportunidad.⁹

Siempre tiene que existir un equilibrio lógico entre la ganancia del Broker y la del Inversor: cuando se acercan significa que el Volumen debió haber sido superior, que el activo subyacente era poco sensible a variaciones de precio, que por querer asumir escaso riesgo, los Strikes están demasiados alejados del spot o que el vencimiento es demasiado extenso, o todas en forma simultánea.

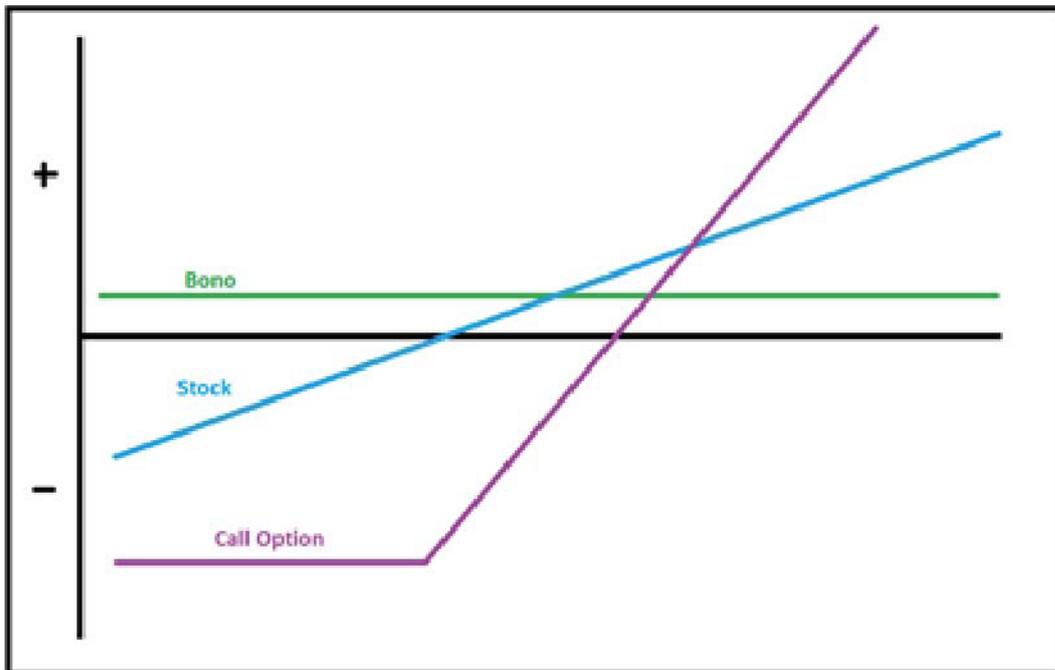
Apalancamiento

Se entiende por **apalancamiento financiero** al rendimiento potencial de los activos, comparado con la inversión inicial en los mismos. El efecto apalancamiento de las opciones es la cualidad que las hace indudablemente atractivas a los inversores y especuladores. Las altas rentabilidades que se pueden obtener, por supuesto, se equilibran por el riesgo que asumen. A mayor apalancamiento, mayor riesgo.

⁸ *Ibíd.*, pág. 7.

⁹ Se entiende como costo de oportunidad a aquello a lo que se renuncia al elegir un determinado curso de acción. Si bien su medición es difícil, dado que los seres humanos actuamos con información imperfecta, el costo de oportunidad será aquel que determine subjetivamente el actor de acuerdo a lo que él estime que está renunciando, implícita ó explícitamente.

Para entender mejor el concepto de apalancamiento, a continuación se explica mostrando las distintas posibilidades de inversión y sus respectivas rentabilidades.



Fuente: Elaboración propia, basada en *Investments* - Marcus, Bodie y Kane.

En el gráfico anterior se comparan tres alternativas distintas. Bonos, acciones de una empresa XYZ y opciones sobre estas acciones.

Los **bonos** tienen una rentabilidad fija, por eso en el gráfico corresponde a una línea recta. Sin importar el movimiento de las acciones XYZ, la rentabilidad del bono será la misma; se maneja con independencia del valor de las acciones.

Las **acciones** tienen una rentabilidad variable, de acuerdo al movimiento de su cotización. Si el movimiento de la acción XYZ es negativo, también lo será la rentabilidad de nuestra inversión, y viceversa. La diferencia fundamental con el bono, es su riesgo. Si bien el potencial de ganancias es mayor, el potencial de pérdidas también.

Las **opciones**, a modo de ejemplo un Call sobre las acciones XYZ, tienen aún más riesgo. Si el movimiento de las acciones XYZ es negativo, neutro, o no lo suficientemente positivo a lo largo de la vida de la opción, el inversor habrá perdido dinero. Sin embargo, si sube lo suficiente, el inversor tiene un potencial de ganancias muy alto, muchísimo mayor que el otorgado por la compra del activo subyacente. Este efecto financiero se denomina *apalancamiento*, y juega para los ambos lados. En la práctica, en muchos casos ni siquiera hace falta que el precio del activo subyacente sea mayor que el Precio de Ejercicio; con una aproximación moderadamente brusca de aquél hacia éste, es posible que el valor tiempo de la opción OTM ofrezca un grado alto de apalancamiento, sin aún tener el precio de la opción, valor intrínseco.

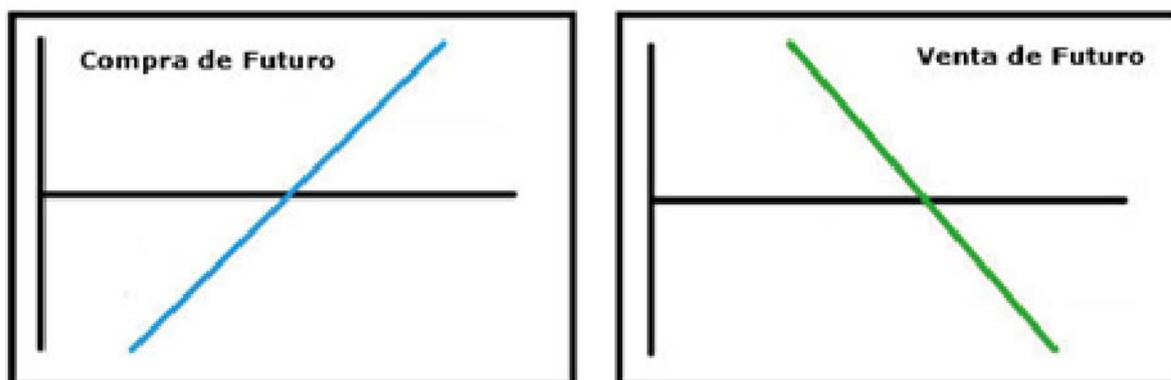
Por ejemplo, en caso de que la acción XYZ se mantenga igual, se estará perdiendo el 100% de la inversión en opciones; si se hubieran comprado las acciones de forma directa, el resultado hubiera sido neutro; y si se hubiera invertido en bonos, se habría asegurado una rentabilidad mínima positiva.

Futuros y Forwards

El *futuro* es un contrato entre dos partes mediante el cual **ambas** tienen la *obligación* de comprar o vender un determinado activo a un precio establecido, en una fecha establecida.

Esto ocurre al contrario de las Opciones Bursátiles, en donde la parte vendedora tiene la *obligación* de vender si el comprador ejerce la opción, mientras que el comprador tiene el **derecho** - *pero no la obligación* - de ejercer la opción.

Existen dos tipos de erogaciones en la comercialización de estos tipos de Derivados. En primer lugar, se debe depositar un margen de seguridad, de la misma forma que se realiza en el caso de opciones, a la cámara de compensación. La cámara de compensación tiene la misma función que para los contratos de opciones. En segundo lugar, La diferencia entre los contratos de futuros y forwards es que los primeros se comercializan en los Mercados organizados, y los segundos en los Mercados OTC. En el caso de los forwards, si bien para ellos no existe un mecanismo donde actúe una cámara de compensación, tienen como cualidad principal la flexibilidad, ya que no son contratos preestablecidos como los futuros. Esto quiere decir que pueden negociarse abiertamente los precios, fechas y diferentes características entre las partes que quieren firmar el contrato.



Fuente: *Options as a Strategic Investment* - Lawrence McMillan

Entre los futuros y las opciones pueden construirse interesantes combinaciones, algunas de las cuales se tratarán más adelante. Muchas de ellas sin embargo se dejarán de lado, de forma que las conclusiones que se extraigan con las combinaciones simples pueda extrapolarse a aquellas combinaciones más complejas.

Acciones

*“Las acciones son valores negociables de renta variable que representan la fracción o parte alícuota mediante la cual un persona física o jurídica participa en el capital social de una sociedad anónima o comercial por acciones.”*¹⁰ Al poseedor o tenedor de las acciones se lo denomina accionista, el cual tiene un conjunto de derechos y obligaciones inherentes a su estado como tal, para con la sociedad de la cual es accionista. Algunos de estos derechos pueden ser, por ejemplo, a participar en el control y gobierno de la sociedad; al dividendo; a la cuota de liquidación; a convocar asamblea, etc.

Pueden clasificarse los distintos tipos de acciones.

Acciones ordinarias: otorgan dos tipos de derechos: el derecho a voto, y el derecho económico a poseer parte de la sociedad, y por lo tanto, ser parte de sus resultados.

¹⁰ TAPIA, PLANAS Y CUNIOLO, Mercado de Capitales, pág. 99.

Acciones preferidas: la diferencia con las ordinarias es que presentan una ventaja preferencial para sus tenedores.

Acciones de participación: solo otorgan derecho a participar del capital pero no derecho a voto.

Acciones rescatables: aquellas susceptibles de ser recompradas por la sociedad que las emite.

Acciones no rescatables: no pueden ser rescatadas, a no ser del caso excepcional de una reducción de capital por parte de la sociedad emisora.

El accionista busca obtener su rentabilidad a través de la valoración de las acciones que posee, es decir, de la misma empresa, de modo que pueda obtener un beneficio empresarial a través de la diferencia entre el precio de la acción al momento de su compra y al momento de su venta. El valor de la acción está determinado, a largo plazo, por la corriente de flujos futuros, descontados por el tipo de interés hacia el presente. En otras palabras, el precio de la acción tiende a ser la sumatoria de los valores actuales de los flujos de fondos futuros de la firma. Este criterio es el que se utiliza en el value *investing*, o **análisis fundamental** sobre los precios de las acciones, mientras que si se desea invertir a corto plazo, se dispone del **análisis técnico**, una metodología basada en el cortísimo plazo que busca, mediante modelos matemáticos/estadísticos e información relevante (por ejemplo, de expectativas o políticas) obtener beneficios entre las diferencias diarias o *intradíarias* de los precios de las acciones.

Dividendos

Si bien se ha aclarado anteriormente la naturaleza del dividendo sobre el valor de las Opciones, se considera relevante precisar tenuemente su clasificación.

Dividendos en efectivo

Cuando se decide repartir dividendos en efectivo, i.e., repartir los resultados de la empresa de forma proporcional a la tenencia de acciones, se procede a "dividir" o cortar la acción. La acción entonces se fracciona en dos partes: la acción propiamente dicha, con los mismos derechos y obligaciones; y el *cupón*, que da el derecho al cobro del dividendo. A esta acción se la denomina *cortar cupón*. Se realiza generalmente con una antelación de 72 horas, por lo que puede observarse una baja en la cotización de la acción, proporcional al monto que se reparte en dividendos.

*"Al acercarse el momento en el que una empresa va a pagar sus dividendos, existe un valor implícito incluido en la cotización de la acción, que formaba parte de la misma y de su precio. Esto se debe a la estimación de los dividendos que se calculan que se van a distribuir. La cotización diaria incluye, entonces, el dividendo estimado desde la última distribución y el momento de la cotización. Es por ello que, una vez que la acción corta cupón, su cotización se ve disminuida, al igual que el valor libro de la misma. La distribución de dividendos en efectivo puede anunciarse entonces como un porcentaje del valor nominal de la acción o como un importe a cobrar."*¹¹

Desdoblamiento de acciones

Se denomina *split*, o *desdoblamiento*, a la decisión empresarial de aumentar el número nominal de acciones sin alterar el monto real del capital que las sustenta. Es decir, como el capital queda invariable, se *divide* ese capital entre un mayor número de acciones, que tienen un menor precio.

