

1

CAPÍTULO

Por qué vender opciones

Muchos traders están al menos vagamente familiarizados con los porcentajes asimétricos del número de opciones que expiran sin valor. Sin embargo, pocos conocen realmente el porcentaje exacto, por qué expiran sin valor y los beneficios de vender opciones frente a comprarlas u operar en futuros. Menos aún emplean la estrategia de vender prima. La mayoría se ven disuadidos por los términos *beneficio limitado* y *riesgo ilimitado*. Esto está bien, porque como vendedor de opciones, ¡necesita que muchos traders compren opciones para ayudarle a financiar su jubilación!

Si su meta es conseguir unas rentabilidades del 30, 50 o incluso 70 por ciento al año *consistentemente*, entonces puede que la venta de opciones, especialmente la venta de opciones sobre futuros, sea para usted. Si su meta es conseguir unas rentabilidades del 200, 300 ó 1.000 por ciento, como las que ve en los anuncios a bombo y platillo de sistemas de trading de futuros, deje este libro y vaya a invertir su dinero en unos cuantos billetes de lotería o diríjase a Las Vegas. A la larga, sus probabilidades serán aproximadamente las mismas.

Este capítulo enumera los principales beneficios y desventajas de vender opciones. Antes de que aprenda *cómo*, debe aprender *por qué*. Los beneficios son numerosos y le deberían dar todos los porqués que necesite para comenzar.

BENEFICIO 1: LAS PROBABILIDADES ESTÁN A SU FAVOR

Lo cierto es que la mayoría de las opciones expiran sin valor y que esto se ve confirmado por las estadísticas. No obstante, aclaremos esta estadística. La cifra concreta se refiere a que la mayoría de las opciones *mantenidas hasta su expiración* expiran sin valor. Por lo tanto, cuando nos referimos al porcentaje de opciones que expiran sin valor, nos referimos a las opciones cotizadas en el momento de su expiración. Algunos estudios sugieren que se cierran antes de su expiración hasta un 60 por ciento de todas las opciones. No obstante, estos mismos estudios indican que sólo en torno a un 10 por ciento de todas las opciones se ejercen. Lo que esto quiere decir para usted como trader es que cuanto más tiempo mantenga su opción corta, mejores son sus probabilidades de éxito.

Las opciones son un activo que se deteriora. Esto quiere decir que es necesario un mayor movimiento en el contrato de futuros o activo subyacente para que la opción valga más dinero para el comprador de la opción. Éste es el motivo por el que un porcentaje tan grande de opciones se cierran antes de que expiren. Los compradores saben que cuanto más tiempo mantengan sus opciones, mayor es la probabilidad de que el valor de esas opciones descienda hasta cero. Además, cuanto más próxima esté una opción a su expiración, más difícil se hace que esa opción aumente en precio y genere o aumente un beneficio para el comprador. Ya sea para tomar beneficios o para cortar las pérdidas, muchas personas se apresuran a salirse antes de que llegue el día de expiración. Como vendedor, usted tiene el lujo de simplemente esperar, aguardando lo inevitable. Se han creado algunas técnicas de trading muy ingeniosas a lo largo de los años, pero nadie ha encontrado todavía una forma de detener el paso del tiempo.

La revista *Futures* publicó un estudio en el 2003 (Summa, 2003) sobre los porcentajes de opciones que expiran sin valor. El estudio siguió las opciones sobre cinco de los principales contratos de futuros: el Standard & Poor's (S&P) 500, el Nasdaq 100, los eurodólares, el yen japonés y el vacuno en pie. Se realizó a lo largo de un periodo de tres años desde 1997 hasta 1999. El estudio alcanzó tres conclusiones principales:

- De media, tres de cada cuatro opciones mantenidas hasta la expiración expiran sin valor (el porcentaje exacto fue 76,5 por ciento).
- La proporción de puts y calls que expiran sin valor se ve influenciada por la tendencia principal del mercado subyacente.
- Los vendedores de opciones tienen beneficios incluso cuando operan en contra de la tendencia.

En cuanto al primer punto, los resultados de este estudio confirman nuestra experiencia en el mercado. No obstante, es importante respaldar esta experiencia con datos demostrados científicamente. (Contactamos con la Chicago Mercantile Exchange en el 2001 y les preguntamos cuál era exactamente el número de opciones que calculaban que expiraban sin valor en base a sus datos registrados durante años. Tras varias semanas y después de hablar con varias fuentes en la CME, finalmente alguien nos puso por escrito que el cálculo de la CME era que aproximadamente el 74 por ciento de las opciones expiró sin valor.) En nuestra experiencia personal, no tan científica, calculamos que esa cifra está más próxima al 82 por ciento. Por lo tanto, no hay una cifra exacta que no se pueda rebatir del número de opciones que expira sin valor, pero uno tiene que asumir que está en torno a esas cifras. Esto quiere decir que al menos tres de cada cuatro y posiblemente cuatro de cada cinco opciones mantenidas hasta la expiración expirarán sin valor. Y esto es disparando a ciegas, lanzando un dardo a la diana como procedimiento para seleccionar las opciones.

La segunda conclusión fue que la cantidad de puts y calls que expiren sin valor se ve influenciada por la tendencia principal del mercado subyacente. En algunos de los estudios, hasta el 96 por ciento de las puts o calls expiraban sin valor si se vendían a favor de la tendencia. Esto parece de sentido común, pero le sorprendería el número de traders que intentan apostar en contra de la tendencia. A la hora de vender opciones, el viejo dicho es definitivamente cierto: *la tendencia es su amiga*. Venda a favor de la tendencia y podrá aumentar sustancialmente sus probabilidades de que las opciones expiren sin valor.

