

Cómo usar bien el Futuro del IBEX Mini

POR ENRIQUE CASTELLANOS, FRM, MFIA

Siempre hemos escuchado que los derivados en general y los futuros en particular, tienen mucho riesgo y que se puede perder mucho dinero, más del que se tiene. Esta afirmación sin ser mentira, es una verdad a medias. Me acuerdo de que en el antiguo reglamento de MEFF, al final de uno de sus artículos decía textualmente: "... un beneficio puede tornarse rápidamente en una pérdida. El uso de opciones y futuros requiere de conocimiento y buen juicio".

Es una verdad a medias, porque la decisión de apalancar o no una posición, es del inversor. El uso de futuros no implica necesariamente apalancamiento, aunque lamentablemente la inmensa mayoría de gente lo haga. Digo lamentablemente porque en mi experiencia veo gente que utiliza futuros sólo por el apalancamiento que ofrecen, incluso una persona me dijo una vez que si no se apalancaba no tenía sentido alguno utilizar futuros. Esto, bajo mi punto de vista es un gran error.

¿Tiene sentido comprar un ETF de IBEX 35®? pues entonces también lo tiene comprar futuros IBEX Mini. Un futuro de IBEX Mini es lo mismo que el IBEX 35® Con Dividendos. Sí, incorpora los dividendos ya que éstos se descuentan. La fórmula para el cálculo de Futuro de IBEX Mini es:

Futuro IBEX Mini = IBEX 35® x (1+Ti)-Dividendos que reparten las empresas del IBEX 35® en Puntos.

Ti= es el tipo de interés al plazo correspondiente.

Los dividendos en puntos, es exactamente lo que cae el IBEX 35® cuando una empresa paga dividendos. Todo el mundo sabe que cuando una empresa paga dividendos, ese día el precio de la acción descuenta el pago del cupón al inicio de la sesión, es decir, aparece en la subasta de apertura con el cupón descontado, luego la acción evolucionará durante la subasta y el mercado abre como lo tenga que hacer, pero el cupón se descuenta. El IBEX 35® por tanto, caerá en la proporción correspondiente al peso de esa compañía en el índice. Esa diferencia entre el precio del IBEX 35® antes y después de que una o varias empresas paguen dividendos, son los dividendos en puntos.

Sin embargo el futuro IBEX Mini y el IBEX 35® Con Dividendos no generan exactamente la misma rentabilidad, puesto que el futuro IBEX Mini incorpora dividendos estimados, que en el corto plazo serán bastante seguros, pero no necesariamente van a ser los mismos que los reales. Por tanto depende de cuándo se compre el futuro y a qué plazo o vencimiento.

Veamos a continuación unas características básicas del futuro IBEX Mini que hay que tener en cuenta cuando se toma una exposición con este producto.

Nominal, Tick Size y garantías

El nominal del futuro IBEX Mini son los puntos del índice IBEX 35[®] por 1€. También hay un futuro grande que denominamos sencillamente futuro IBEX y su nominal son los puntos de IBEX 35[®] por 10€. Es decir, si el IBEX 35[®] está 10.149,8 y el futuro IBEX Mini Vto mayo está a 10.145 puntos, tomar posición en 1 futuro IBEX supone el equivalente a invertir 10.145€. Para ello, nos obligarán a depositar unas garantías de 750 puntos x 1€ = 750€¹. El futuro IBEX Mini se mueve de 5 en 5 puntos, es decir, de 10.145 pasará a 10.140 o 10.150, y el beneficio o pérdida será de 5€. Es lo que denominamos *Tick Size*.

No es necesario invertir los 10.145€, tan sólo hay que depositar 750€, y es aquí donde está el problema, en que hay inversores que no tienen esos 10.145€ pero quieren una exposición de esa cantidad. Pongamos un ejemplo. Si alguien tiene 10.145€ y compra un futuro IBEX Mini sólo deposita 750€ en concepto de garantía. ¿Qué hace con los 9.395€ restantes? Si los deja “quietecitos” en la cuenta, NO está apalancado. Si el futuro IBEX Mini bajara por ejemplo a 10.000 puntos, se perderían 145 puntos, como cada punto es 1€, en total una pérdida de 145€. Sobre el nominal de la posición, es una caída de 1,42%. Si por el contrario, alguien comprara el futuro IBEX Mini y sólo tuviera 2.000€ (750€ en concepto de garantías y otros 1.250€ en la cuenta), la misma caída a 10.000 puntos, generaría una pérdida de 7,25%. Está apalancado 5 veces.

