

## ESTUDIO COMPARATIVO DE LOS MEJORES FONDOS DE INVERSIÓN DE RENTA VARIABLE CONTRA ÍNDICES ESTRATÉGICOS CON OPCIONES.

POR ENRIQUE CASTELLANOS, FRM, MFIA

En primer lugar, me gustaría agradecer a Morningstar y en especial a Jesús Ramos, la provisión de los datos. Sin ellos este estudio no podría haberse realizado. Este estudio es una comparación de los mejores fondos de inversión de renta variable europea y española y los índices estratégicos con opciones. Los datos que arroja el estudio son muy interesantes.

Al igual que hicimos en un artículo de febrero de 2016 llamado [“La mejor manera de gestionar el riesgo es meter patadas a una Put”](#), le volví a pedir Jesús Ramos que me enviara los datos de los valores liquidativos de unos fondos de inversión que previamente yo había seleccionado. Para la selección de dichos fondos he tenido en cuenta los que a mi juicio son mejores 8 fondos de renta variable española y renta variable europea. Como condición, que inviertan más del 75% en renta variable y que existan desde antes del 1 de enero de 2007. En el estudio que os mostraré a continuación no he puesto los nombres porque no se trata de dejar mal o bien a nadie. Tan solo he querido poner de manifiesto las bondades de tener exposiciones en renta variable a través de opciones sobre índices, en este caso sobre IBEX 35® y Euro Stoxx®50. Tampoco quiero abrir debate sobre si es mejor la gestión activa o pasiva. Como ya he dicho en más de una ocasión, considero las dos como herramientas complementarias y útiles para una gestión eficaz de las inversiones. La gestión activa de calidad tiene mucho que aportar en determinados momentos, además de que la considero completamente necesaria para que la gestión pasiva pueda ser eficiente. Se necesitan la una a la otra.

Los índices estratégicos con opciones que he utilizado son los que tenemos emitidos en Bolsas y Mercados Españoles sobre el IBEX 35® y los que tiene emitidos STOXX sobre el Euro Stoxx®50<sup>1</sup>:

- IBEX 35 Buywrite (IBWT)
- IBEX 35 Putwrite (IPWT)
- IBEX 35 Venta Strangle (IVS)
- Euro Stoxx 50 Buywrite (SX5EBW)
- Euro Stoxx 50 Putwrite (SX5E3P)

Recordemos brevemente en qué consisten estos índices:

- La estrategia Buywrite de IBEX consiste en una compra sistemática de futuro de IBEX 35 y venta de Call 102% (un 2% por encima del nivel del activo subyacente) a un mes. La prima ingresada, el nominal y las liquidaciones diarias se invierten al tipo de interés EONIA diario. Por lo tanto, la estrategia está completamente colateralizada y no conlleva ningún tipo de apalancamiento. En el roll-over mensual, se modifica tanto la cantidad de futuros y Call como el precio de ejercicio de las opciones Call. La estrategia Buywrite de Euro Stoxx 50 es muy parecida, pero en vez de estar largo con el futuro, tiene una

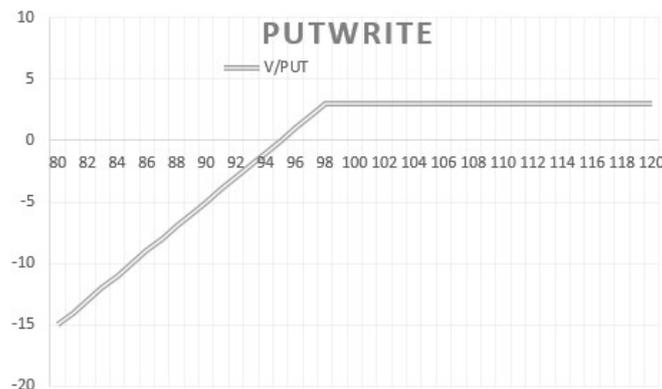
---

<sup>1</sup> El índice Venta de Strangle es una invención de BME que STOXX no tiene, por eso no se muestra en la comparativa.

cesta de Euro Stoxx 50, lo cual, es completamente equivalente. Stoxx tiene dos tipos de índices, el que utiliza Call un 2% OTM (SX5EBW) y la que utiliza Call ATM (SX5EBW2). La estrategia que utiliza opciones fuera del dinero suele tener un desempeño mejor, por eso en el IBEX sólo hemos utilizado esta estrategia de momento.