La tercera conclusión puede que sea aún más importante. Los vendedores de opciones tienen beneficios incluso cuando operan en contra de la tendencia. Se descubrió que incluso en los mercados alcistas, la mayoría de las calls expiraban sin valor (aunque estas cifras eran mucho menores que el porcentaje del 76,5 por ciento del total de opciones que expiraban sin valor) y la mayoría de las puts expiraban sin valor en un mercado bajista. Esto quiere decir que podría equivocarse totalmente en su análisis del mercado subyacente y aun así tener una probabilidad por encima del 50 por ciento de ganar dinero en la operación. Si esto es correcto, podría acertar en su análisis del mercado sólo la mitad de las veces y aun así un poco más del 75 por ciento de sus opciones terminarían expirando sin valor. Si es mínimamente bueno prediciendo la dirección del mercado, puede que sea capaz de aumentar su promedio mucho más.

David Caplan, en su excelente libro, *The New Options Advantage [La nueva ventaja en opciones]*, dice que para beneficiarse sistemáticamente en la operativa en futuros y opciones, los traders deben darse un cierto

tipo de «ventaja» en cada operación en la que entren. Al seleccionar una estrategia que termina ganando el 80 por ciento de las veces *antes* de que ni siquiera analice el mercado, se está dando a sí mismo una ventaja.

BENEFICIO 2: TOMAR BENEFICIOS SE VUELVE SENCILLO

Prácticamente todos los libros o folletos educativos sobre el trading se refieren en un punto u otro a un tema central que se ha convertido en el mantra de los traders de futuros en todo el mundo: «cortar las pérdidas y dejar correr los beneficios». A los traders se les ha entrenado y enseñado continuamente que para ganar dinero operando en futuros, uno debe aceptar un gran porcentaje de pérdidas pequeñas y esperar a tener una o dos grandes operaciones ganadoras para no sólo recuperar todas las pérdidas, sino también para generar un beneficio total.

Aunque tenemos que estar de acuerdo con este concepto en un sentido general, aplicarlo en una cuenta de trading en el mundo real es extremadamente difícil, si no imposible, para la mayoría de los inversores individuales. Se pueden introducir stops para limitar las pérdidas en las posiciones en futuros, pero los traders de los corros tienden a tener un sexto sentido para saber dónde puedan estar las grandes concentraciones de stops. Aunque no estamos sugiriendo que estos traders de los corros harían saltar estos stops deliberadamente (por supuesto que no, los traders de los corros y los profesionales se preocupan por usted y *jamás* harían eso), es muy curioso cómo a menudo un mercado rompe un punto clave de soporte o resistencia tan sólo para darse la vuelta y realizar un gran movimiento en la dirección opuesta.

Recuerde que cuando miramos un gráfico de precios, innumerables otros traders están mirando el mismo gráfico. Todos ven los mismos puntos de soporte y resistencia en los que situar sus stops. Esto es por lo que a menudo verá cómo un mercado toca un punto crítico de soporte o resistencia y a continuación realiza un rápido movimiento a través del nivel crítico durante una única sesión de trading. Todas esas órdenes de compra o venta se activan a la vez, ocasionando un rápido movimiento en el mercado y sacando a los traders de futuros de sus posiciones. No hay nada más frustrante para los traders que el que les ocurra esto para, a continuación, ver cómo el mercado se da la vuelta inmediatamente y comienza un gran movimiento en la dirección opuesta. Estos traders estaban en el mercado correcto, ¡pero simplemente no pudieron aguantar en él lo suficiente!

Esto es asumiendo para empezar, por supuesto, que estos traders tuvieron la disciplina suficiente para introducir sus stops. Cortar las pérdidas y dejar correr los beneficios suena bien sobre el papel, pero su psicología va en contra de la naturaleza humana. Las emociones son un

enemigo crítico de los traders y de todas las emociones, ninguna es más dañina para una cartera que la emoción de la *esperanza*. La esperanza es una emoción maravillosa cuando se aplica a la vida fuera del mundo del trading. En el mundo del trading, no obstante, especialmente en la operativa sobre futuros, le puede robar su dinero y destrozar una cuenta. Los traders no quieren cortar una pérdida porque se han vinculado emocionalmente a una posición. La ven moverse en su contra todos los días y *esperan* que se dé la vuelta. Los libros sobre el trading responden a esto diciéndole que no se deje influir por las emociones en su operativa. ¿Cómo puede no dejarse influir por las emociones en su operativa? ¡Estamos hablando de su dinero! Va a verse influido por las emociones independientemente de lo que se diga a sí mismo.

¿Qué hay sobre decidir cuándo tomar beneficios? Dejar correr los beneficios puede ser aún más difícil que cortar una pérdida. Los traders se entusiasman tanto viendo cómo se mueve el mercado a su favor que les aterroriza que se dé la vuelta y pierdan los beneficios que llevan. Hemos visto más traders arruinarse por no saber cuándo tomar beneficios que traders sepultados por una o dos grandes pérdidas. El resultado de este miedo es que la mayoría de los traders toman beneficios demasiado pronto, incluso cuando tienen una buena operación ganadora en marcha. No hay reglas claras y definidas sobre cuándo tomar beneficios. Nadie sabe si el mercado se está dando la vuelta en un día determinado o si sólo está experimentando una corrección a corto plazo. Éste es uno de los principales motivos por el que la operativa en futuros es tan difícil.

