
¿Por qué especulan los especuladores?

Leandro Fisanotti¹

Dirección de Informaciones & Estudios Económicos
Bolsa de Comercio de Rosario

lfisanotti@bcr.com.ar

Abstract

La literatura clásica en materia de mercados de futuros indica claramente que para el funcionamiento de un mercado debe darse la concurrencia de distintos participantes, que persiguen a su vez diferentes objetivos en sus operaciones. El presente artículo introduce los distintos enfoques teóricos detrás de la actividad especulativa en los mercados de futuros y opciones, considerando en cada caso el impacto que ello tiene en su estructura y en la formación de precios. Se distinguen tres abordajes conceptuales a la temática: la Cobertura de Riesgos, el Arbitraje de Información y las Expectativas Heterogéneas.

En última instancia, este análisis permite aproximar una evaluación en relación a la conveniencia de la intervención de actores especulativos en los mercados.

¹ Leandro Fisanotti – Lic. en Administración de empresas – Investigador Junior – Bolsa de Comercio de Rosario.

Contenido

1. Introducción	3
2. Enfoques teóricos	5
2.1 Enfoque de la Cobertura (<i>Risk Hedging</i>).....	5
2.2 Enfoque del Arbitraje de Información (<i>Information Arbitrage</i>)	6
2.3 Modelo de las Expectativas Heterogéneas (<i>Heterogeneous Expectations Model</i>).....	8
3 Resumen y Conclusiones	9
4. Bibliografía.....	10

1. Introducción

La negociación de derivados, tanto en mercados institucionalizados como informales ha acompañado el desarrollo de la actividad económica en distintas geografías y momentos históricos. Las funciones sociales que se destacan en los mercados de futuros son: el descubrimiento de precios, la transferencia de riesgos y la posibilidad de completar el mercado. (KOLB, 1999)

(i) *Descubrimiento de precios*: al pactar transacciones que tendrán lugar en el futuro, los operadores expresan sus expectativas de oferta y demanda en un período venidero en el tiempo. De este modo, los mercados de futuros permiten al público en general realizar previsiones de los precios a los cuales se espera se negocien las distintas mercancías en un momento determinado en el tiempo.

(ii) *Transferencia de riesgos*: el proceso conocido como cobertura permite que quienes se encuentran potencialmente afectados por las variaciones que presenten los niveles de precios de los productos que elaboran, o bien que requieren para el desarrollo de su actividad económica, puedan trasladar esta exposición a otros actores del mercado que estén dispuestos a asumir este riesgo.

(iii) *Completan el mercado*: se define un mercado como completo cuando es factible realizar transacciones que permitan capturar toda riqueza que en este se genere. Si bien en un mercado *spot* no todas las operaciones resultan posibles, un mercado de futuros eficiente admite realizar aquellas que escapan al ámbito de las operaciones de contado.

Como se observa, Kolb (2009) no incluye la especulación como una función social de los mercados de futuros. No obstante, esto puede considerarse implícito en la función de transferencia de riesgos. La misma

conclusión se observa en la categorización de participantes del mercado. Siguiendo la distinción que realiza Hull (1999), podemos identificar:

(i) *Coberturistas o Hedgers*: se trata de aquellos participantes del mercado de derivados que tienen, fruto de la actividad económica que desarrollan, una tenencia o necesidad de mercancías; y verán afectado el rendimiento de sus negocios conforme se vea alterado el precio al que podrán vender o deberán comprar estas últimas.

(ii) *Especuladores*: en contraposición a los anteriores, los especuladores no tienen posiciones en el activo subyacente a los derivados en cuya negociación se involucran. En consecuencia, no están expuestos a la evolución de los precios. Su rol consiste en tomar el riesgo que inicialmente fuera propiedad del coberturista a cambio de un beneficio esperado. Esta ganancia que el especulador obtiene como retribución a tomar el riesgo de incurrir en pérdidas se conoce como prima de riesgo.

(iii) *Arbitrajistas*: son actores del mercado que intervienen en operaciones del mercado de futuros pero sin asumir posiciones que conlleven tomar o trasladar riesgos. Su rol se limita de realizar compras o ventas que corrijan imperfecciones temporales del mercado y les permita obtener ganancias seguras, sin posibilidad de resultados negativos y sin desembolsos netos de fondos iniciales.

Resulta evidente que aun cuando existan coberturistas con exposiciones opuestas (es decir, participantes del mercado que se verían perjudicados por una caída en los precios de sus mercancías y otros que estarían afectados negativamente por el incremento en los valores de aquellas que requieren), la presencia de especuladores resulta necesaria para que las transacciones puedan realizarse en forma eficiente. (HULL, 1999). La actividad especulativa podría considerarse como el lubricante de los mercados de futuros y opciones.