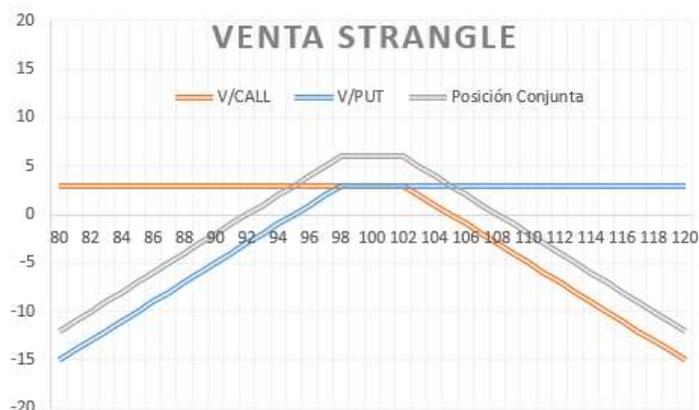
- La estrategia Putwrite tanto de IBEX como de Euro Stoxx 50 consiste en una venta sistemática de Put 98% (un 2% por debajo del nivel del activo subyacente) a un mes. La prima ingresada y el nominal se invierten al tipo de interés EONIA diario. Por lo tanto, la estrategia está completamente colateralizada y no conlleva ningún tipo de apalancamiento. En el roll-over de las opciones (recompra de las Put, y venta de las nuevas Put) se modifica tanto el precio de ejercicio como la cantidad de las nuevas Put.



La diferencia entre los índices estratégicos con opciones de IBEX y de Euro Stoxx 50 radica también en una pequeña novedad que hemos hecho en BME, le hemos añadido a los índices un coste de réplica lo cual hace de estos índices que sean perfectamente replicables ya que aplica un coste de deslizamiento del 3% tanto en la venta como en la compra de opciones, con un mínimo de 3 puntos y un máximo de 12 puntos. En el caso del Buywrite también aplica un coste de roll-over del futuro de medio punto en la venta y otro medio en la compra. En condiciones de

mercado normales, este coste de réplica probablemente sea un poco superior a la realidad, pero hay que tener en cuenta que a lo largo del tiempo la liquidez suele variar.

- La estrategia Venta de Strangle consiste en una venta sistemática de Put 98% (un 2% por debajo del nivel del activo subyacente) y Call 102% (un 2% por encima del nivel del activo subyacente) a un mes. La prima ingresada y el nominal de invierten al tipo de interés EONIA diario. Por lo tanto, la estrategia está completamente colateralizada y no conlleva ningún tipo de apalancamiento. En el roll-over de las opciones (recompra de las Put y Call, y venta de las nuevas Put y Call) se modifica tanto los precios de ejercicio como la cantidad de las nuevas opciones vendidas. El índice es perfectamente replicable ya que aplica un coste de deslizamiento del 3% tanto en la venta como en la compra de opciones, con un mínimo de 3 puntos y un máximo de 12 puntos.



Una vez explicadas las estrategias pasemos a los resultados. En primer lugar, os pongo las tablas año a año tanto de los rendimientos de la renta variable española como europea.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TOTAL
IBEX CD	8,80%	-36,50%	38,27%	-14,44%	-8,06%	0,90%	23,48%	10,33%	-4,27%	5,08%	10,46%	20,48%
IVS	6,15%	-0,04%	13,21%	13,26%	28,04%	10,32%	-11,58%	-5,33%	0,43%	11,56%	16,25%	105,38%
IPWT	6,95%	-15,10%	21,75%	-2,68%	9,95%	5,24%	3,39%	0,55%	1,16%	9,46%	11,95%	62,71%
IBWT	8,72%	-23,76%	26,14%	-1,07%	7,13%	5,94%	7,24%	4,05%	-4,97%	7,84%	14,43%	59,64%
FONDO 1 ESP	7,81%	-33,85%	27,49%	-8,66%	-10,80%	1,21%	29,61%	5,35%	6,11%	5,48%	18,30%	43,80%
FONDO 2 ESP	0,15%	-37,17%	23,33%	-10,53%	-6,51%	14,89%	38,82%	4,40%	2,37%	13,99%	7,86%	43,68%
FONDO 3 ESP	8,80%	-33,25%	35,42%	-3,84%	-4,59%	9,22%	24,44%	8,51%	10,03%	10,17%	12,39%	85,81%