Éste es un motivo clave por el que la venta de opciones puede ser un claro antídoto a tal dilema

Cuando uno vende una opción, en contraposición a operar en el contrato de futuros, la decisión de cuándo tomar beneficios generalmente se convierte en una que ya no tiene que tomar. El mercado lo hace por usted. Mientras su opción no esté en el dinero, el valor de su opción terminará por deteriorarse hasta cero en la expiración. En ese punto, la posición se cierra automáticamente. Consigue su beneficio entero sin tener que decidir si el mercado está corrigiendo, si va a subir o bajar mañana en la apertura, o decidir si «aguantar ahí» para sacar unos pocos dólares más en la operación. Lo máximo que puede ganar es la prima que cobra. En la mayoría de los casos, éste será su objetivo en la operación. En otras palabras, tiene un objetivo de beneficios muy claro y un método muy claro para tomar ese beneficio. ¿Cuál es su estrategia de toma de beneficios en una operación ganadora? No hacer nada. Simplemente la deja expirar.

Este aspecto de vender prima por sí solo puede ser una gran ventaja para los traders que hayan sufrido pérdidas por ser demasiado rápidos al salirse de las operaciones ganadoras o que tengan la costumbre de aguantar las operaciones demasiado tiempo.

BENEFICIO 3: EL TIEMPO ESTÁ DE SU PARTE

Cántelo como Mick Jagger¹. Como vendedor de opciones, puede hacerlo. Da igual lo que el mercado esté haciendo, el tiempo está constantemente, aunque lentamente, mermando el valor de la opción. Aunque la opción pueda ganar valor por el movimiento del mercado, el tiempo siempre estará en su esquina, trabajando a su favor y en contra de la persona que compró la opción. En vez de utilizar la vieja analogía del cubo de hielo que se derrite², tenemos un ejemplo distinto que puede contribuir a ilustrar el concepto más claramente, especialmente para los forofos del fútbol americano.

Como vendedor de una opción, se le podría comparar con un equipo de fútbol que juega a la defensiva todo el partido. Con cuánto tiempo comience el partido depende de usted. Comienza el partido dándose a sí mismo una ventaja en puntos predeterminada y dando a su oponente un margen de tiempo predeterminado para ganarle. Por ejemplo, puede darse a sí mismo una ventaja de 50 puntos y dar a su oponente dos periodos para ganarle (vendiendo opciones muy fuera del dinero con más valor temporal), o puede dar a su oponente una ventaja de 7 puntos y dos minutos para ganarle (vendiendo opciones cercanas al dinero con poco valor temporal). Da igual lo que elija, el reloj siempre correrá en contra de su oponente. A medida que pasa el tiempo, las probabilidades de su oponente de ganar el partido comienzan a disminuir (y las suyas aumentan). No puede salirse de las bandas o pedir un tiempo muerto para detener el reloj. Lo mejor es que si usted comienza a sentirse incómodo en cualquier momento del partido, puede simplemente abandonar.

Se pueden sacar muchas comparaciones divertidas de esta analogía. Lo importante es que el comprador de una opción se está peleando con el mercado *y* con el tiempo, al igual que los delanteros de un equipo

¹ N. del T.: *Time is on my side* [El tiempo está de mi parte] es el título de una canción de los Rolling Stones.

² La analogía del cubo de hielo que se derrite establece que la prima de una opción es como un cubo de hielo en la calle en un día caluroso. A medida que el tiempo pasa, el cubo de hielo se derrite un poco más, hasta que no queda nada. Es una analogía muy buena, pero se ha utilizado tanto que pensamos que una ilustración distinta del mismo concepto podría mostrar una nueva perspectiva sobre este tema.

de fútbol que va por detrás en el marcador tienen que competir contra la defensa y contra el tiempo que queda en el reloj.

Como vendedor de opciones, el paso del tiempo es su mayor aliado (véase el Gráfico 1.1).

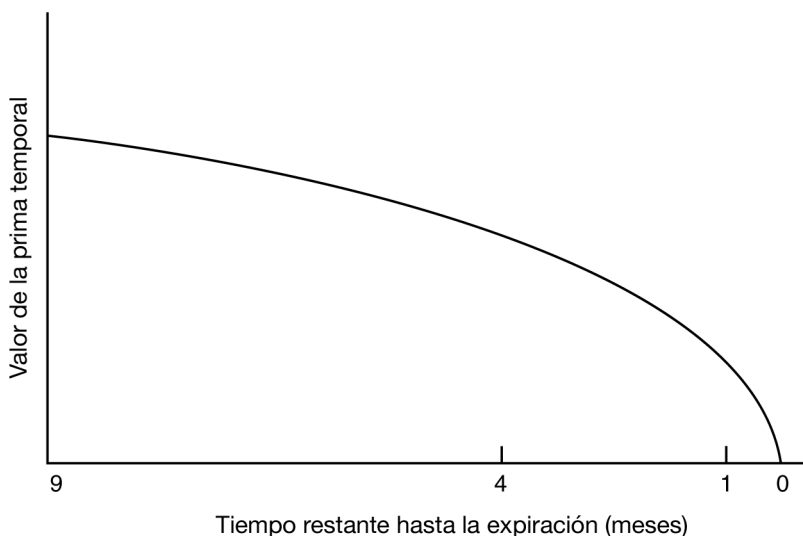
BENEFICIO 4: BASTA CON APROXIMARSE

Una de las partes más difíciles de la operativa en futuros es intentar decidir hasta dónde va a moverse el mercado. Esta tarea puede ser desalentadora de por sí. Puede complicarse aún más con la compra de opciones. Aunque comprar una opción da al trader capacidad de aguante para esperar a que se produzca un movimiento, también pone un límite de tiempo a *cuándo debe producirse el movimiento*.