Vencimientos y liquidez (posición abierta)

El futuro IBEX Mini tiene vencimientos mensuales y el día de vencimiento es el tercer viernes del mes. Para los vencimientos inferiores a 1 año, hay 6 vencimientos abiertos: los tres primeros corresponden a los próximos tres meses y los tres siguientes a los más cercanos trimestrales (marzo, junio, septiembre y diciembre). Es decir, por ejemplo, hoy es 8 de junio de 2018 y los vencimientos que hay abiertos son: junio, julio y agosto (los tres primeros mensuales), septiembre, diciembre y marzo del 2019 (los tres próximos trimestrales).

A pesar de que es posible tomar posición en vencimientos alejados, lo habitual es que las posiciones se concentren en el primer vencimiento. No sólo en el IBEX Mini, casi todos los futuros de otros mercados (EuroStoxx 50, S&P500, etc...) concentran la posición en los primeros vencimientos. Como se puede tomar una posición bajista vendiendo el futuro y recomprarlo después, se suele utilizar el concepto de posición abierta para hablar de liquidez. La posición abierta son la cantidad de contratos que no han sido compensados por una posición contraria, así se conoce la cantidad de gente que tiene posición abierta en el mercado. Por ejemplo, si vemos del boletín de MEFF, descartando los vencimientos del 8, 22 y 29 de junio (que se utilizan sólo para las opciones semanales) el vencimiento mensual que concentra mayor posición abierta es el de 15 de junio con 8.291 contratos. Hay 8.291 contratos comprados, que alguien ha tenido que vender (muchas personas y entidades) que todavía no han sido compensados con la posición contraria.

¹ Estas garantías pueden variar en función de la volatilidad.

FUTUROS MINI IBEX-35

FUTUROS POR DIFERENCIAS	LIQUIDACIÓN DIARIA	ÚLTIMO CRUZADO	MÁXIMO SESIÓN	MÍNIMO SESIÓN	VOLUMEN CONTRATOS	POSICIÓN ABIERTA
08-Jun-18	9.746,3	-	-	-	-	-
15-Jun-18	9.725,3	9.745	9.755	9.685	6.266	8.291
22-Jun-18	9.710,0	-	-	-	-	-
29-Jun-18	9.670,0	-	-	-	-	-
20-Jul-18	9.635,0	9.655	9.670	9.610	153	597
17-Ago-18	9.616,0	-	-	-	-	19
21-Sep-18	9.617,0	-	-	-	-	23
21-Dic-18	9.532,0	-	-	-	-	10
15-Mar-19	9.460,0	-	-	-	-	20
21-Jun-19	9.314,0	-	-	-	-	-
20-Sep-19	9.238,0	-	-	-	-	-
20-Dic-19	9.131,0	-	-	-	-	-
20-Mar-20	9.076,0	-	-	-	-	-
19-Jun-20	8.894,0	-	-	-	-	-
18-Sep-20	8.812,0	-	-	-	-	-
18-Dic-20	8.698,0	-	-	-	-	-
18-Jun-21	8.442,0	-	-	-	-	-
17-Dic-21	8.239,0	-	-	-	-	-
17-Jun-22	7.979,0	-	-	-	-	-
16-Dic-22	7.796,0	-	-	-	-	-

El volumen de contratos del cuadro anterior, la penúltima columna, indica la cantidad de contratos negociados en el día. Es un contrato bastante líquido si se tiene en cuenta que los inversores que van a comprar/vender más de 10 contratos, normalmente prefieren utilizar el hermano mayor, el futuro IBEX, que como hemos comentado antes tiene multiplicador 10€. En el siguiente cuadro pueden observar una captura de pantalla en tiempo real en la que se puede apreciar la cantidad de contratos disponibles. A razón de 9.800 euros aprox. cada uno de ellos, se pueden negociar nominales bastante grandes.