*"Un split ordinario no representa ninguna variación de valor para los propietarios de acciones, pero en la práctica puede constatarse que este desdoblamiento de acciones tiene a accionistas más pequeños a invertir en ellas debido al precio más bajo que tiene cada acción. Este juego de oferta y demanda, incrementaría la capitalización bursátil de la empresa en virtud de la mayor demanda de acciones."*¹²

¹¹ *Ibíd.*, pág. 104.

¹² *Ibíd.*, pág. 105.

Al proceso contrario, es decir, al aumento de la cantidad de acciones manteniendo invariable el capital que las sustenta, se denomina *reverse split*. En otras palabras, “*el precio de la acción se incrementará pero el patrimonio de la empresa permanecerá constante, por lo que cada accionista seguirá siendo propietario en la misma proporción que poseía antes del proceso, de la misma forma que en un split ordinario.*”¹³

Un split puede utilizarse, por ejemplo, para facilitarle el acceso a las acciones a los pequeños inversores, mientras que un reverse split puede utilizarse como estrategia de imagen, mostrando las altas cotizaciones de sus acciones.

Dividendos en acciones

“*La decisión de distribuir dividendos en acciones puede verse como dos decisiones conjuntas: una distribución de dividendos en efectivo, con la inmediata suscripción de nuevas acciones emitidas por la empresa.*”¹⁴ El proceso es similar al de los dividendos en efectivo, en efecto, el capital social sigue siendo el mismo. La diferencia es que los dividendos se transforman inmediatamente en nuevas acciones, que compensan proporcionalmente la caída en la cotización de las acciones. El número de acciones aumenta, aunque sin alterar el capital social de la empresa, mientras que el accionista mantiene el mismo patrimonio.

Riesgo

Se entiende por *riesgo*, en su sentido amplio, a la contingencia o proximidad de un daño; el riesgo se desagrega en dos componentes: la frecuencia y la intensidad, entendiéndose la primera como la probabilidad de que ocurra un suceso (mientras menor sea el tiempo que transcurre entre los sucesos, mayor será el riesgo); y la segunda como el grado de *impacto* del suceso al momento de ocurrencia.

El ser humano prefiere, a igualdad de circunstancias, alcanzar sus fines con la mayor certidumbre posible. Este axioma demuestra la manifestación del **principio de aversión al riesgo**, por el cual, para que un individuo renuncie a un fin que alcanzará certeramente, por otro sobre el cual tiene incertidumbre o inseguridad, para renunciar a aquel, éste deberá presentar un mayor valor, subjetivamente, para la persona. En otras palabras: a mayor riesgo, mayor valor compensatorio, o como se manifiesta en este caso, mayores ganancias potenciales.

A efectos de analizar que riesgos se cubren mediante la utilización de Derivados, se entiende al riesgo como la exposición a la incertidumbre sobre los posibles resultados de una inversión. Mientras mayor sea esa incertidumbre, mayor será el riesgo asumido.

Se expone aquí principalmente el **riesgo precio**. Se entiende por éste al riesgo a la variación de los precios de los activos financieros. Estos activos pueden ser acciones, metales, índices bursátiles, tasas de interés, u otros Derivados financieros. En el caso particular de las divisas, se denomina **riesgo cambiario**.

Se define entonces al riesgo cambiario como la posibilidad de fluctuación del valor de las divisas extranjeras, con respecto a la moneda nacional. Existen ciertos tipos de exposición a esta variable.

- Exposición de transacción: se produce cuando un individuo o empresa tiene que cambiar una moneda por otra. Los importadores y exportadores son aquellos que se ven por la naturaleza de sus negocios más afectados a este tipo de riesgo.
- Exposición contable: surge en el caso de las multinacionales, cuando tienen que traspasar el valor contable de sus subsidiarias a la moneda de la casa matriz, solo a efectos de confección del balance.

¹³ *Ibíd.*, pág. 106

¹⁴ *Ibíd.*, pág. 106

DESARROLLO

Mercado de Cambio

En Argentina, el dólar es la divisa extranjera principal contra la que se comparan las fluctuaciones del valor del peso. Argentina tiene actualmente un tipo de cambio fijo con flotación sucia.

Con la utilización de un tipo de cambio fijo, se reduce el riesgo cambiario a corto plazo, lo que le ofrece al empresario la posibilidad de un mejor planeamiento de sus negocios e inversiones, promoviendo el comercio internacional. Por otro lado, evita la utilización de la política monetaria como instrumento para *manejar* la economía. Si el gobierno quiere mantener un tipo de cambio fijo, no puede permitirse emitir dinero de manera compulsiva, ya que la inflación que generaría tarde o temprano le haría depreciar o devaluar su moneda.

Cuando el Estado emite dinero con el objetivo de financiar su excesivo¹⁵ gasto público, es decir, un déficit fiscal que debe costearse de alguna forma, genera irremediamente inflación, una *pérdida de poder adquisitivo* que por supuesto afecta a la población en general (considerando que existen privilegiados favorecidos por los mecanismos de la expansión crediticia¹⁶) generando descoordinaciones en los precios relativos.

Este comportamiento ha sido recurrente a lo largo de la historia reciente de Argentina, como puede observarse en el gráfico debajo. Los déficits fiscales han formado parte de la economía argentina durante la mayor parte de los últimos 50 años.



Fuente: Gráfico elaborado por José Luis Espert, de *Grupo Consultor Espert*

¹⁵ Y a mi criterio, irresponsable e incomprensiblemente persistente.

¹⁶ El dinero no se inyecta al mismo tiempo a todas las capas de la sociedad, por lo que aquellos que en primer lugar disponen del nuevo dinero, pueden aprovechar su privilegiada situación, ya que los precios de Mercado aún no reflejarían esa nueva inyección monetaria. Para una correcta interpretación de los efectos de expansión monetaria en la estructura productiva, y los mecanismos de inyección de dinero en el Mercado, ver JESÚS HUERTA DE SOTO, *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*, especialmente los capítulos V y VI.

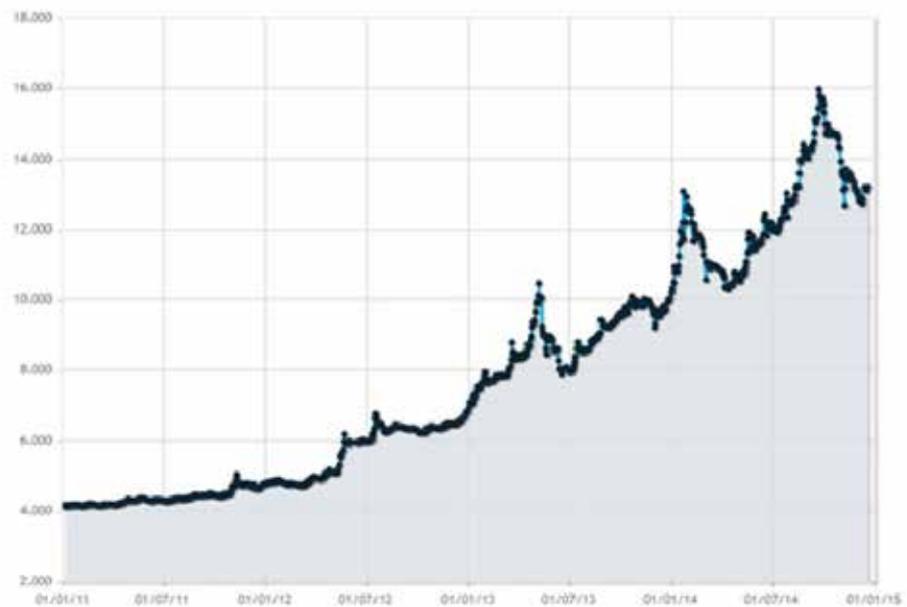
La inflación generada presiona sobre el tipo de cambio: si los bienes locales son más caros y los bienes extranjeros han mantenido su precio constante, el Mercado tenderá a aumentar su importación y disminuir sus exportaciones. A igualdad de circunstancias, un aumento de demanda de dólares empuja hacia el alza al tipo de cambio. El sostenimiento del tipo de cambio actúa como un control de precios, en este caso un *precio máximo* para el dólar, y un *precio mínimo* para el peso, lo que significa que inevitablemente habrá un **exceso de demanda de dólares**, y un **exceso de oferta de pesos**.¹⁷

Se puede observar, siguiendo estos razonamientos, el comportamiento del dólar en los siguientes gráficos.

Tipo de cambio y Reservas del BCRA

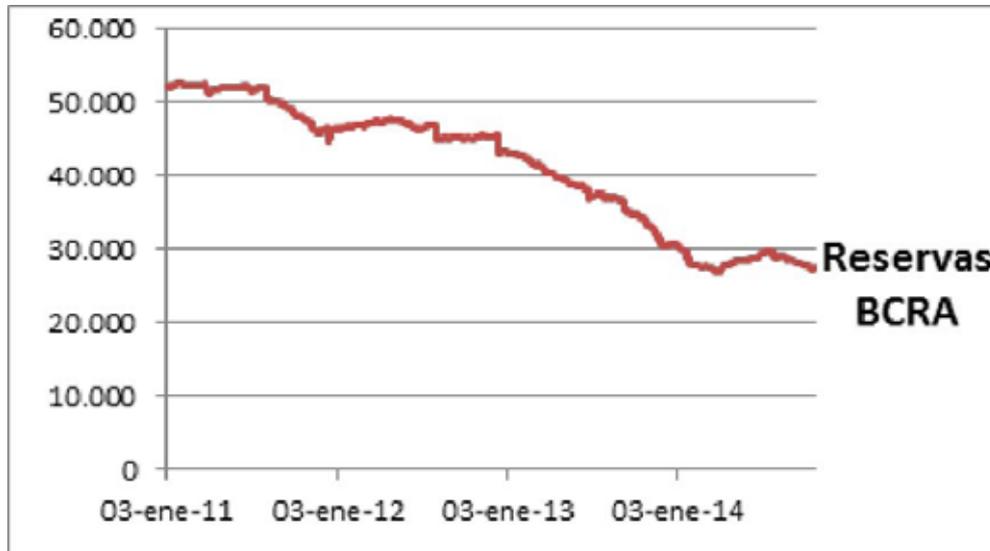


Dólar oficial (Q1 2011 / Q4 2014) Fuente: Ámbito Financiero; edición online



Dólar informal (Q1 2011 / Q4 2014) Fuente: Ámbito Financiero; edición online

Como puede observarse, el peso fue depreciándose lentamente dibujando una curva ascendente hasta enero de 2014, cuando sufrió una fuerte devaluación. Para mantener el tipo de cambio por debajo del de equilibrio, el Estado debe abastecer la demanda insatisfecha de dólares. Para ello ha estado utilizando las reservas del Banco Central. Cabe destacar que en el periodo de tiempo del siguiente gráfico hubo tres presidentes para la entidad monetaria (Marcó Del Pont; Fábrega; Vanoli).



Fuente: BCRA, cifras oficiales.

Estos datos históricos recientes, acompañados además de la persistencia en las políticas económicas, refuerzan la tendencia y el pensamiento de que el peso seguirá depreciándose.



Fuente: Paper elaborado por el Lic. Fernando Camusso

¿Cómo puede una empresa o un particular cubrirse frente a las fluctuaciones del tipo de cambio?

Particularmente en este caso, **en Argentina no existen las opciones sobre divisas**. El instrumento apropiado (en este caso, el único) para estas coberturas son los *futuros sobre dólar*, o *dólar futuro*. Estos instrumentos permiten la cobertura frente al *riesgo cambiario*, de manera que una pérdida por la fluctuación en el precio del activo subyacente, en este caso la divisa extranjera, sea compensada con la

ganancia del Derivado. En el caso de ser una empresa importadora, la cobertura se realizará con futuros de compra, mientras que en el caso del exportador, con futuros de venta.