Conviene recordar que en cualquier momento el mercado está reflejando el valor exacto de un activo dado en ese día en concreto para ese mes de entrega en concreto. Los traders que especulan sobre los movimientos de los precios deben predecir no sólo los factores fundamentales actuales y futuros, sino también cómo reaccionará el mundo del trading a esos factores fundamentales. Uno debe ser capaz no sólo de estudiar las cifras de oferta y demanda pasadas y cómo afectaron al precio, sino también saber un poco de la psicología de las

GRÁFICO 1.1

Gráfico del deterioro temporal



Cuanto más se aproxima una opción a su expiración, más se acelera la pérdida de valor por el paso del tiempo.

masas. Predecir a dónde irán los precios es como intentar predecir la dirección de un huracán. Incluso los expertos tan sólo pueden realizar unas vagas proyecciones hasta que el huracán casi está tocando tierra.

Proyectar dónde no irá, no obstante, es otra cuestión. Si hay unos fuertes vientos soplando en dirección noreste y se espera que estas corrientes continúen, se puede asumir que el huracán golpeará en algún destino en dirección noreste. Por lo tanto, el huracán podrá desviarse al norte o al este, tal vez incluso mucho con respecto a la dirección del viento, pero es poco probable (aunque no imposible) que la tormenta dé un giro de 180 grados y se dirija en contra del viento en dirección suroeste. Los vendedores de opciones entendidos apostarán a que la tormenta no se dará la vuelta 180 grados en contra del viento. Eso es todo. No juegan a acertar en dónde golpeará la tormenta. Ese es un juego de bajas probabilidades. Acertar dónde no golpeará es mucho más fácil.

Cuando venda opciones en la forma que aprenderá en este libro, así es como operará en el mercado. Ya no tendrá que intentar saber mejor que los profesionales dónde va el mercado. Todo lo que tendrá que determinar es un nivel de precios al que cree que el mercado *no* llegará. Cuando se haga más hábil vendiendo opciones, será capaz de identificar opciones que se estén vendiendo a unos precios de ejercicio ridículos, en las que podrá aprovecharse de los traders dispuestos a apostar que el mercado va a llegar a esos niveles. Un poco de conocimiento de los factores fundamentales le resultará muy útil en este aspecto.

Lo siguiente es un fragmento de un artículo sobre la venta de opciones que escribimos y que se publicó hace unos años. Con un flujo cada vez mayor de traders entrando en los mercados de futuros y derivados, la lección es hoy aún más relevante.

INTRODUCCIÓN A LA VENTA DE OPCIONES: PIENSE COMO UN VENDEDOR DE OPCIONES

James Cordier, Presidente de Liberty Trading Group

Puede que haya observado que muchos de los artículos que aparecen en nuestra columna tienen una perspectiva a largo plazo en cuanto al precio. Al contrario que muchos analistas y traders, no intentamos adivinar lo que harán los precios hoy, mañana o la semana que viene. Recomendando abordar el mercado de esta forma por varios motivos:

1. La operativa a corto plazo es sencillamente demasiado difícil. Estoy seguro de que hay algunos traders que tienen éxito sistemáticamente. Dicho esto, ¡nunca he conocido a ninguno!
2. Los mercados pueden moverse muy esporádicamente en periodos cortos de tiempo, pero a largo plazo siempre tendrán que ajustarse para reflejar los factores fundamentales.
3. Como vendedor de opciones a medio plazo, las vueltas del mercado a corto plazo no le conciernen. Lo que le concierne es la dirección a más largo plazo del mercado y, lo más importante, a dónde no llegarán los precios.

Es por estos motivos que nuestros artículos se centran en los factores fundamentales a largo plazo y generalmente no intentan predecir lo que harán los precios, sino lo que no harán. Creemos que los traders de más éxito mantienen las cosas muy *sencillas*.

Éste es el enfoque que sugerimos: «No sé lo que va a hacer el precio. En base a los factores fundamentales existentes, no obstante, y a lo que los precios han hecho en los últimos años cuando los factores de oferta y demanda eran parecidos a los de este año, creo que *a los precios les resultará muy difícil alcanzar un determinado nivel de precios*. Por lo tanto, venderé calls (o puts) a ese nivel de precios y no me preocuparé con el análisis técnico a corto plazo. Incluso si mi análisis de mercado o mi ajuste del momento de entrada se desvían un poco, el valor temporal sigue trabajando a mi favor y mientras tanto daré al mercado mucho espacio para que fluctúe».

Recuerde, si es el vendedor de una *call*, el mercado puede moverse a la baja, quedarse igual o incluso subir algo. Mientras el precio de los futuros quede *por debajo* del *precio de ejercicio o strike* en la expiración, la opción expirará sin valor. Si la opción expira sin valor, usted, como vendedor, se queda con toda la prima que cobró como beneficio. Como vendedor de una *put*, querrá que el precio quede *por encima* de un determinado nivel de precios (de ejercicio o *strike*).

