

## Índice de baja volatilidad

*Enrique Castellanos, FRM, MFIA, director del Instituto BME*

Hoy os vengo a presentar un índice muy interesante, el CBOE Low Volatility Index o LOVOL, como popularmente se le conoce. En momentos complicados de mercado es cuando estos índices de baja volatilidad sacan todo su potencial a relucir. Cuando vienen los momentos de alta volatilidad, alto riesgo, es cuando la gente se acuerda de este tipo de índices.

Manejar los tiempos en los mercados financieros es muy difícil, se trata de analizar muchas variables y estar muy encima del mercado, pero nadie tiene una bolita de cristal, se pueden fallar muchas veces. Para aquellas personas que no tienen el don de adivinar qué es lo que va a ocurrir en el mercado, tener una cartera con baja volatilidad es una gran idea. Como vamos a ver en el índice que os voy a enseñar a continuación, cuando los mercados suban, subirá menos que el mercado, pero subirá. Sin embargo, y aquí es donde está el quid de la cuestión, cuando caigan los mercados bruscamente, este índice es cuando recupera. Fijaros que digo "bruscamente" porque si la caída es tranquila, este índice seguirá teniendo un peor rendimiento que el S&P500, pero con menos volatilidad.

El índice LOVOL es una mezcla del 40%-60% del popular CBOE S&P 500 BuyWrite Index (BXM) y el CBOE VIX Tail Hedge Index (VXTH). Como sabemos, el Buywrite es un índice estratégico que consiste en una posición compradora del subyacente (S&P500) y simultáneamente la venta de una opción call ATM mensualmente. Es un índice cuyo rendimiento es muy similar al del S&P500, ingresa las primas periódicas de las opciones y tiene algo menos de volatilidad.

El VXTH es un índice que tiene posición en el subyacente (S&P500) y además va añadiendo mensualmente opciones call compradas con Delta 30 sobre VIX. El peso de las opciones de VIX varía cada mes y depende del valor forward del VIX, tal y como vemos en el cuadro a continuación.

*Cuadro 1. Pesos de las opciones de VIX.*

Fuente: <https://www.cboe.com/us/indices/dashboard/VXTH/>

<b>F = One Month Forward Value of VIX</b>	<b>X = Portfolio Weight of VIX Calls</b>
F ≤ 15%	0%
15% < F ≤ 30%	1%
30% < F ≤ 50%	½%
F > 50%	0%

Cuando el S&P500 cae muy fuerte, el índice VIX sube mucho, haciendo que las opciones Call aumenten mucho su valor y actúen como cobertura. Además, para reducir el coste de la

Febrero 2023

cobertura han añadido un esquema condicional que hace que no se compren opciones en momentos en los que no es probable que haya un evento extremo, también denominado evento cisne negro. Fijaros que el peso de las opciones de VIX en la cartera es en todo caso bastante bajo, ya que el VIX tiene una sensibilidad muy alta y reacciona muy bruscamente ante caídas del mercado.

Si echamos un vistazo a este índice desde agosto de 2011 hasta hoy, vemos como tiene una evolución realmente parecida al S&P500 Total Return, salvo en momentos de extrema volatilidad, que recupera.

*Cuadro 2. Índice LOVOL vs S&P500 Total Return. Fuente: elaboración propia a partir de datos de CBOE.*



En periodos muy alcistas, el S&P500 es imbatible, eso ya lo sabemos todos, pero cuando corrige fuerte es cuando este índice saca a relucir toda su fortaleza. A continuación podéis ver un par de cuadros con los rendimientos y volatilidades anuales. En amarillo os remarcado en lo que os tenéis que fijar principalmente.

Febrero 2023

Cuadro 3. Rendimientos y volatilidades anuales LOVOL y S&P500. Fuente: elaboración propia a partir de datos de CBOE.

Rendimiento	LOVOL	S&P500 TR	Volatilidad	LOVOL	S&P500 TR
2012	4,28%	16,00%	2012	9,35%	12,78%
2013	15,83%	29,08%	2013	10,91%	11,13%
2014	12,23%	14,69%	2014	10,02%	11,39%
2015	-1,36%	1,40%	2015	11,07%	15,45%
2016	3,85%	13,67%	2016	9,41%	13,05%
2017	16,92%	20,80%	2017	5,26%	6,65%
2018	-7,42%	-5,18%	2018	14,01%	17,08%
2019	20,12%	31,32%	2019	8,23%	12,25%
2020	62,70%	17,40%	2020	20,58%	34,62%
2021	17,62%	30,63%	2021	8,82%	13,04%
2022	-20,65%	-18,63%	2022	18,28%	24,21%
2023 (marzo)	2,92%	4,27%	2023 (marzo)	11,11%	17,03%

Fijaros como el índice LOVOL tiene siempre peores rendimientos que el S&P500 salvo en el año 2020, evento extremo donde recupera todo lo perdido. Es un índice con volatilidad siempre más baja que el S&P500. Desde el año 2012, el comportamiento del S&P500 ha sido increíble, pero en los peores años, si consideramos la volatilidad, el comportamiento relativo del índice LOVOL ha sido algo mejor. Es un índice que al incorporar un 60% del índice de Tail Risk VXTH, recupera mucho en momentos de extrema volatilidad, mientras esto no suceda, arrastra siempre un coste de cobertura que son las compras de opciones call del VIX.