Subyacente: IBEX 35 **Vencimiento: 15/06/2018**

▲ 9.840,00 (pts) 1,18% 115,00 (09:19:00 - 11/06/2018)

Anterior: 9.725,00 Máximo: 9.846,00 Contr.: 1.560
 Apertura: 9.725,00 Mínimo: 9.715,00 Open: 8.291

POSICIONES			
Vol C	Compra	Venta	Vol V
61	9.835,00	9.840,00	30
69	9.830,00	9.845,00	69
69	9.825,00	9.850,00	93
62	9.820,00	9.855,00	66
59	9.815,00	9.860,00	64
54	9.810,00	9.865,00	54
35	9.805,00	9.870,00	36
53	9.800,00	9.875,00	45
19	9.795,00	9.880,00	50
16	9.790,00	9.885,00	42

TICKER			
Vol Ult	Precio N...	Hora ...	
1	9.840,00	09:19:00	
1	9.840,00	09:19:00	
2	9.840,00	09:19:00	
3	9.840,00	09:19:00	
1	9.840,00	09:19:00	
1	9.840,00	09:19:00	
3	9.840,00	09:19:00	
3	9.835,00	09:18:19	
1	9.835,00	09:18:19	
2	9.835,00	09:18:17	
3	9.835,00	09:18:15	
2	9.835,00	09:18:15	
1	9.835,00	09:17:39	
1	9.835,00	09:17:20	

Roll-Over

Como hemos comentado antes, las posiciones se suelen acumular en el primer vencimiento, que es el más

líquido. Esto tiene un pequeño inconveniente, como el contrato expira, si se quiere seguir manteniendo la exposición en el mes siguiente habrá que cerrar la posición del vencimiento que muere y volver a abrirla en el segundo vencimiento que en breve será el primero. A esto se le llama rolar la posición y se suele hacer la última semana de vencimiento, típicamente entre el miércoles y el jueves anterior a vencimiento.

Como esto es tan habitual, los mercados en aras de facilitarles a los inversores este trasiego de compras y ventas, se inventaron el contrato de *Roll Over*, también llamado *Rolo*, *Time Spread* o *Calendar*.

Como vemos en la pantalla siguiente, tenemos el contrato de junio que muere el día 15 (FMIXM8) y el de Julio (FMIXN8) que dentro de una semana será el de primer vencimiento. Si quisiéramos rolar una posición comprada, tendríamos que vender el FMIXM8 a 9820 y comprar el FMIXN8 a 9740 (80 puntos de diferencia).

Por otro lado, como tenemos cotizado el *Time Spread* (SMIXM8N8), también podemos utilizar este contrato "ficticio" para rolar la posición. Digo "ficticio" porque no es un contrato que exista, es simplemente un contrato que sirve para pasar la posición de un vencimiento a otro.

Contract: FMIXM8								Contract: FMIXN8								Contract: SMIXM8N8							
Last	Vol	S...	TrdV	High	Low	Previou...		Last	Vol	S...	TrdV	High	Low	Previou...		Last	Vol	S...	TrdV	High	Low	Previou...	
9825	1	=	1.892	9845	9715	9725,3		9740	1	+	123	9755	9630	9635		89,0	3	+	15	89,0	86,5	90,3	
Buy				Sell				Buy				Sell				Buy				Sell			
AVol	AvPA	Vol	Bid	Ask	Vol	AvPA	AVol	AVol	AvPA	Vol	Bid	Ask	Vol	AvPA	AVol	AVol	AvPA	Vol	Bid	Ask	Vol	AvPA	AVol
		30	9820	9825	54					5	9730	9740	13					10	86,0	90,0	5		
93	9816,61	63	9815	9830	64	9827,71	118	16	9726,56	11	9725	9745	11	9742,29	24	11	85,45	1	80,0	91,0	10	90,67	15
152	9814,05	59	9810	9835	65	9830,3	183	39	9722,69	23	9720	9750	13	9745	37	61	79,75	50	78,5	99,5	20	95,71	35
220	9811,25	68	9805	9840	68	9832,93	251	40	9722,38	1	9710	9760	1	9745,39	38					100,0	10	96,67	45
300	9808,25	80	9800	9845	65	9835,41	316	45	9720,44	5	9705	9765	6	9748,07	44					102,0	100	100,34	145
342	9806,62	42	9795	9850	81	9838,39	397	51	9718,04	6	9700	9770	11	9752,45	55								
369	9805,41	27	9790	9855	44	9840,05	441	55	9716,36	4	9695	9775	2	9753,25	57								
415	9803,14	46	9785	9860	45	9841,89	486	59	9714,58	4	9690	9780	14	9758,52	71								
451	9801,3	36	9780	9865	39	9843,61	525	60	9714,08	1	9685	9790	7	9761,35	78								
479	9799,76	28	9775	9870	33	9845,17	558	74	9707,64	14	9680	9800	14	9767,23	92								

