

¿Compra de acciones = Compra de futuro?

No exactamente, varía la exposición al dividendo

La compra de 100 acciones de Santander o la compra del futuro de Santander genera exactamente la misma rentabilidad. Obviamente, el futuro se puede apalancar, pero eso es una decisión que debe tomar el inversor.

Lo anterior, es una pequeña “mentirijilla” didáctica que se suele hacer para explicar que tomar posición en el futuro no supone necesariamente estar “apalancado” y que, por lo tanto, no supone ni más ni menos riesgo que estar invertido en las acciones. Entonces... ¿por qué es una mentira? Por un pequeño matiz, pequeño pero básico: con las acciones compradas estamos largos de dividendos y con el futuro comprado estamos cortos de dividendo. Efectivamente la exposición a los dividendos varía sustancialmente:

- Cuando se está invertido en las acciones, nos estamos beneficiando de los dividendos que se reciben, cualquier subida en los dividendos será bien recibida, mientras que un recorte o una supresión de dividendos atenta directamente contra la rentabilidad esperada de nuestra cartera.
- Con la compra del Futuro, en el precio al que se compra ya se han incorporado todos los dividendos esperados entre la fecha de compra y la de vencimiento. Cualquier subida en el dividendo no será recibida y hará que el precio de la acción caiga más de lo esperado en el precio futuro. Esto perjudica la posición. Sin embargo una supresión del dividendo hace que el futuro no caiga como se esperaba y por tanto se beneficie la posición.

Por lo tanto, si se tiene una cartera de contado la exposición para cubrir los dividendos será corta de futuros sobre el IBEX 35®. Impacto dividendo, pero si se tienen futuros de IBEX 35®, la cobertura será comprando los futuros.



En el cuadro 1 vemos cómo cotizan los Futuros sobre IBEX 35® Impacto Dividendo.

Cuadro 1: Futuros IBEX 35® Impacto dividendo

Fuente: www.meff.com

▲ CONTADO

Últ.	Dif.	Dif.(%)	Refer.	Máx.	Min.	Ant.	Fecha	Hora
156,70	-	-	156,70	156,70	156,70	156,70	23/05/2017	17:38

▲ FUTUROS

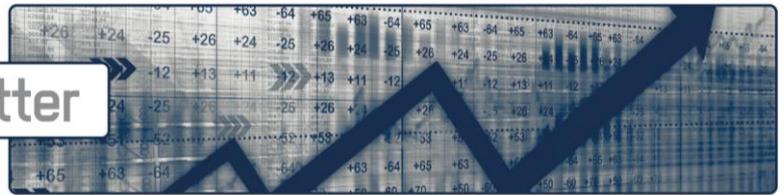
24/05/2017

Vencimiento	Tipo	Compra		Venta		Últ.	Vol.	Aper.	Máx.	Min.	Ant.	Hora
		Vol.	Precio	Precio	Vol.							
15 dic 2017	Difer.	50	363,00	370,00	50	-	0	-	-	-	370,00	11:30
21 dic 2018	Difer.	50	370,00	385,00	50	377,00	69	377,00	377,00	377,00	376,00	11:30
20 dic 2019	Difer.	25	380,00	390,00	50	-	0	-	-	-	382,00	11:30
18 dic 2020	Difer.	50	370,00	390,00	50	-	0	-	-	-	380,00	11:30
17 dic 2021	Difer.	50	360,00	390,00	50	-	0	-	-	-	375,00	11:30
16 dic 2022	Difer.	50	355,00	385,00	50	-	0	-	-	-	365,00	11:30
Volumen Total							69					

Como podemos observar en el cuadro anterior, el futuro de Diciembre 2017 cotiza 363-370. Esto es que se está cotizando que este año el IBEX 35® caerá 363-370 puntos por pagos de dividendos de las compañías que se incluyen en el selectivo español. O lo que es lo mismo, se espera que el índice IBEX 35® Impacto Dividendo acumule 363-370 puntos entre el tercer viernes de diciembre de 2016 y el tercer viernes de diciembre de 2017.

Por lo tanto si hoy es 24/05/2017 y el índice IBEX 35® Impacto Dividendo está en 156,70 puntos, es que se espera que el índice IBEX 35® baje 206,30-213,3 puntos por pagos de dividendos. ¿De dónde sale esto? Muy fácil, cuando los participantes del mercado cotizan (negocian) futuros y opciones incluyen en su cálculo los dividendos estimados para este año.

En el Cuadro 2 podemos apreciar los precios de los futuros Sintéticos de IBEX 35® a cierre del 24 de mayo de 2017. Los futuros de índices de cualquier mercado tienen liquidez en el primer vencimiento y algunos ellos, los más líquidos, en el segundo vencimiento. El resto de vencimientos no son líquidos, por esa razón, se utiliza el precio del futuro sintético obtenido a partir de las cotizaciones de las opciones de diciembre que sí son líquidas. Se hace utilizando la paridad Call-Put.