En este contexto, la motivación de los especuladores para ingresar al mercado resulta evidente: la persecución de un beneficio económico. Resulta entonces válido ahondar en los fundamentos teóricos que admiten la posibilidad de obtener ganancias de su participación por parte de quienes toman posiciones especulativas. Asimismo, debe considerarse la compatibilidad de este propósito con el correcto funcionamiento del mercado.

2. Enfoques teóricos

Se considera que distintos individuos concurren al mercado de derivados para comprar o vender activos según requieran una tenencia en el mercado físico en un momento distinto al presente, o bien realicen operaciones de inversión o especulación.

La teoría económica contemporánea ensaya dos abordajes a la actividad especulativa, basados en aspectos diferenciales entre los participantes del mercado. Desde este punto de vista, los actores especulativos adquieren un rol protagónico ya que, como se desarrolla a continuación, permiten el desarrollo de los mercados. Las teorías a las que se hace referencia son las de Cobertura de Riesgos y Arbitraje de Información.

Esta conceptualización resulta contraria a la valoración popular del rol de los especuladores, a quienes comúnmente se les atribuye una actividad que no agrega valor alguno sino que, en forma contrapuesta, resulta predatoria (KOLB, 1999). Esta interpretación, por su parte, podría vincularse con un planteo teórico, por fuera de los más ortodoxos mencionados en el párrafo anterior, que marca diferencias al contemplar la posibilidad de que la especulación no resulte una actividad beneficiosa. Se trata de la teoría de Expectativas Heterogéneas (STOUT, 1999).

2.1 Enfoque de la Cobertura (*Risk Hedging*)

La explicación del fenómeno especulativo que brinda el modelo basado en la cobertura de riesgos se sustenta en la definición de los especuladores

como sujetos relativamente neutrales al riesgo. En contraposición, los coberturistas resultan individuos aversos al riesgo por lo que están dispuestos a retribuir a los primeros por asumir el riesgo del cual desean desprenderse. De lo expuesto pueden desprenderse dos características fundamentales del modelo:

- (i) En cada transacción interviene un coberturista que desea desprenderse de un riesgo al cual, por su actividad económica, está sujeto; y actúa como contraparte un especulador que desea hacerse cargo de la exposición del primero a cambio de recibir una prima (retribución).
- (ii) Cada uno de los participantes de las transacciones pactadas considera, *ex post*, haber mejorado su situación respecto del estado inicial. Esto implica que el coberturista considera que el valor obtenido excede el precio pagado y el especulador valida el hecho de que la compensación obtenida justifica el riesgo que asumió.

Esta explicación resulta consistente con la idea de que los mercados tienden al equilibrio, permiten la distribución de beneficios y contribuyen al bienestar de la sociedad en su conjunto.

Vale destacar que las operaciones también podrían ser realizadas entre dos coberturistas, que manteniendo ambos la motivación de deshacerse de exposición a la variación en los precios, se encuentren sometidos a las mismas en direcciones opuestas.

En forma simplificada, este modelo se sustenta en las diferencias entre los actores que participan del mercado.

2.2 Enfoque del Arbitraje de Información (*Information Arbitrage*)

Un segundo abordaje clásico es el denominado Arbitraje de Información. Este modelo también se sustenta en diferencias entre participantes, aunque resulta menos intuitivo que el anterior. De acuerdo a este planteo, los

especuladores son *traders* que destinan considerable cantidad de recursos a la realización de análisis de los cambios en los precios que podrían acontecer en un momento futuro.

Este conocimiento posiciona a los especuladores en una situación de asimetría frente a los participantes no informados del mercado y les permite obtener beneficios al comerciar en términos que les resulten favorables. Las operaciones sustentadas en información superior son consideradas arbitrajes entre períodos de tiempo. Esta explicación del proceso no asume necesariamente que ambas partes de la operación resultan beneficiadas, aunque considera que quien concurre al mercado en forma desinformada lo hace racionalmente. Es decir que comprende el costo de esta actitud y considera que es menor que aquel en el que incurriría para generar la misma información que maneja su contraparte. En otras palabras, resulta económicamente eficiente.

Al considerar no solamente el resultado individual de las partes de una transacción dada, sino el sistema en su conjunto, puede observarse en su total magnitud el beneficio que la especulación provee. Los especuladores participarán en el mercado vendiendo cuando los precios sean altos y comprando cuando sean bajos. De este modo colaboran al equilibrio entre oferta y demanda, facilitando la convergencia de los mercados de derivados a su precio teórico.

Además, el esfuerzo realizado en el análisis del mercado contribuye a la eficiente formación de precios. Los beneficios resultan entonces para la sociedad en su conjunto.

Al igual que el caso presentado en el apartado anterior, el modelo de Arbitraje de Información sólo contempla las operaciones en las que interviene un coberturista (como parte no informada) y un especulador (provisto de información superior).

