

OPCIONES Y FUTUROS

El objeto de este trabajo de **José Massa** es realizar una introducción, tan sencilla como sea posible, a las opciones y los futuros, así como a sus posibilidades de utilización por inversores con aversión al riesgo. En opinión del autor, los profesionales del sector financiero tienden, con mucha frecuencia, a utilizar expresiones tomadas del inglés, que son incomprensibles para los no iniciados y que están generando un aislamiento del público en general respecto al sistema financiero. Opina que, al menos en el caso de los futuros y las opciones, se puede explicar la utilidad de los productos financieros en forma sencilla y comprensible para cualquier persona con una cultura normal, no financiera, y es lo que pretende hacer en este artículo (*).

I. IMPORTANCIA DE LAS OPCIONES Y LOS FUTUROS EN ESPAÑA

EN España hay opciones y futuros sobre bonos del Estado desde hace tan sólo 18 meses. En este corto período de tiempo, han alcanzado unos volúmenes de negociación muy notables, confirmando su alta capacidad de atraer el interés de los inversores.

Algunas cifras:

- el volumen negociado diariamente está en torno a los 80.000 millones de pesetas;
- en los nueve primeros meses de 1991 se han negociado más de 6 billones de pesetas.

Estas cifras son más expresivas si se ponen en comparación con otras:

- el volumen diario es cuatro veces el del mercado continuo bursátil;
- el volumen total es diez veces el del contado de deuda pública.

II. QUE ES UN FUTURO

Un futuro es un contrato entre un «comprador» y un «vendedor»:

— el *comprador* se obliga a: comprar en una fecha «futura», pactada hoy, un activo financiero, fijado hoy, a un precio, fijado hoy;

— el *vendedor* se obliga a: vender en una fecha «futura», pactada hoy, un activo financiero, fijado hoy, a un precio, fijado hoy.

En otras palabras, un futuro podría ser: comprar (vender) 1 acción de Telefónica a 1.000, el 28 de diciembre.

Se pactan hoy todos los detalles de una compraventa a realizar en una fecha futura.

Puesto que el «comprador» y el «vendedor» han pactado hoy el precio (1.000 ptas.), los movimientos del valor de las telefónicas en Bolsa entre hoy y el 28 de diciembre harán que ganen o pierdan dinero, según en qué dirección sean tales movimientos:

1) *Telefónica sube a 1.200 ptas. por acción:*

— el «comprador» gana 200 ptas. (compra barato: paga 1.000 ptas. por algo que vale 1.200 pesetas);

— el «vendedor» pierde 200 ptas. (vende barato: cobra 1.000 ptas. por algo que vale 1.200 pesetas).

2) *Telefónica baja a 800 ptas. por acción:*

— el «comprador» pierde 200 ptas. (compra caro: paga 1.000 ptas. por algo que vale 800 pesetas);

— el «vendedor» gana 200 ptas. (vende caro: cobra 1.000 ptas. por algo que vale 800 pesetas).

III. OPCIONES

Una opción es un contrato entre un «poseedor» y un «emisor» de la opción:

— el «poseedor» obtiene un derecho que puede utilizar o no (opción), según le convenga; a cambio de este derecho, paga un precio: la «prima» de la opción;

— el «emisor» contrae una obligación, que deberá cumplir si el «poseedor» de la opción lo exige; a cambio de la obligación, el «emisor» cobra la prima, que es el precio de la opción.

Así, el «poseedor» tiene la «opción» de decidir si ejerce o no su derecho. La flexibilidad que otorga esta posibilidad de decidir ha convertido a las «opciones financieras» en uno de los productos de mayor crecimiento en todo el mundo.

1. Opciones de compra (*call*)

El «poseedor» de la opción puede tener el *derecho a comprar*, en cuyo caso se habla de opción de compra o, utilizando el término inglés, *call*.

El *poseedor* de un *call* tiene el derecho a: comprar en una fecha futura, pactada hoy, un activo financiero, fijado hoy, a un precio, fijado hoy.

El *emisor* del *call* se obliga a vender el activo financiero al precio pactado si el poseedor de la opción ejerciera su derecho.

Una opción *call* podría ser:

- el derecho (no la obligación) a comprar 1 acción de Telefónica a 1.000 ptas. el 28 de febrero;
- el poseedor de esta opción pagará al emisor una prima, en el momento actual, de 12 pesetas.

De manera muy similar a los futuros, puesto que poseedor y emisor han pactado hoy el precio al que el poseedor *podría* comprar las acciones de Telefónica (1.000 ptas.), los movimientos en Bolsa del valor de las telefónicas entre hoy y el 28 de febrero harán que ganen o pierdan dinero, según en qué dirección sean tales movimientos:

1) *Telefónica sube a 1.200 ptas. por acción:*

— el poseedor de la opción *call* gana: ejerce su derecho y compra a 1.000 ptas. algo que vale 1.200 pesetas; es decir, gana 200, menos 12 que pagó de prima: gana 188 pesetas;

— el emisor de la opción *call* pierde: está obligado a vender por 1.000 ptas. algo que vale 1.200; pierde, por tanto, 200, menos 12 que cobró de prima: pierde 188 ptas., exactamente lo que gana el poseedor.