FONDO 4 ESP	3,42%	-35,30%	31,81%	2,71%	-13,21%	13,21%	26,60%	-3,99%	9,40%	10,37%	9,70%	54,17%
FONDO 5 ESP	17,40%	-44,77%	36,17%	-14,10%	-9,08%	18,01%	29,09%	-3,42%	13,53%	-4,28%	12,69%	34,06%
FONDO 6 ESP	9,27%	-33,36%	31,31%	-6,59%	-7,75%	1,08%	29,30%	4,47%	0,56%	8,54%	2,16%	34,77%
FONDO 7 ESP	1,92%	-38,22%	34,00%	-9,78%	-12,57%	6,63%	26,20%	7,68%	-4,90%	-8,12%	7,24%	-2,50%
FONDO 8 ESP	6,37%	-36,56%	30,13%	-14,97%	-10,54%	-0,43%	21,67%	3,80%	8,83%	6,92%	10,60%	16,28%

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TOTAL
SX5T	7,94%	-41,51%	21,26%	-2,36%	-15,51%	15,38%	18,13%	5,68%	6,65%	7,08%	8,55%	17,21%
SX5EBW	3,60%	-33,42%	25,10%	-1,83%	-6,50%	13,98%	15,22%	1,93%	6,71%	9,17%	9,87%	40,57%
SX5E3P	6,32%	-13,62%	22,30%	1,59%	-2,48%	4,74%	3,31%	-0,99%	9,84%	12,13%	5,99%	57,77%
FONDO 1 EUR	3,92%	-47,15%	25,49%	14,68%	-11,42%	16,82%	18,59%	6,56%	10,13%	1,66%	8,49%	34,39%
FONDO 2 EUR	1,95%	-33,43%	23,02%	12,81%	-8,32%	18,23%	23,26%	6,43%	15,68%	-0,52%	6,79%	70,78%
FONDO 3 EUR	0,27%	-39,84%	25,40%	16,12%	-11,03%	21,85%	22,08%	6,33%	14,39%	-1,45%	11,27%	62,77%
FONDO 4 EUR	-1,14%	-30,46%	15,21%	12,60%	2,39%	10,02%	15,95%	9,92%	14,02%	2,18%	10,47%	68,30%
FONDO 5 EUR	1,72%	-31,27%	20,84%	15,07%	-0,21%	16,97%	21,49%	12,83%	15,49%	0,47%	12,49%	107,20%
FONDO 5 EUR	1,64%	-41,28%	26,16%	10,54%	-6,44%	20,93%	17,99%	7,84%	13,23%	0,06%	11,91%	58,64%
FONDO 7 EUR	5,19%	-37,97%	17,14%	10,26%	-9,91%	16,05%	22,86%	-1,58%	5,72%	1,04%	3,57%	23,12%
FONDO 8 EUR	-0,39%	-37,83%	17,43%	6,45%	-6,55%	21,53%	29,02%	7,52%	14,67%	1,42%	6,99%	55,66%

### Rendimiento España Acumulado

	TOTAL	10 años	5 años	3 años
IBEX CD	20,48%	10,74%	47,66%	9,27%
IVS	105,38%	93,35%	7,99%	27,89%
IPWT	62,71%	52,47%	26,60%	21,62%
IBWT	59,64%	47,75%	28,12%	15,00%
FONDO 1 ESP	43,80%	33,96%	78,26%	31,73%
FONDO 2 ESP	43,68%	43,46%	80,57%	24,66%
FONDO 3 ESP	85,81%	71,32%	79,66%	34,51%
FONDO 4 ESP	54,17%	49,07%	60,37%	31,30%
FONDO 5 ESP	34,06%	15,06%	51,84%	21,58%
FONDO 6 ESP	34,77%	23,09%	48,64%	10,67%
FONDO 7 ESP	-2,50%	-3,68%	24,34%	-7,46%
FONDO 8 ESP	16,28%	10,42%	60,37%	27,25%