Aunque esta forma de pensar puede resultar difícil al principio para los traders de futuros habituados a la actividad diaria (lo fue para mí), he descubierto que este enfoque ha mejorado mis resultados generales de trading enormemente.

Recuerde esto la próxima vez que se vea tentado a entrar en el último mercado que esté a punto de «dispararse». El tiempo y la paciencia son sus aliados. ¡Piense como el vendedor de opciones!

Lo importante es que, aunque pueda seguir teniendo sus corazonadas sobre a dónde podría ir el mercado, simplemente se posiciona de forma distinta. De esta forma, si su proyección del precio es correcta, se beneficia. Si sólo es parcialmente correcta, se beneficia. Si se equivoca, todavía hay una buena posibilidad de que se beneficie. El mercado puede moverse en la dirección que usted proyectó, consolidarse la-

teralmente sin una dirección clara, o incluso moverse en la dirección opuesta a la que usted proyectó. Mientras que no esté totalmente equivocado al 100 por cien y el mercado realice un movimiento rápido y/o sostenido en la dirección opuesta a la que usted predijo, obtendrá un beneficio en esa posición.

BENEFICIO 5: YA NO ES NECESARIO AJUSTAR A LA PERFECCIÓN EL MOMENTO DE ENTRADA

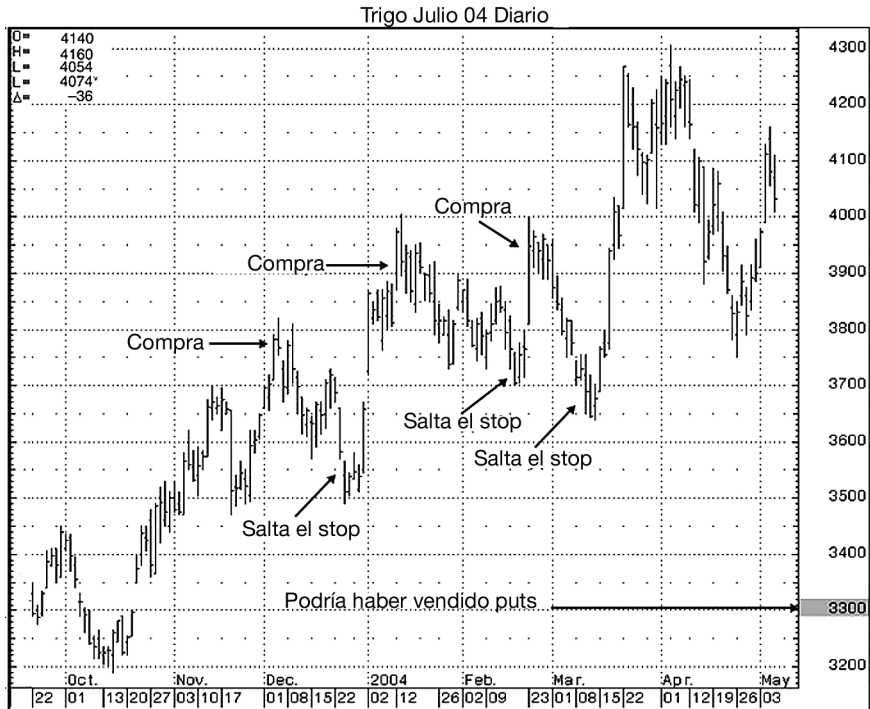
Un aspecto crítico del éxito en la operativa en futuros es ser capaz de entrar en el momento correcto. Debido al apalancamiento que conlleva la operativa en futuros, calcular mal el momento de entrada probablemente cuesta a los traders más pérdidas que elegir incorrectamente la dirección definitiva de los precios. Aunque algunos traders pueden desarrollar una intuición bastante buena para la dirección a largo plazo de los precios, es lo que el precio haga *mientras tanto* lo que les causa tantos problemas.

Un mercado que se mueva en una tendencia alcista debido a factores fundamentales a largo plazo no dejará de tener periódicamente correcciones moderadas o severas. Esto puede producirse por una serie de motivos, incluyendo la toma de beneficios por parte de grandes fondos o pequeños especuladores o una noticia repentina que pueda causar revuelo en el mercado temporalmente, pero que en realidad tiene poco efecto en los factores fundamentales a largo plazo del mercado.

Un trader puede ver una tendencia y decidir «entrar en la acción» y buscar un lugar en el que comprar. Aunque comprar en una tendencia ya existente generalmente no es una mala forma de proceder, el ajuste del momento exacto de la entrada determinará las probabilidades de éxito o fracaso en esta operación. Si todo lo que tuviese que hacer fuese seguir la tendencia, la operativa en futuros sería fácil y todo el mundo ganaría dinero. Esto es aún más difícil en los mercados volátiles. Los traders, especialmente los pequeños especuladores, comprarán los futuros y a continuación introducirán un stop. La mayoría de las veces utilizarán stops ajustados, dando al mercado poco espacio para fluctuar en su contra. Esto es lo que les han enseñado y es el motivo por el que perderán en la mayoría de sus operaciones. Tienen que proteger el capital a toda costa. Desafortunadamente, proteger el capital no permite mucho movimiento en un mercado que puede moverse, y a menudo lo hace, brusca y rápidamente en cualquier dirección sin motivo aparente. A muchos, si no a la mayoría, de los traders les saltará el stop justo antes de que el mercado comience a moverse de nuevo en la dirección de la tendencia (véase el Gráfico 1.2).