2) *Telefónica baja a 800 ptas. por acción:*

— el poseedor de la opción *call* pierde: tiene un derecho que no le interesa ejercer; con la opción podría comprar a 1.000 ptas., pero en Bolsa puede comprar a 800 ptas. Por tanto, no ejercerá su opción. Su pérdida se limita a las 12 ptas. que pagó de prima (este caso pone de manifiesto la potencia de las opciones: la pérdida máxima para el poseedor es la prima pagada al adquirir la opción);

— el emisor gana: la opción no será ejercida y, por tanto, toda la prima será su beneficio: ganará 12 ptas., exactamente lo mismo que pierde el poseedor de la opción.

En las opciones de compra, o *call*, el poseedor gana si sube el precio y pierde si el precio baja. Su

beneficio potencial es ilimitado, mientras que la pérdida máxima es la prima pagada al adquirir la opción.

Evidentemente, el emisor está en el caso contrario, puesto que las opciones son un «juego de suma cero».

2. Opciones de venta (*put*)

Hay también opciones que otorgan a su poseedor el *derecho a vender*. Son las llamadas opciones de venta, o *put*.

El *poseedor* de un *put* tiene derecho a: vender en una fecha futura, pactada hoy, un activo financiero, fijado hoy, a un precio, fijado hoy.

El *emisor* de un *put* se obliga a comprar el activo financiero al precio pactado si el poseedor de la opción ejerciera su derecho.

Una opción *put* podría ser:

- el derecho (no la obligación) a vender 1 acción de Telefónica a 1.000 ptas. el 28 de febrero;
- en el momento de pactar el contrato de opción, el poseedor de la opción pagará al emisor una prima de, por ejemplo, 20 pesetas.

Como en los casos anteriores, los movimientos en Bolsa del valor de Telefónica entre hoy y el 28 de febrero harán que el poseedor y el emisor ganen o pierdan dinero, según en qué dirección sean tales movimientos:

1) *Telefónica sube a 1.200 ptas. por acción:*

— el poseedor de la opción *put* pierde: no le interesa ejercer su opción (que le permite vender a 1.000 ptas.), puesto que en Bolsa puede vender a 1.200 ptas. En consecuencia, no ejercerá la opción y perderá las 20 ptas. que pagó de prima.

— el emisor de la opción *put* gana: la opción no será ejercida y, por tanto, se quedará con las 20 pesetas de prima, que será su beneficio.

2) *Telefónica baja a 800 ptas. por acción:*

— el poseedor de la opción *put* gana: puede, ejerciendo su opción, vender por 1.000 ptas. algo que sólo vale 800 ptas. Está vendiendo caro y gana 200 ptas., menos 20 de prima, 180 pesetas;

— el emisor de la opción *put* pierde, puesto que tiene que comprar caro. Pierde 180 ptas., lo mismo que gana el poseedor.

IV. UTILIZACION DE OPCIONES Y FUTUROS PARA COBERTURA DE RIESGOS

Las opciones y los futuros pueden utilizarse para cubrir los riesgos de una cartera.

Utilizando un ejemplo sencillo, supongamos un inversor que tiene en cartera 1 acción de Telefónica, comprada hoy en Bolsa a un precio de 1.000 pesetas.

A partir de este momento, el inversor tendrá beneficios o pérdidas en su cartera según que el valor de Telefónica en Bolsa suba o baje.

Sin embargo, el inversor puede cubrir, y hasta eliminar completamente, el riesgo de pérdida mediante una utilización adecuada de opciones y/o futuros.

Acudiendo a las definiciones anteriores, y buscando los casos más simples, el inversor que quiera cubrir el riesgo de pérdida podrá:

- vender un futuro, o
- adquirir una opción *put*.

En cualquiera de los dos casos, su cartera será más compleja que si sólo tuviera telefónicas, puesto que ahora, además, tiene también una opción o un futuro.

El comportamiento de esta nueva cartera, en cuanto a posibles pérdidas y beneficios, será muy distinto del de la cartera simple no cubierta.

El inversor se enfrenta a la decisión de elegir una de las siguientes tres alternativas:

- 1) No cubrirse, y mantener la cartera simple.
- 2) Cubrirse con futuros.
- 3) Cubrirse con opciones.

Todos los inversores se enfrentan a esta decisión. Muchos de ellos eligen la alternativa de no cubrirse, y lo hacen por el procedimiento de no decidir. Esto es un error: no cubrirse puede ser una buena decisión (en muchos casos, lo es); pero no cubrirse ha de ser una decisión expresa y consciente, y no simplemente el resultado de «no hacer nada».

A continuación, se presentan brevemente los resultados de las tres alternativas, utilizando el caso simple «Telefónica sube/Telefónica baja» que he venido utilizando a lo largo de todo el artículo.