### Rendimiento Europa Acumulado

	TOTAL	10 años	5 años	3 años
SX5T	17,21%	10,09%	48,02%	20,74%
SX5EBW	40,57%	37,50%	44,32%	24,01%
SX5E3P	57,77%	48,60%	31,89%	28,93%
FONDO 1 EUR	34,39%	30,26%	49,63%	19,97%
FONDO 2 EUR	70,78%	67,32%	56,89%	20,04%
FONDO 3 EUR	62,77%	62,01%	58,96%	22,77%
FONDO 4 EUR	68,30%	70,99%	59,28%	25,87%
FONDO 5 EUR	107,20%	102,20%	73,29%	27,03%
FONDO 5 EUR	58,64%	57,67%	58,22%	25,27%
FONDO 7 EUR	23,12%	17,98%	31,08%	9,04%
FONDO 8 EUR	55,66%	55,97%	67,85%	20,99%

Si nos fijamos atentamente en los cuadros anteriores, podemos ver cómo las estrategias Buywrite y Putwrite, que son estrategias alcistas, pierden menos en los años de caída, pero también suben menos en los años de subida. Tienen menos volatilidad. Esto hace que cuando suben, tienen que recuperar menos caída. Este es el secreto de su buen rendimiento en el largo plazo, es decir, teniendo en cuenta periodos donde ha habido tanto grandes caídas como grandes subidas del mercado. Si sólo atendemos al periodo de 5 años donde han predominado las subidas, se quedan atrás. Obtienen un buen rendimiento positivo, pero los buenos fondos de gestión activa lo hacen mejor. También es destacable que el desempeño de los fondos europeos es comparativamente mejor a su *benchmark* de lo que lo hacen los fondos españoles.

La estrategia Venta de Strangle (IVS) al ser una estrategia neutral, corta de volatilidad, que apuesta por movimientos mensuales moderados del índice, se comporta extraordinariamente bien en periodos de bajada en los que a pesar de perder ingresa buenas primas por el aumento de volatilidad, tanto que a veces compensan las pérdidas y acaba en positivo.

El peor comportamiento de esta estrategia, es en periodos de subidas rápidas mensuales en las que pierde dinero y además al bajar la volatilidad ingresa poca prima, aunque este escenario no suele ser ni muchos menos habitual. Las caídas suelen ser fuertes y periodos cortos de tiempo, mientras que las subidas suelen ser tranquilas y prolongadas.

Ahora, rendimiento anualizado:

### Rendimiento España Anual

	TOTAL	10 años	5 años	3 años
IBEX CD	1,71%	1,03%	8,11%	3,00%
IVS	6,76%	6,82%	1,55%	8,54%
IPWT	4,52%	4,31%	4,83%	6,74%
IBWT	4,34%	3,98%	5,08%	4,77%
FONDO 1 ESP	3,36%	2,97%	12,26%	9,62%
FONDO 2 ESP	3,35%	3,68%	12,55%	7,62%
FONDO 3 ESP	5,79%	5,53%	12,43%	10,39%
FONDO 4 ESP	4,01%	4,07%	9,91%	9,50%
FONDO 5 ESP	2,70%	1,41%	8,71%	6,73%
FONDO 6 ESP	2,75%	2,10%	8,25%	3,44%
FONDO 7 ESP	-0,23%	-0,37%	4,45%	-2,55%

FONDO 8 ESP	1,38%	1,00%	9,91%	8,36%
-------------	-------	-------	-------	-------

### Rendimiento Europa Anual

	TOTAL	10 años	5 años	3 años
SX5T	1,45%	0,97%	8,16%	6,48%
SX5EBW	3,14%	3,24%	7,61%	7,44%
SX5E3P	4,23%	4,04%	5,69%	8,84%
FONDO 1 EUR	2,72%	2,68%	8,39%	6,26%
FONDO 2 EUR	4,99%	5,28%	9,43%	6,28%
FONDO 3 EUR	4,53%	4,94%	9,71%	7,08%
FONDO 4 EUR	4,85%	5,51%	9,76%	7,97%
FONDO 5 EUR	6,85%	7,29%	11,62%	8,30%
FONDO 5 EUR	4,28%	4,66%	9,61%	7,80%
FONDO 7 EUR	1,91%	1,67%	5,56%	2,93%
FONDO 8 EUR	4,10%	4,54%	10,91%	6,56%

En los cuadros de volatilidades que vamos a ver a continuación residen las bondades de estas estrategias. Podemos observar cómo especialmente las estrategias Putwrite, tanto en IBEX como Euro Stoxx 50 y Venta de Strangle en el IBEX, son sistemáticamente menos volátiles que los fondos de gestión activa y los *benchmark* (IBEX 35® Con Dividendos y Euro Stoxx®50 Total Return).