GRÁFICO 1.2

Gráfico de precios contrastando las áreas de compra y venta con la venta de opciones



Las flechas muestran los posibles puntos de entrada y los stops para los traders en futuros.

Vender opciones evita todo este sinsentido. En una tendencia alcista, un vendedor puede simplemente vender opciones muy por debajo del mercado, permitiendo unas amplias fluctuaciones de precios dentro de la tendencia que no afecten dramáticamente a su posición. De esta forma, puede vender opciones en un día al alza o a la baja sin tener que ajustar a la perfección el momento de entrada. Incluso si entra en el mercado mientras está corrigiendo, la fluctuación en el precio de su opción generalmente será considerablemente menor que si estuviese en una posición en futuros. De esta forma el trader tiene una considerable capacidad de aguante en el mercado y puede soportar las fluctuaciones del mercado a corto plazo, al contrario que sus colegas que operan en futuros. (Esto supone generalizar que los traders en futuros son especuladores individuales medio. Hay, por supuesto, algunos traders bien capitalizados que están dispuestos a asignar grandes cantidades de capital en garantías para soportar un movimiento adverso. Además

de un gran colchón de fondos en garantías, esto también requiere una profunda convicción en el mercado, así como nervios de acero).

Incluso los pocos traders a los que se les da bien ajustar bien el momento de entrada pueden verse expulsados de una buena tendencia por un movimiento aleatorio debido a una noticia. Por ejemplo, en el 2004, los mercados de la soja y la harina de soja estaban en una fuerte tendencia alcista. Esto se debía principalmente al comienzo de una demanda masiva por parte de China porque la economía china estaba en las fases iniciales de una rápida expansión. Esto era un factor fundamental a largo plazo. A finales de enero, comenzaron a publicarse noticias acerca del brote de la gripe aviar asiática. A los medios, por supuesto, les encanta el sensacionalismo. «Se sacrificarán millones de pollos», informaban los titulares.

Los pequeños especuladores sensibles a los medios de comunicación comenzaron a liquidar sus posiciones largas en la soja y harina; su razón de ser fue que menos pollos para alimentar implicaba una menor demanda de harina de soja (usada para alimentar a las aves de corral), la cual proviene de la soja. El número de aves aniquiladas representó en realidad una diminuta gota en el cubo del suministro mundial total de ganado. El efecto real sobre la demanda de soja y harina de soja fue nulo. No tuvo efecto alguno en absoluto sobre la demanda a largo plazo de soja, que en última instancia determina la dirección del precio. Sin embargo, la dirección a corto plazo es a menudo controlada por factores exactamente como éstos (véase la Figura 1.3). Los traders que compraron harina de soja el día anterior a los hechos difundidos sobre la gripe aviar asiática acertaron correctamente la tendencia, pero tuvieron la mala suerte de no acertar el momento. Muchos podrían haber perdido hasta 1.500 dólares o más por contrato en una caída de los precios que, en retrospectiva, parece haber sido bastante benigna.

Un vendedor de opciones podría haber vendido prima *put* hasta 400 puntos fuera del dinero en el día antes de la corrección de la gripe aviar y la caída le habría afectado poco. Seguiría operando con la tendencia y los factores fundamentales a largo plazo. Para él, el momento de entrada en esta operación habría sido irrelevante.

BENEFICIO 6: CONTROL DEFINIBLE DEL RIESGO

Independientemente del sambenito de riesgo ilimitado que tiene vender en corto opciones, el riesgo al vender opciones puede definirse y controlarse como con cualquier otro tipo de riesgo al operar en futuros o acciones. Lo mencionamos aquí como un beneficio sólo para que los traders sepan que pueden controlar sus riesgos. El tema del riesgo, no obstante, es importante y por lo tanto se cubrirá en su propio capítulo completo (véase el Capítulo 9).

GRÁFICO 1.3

Gráfico de la harina de soja mostrando la caída de los precios debida a la gripe aviár



La flecha muestra la caída en los precios.

DESVENTAJAS DE VENDER OPCIONES

Ahora que ya hemos cubierto los muchos beneficios de vender opciones, un potencial vendedor de opciones debe familiarizarse con las desventajas de vender prima. Aunque nuestra propia opinión sesgada es que estas desventajas son minúsculas en comparación con los beneficios potenciales, las cubriremos aquí en orden para presentar una visión equilibrada.

1. *Riesgo ilimitado.* Aunque ya hemos tratado el término *ilimitado* y sus malentendidos, cualquiera que esté considerando vender opciones en una cartera para generar prima, particularmente en una cartera de futuros, debería ser consciente de que siempre existe el potencial de un movimiento en contra de su posición que podría hacer que el inversor experimente pérdidas. Aunque utilizar *spreads* o vender posiciones cubiertas puede poner un límite máximo a estos riesgos, ese tipo de operaciones también recortan los beneficios que se generan en las mismas. Además,

el riesgo máximo en algunas de estas posiciones cubiertas sigue siendo grande en comparación con la prima generada por la operación. Aunque hay muchas formas de reducir este riesgo considerablemente, uno siempre debe ser consciente de que existe. No obstante, vender opciones sobre futuros, incluso opciones descubiertas, no conlleva más riesgo que operar con el contrato de futuros en sí, ni vender opciones sobre acciones conlleva más exposición que operar en la acción subyacente.