Funciona de la siguiente manera:

- Compra del *Time Spread*, implica comprar el contrato de primer vencimiento y vender el de segundo vencimiento.
- Venta de *Time Spread*, implica vender el primer vencimiento y comprar el segundo vencimiento.

Por tanto, si estamos comprados del futuro y queremos rolarlo, habrá que vender *Time Spread* y si estamos vendidos del futuro, habrá que comprar el *Time Spread*.

La cotización del *Time Spread* es exactamente la diferencia entre el primer vencimiento y el segundo:
 Precio Futuro Primer vencimiento – Precio Futuro Segundo Vencimiento.

Si el precio del primer vencimiento es más alto que el segundo, el *Time Spread* cotizará en positivo y si es más bajo cotizará en negativo. Cuando se negocia un *Time Spread*, se generan dos operaciones, una de compra y otra de venta, es completamente equivalente a realizar un operación en el primer vencimiento y la contraria en el segundo, pero más eficiente, ya que al cotizar por sí mismo, la semana de vencimiento tiene mucha liquidez y se puede rolar el futuro con costes muy, muy bajos. Las operaciones que se generan, se registran de la siguiente manera:

- La operación de primer vencimiento se registra al último precio cruzado.

- La operación de segundo vencimiento se registra al precio último cruzado de primer vencimiento menos el Spread. De tal manera que si el segundo vencimiento se encuentra por debajo del primer vencimiento, cotiza el *Time Spread* en Positivo y por lo tanto se resta esta cantidad para la segunda operación. Por el contrario, si el futuro de segundo vencimiento se encontrase por encima del de primer vencimiento, el *Time Spread* cotizaría en negativo y por tanto se añadiría al precio de primer vencimiento para formar el precio del segundo vencimiento.

Siguiendo el ejemplo anterior y utilizando la pantalla anterior, si se quiere rolar un contrato comprado, tendremos que vender el *Time Spread* en 86 puntos y generaría las siguientes posiciones:

La venta en el FMIXM8 se registraría a 9825 y la compra de FMIXN8 a $9.825 - 86 = 9.739$.

Al hacer el *Roll Over* de manera independiente en cada contrato de futuro se obtenían 80 puntos de beneficio y mediante el contrato de *Time Spread*, se ganan 86 puntos. Merece la pena.

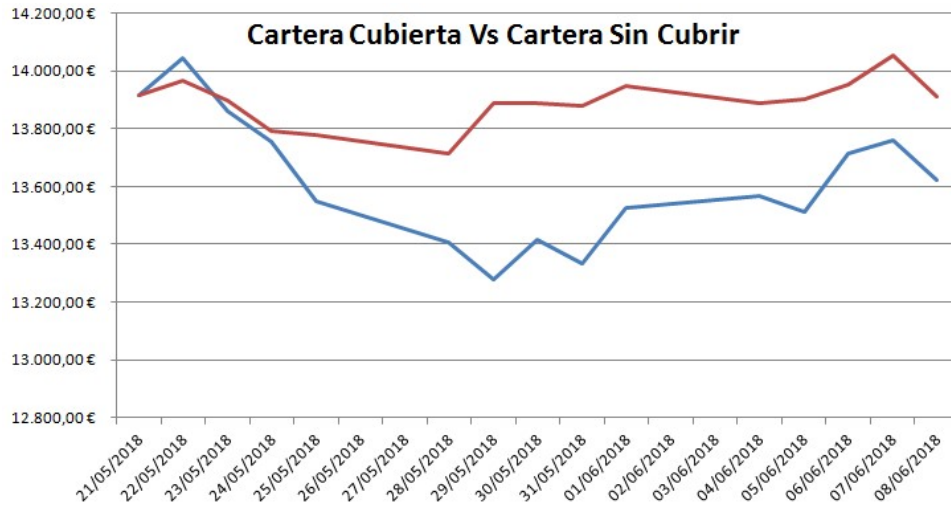
Errores cometidos en estrategias de inversión