### Datos de volatilidades:

#### Volatilidad España

	TOTAL	10 años	5 años	3 años
IBEX CD	24,33%	24,97%	19,85%	20,64%
IVS	14,10%	14,50%	11,19%	11,11%
IPWT	14,33%	14,73%	10,55%	11,13%
IBWT	18,51%	18,95%	14,73%	15,74%
FONDO 1 ESP	17,61%	17,90%	14,63%	15,30%
FONDO 2 ESP	18,89%	19,29%	14,44%	15,18%
FONDO 3 ESP	17,99%	18,21%	13,18%	14,19%
FONDO 4 ESP	16,80%	17,00%	13,64%	14,35%
FONDO 5 ESP	21,11%	21,56%	16,03%	15,88%
FONDO 6 ESP	21,17%	21,68%	17,32%	18,00%
FONDO 7 ESP	24,82%	25,59%	20,82%	22,48%
FONDO 8 ESP	22,26%	22,82%	15,89%	17,49%

#### Volatilidad Europa

	TOTAL	10 años	5 años	3 años
--	-------	---------	--------	--------

SX5T	23,41%	24,04%	18,16%	19,19%
SX5EBW	20,17%	20,70%	16,49%	17,16%
SX5E3P	12,25%	12,69%	6,98%	7,74%
FONDO 1 EUR	18,99%	19,33%	15,18%	16,80%
FONDO 2 EUR	17,59%	17,82%	15,16%	16,47%
FONDO 3 EUR	18,49%	18,71%	15,03%	16,22%
FONDO 4 EUR	14,53%	14,75%	12,64%	13,96%
FONDO 5 EUR	16,39%	16,43%	14,26%	15,45%
FONDO 5 EUR	19,92%	20,27%	13,65%	15,07%
FONDO 7 EUR	16,47%	16,87%	14,43%	15,97%
FONDO 8 EUR	16,92%	17,23%	15,32%	16,80%

Si hacemos la Ratio de Sharpe con los datos anualizados y las volatilidades considerando el tipo de interés libre de riesgo 0% es donde afloran realmente las virtudes de estas estrategias en cuanto al binomio rentabilidad-riesgo.

### Sharpe España

	TOTAL	10 años	5 años	3 años
IBEX CD	0,07	0,04	0,41	0,15
IVS	0,48	0,47	0,14	0,77
IPWT	0,32	0,29	0,46	0,61
IBWT	0,23	0,21	0,34	0,30
FONDO 1 ESP	0,19	0,17	0,84	0,63
FONDO 2 ESP	0,18	0,19	0,87	0,50
FONDO 3 ESP	0,32	0,30	0,94	0,73
FONDO 4 ESP	0,24	0,24	0,73	0,66
FONDO 5 ESP	0,13	0,07	0,54	0,42
FONDO 6 ESP	0,13	0,10	0,48	0,19
FONDO 7 ESP	-0,01	-0,01	0,21	-0,11

FONDO 8 ESP	0,06	0,04	0,62	0,48
-------------	------	------	------	------

Sharpe Europa

	TOTAL	10 años	5 años	3 años
SX5T	0,062	0,040	0,449	0,338
SX5EBW	0,156	0,156	0,462	0,433
SX5E3P	0,345	0,318	0,815	1,141
FONDO 1 EUR	0,143	0,139	0,553	0,372
FONDO 2 EUR	0,283	0,296	0,622	0,381
FONDO 3 EUR	0,245	0,264	0,646	0,436
FONDO 4 EUR	0,334	0,374	0,772	0,571
FONDO 5 EUR	0,418	0,444	0,815	0,537
FONDO 5 EUR	0,215	0,230	0,704	0,517
FONDO 7 EUR	0,116	0,099	0,385	0,183
FONDO 8 EUR	0,243	0,264	0,712	0,390

Y si ahora ponemos los datos anteriores ordenados para hacer una especie de ranking, quedaría de la siguiente manera:

