

Con la reductora puesta

Enrique Castellanos, FRM, MFIA. Director, Instituto BME

En los 4x4 y vehículos agrarios habitualmente existe una marcha que se llama Reductora (corta). Esta marcha permite al vehículo transmitir más fuerza a las ruedas y que ganen adherencia en situaciones en las que se requiera. Sin embargo, esta segunda caja de cambios que tienen estos vehículos tiene un serio inconveniente, el vehículo pierde mucha velocidad. ¿Inconveniente? No hombre, no, **hay momentos en los que no se quiere velocidad sino seguridad**. En el momento en que queremos velocidad, quitamos la reductora y utilizamos las marchas largas (las normales).

A veces en los mercados financieros nos enfrentamos a situaciones que requieren llevar la reductora puesta. Situaciones en las que el mercado sube sin descanso; por un lado, los inversores comienzan a sentir vértigo, pero por otro lado tienen que seguir estando en mercado si no quieren perderse la subida. **Es el problema del timing, sabemos que el mercado va a corregir, pero no sabemos cuándo**. Estas son situaciones especialmente delicadas, los gestores profesionales suelen empezar a aumentar liquidez o comprar put para proteger la cartera. Sí, es el momento perfecto para cubrir, cuando el mercado ha subido de manera continuada y las volatilidades son bajas es el momento de comprar put. Digo esto porque **hay mucha gente que se empeña en comprar protección cuando el mercado cae**, mal momento, no solo porque la protección será más cara, sino porque el nerviosismo ya no deja pensar con claridad. No hay nada como la sensación de llevar put cuando el mercado cae, a pesar de que se está perdiendo dinero, te encuentras muy tranquilo, capaz de analizar la situación con frialdad y con el rigor necesario.

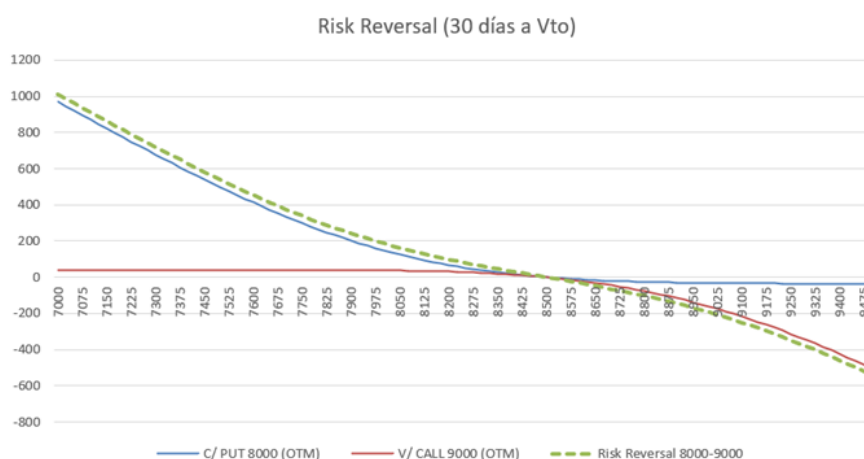
Sin embargo, por óptimo que sea llevar una put cuando la volatilidad es baja, si no terminamos usando la cobertura, el coste implica que estamos sacrificando algo de rentabilidad. **Existe una alternativa todavía más barata, tan barata que es casi gratis, incorporar un risk reversal**, también llamado collar o sencillamente túnel. Es una estructura muy simple, pero tremendamente efectiva, que nos va a otorgar una cobertura eficaz en caso de necesitarlo sin renunciar a subidas del mercado.

Consiste en comprar una put, pero financiarla vendiendo una call con precio de ejercicio a partir del punto en el que pensamos que el mercado no va a subir más. **El inconveniente es que, si nos equivocamos y el mercado sube mucho, tenemos limitados los beneficios**. De

ahí que diga lo de la reductora, iremos más seguros, con mayor adherencia, pero a menos velocidad. Hay momentos en los que la velocidad no importa tanto.

