



Caso Práctico de cobertura de los dividendos de la cartera con futuros IBEX 35® Impacto Dividendo: (No Apto para todos los Públicos)

Ponemos este título en el artículo para que nadie se llame a engaño. Vamos a hacer un ejemplo completo, pero sencillo, con lo que hemos venido explicando en los últimos artículos. Por ello, no se puede leer este artículo en 5 minutillos... le llevará un ratito. No es complicado, pero si está usted dispuesto a seguir, coja papel, lápiz y una calculadora, o mejor, ¡¡abra una hoja Excel!!

Utilizaremos datos reales de mercado. La cartera a día 2 de enero de 2017 está en cuadro 1:

Cuadro 1: Cartera en situación inicial a día 2 de enero de 2017. Fuente: elaboración propia.

02/01/2017	Nº Acciones	Cotización	Beta	Nominal	%	Div. Esperados
SANTANDER	13.000,00	4,99 €	1,65	64.870,00 €	16,33%	2.730,00 €
TELEFONICA	8.000,00	8,85 €	1,26	70.800,00 €	17,82%	3.200,00 €
INDITEX	2.000,00	32,60 €	0,64	65.200,00 €	16,41%	920,00 €
BBVA	10.000,00	6,44 €	1,43	64.400,00 €	16,21%	3.690,00 €
IBERDROLA	15.000,00	4,29 €	0,71	64.350,00 €	16,20%	6.300,00 €
REPSOL	5.000,00	13,53 €	0,92	67.625,00 €	17,02%	5.675,00 €
				397.245,0 €		22.515 €

Nuestros dividendos esperados son:

Cuadro 2: Dividendos esperados. Fuente: elaboración propia

	01/02/2017	03/05/2017	01/08/2017	03/11/2017	Total	Div %
SANTANDER	0,055	0,055	0,055	0,045	0,21€	4,21%
TELEFONICA	19/05/2017	01/12/2017			0,4€	4,52%
INDITEX	03/05/2017	31/10/2017				



	0,3	0,16			0,46€	1,41%
BBVA	12/01/2017	21/04/2017	11/07/2017	19/10/2017		
	0,08	0,129	0,08	0,08	0,369€	5,73%
IBERDROLA	12/01/2017	05/07/2017	08/07/2017	22/07/2017		
	0,127	0,139	0,03	0,124	0,42€	9,79%
REPSOL	10/01/2017	30/06/2017	18/12/2017			
	0,335	0,45	0,35		1,135€	8,39%

Esos 22.515€ que se esperan recibir a lo largo del año representan un 5,67%, lo cual es una rentabilidad bastante importante en los tiempos que corren, pero no está garantizada. Si disminuyen los dividendos esperados, perderemos dicha rentabilidad, por lo que puede ser interesante asegurarla.

Los datos de los índices el mismo día dos de enero de 2017 están en el cuadro 3:

Cuadro 3: Datos de los índices a día 2 de enero de 2017. Fuente: Infobolsa y MEFF.

IBEX-35 IMP DIV	23,60
IBEX-35	9.418,70
Fut IBEX-35 DEC 17	9.071,00
Fut IBEX IMP DIV DEC 17	362
Días a Vto.	347,00

Para cubrir la cartera, utilizaremos futuros de IBEX 35[®] Impacto dividendo. Para ello, se realizan los siguientes cálculos:

- Nominal de la Cartera: 397.245€
- Beta de la Cartera: calculada como la media de las betas de cada valor ponderada por el peso de dicho valor en la cartera.

$$(1,65 \times 16,33\%) + (1,26 \times 17,82\%) + (0,64 \times 16,41\%) + (1,43 \times 16,21\%) + (0,71 \times 16,20\%) + (0,92 \times 17,02\%) = 1,10$$

- Ratio de Cobertura: se trata de convertir la cartera en cantidad de futuros de IBEX 35[®] para conocer cuántos futuros se necesitan para la cobertura.

$$(\text{Nominal Cartera} \times \text{Beta Cartera}) / (\text{Futuro IBEX 35}^{\text{®}} \times \text{Multiplicador}) = (397.245 \times 1,10) / (9071 \times 10\text{€}) = 4,83 \text{ futuros}$$

Como el riesgo es que disminuyan los dividendos, la posición debe ser de venta de futuros IBEX 35[®] Impacto Dividendo, tal y como cementamos en el artículo anterior. Por tanto, se necesita vender 5 futuros IBEX 35[®] Impacto Dividendo.



Por ello, añadimos a la cartera la venta de 5 futuros IBEX 35® Impacto Dividendo.

A día de hoy, 21 de junio de 2017, veamos qué ha pasado estos 6 primeros meses y si ha sido efectiva la cobertura.