Cuadro 2: *Futuro sintético obtenido de varios Strikes de opciones de diciembre*¹. Fuente: www.meff.com

<i>Vto-Strike</i>	<i>CALL</i>	<i>PUT</i>	<i>Futuro Sintético</i>
<i>Dic-17 10.400</i>	707	425	10682
<i>Dic-17 10.500</i>	644	462	10682
<i>Dic-17 10.600</i>	584	502	10682
<i>Dic-17 10.700</i>	526	545	10681
<i>Dic-17 10.800</i>	475	594	10681

Como se puede observar en el cuadro anterior, el futuro de IBEX 35[®] Diciembre de 2017 tiene un precio de cierre de 10.682 puntos mientras que el índice IBEX 35[®] ha cerrado en 10.896,4. Si aplicamos la fórmula del precio teórico futuro²:

$$PTF = IBEX\ 35^{\circledR} \times \left(1 + \frac{-0,2310\% \times 206}{360} \right) - Div. Puntos Capitalizados$$

$$10.682 = 10896,40 \times \left(1 + \frac{-0,2310\% \times 206}{360} \right) - Div. Puntos Capitalizados$$

$$Div. Puntos Capitalizados = 367,75$$

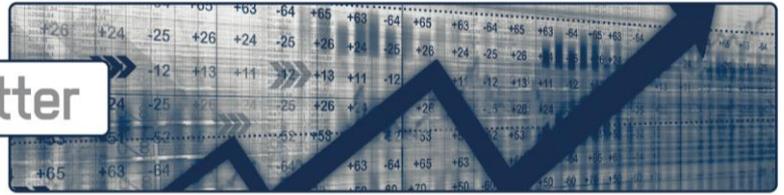
El dato anterior de 367,75 puntos está dentro de la horquilla de precios 363-370.

Una vez que hemos visto de dónde se obtiene el dato del Futuro del índice IBEX 35[®] Impacto Dividendo, veamos cómo se utiliza.

Como cualquier futuro, se puede utilizar para especular o para cubrir. Eventualmente también se puede utilizar para arbitrar si el precio no fuese correcto, pero esto no es una utilidad en sí, sino una consecuencia de una ineficiencia de mercado que a día de hoy con los algoritmos se corrige *ipso facto*.

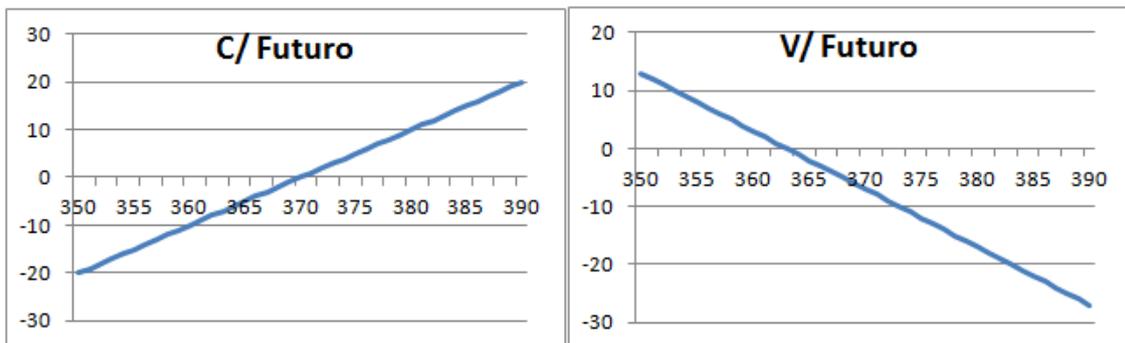
¹ Utilizamos fórmula de la paridad Call-Put. Strike+precio Call=Futuro+precio Put.

² El tipo de interés a 6 meses (180 días) es -0,2510% y el de 9 meses (270 días) es -0,1790%. Se interpola el tipo de interés a 205 y da -0,2310%.



Cuando se compra un futuro de índice IBEX 35® Impacto Dividendo, se está largo de dividendos, es decir, si compramos a 370 puntos, lo que esperamos es que el tercer viernes del mes de diciembre el índice IBEX 35® Impacto dividendo sea superior a esta cantidad y viceversa si lo vendemos.

Cuadro 3: Posición comprada (izquierda) y vendida en índice IBEX 35® Impacto Dividendo.



El futuro del índice IBEX 35® Impacto Dividendo, tiene multiplicador de 10€, es decir que los puntos que se ganan/pierden para pasarlos a euros hay que multiplicar por 10.

Por ejemplo, si queremos especular y compramos un futuro a 370 puntos, si el índice IBEX 35® Impacto Dividendo el tercer viernes del mes de diciembre acaba a 375 puntos genera un beneficio de 50€= [(375-370) x 10€].

En el caso de que queramos utilizar los futuros del índice IBEX 35® Impacto Dividendo como cobertura, lo primero que tenemos que hacer es determinar el riesgo que tenemos:

- Cartera de acciones: si tenemos una cartera de acciones, como ya se ha comentado antes, el aumento de los dividendos esperados beneficia la posición. Por lo tanto, lo que perjudica es la caída en los dividendos esperados; así, hay que vender futuros del índice IBEX 35® Impacto Dividendo para cubrir la posición.

- Futuros de IBEX 35: Aquí difiere ligeramente el tema, si se está comprado o vendido del futuro varia la exposición:
 - Futuro Comprado: como los dividendos ya están incorporados en el momento en el que se compra, un aumento de los dividendos no se cobraría. Sin embargo una bajada de los dividendos a un futuro no le afectaría. Por lo tanto el riesgo es que suban los dividendos, debería comprar futuros del índice IBEX 35® Impacto Dividendo.
 - Futuro vendido: El efecto es el contrario de la compra de futuro, la exposición en cuanto a los dividendos, es la misma que estar comprado de las acciones, cualquier bajada en el dividendo afecta negativamente; por ello, para cubrir el riesgo se debería vender futuros del índice IBEX 35® Impacto Dividendo.

De hecho, una reflexión interesante que se deriva de lo anterior, es que cualquier participante del mercado que compre un futuro de IBEX 35® está implícitamente corto en el futuro del índice IBEX 35® Impacto Dividendo.