En resumen, las posturas clásicas definen como razones de especulación las diferencias que pueden observarse entre los participantes del mercado. En ambos casos, hay un beneficio del conjunto de participantes. Stout (1999) hace notar que existe un divorcio entre la teoría y la percepción popular. Aún más, encuentra que el marco legal, en los Estados Unidos, implícitamente adhiere con la concepción general ya que tiende a castigar a quienes intervienen en los mercados como especuladores (Stout hace referencia a la posibilidad de accionar ante incumplimiento de contratos y tratamiento impositivo, como ejemplos de la posición que toma la legislación frente a la actividad especulativa en ese país).

2.3 Modelo de las Expectativas Heterogéneas (*Heterogeneous Expectations Model*)

A diferencia de los modelos convencionales que intentan explicar la existencia de especuladores en los mercados de futuros, el enfoque de Expectativas Heterogéneas (HE) encuentra sustento en la visión subjetiva de los operadores respecto a los posibles movimientos futuros en los precios. Establece entonces que las contrapartes de una operación en el mercado negocian a raíz de sus diferencias de opinión respecto al futuro. De este modo, dos operadores con idéntica actitud frente al riesgo y voluntad de asignar recursos a la obtención e interpretación de información pueden ingresar voluntariamente al mercado en posiciones opuestas.

Aplicando este criterio, resulta admisible la alternativa de que un especulador optimista negocie una operación con otro especulador que tenga una visión pesimista del mercado. Esta posibilidad no es contemplada por los modelos convencionales. Esta configuración de contrapartes implica la imposibilidad de que ambos participantes se beneficien del resultado de la operación. El desenlace pasa a ser un juego de suma cero, en el que las ganancias de quien haya “acertado” en sus expectativas provengan de quien haya tomado la posición perdedora y cuyo resultado sólo se conoce *ex post*.

Al agregar a lo descripto en forma previa el hecho de que las operaciones en el mercado implican costos de transacción, la negociación de posiciones especulativas se torna un juego de suma negativa. La acción de los especuladores disminuye el nivel de riqueza de los participantes del mercado.

Existe un mecanismo adicional, aunque más sutil, por el cual el *trading* basado en diferencias de opinión impacta negativamente en el bienestar de los actores especulativos. La percepción de oportunidades podría inducir a los participantes de un determinado mercado a realizar operaciones en otros, con mayor volatilidad, que normalmente evitarían. En este caso, no solamente se incurren en costos de transacción como se mencionó antes sino que también se incrementa la exposición al riesgo.

Puede inferirse entonces que el modelo de HE no permite justificar la presencia de especuladores en el mercado desde la óptica de su beneficio individual.

3 Resumen y Conclusiones

Resulta habitual encontrar en la literatura de estudio más habitual en materia de Futuros y Opciones una definición clásica de la actividad especulativa, que se sustenta en los enfoques de Cobertura de Riesgos o bien de Arbitraje de Información. Desde este punto de vista, la especulación es una actividad beneficiosa. De acuerdo a las características de estas justificaciones teóricas, la participación de los especuladores en el mercado resulta en una situación ulterior de mayor bienestar para los actores que intervienen en las transacciones y de la sociedad como conjunto.

Esto resulta incompatible, *a priori*, con la valoración de la opinión general respecto a esta actividad. En general, las personas tienden a asignar una connotación negativa al término “especulador”. Esto puede compatibilizarse con la explicación de las Expectativas Heterogéneas.

Este tercer abordaje admite la posibilidad de que el proceso de realizar operaciones en los mercados de derivados cuya existencia se justifica en opiniones contrapuestas tenga en realidad el efecto de destruir valor.

A modo de corolario puede mencionarse que las tres alternativas planteadas no resultan, necesariamente, excluyentes entre sí. La explicación de las Expectativas Heterogéneas resulta atractiva por explicar las operaciones entre actores especulativos. No obstante recibe críticas por su dudosa compatibilidad con la teoría de las Expectativas Racionales, sustentada en el uso racional de la información.

Puede concluirse entonces que la presencia de especuladores en los mercados otorga fluidez a las operaciones, en particular para aquellos participantes que requieren realizar coberturas mediante la negociación de instrumentos derivados. La puja entre los especuladores tenderá a reducir la prima de riesgo que los coberturistas deben abonar como contraprestación para deshacerse de la incertidumbre que su posición implica.

En ausencia de otras rigideces en el mercado, la actividad especulativa solamente podrá actuar en detrimento de los propios especuladores involucrados, como se expuso, en un juego de suma negativa.

4. Bibliografía

HULL, J. C. (1999). *Options, Futures and Other Derivatives* (4ta. ed.). Upper Saddle River, New Jersey, EE.UU.: Prentice-Hall.

KOLB, R. (1999). *Futures, Options & Swaps* (3ra. ed.). Malden, Massachusetts, EE.UU.: Blackwell Publishers.

STOUT, L. (1999). Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives. *Duke Law Journal*, Vol. 48, 701-786.