Esta acotación de las posibilidades de cobertura no contribuye a la eficiencia. Lamothe explica¹⁸ que *“frente a una opinión frecuente de que las opciones son un instrumento caro de cobertura (...), la cobertura sistemática de riesgos con opciones, frente a la cobertura con futuros o contratos forward, produce mejores resultados en épocas de fuerte inestabilidad de precios (...).”*

Esto se entiende lógicamente desde el punto de vista de la comparación entre futuros y opciones como instrumentos adaptables. Las opciones teóricamente presentan amplias posibilidades de inversión de acuerdo al perfil del inversor, a su intuición sobre los movimientos del Mercado, y al riesgo que quiera asumir. Esa gama de posibilidades nunca podría ser sustituida de forma eficiente por un sólo instrumento, como es el futuro o el forward. Cabe aclarar que en realidad, los futuros pueden ser considerados, en realidad, como opciones articuladas de forma sintética - claro, con la diferencia de las comisiones pagadas - por lo que si un inversor no tiene acceso al Mercado de futuros de tal activo, podría en teoría optar por utilizarlo *sintéticamente* a través del Mercado de Opciones. Sin embargo, en el Mercado actual se ve imposibilitado de hacerlo ante la insuficiencia de alternativas.

Sobre la utilización de estos instrumentos:

- Se reduce la variabilidad del ingreso a través del tiempo y mejora la planificación económica de la empresa.
- Es posible (y común) que la cobertura no sea sobre el total del activo subyacente; es decir, que cierta parte de los activos quedan sin cobertura frente al riesgo.
- Las limitaciones que se presentan al ser la parte vendedora de futuros, es que se pierde la posibilidad de obtener una ganancia mayor, a costa por supuesto de asegurar un precio mínimo de venta.
- El Mercado de Divisas es notoriamente el menos volátil de los Mercados de Capitales, pero el que más depende de las intervenciones del Estado en la economía.
- La inmovilización de capitales destinados al depósito de garantía para los contratos de futuro representan un *costo de oportunidad* al no poder ser utilizados para otro proyecto.
- En el caso de los commodities, como ser la soja, el maíz y el trigo, existen coberturas determinadas con contratos de futuros y forwards. Probablemente, debido a la importancia del negocio, la incertidumbre de los precios de los commodities, y las constantes intervenciones estatales (especialmente impositivas y de expropiación), sea el sector industrial donde se encuentra más desarrollado el Mercado de Derivados, especialmente por la utilización de futuros sobre dichos granos.
- Como cualquier Mercado de cierta magnitud, se esperaría que se detectaran y anularan todas las posibilidades de arbitraje, dadas la cantidad de participantes en el Mercado y los sistemas tecnológicos utilizados, esperando a que ocurra alguna oportunidad para arbitrar y obtener una ganancia sin riesgo.
- El BCRA: hay una característica fundamental de los Mercados Cambiarios que los hacen tender a la ineficiencia, ésta es la influencia e **intervención de los Bancos Centrales**. El motivo es que las acciones de dependencias gubernamentales no están orientadas a obtener una ganancia, lo que podría afectar el carácter del Mercado. Es posible esperar que surjan oportunidades de ganancias por apostar en contra de los bancos centrales, generalmente cuando los gobiernos intentan sostener un determinado tipo de cambio, a pesar de que el Mercado esté convencido de que es insostenible. Como consecuencia, son probables las devaluaciones y corridas cambiarias, como es recurrente en el ejemplo argentino.

La utilización de Derivados financieros, en su concepción general, depende en gran medida de las restricciones y regulaciones que existan en el Mercado cambiario. A saber, existe una fuerte presión contra

¹⁸ Opciones Bursátiles y Productos Estructurados, pág. 28.

la dolarización, por ejemplo mediante el aún existente cepo cambiario, restricciones para fugar capitales del país, y una infinidad de regulaciones, que no contribuyen a aumentar la inversión (y por lo tanto, la utilización de Derivados), sino todo lo contrario¹⁹.

Mercados de Opciones

Es momento de diferenciar los tres diferentes tipos de actores de los Mercados de Opciones.

Los hedgers²⁰: son aquellos que utilizan los Derivados como instrumentos de cobertura frente a algún riesgo, preferentemente contra la fluctuación de la cotización del activo subyacente del cual generalmente tienen posesión. Por ejemplo, los productores buscarán cubrirse ante fluctuaciones negativas de los precios de ventas de sus productos en stock (especialmente en el caso de commodities); los importadores buscarán protección frente al alza del tipo de cambio; los exportadores la buscarán frente a una baja del tipo de cambio. Existe una amplia variedad de posibilidades que surgen de la combinación de las estrategias básicas, de acuerdo a los objetivos que persiga aquel que se quiera cubrir.

Los especuladores: son aquellos que interactúan en el Mercado atraídos por el efecto apalancamiento y las posibilidades de ganancia que ofrecen las opciones, y por la amplia gama teórica de combinaciones, adaptables de acuerdo al perfil de cada inversor y a su nivel de aversión al riesgo. Están representados por los **position traders** y los **daytraders**, aquellos que manejan posiciones de acuerdo al *análisis fundamental* o al *análisis técnico*, respectivamente. Por supuesto, cualquier persona puede especular sin tener conocimientos del Mercado, simplemente con una corazonada o la intuición de creer saber hacia dónde se moverá el Mercado, y lo que es más importante, cuando lo hará.

Así se sostiene que, en palabras de Jorge Neira Videla, *“los especuladores contribuyen a darle liquidez al Mercado, y es así que no se debe olvidar que la especulación forma parte de uno de los procesos fundamentales que determinan la eficiencia de los Mercados (...). Especular es asimilar e internalizar información sobre algún activo, evaluando y procediendo respecto al posible precio que ese activo tendrá en el futuro, asumiendo además una inversión en riesgo. La especulación permite que el nivel de precios de los activos en los Mercados incorporen el resultado de la inversión de análisis realizado por los especuladores, logrando en mejor forma que los Mercados aumenten su eficiencia.”*²¹

Los arbitrajistas: son aquellos que buscan obtener beneficios *risk-free* a través de compras y ventas simultáneas en dos o más Mercados. En la jerga se los conoce como *scalpers* o *spreaders*. Lo hacen gracias a una disponibilidad de recursos muy grandes de modo que pueden aprovechar pequeñas ineficiencias con el mayor beneficio posible, además de pagar pequeñas o nulas comisiones. De alguna forma, al arbitrar con diferentes instrumentos, contribuyen a mantener la eficiencia en la cotización de los diferentes activos en los Mercados.

La especulación y el arbitraje forman parte del mismo concepto: **la coordinación entre distintos Mercados, y la estabilización de los precios**. Se puede entender la especulación como una acción *inter-temporal* (es decir, una coordinación de recursos entre distintos momentos del tiempo) y al arbitraje como una acción *intratemporal* (es decir, una coordinación de recursos entre distintos espacios o Mercados).

Una persona (tanto física como jurídica) puede cubrirse de diferentes formas frente a los movimientos adversos en la cotización de los activos bursátiles que posea. De hecho, tiene a disposición teórica una amplia gama de posibilidades de acuerdo a su aversión al riesgo, a sus previsiones sobre el Mercado, y si tiene posesión del activo subyacente o no. Marcus, Kane y Bodie describen al analizar los protective Puts, que *“despite the common perception that ‘derivatives mean risk’, derivative securities can be used effectively for risk management”*.

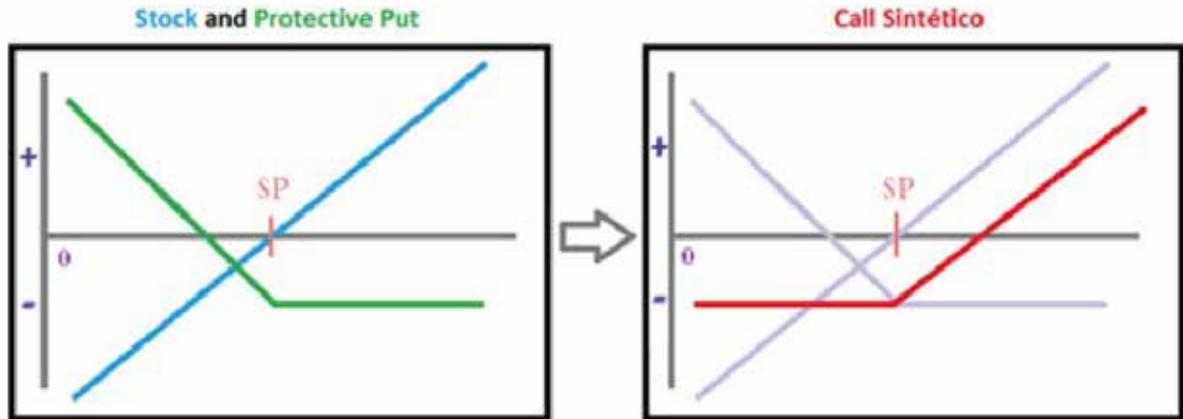
¹⁹ Un buen resumen sobre este tipo de restricciones se encuentra en el siguiente link:

<<http://www.iprofesional.com/notas/179149-Cepo-stas-son-las-30-medidas-que-influyeron-en-el-sistema-cambiario-de-la-Argentina>>

²⁰ *Hedge* se traduce como *cobertura*.

²¹ *Uso de Derivados financieros: aplicación en los agro negocios*

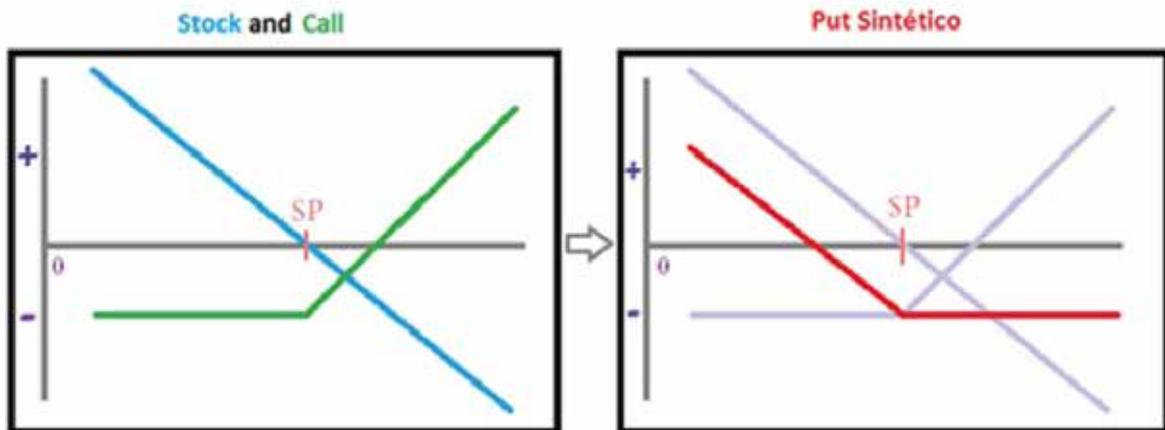
La más simple de todas las coberturas, cuando tiene posesión del activo subyacente, es el **Protective Put**.



Fuente: *Options as a Strategic Investment* - Lawrence McMillan

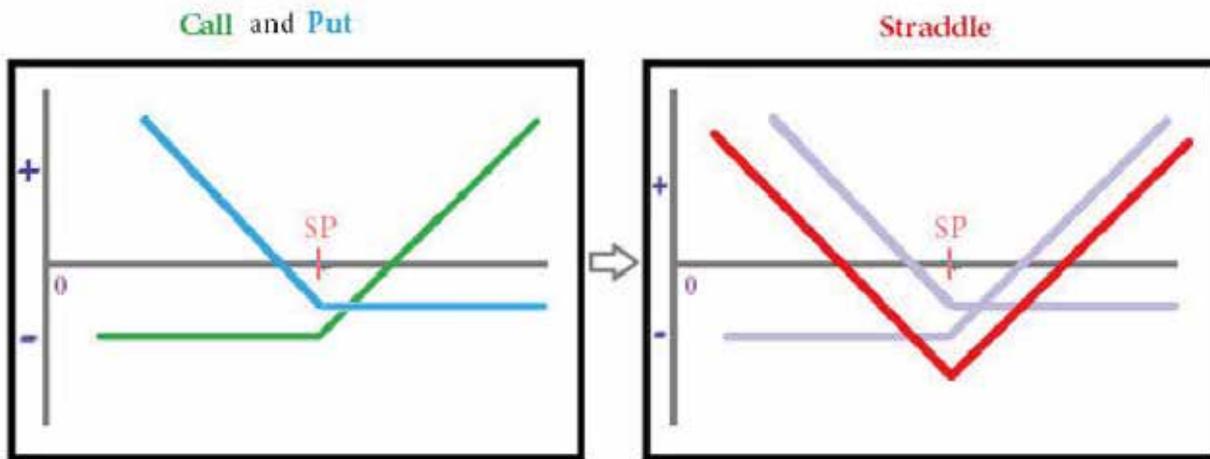
En este gráfico se observa como frente a una baja en la cotización del activo, el comprador de un Put se cubre de la pérdida que le genera esa baja en el precio con la ganancia obtenida por la utilización del Derivado. De ésta forma, lo que se logra es limitar el potencial de pérdidas, a costa de potenciales menores ganancias. La diferencia entre las ganancias potenciales en una posición con cobertura, y una sin cobertura, es la prima pagada por la opción.