1. No cubrirse

(Cartera = 1 telefónica comprada a 1.000 pesetas)

A) Telefónica sube a 1.200:

La cartera pasa a valer 1.200 y, por tanto, se obtiene un beneficio de 200 pesetas.

B) Telefónica baja a 800:

La cartera pasa a valer 800 y, por tanto, se pierden 200 pesetas.

2. Cubrirse con futuros

(Cartera = 1 telefónica comprada a 1.000 pesetas + 1 futuro vendido a 1.000 pesetas)

A) Telefónica sube a 1.200:

La cartera tiene dos componentes, y cada uno de ellos se comporta de manera distinta:

— 1 acción Telefónica	1.200
— 1 futuro vendido a 10.000	-200
VALOR CARTERA	1.000

B) Telefónica baja a 800:

Nuevamente, cada uno de los dos componentes de la cartera se comporta de manera distinta:

— 1 acción Telefónica	800
— 1 futuro vendido a 1.000	+200
VALOR CARTERA	1.000

La conclusión, en este caso sencillo, es evidente: la cobertura completa mediante la venta de futuros aísla a la cartera de los movimientos de la Bolsa y fija su valor, como es lógico, en el precio pactado para vender a futuro, con independencia de que los movimientos en Bolsa sean al alza o a la baja.

3. Cubrirse con opciones

(Cartera = 1 telefónica comprada a 1.000 pesetas + 1 opción *put*, de prima 20 pesetas)

A) Telefónica sube a 1.200:

Cada uno de los dos componentes de la cartera se comporta de manera distinta:

— 1 acción Telefónica	1.200
— 1 opción <i>put</i>	-20
VALOR CARTERA	1.180

B) Telefónica se mantiene en 1.000:

- 1 acción Telefónica	1.000
- 1 opción <i>put</i>	-20
VALOR CARTERA	980

C) Telefónica baja a 800:

El comportamiento de la cartera con opciones *put* es el siguiente:

- 1 acción Telefónica	800
- 1 futuro vendido a 1.000	+180
VALOR CARTERA	980

La conclusión de la cobertura con opciones *put* es evidente: la cartera mantiene la capacidad de aumentar de valor si Telefónica sube en Bolsa y, a la vez, mantiene un valor mínimo de 980 ptas., en nuestro ejemplo, por debajo del cual nunca caerá, suceda lo que suceda en Bolsa.

4. Comparación de las tres alternativas

Se pueden comparar las tres alternativas y obtener con ello algunos criterios que ayuden a tomar la decisión de cubrirse o no cubrirse:

Cotización de Telefónica en Bolsa	VALOR DE LA CARTERA		
	No cubierta	Con futuros	Con opciones
A) 1.200 (sube)	1.200	1.000	1.180
B) 1.000	1.000	1.000	980
C) 800 (baja)	800	1.000	980

A) En el caso de que Telefónica suba, la mejor alternativa es no cubrirse, y la peor es cubrirse con futuros.

C) En el caso que telefónica baje, la peor alternativa es no cubrirse, y la mejor cubrirse con futuros.

La alternativa de cubrirse con opciones es mejor que no cubrirse si Telefónica baja, y es mejor que cubrirse con futuros si Telefónica sube, aunque nunca es la mejor en valor absoluto.

La elección del inversor dependerá de dos cosas fundamentalmente: sus expectativas y el nivel de riesgo que esté dispuesto a correr.

• Utilizar futuros supone aislar la cartera: se evitan pérdidas, pero se cierran las posibilidades de beneficio.

• No cubrirse supone aceptar el riesgo mayor de pérdida, aunque se mantiene abierta la posibilidad del máximo beneficio (es, curiosamente, la posición más especulativa de las analizadas).

• Utilizar opciones supone limitar las pérdidas potenciales, manteniendo abiertas las posibilidades de beneficio. Personalmente, es la alternativa que prefiero: el beneficio al que se renuncia (la prima, a fin de cuentas) es muy pequeño comparado con el enorme riesgo que se elimina.

V. CONCLUSION

Las opciones y los futuros son instrumentos sencillos, que pueden comprenderse y utilizarse sin necesidad de gran formación ni gran esfuerzo. Debidamente utilizados, con propósito de cobertura, permiten mejorar mucho la gestión de carteras, reduciendo apreciablemente el riesgo.

Este artículo ha sido escrito con ánimo divulgativo, acudiendo a ejemplos sencillos. Soy firme partidario de este método de acercamiento a procesos complejos. Sin embargo, las opciones y los futuros, aunque sencillos conceptualmente, pueden ser complejos de gestionar. En este artículo, he huido expresamente de la complejidad, lo que me ha obligado a no analizar algunos conceptos relevantes, como «delta» y todas sus implicaciones. Un profesional que quiera conocer los futuros y las opciones debería profundizar en el análisis más de lo que se ha hecho en este trabajo.

NOTA

(*) Este artículo recoge el contenido de la participación del autor en el seminario *Mercados Financieros*, organizado por la UIMP en La Coruña, en julio de 1991.