2. *Potencial de beneficios limitado.* Al vender prima de opciones, su potencial de beneficios se limita a la prima que cobró cuando vendió la opción. Da igual lo mucho que se mueva el mercado a su favor (lo que se aleje de su precio de ejercicio), su beneficio potencial sigue siendo el mismo. Es por este motivo que a los traders que buscan el «pelotazo» y que operan en los mercados por el subidón de adrenalina (un porcentaje considerable de los pequeños especuladores) generalmente no les atrae el concepto de vender opciones. Por utilizar una analogía del béisbol, un vendedor de opciones es un inversor que está dispuesto a renunciar a su oportunidad de golpear un *home run* a cambio de golpear consistentemente *golpes sencillos* una y otra vez.
3. *El potencial desprecio o ignorancia de los brokers y profesionales de la inversión.* Como señalamos anteriormente, muchos brokers, asesores y firmas enteras son reacios a vender prima de opciones bien por miedo al riesgo, bien por una falta de comprensión general de cómo emplear efectivamente una estrategia de venta de opciones, o bien por ambos. Esto a veces puede suponer unos mayores requisitos de garantías o de fondos en las cuentas de los inversores que quieran vender opciones. Puede que tenga que investigar un poco hasta encontrar un buen broker que esté cualificado para ayudarle a vender opciones adecuadamente. Creemos que esto es tan importante que hay todo un capítulo dedicado a este tema (véase el Capítulo 15). Mientras tanto, simplemente recuerde que recibir un mal consejo es a menudo peor que no recibir ninguno.

VENDER OPCIONES Y PESCAR SILUROS: LA LÓGICA DE LA VENTA DE OPCIONES

Asumamos para un ejemplo que aproximadamente el 80 por ciento de las opciones expiran sin valor. ¿Qué supone esto para un trader? Suponga que usted y yo nos vamos a un recodo en un río en el que hay siluros y percas. Echamos una caña en el agua. Es una zona que principalmente alberga siluros, con un 80 por ciento de siluros y un 20

por ciento de percas. Yo le ofrezco \$1 por cada perca que usted saque y usted me debe pagar \$1 por cada siluro que usted saque. Incluso hay algunas percas dignas de un trofeo por las que, en base a su peso, le pagaré \$2 o \$3, o incluso \$4, por sacarlas. No obstante, hay muy pocas y aparecen cada mucho tiempo, y yo estoy más que dispuesto a aceptar \$1 por cada siluro mientras usted intenta pescar una gran perca. Lo más probable es que usted saque ocho siluros y dos percas. Me pagaré \$8 y yo le devolveré \$2 por sus percas. Al final tengo un considerable beneficio de \$6. Usted se da cuenta rápidamente de su error en su estrategia y decidimos montar un negocio con nuestro pequeño puesto de pesca.

Pronto muchos pescadores novatos comienzan a oír que hay unas grandes percas en ese recodo del río y que se paga un buen premio a los pescadores que tengan la suerte de pescar una. Están especialmente interesados en la famosa perca «monstruosa», una que merodea en lo más profundo del río y por la que hay un premio de \$10 para el pescador que la enganche.

Los pescadores hacen cola en nuestro tenderete y nos pagan \$1 por cada siluro que pescan. Generalmente tenemos que pagarles \$2 por cada \$8 que nos pagan. A veces sólo tenemos que devolverles \$1. A veces, si alguien tiene una buena racha, puede que les tengamos que pagar \$3 o \$4. No obstante, casi siempre tenemos beneficios al final del día.

Es más, no necesitamos que echen la caña 10 veces. Algunos vienen con tan sólo unos pocos dólares y tiran la caña unas pocas veces. Algunos pescan todo el día. La mayoría pescan hasta que se les acaba el dinero.

De vez en cuando, alguien pesca una gran perca. En ese caso, le tenemos que pagar \$3 o \$4 frente a nuestra apuesta de \$1. Esa gran perca genera mucho entusiasmo. El periódico viene y sacas unas cuantas fotos. Vienen más pescadores novatos y algunas personas que nunca antes habían pescado ven la foto en el periódico, se entusiasman enormemente, llenan sus bolsillos de dólares y vienen corriendo a nuestro recodo a perseguir el elusivo pez de campeonato. Esto nos genera aún más negocio y nos hace muy felices, pues ¡ay!, la mayoría de ellos pescan siluros y nos llenan los bolsillos de dólares.

Muy pronto unos pocos pescadores perspicaces se dan cuenta de nuestro juego y deciden dejar de regalarnos sus dólares. Montan su propio tenderete en el río y comienzan a cobrar dólares por los siluros. Afortunadamente, ahora hay muchos nuevos pescadores que vienen al río, intentando «dar un pelotazo» con una gran perca. Muchos se frustran pescando siluros y perdiendo su dinero y llegan a la conclusión de que «pescar es un mal negocio». Lo dejan del todo. No

obstante, aparecen otros muchos nuevos jóvenes llenos de esperanza que ocupan su lugar.