También otro tipo de posibilidad de cobertura corresponde a lo que se puede observar en los gráficos siguientes. En este caso, el vendedor del activo estaría obteniendo ganancias en caso de que la cotización del activo baje, y pérdidas si sube. Como cobertura, puede comprar Calls que compensen ese potencial de pérdidas, a costa de una menor ganancia potencial. Es el *espejo* de la estrategia anterior.



Fuente: *Options as a Strategic Investment* - Lawrence McMillan

Ejemplificando alguna estrategia más, el Straddle es bastante atractivo cuando abunda la incertidumbre. Para construir un Straddle es necesario comprar un Call y comprar un Put al mismo Strike Price, de modo que puedan existir beneficios tanto con un fuerte movimiento al alza, o con un fuerte movimiento a la baja, del activo subyacente. Si el precio éste permanece relativamente neutral, se perderá la inversión. Es por ello que es atractivo para cuando el inversor estima que ocurrirá un gran movimiento pero desconoce cuál de ambos caminos tomará el precio del activo subyacente.



Fuente: *Options as a Strategic Investment* - Lawrence McMillan

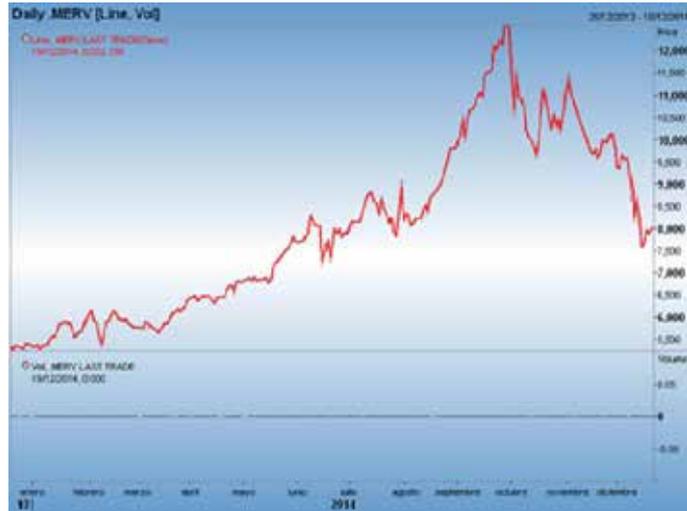
Cuando el Mercado no acompaña a una Estrategia elegida, hay que tener un Plan alternativo diseñado en forma anticipada para cada una de las Estrategias. Así, las opciones se convierten en un complejo árbol donde de forma anticipada pueden planificarse los cursos de acción de acuerdo a las circunstancias, y al riesgo que quiera asumirse o las ganancias que deseen obtenerse.

En la práctica, no parece factible poder realizar coberturas como las descritas. Tomando como ejemplos días aleatorios a lo largo del año, se puede observar de acuerdo a los datos de los informes diarios del IAMC, que se pueden observar en el Anexo II, que tanto los volúmenes como la cantidad de contratos de opciones de venta como son muy pobres. A modo de ejemplo, extraigo el siguiente gráfico: la columna marcada en rojo pertenece el volumen de los contratos operados al siete (7) de Enero del 2014, en pesos. Los \$ 30.716, el mayor volumen de aquel día para cualquier Strike Price, equivalía a aproximadamente a 3.500 dólares.

GGAL Cotización Subyacente: 1.950 Volatilidad Histórica del subyacente 60 meses: 28.55%												
GFOV7.00FE	0.035	6.00%	0.030	0.035	1.500	4.771	0.39%	0.060	-0.070	10.04%	51.10%	-0.049
GFOV7.50FE	0.070	40.00%	0.065	0.070	100	675	0.76%	0.120	-0.127	8.03%	48.69%	-0.091
GFOV8.50FE	0.170	29.17%	0.160	0.170	190	3.130	1.90%	0.380	-0.295	8.03%	37.63%	-0.230
GFOV9.00FE	0.410	-8.82%	0.400	0.450	726	30.716	4.56%	0.590	-0.397	6.01%	43.59%	-0.387
GFOV10.0FE	1.280	-0.19%	1.230	1.300	102	12.888	14.30%	1.151	-0.598	4.66%	69.00%	-0.570
PAMP Cotización Subyacente: 1.900 Volatilidad Histórica del subyacente 60 meses: 68.62%												
PAMV1.74FE	0.050	-	0.050	0.050	100	500	2.53%	0.060	-0.261	5.97%	53.03%	-0.222
PAMV1.84FE	0.200	29.00%	0.200	0.200	100	2.000	10.53%	0.121	-0.341	9.37%	100.70%	-0.354
PAMV2.34FE	0.370	-16.87%	0.370	0.370	52	1.110	16.47%	0.361	-0.666	3.66%	78.61%	-0.650
PAMV2.34FE	0.450	7.14%	0.450	0.450	10	450	23.66%	0.424	-0.718	3.22%	79.74%	-0.878

No existe suficiente liquidez en el Mercado de Opciones de Venta para poder utilizar coberturas de este tipo, o por lo menos para que empresas con capitales destinados a inversiones bursátiles puedan aplicar coberturas eficientes sobre sus activos de forma sustentable a lo largo del tiempo. Siendo las estrategias que se han descrito, las más sencillas con respecto a la cobertura de riesgos, es lógico extrapolar la misma conclusión a aquellas coberturas más complejas, de similares objetivos, que incluyan la combinación con otras opciones u otros Derivados financieros.

El Mercado de Opciones de Compra tiene más posibilidades comparado al Mercado de Opciones de Venta. La comparación de los cuadros muestra una proporción notoriamente mayor de Calls que de Puts. Esto es natural, dado que existe siempre una tendencia al alza a largo plazo de las bolsas de valores. En el caso argentino, el Merval ha subido desde 3.628,48 puntos en enero de 2011, hasta 11374 puntos en noviembre de 2014, lo que supone un alza de 315% en casi 4 años.



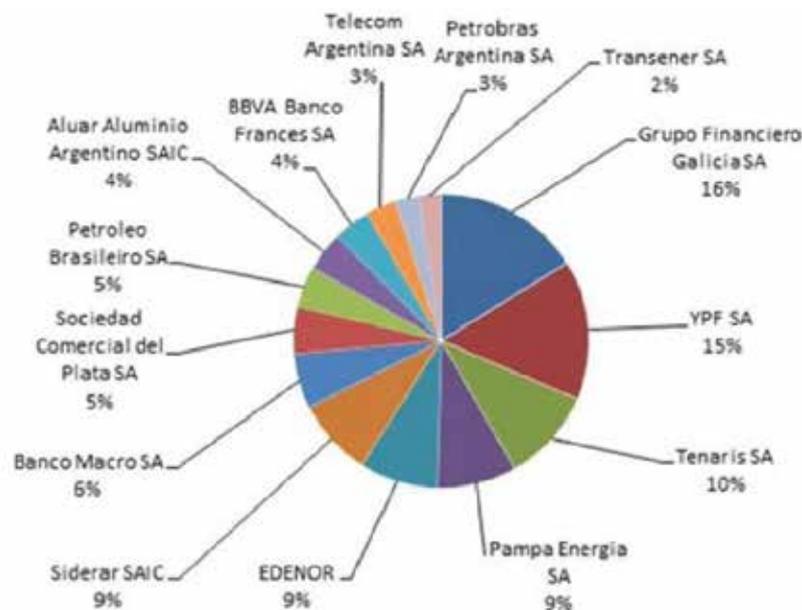
Merval - 01/01/2014 al 20/12/2014. Fuente: *Ámbito Financiero*; edición online

Es lógico pensar entonces que un Mercado alcista sea más atractivo que un Mercado bajista²². No solamente ocurre aquí, sino que es una regla general del Mercado de capitales. Las acciones - *renta variable* - deben rendir más que la renta fija por el simple hecho de que se asumen más riesgos, y por supuesto, el riesgo es proporcional a la tasa de retorno de la inversión.²³

De acuerdo a estas observaciones, es notable y preocupante falta de liquidez del Mercado de opciones argentino. Pero, ¿por qué no hay suficiente liquidez en el Mercado para realizar coberturas de forma eficiente?

En las encuestas realizadas, se nombraba a Grupo Financiero Galicia (GFG) como la acción en la que más se concentró el Mercado de Opciones. Esto concuerda con el gráfico siguiente, donde se puede observar la diferente composición porcentual de cada empresa dentro del Merval.

Miembros del Merval

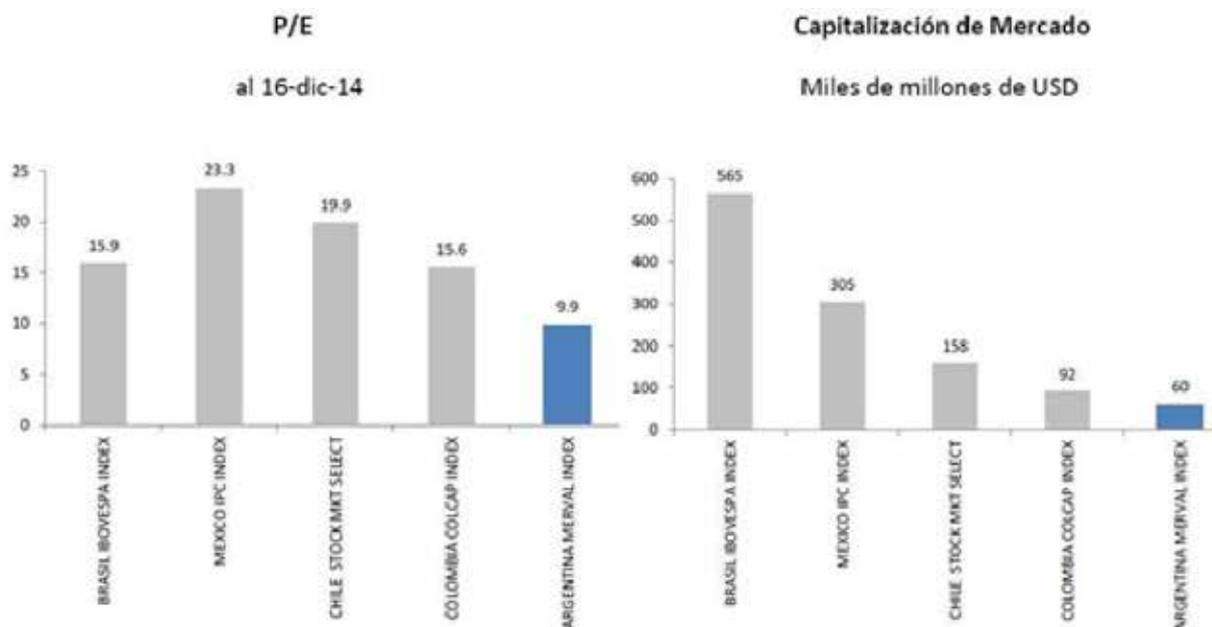


Fuente: Paper elaborado por el Lic. Fernando Camusso - Enero 2015

²² En la jerga se dice siempre que los *toros* (que apuestan al alza) son más que los *osos* (que apuestan a la baja).

²³ Esto no es otra cosa que el reflejo del *principio de aversión al riesgo*.

Una respuesta posible a aquella pregunta es que la capitalización bursátil de Argentina es relativamente pequeña actualmente, en comparación con los demás países de la región. No debería sorprender semejante conclusión, en los últimos años ha aumentado la presión tributaria (además del impuesto inflacionario), han aumentado las restricciones a los movimientos de capitales al exterior, también las restricciones a las importaciones, las regulaciones laborales, las estatizaciones, los controles de precios, etc.²⁴ El poco respeto que tiene nuestro país por algo tan elemental como la propiedad privada lo ha convertido en un *ahuyentador de Capitales*.