El error más ampliamente cometido, es el del exceso de apalancamiento. No quiero decir que el apalancamiento sea malo, que no se me entienda mal, el problema es cuando uno se apalanca por desconocimiento, o no sabe realmente el nominal que tiene su posición.

Si el Futuro IBEX Mini tiene un valor de 9.800 puntos, el nominal es de 9.800€, a pesar de que sólo haya tenido que depositar 750€. Si se tienen para invertir 30.000€ en el IBEX 35® y se quiere invertir a través de futuro IBEX Mini, tan sólo hay que dividir por el nominal: $30.000€ / 9.800€ = 3,06$ contratos. Si se compran 3 contratos, nos obligarán a depositar una garantía de 2.250 (750x3). El resto del dinero, los 27.750€ (30.000-2.250), debería estar en la cuenta generando interés (cuando lo haya, claro). Todo lo que sea comprar más de tres contratos, se está apalancando la posición. No digo que sea malo, cada uno que haga lo que quiera, pero que se sepa el riesgo que se está corriendo.

Errores cometidos en estrategias de cobertura

Una cobertura, es por definición, la toma de una posición contraria que compense con beneficios las pérdidas que sufra una cartera invertida ante un movimiento desfavorable del mercado. Las coberturas de acciones con futuros sobre acciones son perfectas, porque estamos hablando del mismo producto. Sin embargo, cuando alguien cubre su cartera de acciones con el futuro IBEX Mini, no se está cubriendo exactamente lo mismo y se pueden generar ciertas asimetrías. Se llaman coberturas "sucias", porque no pueden generar pequeños beneficios o pérdidas, no son exactas. Pero eso no quiere decir que no sean eficaces. En el siguiente cuadro podemos observar la evolución de una cartera de acciones sin cubrir (color azul) y la misma cartera a la que hemos añadido un futuro IBEX Mini vendido (color rojo). Como se puede apreciar, la cartera no está completamente cubierta, sin embargo se cumple el objetivo de reducir enormemente el riesgo de precio.



Para cubrir una cartera, se tiene que calcular el Ratio de Cobertura:

$$RC = (\text{Valor de mercado de la Cartera} \times \text{Beta}) / \text{Nominal Futuro IBEX Mini}$$

La beta mide cómo se mueve la cartera ante movimientos en el IBEX 35. Se utilizan los precios pasados recientes para suponer que si la cartera se ha movido respecto del IBEX una determinada cantidad en el pasado, en un futuro cercano se mantendrá esta relación. La beta es un concepto controvertido y difícil de utilizar ya que la relación entre cartera e IBEX 35 puede cambiar en cualquier momento. Este es el principal problema que tiene la cobertura, si la Beta fuese exacta la cobertura sería perfecta, pero como no lo es y va variando, las coberturas son "sucias". En todo caso, por suerte, suele ocurrir que cuando hay una caída de mercado, todos los activos tienden a moverse de una manera parecida y la beta de la cartera tiende al 100%. Por eso ante caídas del mercado se puede suponer una beta de 1 y la cobertura será bastante efectiva. Normalmente las coberturas duran poco tiempo, por eso estas asimetrías no serán muy fuertes, si se mantuviera mucho la cobertura, entonces sí se apreciaría claramente las diferencias de movimiento entre la cartera y el índice.