Pronto surge otro grupo de emprendedores. Su propósito es tomar el dinero de los pescadores y dárselo a nosotros y tomar el dinero que debemos a los pescadores y dárselo a ellos. Algunos incluso le ayudan a cebar el anzuelo y le dicen dónde tirar el sedal. A cambio de esto, le cobran una comisión. Esto ahora quiere decir que los pescadores y usted y yo tenemos que pagar una comisión por cada pez pescado, ya sea siluro o perca. A la mayoría de estos «intermediarios» les gusta hablar de la gran perca y entusiasman a los pescadores con la perca «monstruosa» que merodea en lo más profundo. «Por supuesto, podrían perder sus dólares», les avisan, «¡pero piensen en la recompensa si pescan el monstruo!» Esto hace que los pescadores se entusiasmen aún más. Algunos aceptan el consejo del intermediario y lanzan el sedal al punto que les señala. Esto, por supuesto, le cuesta al pescador una comisión ligeramente más alta, pues el intermediario debe pasar algo más de tiempo con ellos. El pescador, por supuesto, sigue capturando principalmente siluros.

Otros pescadores estudian el recodo del río durante horas y analizan en sus casas los gráficos de profundidad para ver dónde pueda tener su guarida el pez gigante. Entonces llegan al río con sofisticados ordenadores y lo último en equipos de pesca. A la mayoría les va poco mejor que a sus colegas menos sofisticados. El motivo es que están peleando en una batalla que ya está perdida. Aunque hay percas grandes nadando en el río, sigue habiendo un 80 por ciento de siluros y el \$1 que los pescadores deben pagar por cada siluro al final va a agotar su suministro de dinero, incluso si durante el camino pescan unas cuantas percas.

Aunque la mayoría de los intermediarios sinceramente esperan que los pescadores atrapen una gran perca e intentan lo mejor que pueden ayudarles a hacerlo, ellos, junto con sus clientes pescadores, no se dan cuenta de que la persona que está ganando todo el dinero es la que apuesta por los siluros. Ciertamente, carece del glamour y la excitación de perseguir una perca «monstruosa» y el gran premio que conlleva. No obstante, para ganar dinero al final del día, es devastadoramente efectivo.

Algunos de estos intermediarios se percatan de la estrategia de apostar por los siluros y animan a sus clientes a comenzar a apostar por los siluros porque hay muchos pescadores dispuestos a probar suerte capturando una gran perca. No obstante, la mayoría tiemblan de sólo pensarlo: «¿Apostar por los siluros?», preguntan incrédulos. «¿Por qué querría hacer eso? Es demasiado arriesgado. ¿Y si alguien saca esa perca monstruosa? ¿Qué hace entonces? Apuesta \$1 y pierde

\$10. ¡Eso podría arruinarle! Puede que incluso tenga que ir corriendo a su casa a por más dinero para poder pagar al pescador los \$10. ¿Es eso lo que quiere?»

«No, no», responde con miedo el pescador ambicioso. Por lo que vuelve a intentar capturar la perca «monstruosa» y al final el pescador se queda sin dinero.

Por si acaso no se ha dado cuenta, es una analogía de la estrategia de vender opciones y de cómo la mayoría de los brokers y traders (especialmente los traders principiantes) la ven. Los pescadores que buscan la perca «monstruosa» son compradores de opciones. Atraídos por los grandes beneficios, lanzan sus sedales en el agua (inician una operación larga de opciones) con tan sólo una probabilidad del 20 por ciento de capturar una perca (tener una operación ganadora). Sus probabilidades de capturar una perca que les genere un beneficio considerable son aún menores. Esto es antes de que estudien el tiempo, seleccionen el cebo y elijan el área del río en la que lanzarán el sedal (analicen las condiciones del mercado y los precios de ejercicio). El río es la bolsa. El intermediario es, por supuesto, el broker.

Es muy probable que la persona que cobra \$1 por cada siluro pescado (el vendedor de opciones) tenga la mayor parte del dinero en poco tiempo. Pero la mayoría de los pescadores no apostarán por el siluro. La mayoría no quieren apostar por el siluro. La mayoría quiere la oportunidad de pescar el pez grande o el «monstruoso» y apuestan \$1 para ganar \$3, \$4 o incluso \$5.

Hay dos advertencias con respecto a apostar por el siluro (o vender opciones). Una es que tiene que venir al río con suficientes dólares en su bolsillo para pagar si un pescador pesca una gran perca en su primer o segundo intento. La segunda es que tiene que aceptar que de vez en cuando alguien va a pescar una perca. En muchos casos ya tendrá beneficios más que suficientes en su bolsillo para pagar cómodamente al afortunado ganador. No obstante, si cuando realice su primer viaje al río, apuesta por el siluro y alguien saca una gran perca al primer intento, tiene que tener el valor de pagar el premio y volver a su apuesta por el siluro. Aunque la probabilidad de que esto ocurra es pequeña, ciertamente puede ocurrir. Esperamos que vea cómo sería poco inteligente que alguien que hubiese apostado por los siluros asumiese tras este incidente que «apostar por los siluros no es una buena idea». Desafortunadamente, muchos vendedores de opciones cometen exactamente este error y a continuación le cuentan su desgracia a cualquiera que les escuche, especialmente si tenían \$5 en su bolsillo y el pescador, en contra de las probabilidades, sacó un pez de \$5. Esto perpetúa aún más la idea equivocada de que vender opciones es un enfoque de inversión imprudente.

Ahora que entiende el concepto básico, puede hacer mucho para mejorar las probabilidades de que los pescadores pesquen menos percas y especialmente evitar que pesquen la perca «monstruosa» y sigan sacando esos siluros. De eso es de lo que trata este libro.