Fuente: Paper elaborado por el Lic. Fernando Camusso - Diciembre 2014

El gráfico anterior muestra tal interpretación - ajustado al *tipo de cambio libre*. No sólo la capitalización de Mercado es pequeña, sino que el Price/Earnings Ratio (PER) promedio de las acciones argentinas también es insuficiente en comparación con el resto de la región; lo que en definitiva no atrae a los inversores. Aun así, hay ciertas expectativas futuras favorables, relacionadas con el cambio de mando político en diciembre de este año.

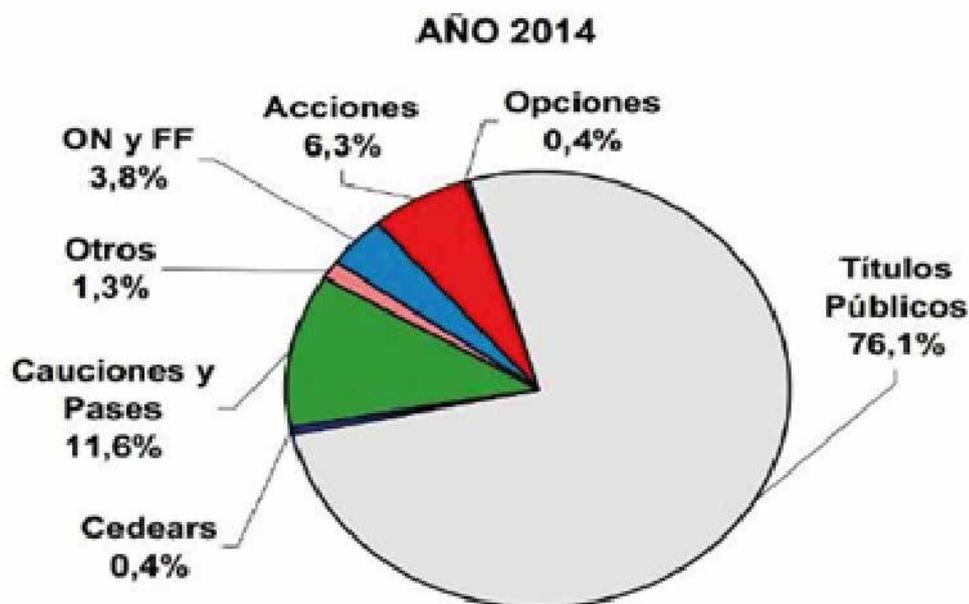
En las entrevistas realizadas, se ha argumentado que las empresas que invierten en activos argentinos generalmente lo hacen a través de bonos, emitidos tanto por entidades públicas como privadas. Puede entenderse porqué la preferencia del Mercado en activos de renta fija, especialmente en aquellos de largo plazo - por ejemplo el TVPP²⁵ -, ya que por regla general a mayor *duration*, mayor es la sensibilidad de la tasa interna de retorno frente a fluctuaciones en la cotización del bono, y por lo tanto, más atractivos para la especulación que aquellos de corto plazo. Cabe aclarar además, que en el contexto argentino, los bonos ligados a divisas extranjeras (dólar) como por ejemplo el RO15, el AA17 o el AY24, han mantenido altas rentabilidades en dólares por lo que tienen bastante liquidez, y mucho más mientras más desequilibrios existan en la economía.

Según las encuestas realizadas y la investigación realizada, las opciones sobre bonos son prácticamente inexistentes en nuestro ámbito, por lo que los inversores no cuentan con una adecuada cobertura directa a través de este Mercado frente a las fluctuaciones de los bonos en los que invierten. Esto deja básicamente a la mayoría de los inversores asumiendo el total riesgo de las estrategias que hayan adoptado, sin poder transferirlo eficientemente hacia un Mercado dispuesto a recibirlo.

²⁴ De tal magnitud es el efecto del modelo de sustitución de importaciones que si la Argentina hubiera mantenido su participación en las exportaciones mundiales del 2% que tenía en 1950, exportaría hoy cerca de 376.000 millones de dólares. Sobre este tema ver «<http://economiparatodos.net/el-costo-de-sustituir-importaciones/>»

²⁵ Bono ajustado al crecimiento del PBI.

Argentina: Volumen negociado



Fuente: Paper elaborado por el Lic. Fernando Camusso - Diciembre 2014

El Mercado bursátil argentino puede potencialmente ofrecer ciertas oportunidades para todos aquellos inversores. Sin embargo, en materia de opciones, el Mercado tampoco parece estar plenamente desarrollado. Los volúmenes de opciones son demasiado escasos incluso en las opciones más buscadas (en el 2014, se destinó un 0.4% de los capitales a las Opciones Bursátiles); las ofertas estandarizadas del Mercado son muy pocas, con pocos Strike Prices y fechas de vencimiento. Se puede observar también en los informes diarios del IAMC que se encuentran en el anexo.

En definitiva, dentro del Mercado de capitales las alternativas que involucran Derivados financieros, ya sea como cobertura o como inversión especuladora, son prácticamente nulas, especialmente por lo poco desarrollado que se encuentra el Mercado de Opciones en particular, y por la poca liquidez del Mercado de Capitales en general.

CONCLUSIONES

Conforme lo analizado, el Mercado Argentino se caracteriza, por un volumen pequeño de Capital invertido en Opciones. No solamente la variedad de Opciones es limitada (cantidad de Strike Prices ofrecidos), sino también las fechas de vencimiento, que encuentran Mercado generalmente a corto plazo, lo que reduce la posibilidad de mayores inversiones.

Los volúmenes mensuales, representan una magnitud demasiado pequeña comparada con el flujo de capitales operados en el Mercado de Capitales. La poca variedad de Opciones ofrecidas en el Mercado, y el pequeño volumen operado diario, confluyen hacia el desaprovechamiento de las oportunidades que otorgan estos instrumentos como cobertura. En un Mercado donde los activos subyacentes, en este caso bursátiles, tienen tanta volatilidad, y las fluctuaciones en la cotización de las Opciones de Compra y las Opciones de Venta, tienden a ser dispares y muy dinámicas; es imprescindible, que se disponga a combatir, de manera urgente, las regulaciones para poder acceder al Mercado, que desalientan una mayor apertura de estos Mercados de Derivados hacia el público en particular y hacia el Sector Empresario en general; estos, muchas veces, desconocen la existencia de las posibilidades que surgen por acceder al mismo.

Además, estos problemas generan una descoordinación generalizada de recursos, por lo que incluso aquellos que tengan Capitales disponibles para utilizar estos instrumentos, no encuentren contraparte alguna con la que efectuar el contrato.

Los volúmenes necesarios que pueden aportar el Sector Empresario con sus Empresas, para ampliar la cobertura, frente a cualquiera de los riesgos que se le presenten, no son suficientes; y si lo fueran tampoco existe en el Mercado una clara y previsible contraparte, que esté dispuesta a satisfacer esas necesidades, por lo que el Mercado de Opciones se vuelve obsoleto, queda al margen de los demás Mercados de Capitales.

Agregado a estos problemas, aquellos accionistas, fondos o empresas que quieran protegerse de una baja en la cotización de sus activos, se encuentran virtualmente sin posibilidades de hacerlo.

El Mercado de Opciones de venta tiene un volumen mínimo, para capitales tan amplios, e incluso para un ahorrista particular con pequeñas inversiones, parecería en ciertos casos insuficiente.

Además, como se observó, existen múltiples estrategias, que requieren de Compras y/o Ventas simultáneas de diferentes tipos de Opciones, por lo que en la práctica las posibilidades de inversión se ven reducidas, y de esta forma también se comprime, la cantidad de perfiles que pueden adoptar los Inversores que deseen operar en este segmento de Mercado.

En materia cambiaria, la tendencia del Mercado es ineludiblemente hacia el alza. La expansión monetaria ha por supuesto generado una inflación creciente, que con el tiempo determina finalmente un desajuste entre divisas, que es en definitiva un exceso de demanda de dólares (y un exceso de oferta de pesos), y que el Mercado tiende a coordinar elevando el tipo de cambio.

Se presume, que el Estado, no puede mantener indefinidamente los controles sobre el tipo de cambio, por lo que en algún momento deberá ocurrir la devaluación, sea brusca o gradual, una vez que se eliminen los controles y las regulaciones, especialmente sobre el acceso a las divisas por parte de particulares. Como instrumentos frente a estas expectativas, las Opciones no son una alternativa real para utilizar como cobertura. Los Derivados que se utilizan específicamente en este Mercado son los Futuros de dólar, pero ya se observó, que como herramienta teórica es insuficiente e ineficiente.

La propuesta en este caso es liberalizar el Mercado de Cambios, con todo lo que ello implica, i.e., llevar el tipo de cambio hacia donde decida el Mercado, eliminando el control de precios, así como también eliminando las restricciones que existan para adquirir divisas. Por supuesto, esto debe estar acompañado con un ajuste del déficit fiscal, de forma que, por lo menos, puedan cubrirse los gastos del Estado sin necesidad de imprimir dinero, y evitando así procesos inflacionarios que derivarían en una descoordinación general, como hemos visto. También es absolutamente imperante establecer el coeficiente de caja del sector bancario en un 100%, de modo que pueda solucionarse esta falla que no es de ninguna forma

inherente al propio sistema (en realidad, no deja de ser un fraude abalado e implementado por el Estado, a través del Banco Central), de forma que se restrinja todo proceso de expansión artificial del dinero.

Se puede en definitiva, catalogar las causas del pobre desarrollo del Mercado de Opciones como **estructurales, económicas y regulatorias**, así como también la falta de conocimiento y cultura sobre la utilización de estos instrumentos financieros.

Es necesario entonces, en principio, fomentar la estabilidad económica y generar credibilidad en las políticas económicas. No puede existir un Mercado de Opciones Bursátiles eficiente ni apropiadamente desarrollado si la economía argentina está en permanente desequilibrio. Mientras más desequilibrado e intervenido se encuentre el sistema, más aumenta el grado de ineficiencia en el Mercado de Capitales, y por supuesto en el Mercado de Derivados Financieros. Se necesita cierta estabilidad macroeconómica para fomentar el ambiente que aliente a los inversores a utilizar este Mercado, que las empresas puedan enfrentar con mayor eficiencia los riesgos que se le presenten y que aprovechen las opciones como instrumentos de cobertura reales y de costo lógico de acuerdo a sus fines. Se propone alentar a los especuladores y arbitrajistas a participar del Mercado, ya que son importantes para darle masa al Mercado y ofrecerse como la contraparte necesaria para el sector que utilice estos instrumentos como método de cobertura.

Si bien esto sería un buen comienzo, a mi criterio y juicio personal, el verdadero espíritu con el que se debe afrontar este problema es permitiendo un desregulado y libre movimiento de capitales, condición sine qua non para fomentar el desarrollo del Mercado de Capitales. Se debe gravar lo menos posible las rentas al capital, fomentar una mayor protección de la propiedad privada, y una mayor libertad fiscal, monetaria, financiera y de inversión, aspectos donde la Argentina se ve muy reprimida²⁶. La solución es abstenerse de intervenir los Mercados, con el fin de atraer a los capitalistas, y de esa forma la utilización de los Derivados financieros, que se han estudiado de forma concisa a lo largo de este trabajo, será creciente, sana e inevitable.

Estos cambios, como se ve, involucran a la economía en general y no a un sector específico. La expresión es tanto científica como de deseo personal: el cambio debe ser estructural, el Estado debe darle lugar a la iniciativa privada y comenzar a liberalizar y desregular los Mercados, y con mucho más ímpetu, los financieros en particular.

²⁶ Según el Heritage Foundation Index of Economic Freedom, Argentina es uno de los diez países menos libres del mundo. Según el Fraser Index, Argentina se encuentra en el puesto 149 de 152 países en materia de libertad económica.

BIBLIOGRAFÍA

LAWRENCE MCMILLAN (2002): *Options as a Strategic Investment*.

MONTSERRAT CASANOVAS (1992): *Opciones Financieras*. España: Pirámide

PROSPER LAMOTHE (2003): *Opciones Financieras y Productos Estructurados*. España: S.A.U.