En la Cuadro 4 apreciamos la situación en que se encuentra la cartera a 21/06/2017:

Cuadro 4: Cartera a día 21/06/2017. Fuente: elaboración propia

21/06/2017	Nº Acciones	Cotización	Beta	Nominal	Rentb Esperada	Cotiz Esperada
SANTANDER	13.000,00	5,85 €	1,65	75.985,00 €	22,84%	6,13 €
TELEFONICA	8.000,00	9,54 €	1,26	76.288,00 €	17,42%	10,39 €
INDITEX	2.000,00	34,85 €	0,64	69.700,00 €	8,86%	35,49 €
BBVA	10.000,00	7,30 €	1,43	73.040,00 €	19,75%	7,71 €
IBERDROLA	15.000,00	7,20 €	0,71	107.970,00 €	9,78%	4,71 €
REPSOL	5.000,00	13,71 €	0,92	68.550,00 €	12,69%	15,24 €
				471.533,00 €		457.762,01 €
				18,70%		15,23%

En el cuadro 5 también podemos apreciar qué ha pasado con los índices:

Cuadro 5: Datos de los Índices a día 21/06/2017. Fuente: Infobolsa y MEFF

IBEX-35 IMP DIV	193,4
IBEX-35	10720
Rdto IBEX-35	13,82%
Fut IBEX-35 DEC 17	10588
Fut IBEX IMP DIV DEC 17	366
Rto Fut IBEX-35	16,72%
Días a Vto	177,00

Los dividendos esperados hasta el 21 de junio de 2017 y los realmente pagados los podemos observar en el cuadro 5.



Cuadro 5: Datos de los Índices a día 21/06/2017. Fuente: Infobolsa y MEFF

	Div esp a 21/6/2017		Realmente pagados	
SANTANDER	0,11€	1.430,00 €	0,110 €	1.430,00 €
TELEFONICA	0,2€	1.600,00 €	0,200 €	1.600,00 €
INDITEX	0,3€	600,00 €	0,340 €	680,00 €
BBVA	0,209€	2.090,00 €	0,211 €	2.110,00 €
IBERDROLA	0,127€	1.905,00 €	0,135 €	2.025,00 €
REPSOL	0,335€	1.675,00 €	0,335 €	1.675,00 €
		9.300,00 €		9.520,00 €

¡¡Puf!!! ¡Vaya por Dios! Esperábamos haber recibido 9.300€ hasta el día de hoy y sin embargo hemos recibido 9.520€. ¡Al tener los dividendos cubiertos, nos hemos perdido esa pequeña subida de dividendos de 220€! Veamos qué ha sucedido con nuestros futuros de IBEX 35® Impacto Dividendo.

Habíamos vendido nuestros futuros IBEX 35® Impacto Dividendo de diciembre 2017 a 362 y resulta que a día 21 de junio de 2017, cotizan a 366:

$$(362 - 366) \times 5 \times 10€ = -200€$$

En neto, hemos recibido 9.520€ de dividendos de la cartera y hemos tenido que pagar 200€ por los futuros de IBEX 35® Impacto Dividendo, por tanto 9.320€, que es casi lo mismo que esperábamos. No es exacto, en general la cobertura perfecta de carteras con índices es muy complicada, de hecho, se les suele llamar coberturas “sucias” fundamentalmente por:

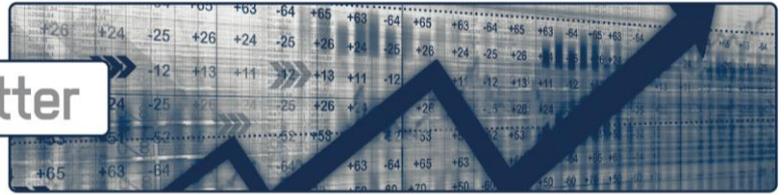
Riesgo de correlación. La Beta de la cartera ha cambiado.

Riesgo de redondeo. De hecho, hemos vendido 5 futuros en vez de 4,83 que nos decía la ratio de cobertura.

Los dividendos de las acciones pasados a puntos no suponen lo mismo según el momento en que se calcule.

Cambios en la composición del índice cambia los pesos (ponderaciones) de las acciones dentro del índice y por tanto el impacto de sus dividendos.

No es exacta, pero eso no quiere decir que no sea útil. Cuando cubrimos unos euros arriba o abajo no son el problema, ya que lo que se quiere evitar es que haya un evento negativo que dé al traste con nuestra rentabilidad esperada.



El problema de las coberturas es precisamente lo que nos ha pasado en nuestro ejemplo, que en el caso de que el mercado favorezca nuestra posición, a nosotros no nos favorecerá por estar cubiertos. Desde mi punto de vista, en el caso de los dividendos, esto no es problema. El riesgo de dividendo es claramente asimétrico, ya que pocas veces sube el dividendo y si lo hace es poco, como en nuestro ejemplo, mientras que los recortes de dividendos suelen ser fulminantes. Para mi, esta es la principal razón para cubrir un dividendo... prácticamente no sacrificas rentabilidad futura. La decisión es clara cuando hay mucho que ganar y poco que perder. Creo que todos los gestores del mundo, deberían asegurarse la mejor fuente de rentabilidad que tiene la renta variable, los dividendos.

Para terminar con el ejemplo, la cartera ha subido un 18,70% (ver cuadro 4) cuando nosotros sólo esperábamos que superara al IBEX 35[®] x 1,10 veces. El IBEX 35[®] ha subido un 13,82% y se esperaba un 15,23%. Por otro lado, si incorporamos los dividendos los 9.320€ recibidos en dividendos, la rentabilidad se eleva a 21,05%. Para poder compararnos correctamente, hay que utilizar el IBEX 35[®] Con Dividendos que ha pasado de 24.387,70 a 28.218,45 (+15,71%).