Ranking España por Ratio Sharpe							
	TOTAL		10 años		5 años		3 años
IVS	0,4795	IVS	0,4699	FONDO 3 ESP	0,9433	IVS	0,7691
FONDO 3 ESP	0,3221	FONDO 3 ESP	0,3037	FONDO 2 ESP	0,8686	FONDO 3 ESP	0,7321
IPWT	0,3158	IPWT	0,2924	FONDO 1 ESP	0,8378	FONDO 4 ESP	0,6623
FONDO 4 ESP	0,2389	FONDO 4 ESP	0,2395	FONDO 4 ESP	0,7264	FONDO 1 ESP	0,6289
IBWT	0,2346	IBWT	0,2100	FONDO 8 ESP	0,6235	IPWT	0,6058
FONDO 1 ESP	0,1907	FONDO 2 ESP	0,1905	FONDO 5 ESP	0,5435	FONDO 2 ESP	0,5021
FONDO 2 ESP	0,1773	FONDO 1 ESP	0,1657	FONDO 6 ESP	0,4762	FONDO 8 ESP	0,4783
FONDO 6 ESP	0,1299	FONDO 6 ESP	0,0968	IPWT	0,4577	FONDO 5 ESP	0,4237
FONDO 5 ESP	0,1279	FONDO 5 ESP	0,0655	IBEX CD	0,4084	IBWT	0,3030
IBEX CD	0,0702	FONDO 8 ESP	0,0436	IBWT	0,3448	FONDO 6 ESP	0,1910
FONDO 8 ESP	0,0620	IBEX CD	0,0411	FONDO 7 ESP	0,2139	IBEX CD	0,1453

FONDO 7 ESP -0,0092

FONDO 7 ESP -0,0146

IVS 0,1384

FONDO 7 ESP -0,1136

Ranking Europa por Ratio Sharpe							
	TOTAL		10 años		5 años		3 años
FONDO 5 EUR	0,4178	FONDO 5 EUR	0,4440	SX5E3P	0,8153	SX5E3P	1,1414
SX5E3P	0,3454	FONDO 4 EUR	0,3737	FONDO 5 EUR	0,8153	FONDO 4 EUR	0,5710
FONDO 4 EUR	0,3336	SX5E3P	0,3183	FONDO 4 EUR	0,7722	FONDO 5 EUR	0,5374
FONDO 2 EUR	0,2834	FONDO 2 EUR	0,2964	FONDO 8 EUR	0,7123	FONDO 5 EUR	0,5175
FONDO 3 EUR	0,2449	FONDO 3 EUR	0,2642	FONDO 5 EUR	0,7039	FONDO 3 EUR	0,4362
FONDO 8 EUR	0,2427	FONDO 8 EUR	0,2638	FONDO 3 EUR	0,6463	SX5EBW	0,4333
FONDO 5 EUR	0,2151	FONDO 5 EUR	0,2298	FONDO 2 EUR	0,6219	FONDO 8 EUR	0,3904
SX5EBW	0,1559	SX5EBW	0,1563	FONDO 1 EUR	0,5530	FONDO 2 EUR	0,3812
FONDO 1 EUR	0,1434	FONDO 1 EUR	0,1386	SX5EBW	0,4618	FONDO 1 EUR	0,3724
FONDO 7 EUR	0,1159	FONDO 7 EUR	0,0988	SX5T	0,4491	SX5T	0,3378
SX5T	0,0621	SX5T	0,0402	FONDO 7 EUR	0,3855	FONDO 7 EUR	0,1833

En los últimos años ha adquirido mucha importancia el *factor investing*, a pesar de que los académicos hace mucho tiempo que tienen claro y bien estudiado este tema. Se trata de aislar factores como Dividendos, Baja Volatilidad, Value, Tamaño, Calidad, etc... de hecho, han proliferado en los últimos años productos como ETF de Beta estratégica, en los que parece que la industria está de acuerdo en que en el largo plazo batan a los índices de referencia. A continuación, os pongo un gráfico de un índice de Euro Stoxx en el que los componentes son ponderados inversamente a la volatilidad que tienen, es decir, pondera más el que menos volatilidad tiene. En mi opinión no es un índice excesivamente complejo de hacer y calcular, pero no es comparable con la sencillez de una Put vendida. En el siguiente gráfico podéis comprobar cómo la estrategia Putwrite incluso tiene menos volatilidad.



Nº 55

Marzo 2018

Como conclusión podemos decir que los índices estratégicos con opciones son una buena alternativa a las exposiciones a renta variable en el largo plazo por la buena relación riesgo-retorno. Además, son estrategias pasivas muy simples. Me gustan especialmente porque no hay que pensar, no hay que estudiar la situación del mercado, ni las compañías, no se toman decisiones... tan solo se le va dando "patadas" a una opción Put, Call o a ambas.