TAPIA G., PLANAS S. Y CUNIOLO C. (2013): *Mercado de Capitales*. Argentina: Omicron.

BODIE Z., KANE A. Y MARCUS A. (2003): *Investments*. Estados Unidos.

JESÚS HUERTA DE SOTO (2009): "Capítulo V: Efectos de la expansión crediticia bancaria sobre el sistema económico" en Jesús Huerta de Soto, *Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos*. España: Unión Editorial.

JOSÉ MELI MUNDI (1996): *El Sorprendente Mundo de la Bolsa*. Estados Unidos: Dolmen.

Sitios de Consulta

Página oficial del Banco Central de la República Argentina <<http://www.bcra.gov.ar/>>

Panel de Opciones de Futuro Bursátil <<http://www.futurobursatil.com.ar/paneles/2/opciones.html>>

Panel de Mercados de Ámbito Financiero <<http://www.ambito.com/economia/Mercados/>>

Índice de la Fundación Heritage <<http://www.heritage.org/index/>> [Consulta: 10 de marzo de 2015]

Instituto Argentino de Mercado de Capitales <<http://www.iamc.sba.com.ar/>>

Anexo I

Entrevista Formal

Mercado bursátil

1. ¿Qué tan desarrollado le parece que está el Mercado, y como se encuentra comparado a otros países de la región?
2. ¿Son las opciones bursátiles un método eficiente de cobertura en el contexto argentino?
3. ¿Pueden las empresas argentinas en la práctica cubrir sus inversiones bursátiles con opciones?
4. ¿Se puede cubrir indistintamente ante un alza ó baja de los precios de las activos?
5. ¿Cómo influye la volatilidad en la eficiencia del Mercado de Opciones sobre acciones?
6. Si la alta volatilidad es alta, y esta atrae inversores, ¿por qué en el Mercado no hay tanta liquidez?

Mercado de divisas

7. ¿Qué problemas tienen que afrontar los exportadores e importadores en este contexto, y qué maniobras ó instrumentos están utilizando para cubrirse frente a las fluctuaciones del tipo de cambio?
8. ¿Cómo y porqué se involucra el BCRA en los Mercados de Derivados?

Resoluciones y expectativas

9. ¿Cómo se podría desde la macroeconomía favorecer un ambiente propicio para el desarrollo del Mercado de Opciones sobre acciones, y Derivados en general?
10. ¿Cuáles son sus expectativas reales a futuro sobre los Mercados de opciones?

Consideraciones finales (libre).

Entrevista a agente financiero²⁷

1. ¿Qué tan desarrollado le parece que está el Mercado, y como se encuentra comparado a otros países de la región?
El Mercado bursátil se encuentra sin dudas poco desarrollado. Esto se puede apreciar al realizar una comparación regional de la capitalización bursátil de las empresas sobre PBI.
2. ¿Son las opciones bursátiles un método eficiente de cobertura en el contexto argentino?
No. El Mercado de Opciones en Argentina también se encuentra poco desarrollado. La operatoria se concentra fundamentalmente en Grupo Financiero Galicia en forma regular. Luego pueden ganar liquidez las opciones de alguna acción que coyunturalmente se encuentre en auge.
3. En forma general, ¿las empresas argentinas invierten en renta fija ó en renta variable? ¿Pueden cubrir sus inversiones con opciones?
Entiendo que las empresas que realizan inversiones en el Mercado argentino, lo hacen mayoritariamente a través de bonos. Y las opciones sobre bonos, si bien tienen habilitada su negociación, es muy raro verlas.
4. ¿Se puede cubrir indistintamente ante un alza ó baja de los precios de los activos?
Tal vez sea más difícil cubrir las bajas porque hay menos liquidez en los Puts. Pero en teoría se puede para ambos lados.
5. ¿Cómo influye la volatilidad en la eficiencia del Mercado de Opciones sobre acciones?
La volatilidad es esencial para la negociación de opciones. Cuanta mayor volatilidad, más atractivo y útil es el Mercado de Opciones.
6. Si la alta volatilidad es alta, y esta atrae inversores, ¿por qué en el Mercado no hay tanta liquidez?
Debido claro a la enorme cantidad de regulaciones. Además los problemas de la economía en general no crean una coyuntura favorable.
7. ¿Qué problemas tienen que afrontar los exportadores e importadores en este contexto, y qué maniobras ó instrumentos están utilizando para cubrirse frente a las fluctuaciones del tipo de cambio?
Los que participan en el comercio exterior, participan o pueden hacerlo en el Mercado de futuros de divisas Rofex. Les brinda la posibilidad de cubrir sus riesgos ante fluctuaciones abruptas del tipo de cambio.
8. ¿Cómo y porqué se involucra el BCRA en los Mercados de Derivados?
El BCRA tiene incentivos a participar del Mercado futuros de divisas para enviar señales al resto del Mercado sobre el tipo de cambio y su futura evolución.
9. Resoluciones y expectativas
Con respecto a las preguntas finales, el tema es más amplio. Habría que comenzar por restablecer la macro. Una moneda estable es un requisito ineludible para el desarrollo del Mercado bursátil, además de liberar las restricciones cambiarias.

²⁷ El agente quiso mantener, por alguna razón, su identidad en secreto.

Entrevista con Adrián Pérez²⁸

1. ¿Qué tan desarrollado le parece que está el Mercado de Opciones sobre acciones, y como se encuentra comparado a otros países de la región?
El Mercado de Opciones está muy poco desarrollado. Tiene un volumen insignificante.
2. ¿Son las opciones bursátiles un método eficiente de cobertura en el contexto argentino?
Da cobertura de manera limitada, debido otra vez a los pobres volúmenes. Además es casi inexistente un Mercado de cobertura a la baja.
3. En forma general, ¿las empresas argentinas invierten en renta fija ó en renta variable? ¿Pueden cubrir sus inversiones con opciones?
Casi todas realizan inversiones sobre renta fija. Sobre renta variable, poco y nada. Efectúan coberturas vía futuros, mucho más si manejan divisas extranjeras.
4. ¿Se puede cubrir indistintamente ante un alza o baja de los precios de las activos?
La cobertura a la baja es ineficiente, por la regulación que limita demasiado los cupos operativos.
5. ¿Cómo influye la volatilidad en la eficiencia del Mercado de Opciones sobre acciones?
En teoría, influye favorablemente, ampliando las bases negociadas y generando volumen.
6. Si la alta volatilidad es alta, y esta atrae inversores, ¿por qué en el Mercado no hay tanta liquidez?
La volatilidad ayudaría en un Mercado con potencial. Influye el contexto político y las regulaciones sobre las opciones cotizantes.
7. ¿Qué problemas tienen que afrontar los exportadores e importadores en este contexto, y qué maniobras ó instrumentos están utilizando para cubrirse frente a las fluctuaciones del tipo de cambio?
Los importadores y exportadores sufren, además de los problemas comunes sobre los movimientos en la cotización de las divisas, serias regulaciones por decisión gubernamental. Como cobertura, única, utilizan futuros de dólar en ROFEX.
8. ¿Cómo y porqué se involucra el BCRA en los Mercados de Derivados?
El BCRA se involucra como operador directo de ROFEX, para mantener la paridad peso/dólar, de manera que manda señales el Mercado de hacia dónde tenderá la cotización del dólar.
9. ¿Cómo se podría desde la macroeconomía favorecer un ambiente propicio para el desarrollo del Mercado de Opciones sobre acciones, y Derivados en general?
Levantando restricciones de giro de divisas, mejorar el acceso al financiamiento en Mercados del exterior, atraer volumen al Mercado de contado (renta variable) y en consecuencia al de Derivados. Adicionalmente, adecuando la normativa de operaciones dejando menos restringida la operatoria de Puts.
10. ¿Cuáles son sus expectativas reales a futuro sobre los Mercados de opciones?
Mi pensamiento es que no habrá cambios hasta que no haya cambio de expectativas de Mercado además de cambios en la regulación operativa. En principio habrá que esperar a las próximas elecciones para saber donde estaremos parados.

²⁸ Agente de Bolsa de Futuro Bursátil S.A.

Entrevista a Gustavo Gort

1. ¿Qué tan desarrollado le parece que está el Mercado, y como se encuentra comparado a otros países de la región?
El Mercado de Derivados en Argentina se encuentra muy desarrollado en lo referente a commodities, particularmente cereales, debido a la historia de productor y exportador de este tipo de commodities, el Mercado ha generado herramientas financieras que se utilizan, principalmente, como cobertura y arbitraje. Si analizamos la utilización de los Derivados en el Mercado bursátil, podremos observar que el volumen de operaciones es pequeño, esto acompaña también al Mercado bursátil argentino. En general, Latinoamérica no es un Mercado importante para estos instrumentos financieros, la bolsa de Chicago, el Eurex y Korea, lideran el Mercado mundial de estos instrumentos financieros.
2. ¿Son las opciones bursátiles un método eficiente de cobertura en el contexto argentino?
Los Derivados financieros son instrumentos muy útiles y eficientes para cobertura de riesgo, siempre y cuando estén disponibles en el Mercado y a un costo accesible. Como bien hemos visto, la oferta de estos es pequeña, como consecuencia de ello, el precio es antieconómico.
3. ¿Pueden las empresas argentinas en la práctica cubrir sus inversiones bursátiles con opciones?
Dependiendo el contexto y la cultura financiera de la empresa, en Argentina se invierte en renta variable o fija y, salvo contadas excepciones, solamente aquellas empresas que operan con commodities, utilizan Derivados financieros.
4. ¿Se puede cubrir indistintamente ante un alza ó baja de los precios de las activos?
Una correcta estrategia financiera con Derivados financieros sirve para cubrir variaciones de los activos, tanto para la suba como para la baja.
5. ¿Cómo influye la volatilidad en la eficiencia del Mercado de Opciones sobre acciones?
Aquellos Mercados con cultura de Derivados, como puede ser el argentino en lo que respecta a commodities, son muy eficientes para manejarse en contextos volátiles.
6. Si la alta volatilidad es alta, y esta atrae inversores, ¿por qué en el Mercado no hay tanta liquidez?
Porque no hay cultura para la utilización de estos instrumentos, lo que genera un tamaño pequeño de Mercado y afecta directamente a la liquidez.
7. ¿Qué problemas tienen que afrontar los exportadores e importadores en este contexto, y qué maniobras ó instrumentos están utilizando para cubrirse frente a las fluctuaciones del tipo de cambio?
El contexto actual es atípico en la historia económica argentina y en el corto-mediano plazo debería regularizarse. Dentro de esta realidad, las empresas han utilizado el contado contra liqui para hacerse de divisas, también regulado fuertemente por la CNV en los últimos meses. Dentro de los pocos instrumentos utilizados, podemos mencionar a los bonos dólar linked, son bonos “atados” a la evolución del dólar oficial (es un instrumento muy rentable a mediano plazo y con cobertura de devaluación); otro de los instrumentos es el seguro de cambio.
8. ¿Cómo y porqué se involucra el BCRA en los Mercados de Derivados?
El BCRA interviene en este Mercado para evitar la especulación y que ello afecte a la política económica de manejo de todas las variables.
9. ¿Cómo se podría desde la macroeconomía favorecer un ambiente propicio para el desarrollo del Mercado de Opciones sobre acciones, y Derivados en general?
Primero, con seguridad jurídica, segundo promoviendo este tipo de instrumentos a través de información institucional, generando acceso a pequeños inversores. Creando sinergias con Brasil y México generando un gran Mercado Latino-americano de Derivados que pueda empezar sacarle Mercado a Chicago.
10. ¿Cuáles son sus expectativas reales a futuro sobre los Mercados de opciones?
Si no se generan estos cambios, seguirá languideciendo como lo ha hecho hasta ahora.

Entrevista a Fernando Camusso

1. ¿Qué tan desarrollado le parece que está el Mercado, y como se encuentra comparado a otros países de la región?

Luego de habilitado el sistema electrónico en 2003 el Mercado de opciones sobre acciones venía creciendo a buen ritmo. En 2004 el valor total negociado en acciones en las bolsas miembros del WFE era aprox 42.000.000 millones de USD (1) y el número de contratos aprox 1.900.000.000 (2), mientras que en el Merval era de 4.800 Millones de USD aprox. y el número de contratos aprox 94.000.000. ó sea el 0,01% (de 1) y el 5% (de 2). A partir de allí comienza un quiebre hacia abajo, motivado en principio por el exceso de regulaciones en el Mercado de capitales argentino y la baja apertura económica. En realidad no es que los % hayan caído, incluso han aumentado en períodos previos a la crisis del 2008, el problema es que el nivel de transacciones en el Mercado de contado tiene muy escaso volumen si los comparamos con la región.

Chile, Perú y Colombia están viviendo la experiencia de integración de Mercados en el MILA, lo que no solo aumentará el volumen de transacciones, sino que proveerá transparencia en la emisión de títulos valores, pero sobre todo liquidez para el financiamiento a empresas. El desafío es amplio, pero promisorio. Argentina se sigue desangrando en una nueva Ley de Mercados de Capitales, que no es 100% criticable, pero sigue sin entender que el problema está en las decisiones políticas de apertura y no en la Ley.

2. ¿Son las opciones bursátiles un método eficiente de cobertura en el contexto argentino?

Las estrategias especulativas, casi por definición, necesitan Mercados relativamente maduros, con variedad de productos financieros (regulados) y sobre todo con volumen. Sin embargo las estrategias de **cobertura**, también se benefician de estos contextos, sobre todo pensando en los menores costos de transacción que suponen Mercados con fuerte competencia. Por lo tanto, en Argentina, la palabra eficiente es muy abstracta. ó sea, es mucho menos eficiente que USA o Chile en términos de costos de transacción y volumen por ejemplo. Si bien en Argentina existen traders que apelan a ciertos sintéticos como estrategia especulativa, la mayoría utiliza las opciones para realizar lanzamientos cubiertos y hedgear riesgo en $t=0$. Por el contrario, creo que se está transitando un buen camino con las **coberturas cambiarias (Rofex en particular)**. Cada vez más empresas utilizan el instrumento para cubrir riesgo cambiario y eso es muy positivo.

3. ¿Pueden las empresas argentinas en la práctica cubrir sus inversiones bursátiles con opciones?

Es necesario dividir el universo de empresas. Las empresas grandes, más profesionalizadas y no cotizantes tienen estrategias muy dispares. Diría que si bien SI invierten en títulos públicos (1) y acciones (2) (mas en 1 que en 2 según mi experiencia), solo un 30% lo hace como parte de una seria estrategia de cash Management y optimización del capital de trabajo. La misma consideración vale para Pymes, solo que en mi percepción el % aquí va en aumento. Las empresas cotizantes obviamente tienen más aceitado el trabajo del CFO en este campo. Las relaciones con el Mercado se lo exigen. En algunos casos con verdaderas estrategias combinadas con buy outs como Pampa y su holding por ejemplo.

Si, pueden cubrir la renta variable a través de lanzamientos cubiertos como mencionaba. Muchas operan directamente en Mercados del exterior y gozan por lo tanto del beneficio integral en este sentido.

En Mercados desarrollados existe volumen para generar transacciones sobre opciones que las empresas firman por un negocio puntual en la economía real. Ej. La opción de compra que una empresa tiene sobre un inmueble como un derecho a ejercerlo o no. Esa opción puede ser cedida y descontada (algo parecido a una securitización). Esa práctica en Argentina no es parte del Mercado regulado.

4. ¿Se puede cubrir indistintamente ante un alza ó baja de los precios de las activos?
Una correcta estrategia financiera con Derivados financieros sirve para cubrir variaciones de los activos, tanto para la suba como para la baja.
5. ¿Cómo influye la volatilidad en la eficiencia del Mercado de Opciones sobre acciones?
La eficiencia del Mercado es un concepto cuasi abstracto o cuasi teórico. Porque supone que en promedio, en un Mercado eficiente, un manager no puede generar retornos mayores que el Mercado. Si bien esto puede ser cierto para períodos largos de tiempo, también es cierto que hay fondos que muchas veces los superan. En Mercados desarrollados se ve mucho más que en Argentina. En estos casos mucho juega el mayor apalancamiento en opciones. La volatilidad por lo tanto es necesaria de manera de aprovechar los desarbitrajes del Mercado. Influye positivamente en el sentido que es necesaria si se quiere generar retornos extraordinarios. Por supuesto si un manager poco profesional, no sabe manejar la cartera en contextos de altos riesgos, puede llevarlo a la ruina. Solo basta ver a algunos fondos con posiciones cortas cuando de sorpresa el banco central liberó la paridad del franco suizo.
6. Si la alta volatilidad es alta, y esta atrae inversores, ¿por qué en el Mercado no hay tanta liquidez?
Argentina no tiene liquidez porque no tiene un Mercado de capitales desarrollado. El inversor busca retornos, pero quiere reglas para venir a jugar. De lo contrario juega desde afuera y no provee liquidez local.
7. ¿Qué problemas tienen que afrontar los exportadores e importadores en este contexto, y qué maniobras ó instrumentos están utilizando para cubrirse frente a las fluctuaciones del tipo de cambio?
Básicamente los problemas Derivados de un Mercado cambiario sin reglas de juego claras. No existen metas de inflación ni metas cambiarias y los empresarios toman muchas veces decisiones en función del sentimiento del Mercado. Esto es, se sabe que hay restricción externa, y si el tipo de cambio nominal oficial se atrasa, van creciendo expectativas de devaluación que serán mayores ó menores en función de la muñeca del BCRA.
- Como decía arriba, cada vez mas empresas que necesitan insumos importados están utilizando la cobertura del Mercado de futuros de dólar para hedgear riesgo cambiario ante una compra al exterior en particular. El volumen del ROFEX crece año a año. El exportador y el importador 100% solo pueden ir al MULC y, dada la disparidad con el dólar paralelo, esto muchas veces incentiva malas prácticas en la facturación. El exportador (1) ó productor de commodities (2) (soja) lo que hace es liquidar en función de la cotización esperada (1) y en función de la cotiz esperada y las necesidades (2), lo que en un contexto de corrida cambiaria genera un circulo vicioso.
8. ¿Cómo y porqué se involucra el BCRA en los Mercados de Derivados?
En primer lugar por razones de control y regulación. En ese sentido está bien. Por otro lado el BCRA opera sobre los Mercados de futuros de dólar por ejemplo, para afectar e intervenir en el manejo de las expectativas cambiarias. Por cierto esto tampoco es criticable persé. Operar sobre la curva de manera de *“manejar las tasas implícitas a plazo”* y formar expectativas es algo normal de cualquier programa monetario y cambiario. El problema surge cuando operan fuerzas deliberadas en un sentido ó el otro para distorsionar fuertemente los precios operando en contra de algún sector en particular.
9. ¿Cómo se podría desde la macroeconomía favorecer un ambiente propicio para el desarrollo del Mercado de Opciones sobre acciones, y Derivados en general?
De la misma forma que para desarrollar un Mercado de capitales. La distinción entre activos tradicionales y Derivados no cambia la premisa general. 1. Generando acciones transparentes y reglas de juego que se mantengan en el tiempo. 2. Regulando lo necesario pero no un estado gendarme. 3. Asegurando un equilibrio de las variables macro fundamentales a largo plazo. Por ejemplo, una economía con alta inflación y creciente, nunca va a tener un Mercado de capitales desarrollado. Al

igual que economías (gobiernos) *devaluacionistas*, que prefieren esto a realizar los cambios estructurales necesarios.

10. ¿Cuáles son sus expectativas reales a futuro sobre los Mercados de opciones?

A nivel global crecerá. Sin dudas el desafío siempre pasa por las debidas regulaciones. La nueva arquitectura financiera global, que como título ya tiene 15 años, no ha hecho mucho en este sentido.

A nivel local dependerá de la capacidad de los próximos gobiernos de generar marcos de políticas económicas estables. Si el ciclo de negocios local no cambia, en el sentido de producir crisis ó cuasi crisis aprox. cada 10 años, el Mercado de Derivados financieros no se desarrollará en volumen ni en productos. Reitero, en mi opinión, ROFEX va por un buen camino. De a poco va generando volumen y creando Derivados luego. Esa es la causalidad (En financieros hay sobre dólar, euro, títulos públicos, cupones PBI en \$). Obviamente también está la gama de Derivados agropecuarios, que dicho sea de paso debería duplicar ó más el volumen actual, dada la estructura soja dependiente de nuestra economía.

Anexo II

Anexo A												
Análisis de opciones												
07/01/2014												
Serie	Negociación							Teóricos(c/vol hist.)			Implicitos	
	Último precio de la prima	Variación	Mínimo	Máximo	Lotes	Volumen (\$)	Últ. precio prima/cot. subyac.	Prima teórica	Delta	Efecto Palanca	Volat. Implícit	Delta
Opciones de Compra												
Vencimiento Febrero - 21/02/2014 - 45 días - Tasa Baibar 30.38%												
ALUA Cotización Subyacente: 3.560 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 38.63%												
ALUC3.730F	0.250	19.05%	0.250	0.250	10	250	7.02%	0.178	0.490	10.00%	53.34%	0.515
ALUC3.930F	0.080	0.00%	0.080	0.080	278	2.224	2.25%	0.106	0.348	11.72%	33.08%	0.310
APBR Cotización Subyacente: 38.000 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 54.03%												
PBR05.4FE	4.900	-2.00%	4.400	4.900	19	8.700	8.31%	0.068	0.814	6.15%	41.03%	0.657
PBR02.4FE	3.250	-9.72%	3.200	4.400	54	20.215	5.51%	4.182	0.503	7.10%	44.88%	0.488
PBR06.4FE	2.500	25.00%	2.500	2.500	20	5.000	4.24%	2.778	0.380	8.07%	52.54%	0.367
C Cotización Subyacente: 16.350 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 27.47%												
CITC14.8FE	2.100	5.00%	2.100	2.300	201	13.283	12.84%	2.154	0.629	7.05%	0.00%	1.000
CECO2 Cotización Subyacente: 1.340 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 99.51%												
CECC1.40FE	0.090	-25.00%	0.090	0.100	150	1.450	6.72%	0.184	0.593	4.11%	45.58%	0.522
COMF Cotización Subyacente: 1.130 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 54.12%												
COM0.80FE	0.620	21.57%	0.500	0.620	1.131	65.413	65.50%	0.629	1.000	1.75%	0.00%	1.000
COM0.80FE	0.490	19.51%	0.490	0.510	650	30.100	43.75%	0.542	1.000	2.05%	0.00%	1.000
COM0.70FE	0.440	41.94%	0.360	0.440	1.500	66.110	39.29%	0.446	0.997	2.50%	0.00%	1.000
COM0.80FE	0.300	44.00%	0.270	0.300	7.177	221.504	32.14%	0.352	0.860	3.12%	77.97%	0.933
COM0.80FE	0.280	57.58%	0.190	0.280	7.677	184.580	33.21%	0.291	0.804	3.95%	51.59%	0.933
COMC1.20FE	0.210	79.55%	0.120	0.210	22.226	368.844	18.75%	0.182	0.812	5.00%	78.44%	0.793
COMC1.10FE	0.180	57.55%	0.095	0.180	24.834	301.728	13.30%	0.117	0.851	6.21%	75.39%	0.834
COMC1.20FE	0.110	83.33%	0.065	0.110	20.575	183.506	9.52%	0.071	0.474	7.53%	79.32%	0.512
COMC1.30FE	0.079	-	0.060	0.079	12.387	79.487	7.05%	0.040	0.315	8.90%	60.90%	0.463
EDN Cotización Subyacente: 2.450 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 106.19%												
EDNC2.75FE	0.320	-35.55%	0.240	0.450	1.750	58.805	12.06%	0.368	0.575	3.85%	65.04%	0.561
EDNC2.95FE	0.220	-28.67%	0.190	0.300	878	13.114	8.30%	0.321	0.501	4.14%	70.28%	0.457
EDNC3.15FE	0.180	-27.27%	0.160	0.180	105	1.880	6.04%	0.258	0.432	4.43%	78.99%	0.368
ERAR Cotización Subyacente: 2.980 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 36.30%												
ERAC2.34FE	0.700	9.72%	0.700	0.700	20	1.400	23.49%	0.728	0.668	4.04%	0.00%	1.000
ERAC2.94FE	0.270	8.00%	0.260	0.270	380	9.233	9.05%	0.236	0.879	3.81%	45.39%	0.656
ERAC3.07FE	0.170	6.25%	0.170	0.180	590	9.990	5.70%	0.154	0.804	9.99%	37.09%	0.551
ERAC3.22FE	0.085	6.25%	0.080	0.100	1.323	12.666	2.65%	0.103	0.404	11.71%	31.91%	0.365
ERAC3.37FE	0.060	0.00%	0.060	0.060	660	3.960	1.68%	0.061	0.276	13.60%	33.29%	0.263
FRAN Cotización Subyacente: 20.900 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 58.72%												
FRAC17.0FE	3.000	5.88%	3.000	3.000	20	7.200	17.91%	4.052	0.863	4.28%	0.00%	1.000
GGAL Cotización Subyacente: 8.950 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 58.55%												
GFQC7.20FE	2.260	4.65%	2.250	2.300	280	63.280	25.14%	2.273	0.930	3.69%	52.43%	0.948
GFQC8.20FE	1.370	12.30%	1.230	1.400	1.811	248.039	15.31%	1.483	0.797	4.81%	44.97%	0.847
GFQC8.50FE	0.920	22.67%	0.850	0.950	2.382	208.483	10.28%	1.154	0.704	5.46%	38.87%	0.779
GFQC9.20FE	0.650	19.17%	0.630	0.720	4.052	304.245	7.20%	0.878	0.603	6.15%	30.83%	0.618
GFQC9.25FE	0.680	22.22%	0.640	0.680	100	6.800	6.15%	0.790	0.651	6.80%	41.01%	0.543
GFQC9.50FE	0.485	25.65%	0.440	0.550	836	40.435	5.20%	0.652	0.500	6.85%	43.74%	0.475
GFQC10.0FE	0.395	28.75%	0.300	0.390	10.297	588.354	3.97%	0.474	0.402	7.59%	48.73%	0.368
GFQC10.5FE	0.280	19.64%	0.240	0.270	3.942	101.090	2.79%	0.338	0.314	8.32%	50.54%	0.277
GFQC11.0FE	0.205	19.81%	0.180	0.240	4.786	88.833	2.29%	0.236	0.239	9.05%	55.36%	0.223
GFQC11.5FE	0.182	35.00%	0.150	0.180	824	12.508	1.81%	0.182	0.178	9.80%	58.01%	0.178
GFQC12.0FE	0.120	20.00%	0.110	0.120	1.830	21.850	1.34%	0.110	0.129	10.83%	60.04%	0.138
GFQC13.0FE	0.075	7.14%	0.065	0.075	1.035	7.620	0.84%	0.048	0.065	11.66%	64.45%	0.087
INDU Cotización Subyacente: 3.580 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 133.49%												
INDC3.00FE	0.800	8.87%	0.750	0.980	674	57.871	22.35%	1.000	0.755	2.89%	77.44%	0.822
INDC3.40FE	0.600	20.00%	0.600	0.620	210	12.800	16.70%	0.804	0.805	2.95%	89.28%	0.671
INDC4.00FE	0.300	9.00%	0.300	0.500	1.979	89.790	0.36%	0.588	0.832	3.37%	60.79%	0.455
INDC4.80FE	0.120	14.29%	0.120	0.120	180	2.160	3.56%	0.171	0.218	4.87%	118.94%	0.177
INDC5.40FE	0.020	-60.00%	0.020	0.020	30	0.600	0.05%	0.135	0.180	4.78%	85.32%	0.050
MARG Cotización Subyacente: 132.000 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 41.95%												
MIRC140.FE	0.000	-40.00%	0.000	0.000	1	0.000	4.55%	0.571	0.474	9.51%	38.68%	0.467
PAMP Cotización Subyacente: 1.900 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 68.82%												
PAMC1.94FE	0.150	-15.79%	0.160	0.190	814	14.095	8.42%	0.199	0.576	5.50%	54.00%	0.574
PAMC2.04FE	0.120	-20.00%	0.120	0.130	400	5.100	6.32%	0.157	0.464	5.90%	55.08%	0.471
PAMC2.14FE	0.095	-13.54%	0.095	0.095	100	990	5.00%	0.122	0.418	5.49%	58.41%	0.389
PESA Cotización Subyacente: 4.770 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 47.20%												
PSAC8.10FE	0.300	-6.25%	0.300	0.300	678	20.340	6.29%	0.258	0.405	8.00%	53.89%	0.477
PSAC8.25FE	0.200	9.00%	0.200	0.250	190	4.190	4.19%	0.205	0.307	9.24%	48.82%	0.364
PSAC8.70FE	0.130	30.00%	0.130	0.140	274	3.758	2.73%	0.096	0.228	11.15%	53.75%	0.280
PSAC8.80FE	0.080	-20.00%	0.080	0.080	20	1.600	1.68%	0.055	0.145	12.50%	53.38%	0.179
PSAC8.30FE	0.040	-20.00%	0.040	0.040	20	0.800	0.84%	0.030	0.088	13.82%	60.65%	0.105
TGNC4 Cotización Subyacente: 1.340 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 67.73%												
TGNC1.50FE	0.100	0.00%	0.100	0.100	200	2.000	7.46%	0.087	0.424	6.53%	74.73%	0.440
TRAN Cotización Subyacente: 1.290 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 74.29%												
TRAC1.20FE	0.100	-39.48%	0.100	0.100	149	1.490	8.20%	0.153	0.621	4.96%	41.05%	0.651
TS Cotización Subyacente: 190.500 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 29.73%												
TS.C172.FE	20.000	-14.71%	20.000	31.000	6	18.000	15.22%	25.705	0.917	6.79%	51.00%	0.805
TS.C19622F	10.000	-9.91%	10.000	10.000	9	9.000	5.26%	7.365	0.495	12.76%	39.47%	0.509
TS.C208.FE	5.000	-	5.000	5.000	2	1.000	2.62%	4.231	0.337	15.15%	32.88%	0.355
TS.C224.FE	3.000	-14.29%	3.000	3.000	3	900	1.57%	1.262	0.130	19.82%	40.01%	0.210

YFPD Cotización Subyacente: 296.500 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 56.30%												
YFFC160.FE	150.000	2.74%	150.000	150.000	4	60.000	50.50%	152.001	1.000	1.06%	0.00%	1.000
YFFC230.FE	75.000	-8.24%	75.000	75.000	1	7.500	25.30%	76.678	0.941	3.64%	0.00%	1.000
YFFC250.FE	57.000	16.33%	52.500	57.000	5	27.300	16.22%	59.848	0.874	4.33%	40.12%	0.608
YFFC260.FE	50.000	11.11%	50.000	50.000	7	35.000	16.98%	52.129	0.829	4.72%	47.70%	0.881
YFFC300.FE	28.500	29.58%	24.000	28.500	28	74.910	6.81%	27.241	0.581	6.44%	59.56%	0.591
YFFC310.FE	16.100	7.33%	16.100	20.000	7	13.260	5.43%	22.628	0.527	6.90%	40.65%	0.510
YFFC320.FE	16.000	6.67%	15.000	17.000	15	24.290	5.40%	19.614	0.463	7.37%	50.02%	0.449
Vencimiento Febrero - 25/02/2014 - 49 días - Tasa Baibar 30.38%												
TYPP Cotización Subyacente: 11.300 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 63.52%												
TPPC6.80FE	4.800	-3.04%	4.800	4.800	4	950	42.48%	4.775	1.000	2.37%	77.06%	0.981
TPPC7.80FE	3.788	-0.32%	3.788	3.800	80	15.171	31.52%	3.818	1.000	2.66%	0.00%	1.000
TPPC10.8FE	1.040	9.47%	1.040	1.040	7	354	6.20%	0.981	0.882	10.26%	25.50%	0.830
TYPV Cotización Subyacente: 89.790 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 22.26%												
TPYC83.5FE	2.900	-0.33%	2.900	2.900	20	2.900	3.59%	2.947	0.501	15.10%	21.96%	0.552
Vencimiento Abril - 18/04/2014 - 101 días - Tasa Baibar 30.38%												
BHP Cotización Subyacente: 1.700 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 46.77%												
BHC1.50AB	0.450	0.00%	0.450	0.450	13	585	26.47%	0.364	0.835	3.90%	79.96%	0.781
COMI Cotización Subyacente: 1.120 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 54.32%												
COAC0.80AB	0.570	23.91%	0.470	0.570	2.150	115.123	50.89%	0.570	0.965	1.66%	59.11%	0.962
GGAL Cotización Subyacente: 8.950 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 58.55%												
GFOC7.00AB	2.800	3.70%	2.800	2.800	10	2.800	31.28%	2.693	0.889	2.90%	69.00%	0.881
GFOC9.50AB	0.650	21.43%	0.800	0.850	100	8.500	6.50%	1.206	0.594	4.41%	39.25%	0.590
MIRG Cotización Subyacente: 132.900 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 41.93%												
MIRC100.AB	8.000	-20.00%	8.000	8.000	2	1.800	6.00%	9.275	0.468	0.00%	37.36%	0.454
Vencimiento Junio - 25/06/2014 - 169 días - Tasa Baibar 30.38%												
TYPP Cotización Subyacente: 11.300 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 63.52%												
TPPC8.80JU	3.600	1.41%	3.600	3.600	100	18.000	31.88%	3.678	0.969	3.07%	0.00%	1.000
Opciones de Venta												
Vencimiento Febrero - 21/02/2014 - 45 días - Tasa Baibar 30.38%												
EDN Cotización Subyacente: 2.530 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 106.19%												
EDNV2.55FE	0.210	133.33%	0.125	0.220	1.113	19.305	7.92%	0.290	-0.348	3.18%	82.96%	-0.342
GGAL Cotización Subyacente: 8.950 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 58.55%												
GFGV7.00FE	0.035	8.06%	0.030	0.035	1.508	4.771	0.39%	0.063	-0.070	10.04%	51.16%	-0.049
GFGV7.50FE	0.070	40.00%	0.065	0.070	100	675	0.78%	0.129	-0.127	8.83%	48.86%	-0.091
GFGV8.50FE	0.170	-29.17%	0.180	0.170	190	3.130	1.90%	0.388	-0.298	6.83%	37.83%	-0.230
GFGV9.00FE	0.410	-8.82%	0.400	0.450	726	30.718	4.58%	0.582	-0.387	6.01%	43.59%	-0.387
GFGV10.0FE	1.280	-5.16%	1.250	1.300	102	12.888	14.30%	1.151	-0.588	4.65%	69.00%	-0.570
PAMP Cotización Subyacente: 1.900 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 68.82%												
PAMV1.74FE	0.050	-	0.050	0.050	100	500	2.83%	0.083	-0.281	5.67%	53.03%	-0.222
PAMV1.84FE	0.200	25.00%	0.200	0.200	100	2.000	10.53%	0.121	-0.341	5.37%	100.70%	-0.354
PAMV2.24FE	0.370	-19.57%	0.370	0.370	30	1.110	16.47%	0.351	-0.665	3.55%	78.61%	-0.630
PAMV2.34FE	0.450	7.14%	0.450	0.450	10	450	23.66%	0.424	-0.718	3.22%	79.74%	-0.678
PESA Cotización Subyacente: 4.770 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 47.35%												
PSAV4.80FE	0.300	-	0.300	0.300	50	1.500	6.29%	0.244	-0.382	7.66%	55.90%	-0.368
PSAV5.25FE	0.450	0.00%	0.450	0.450	50	2.250	6.43%	0.489	-0.603	5.68%	41.27%	-0.627
PSAV5.30FE	1.520	7.04%	1.520	1.520	10	1.520	31.87%	1.328	-0.912	3.28%	90.61%	-0.722
TRAN Cotización Subyacente: 1.210 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 74.28%												
TRAV1.20FE	0.040	-	0.040	0.040	100	400	3.31%	0.068	-0.379	4.69%	38.21%	-0.341
Vencimiento Febrero - 25/02/2014 - 49 días - Tasa Baibar 30.38%												
TYPP Cotización Subyacente: 11.300 Volatilidad Histórica del subyacente 40 ruedas: 63.52%												
TPPV11.3FE	0.300	-25.00%	0.300	0.300	20	300	2.65%	0.140	-0.271	21.84%	30.44%	-0.338