Cuadro 1. Risk reversal al que le quedan 30 días a vencimiento

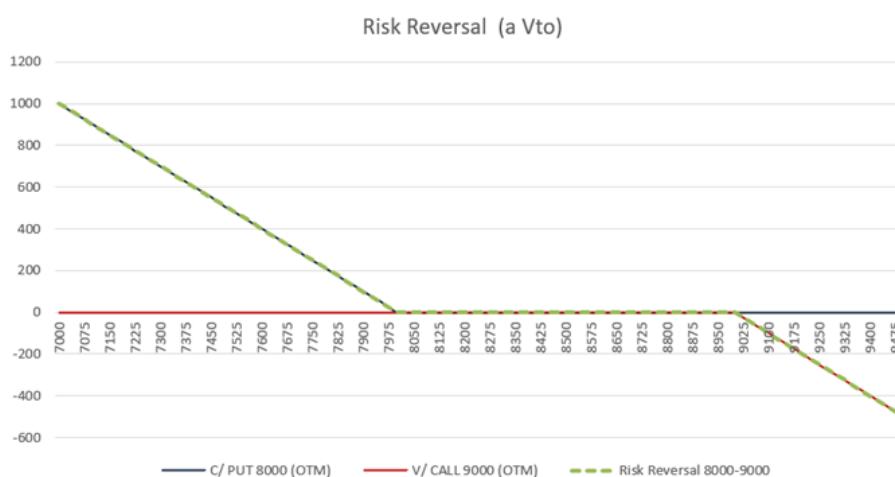
Fuente: elaboración propia.



Cuadro 2. Risk reversal a vencimiento

Fuente: elaboración propia.

Como podéis comprobar en el cuadro anterior, **se compra una put fuera del dinero (OTM) y**



se vende simultáneamente una call también fuera del dinero OTM, ambas tendrán aproximadamente el mismo coste. En nuestro ejemplo, si ahora mismo el IBEX 35 estuviera a 8500, se compraría un put precio de ejercicio 8000 y se vendería un call precio de ejercicio 9000. La selección de precios de ejercicio y vencimiento correctos es una tarea relevante.

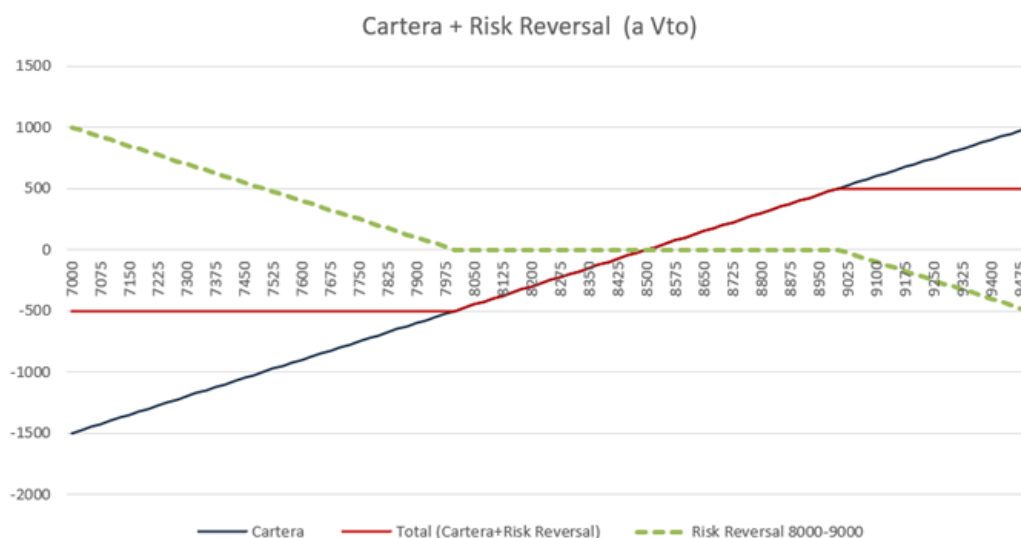
Marzo 2021

Cuando combinamos esta estructura con la de la cartera, nos queda como si tuviéramos un vertical spread alcista (bull spread).

Cuadro 3. Combinación de la cartera con risk reversal a vencimiento

Fuente: elaboración propia.

Es una estructura que tiene las pérdidas limitadas, pero los beneficios también están limitados. **El precio de ejercicio del put es el precio a partir de cual ya no queremos**



perder más y el precio de ejercicio del call es el precio de ejercicio a partir del cual se renuncia a subir más.

Si alguno de vosotros no conocía la estrategia, probablemente ahora mismo estará pensando que esta estructura es bastante sosa, eso de tener limitados los beneficios y tener unos potenciales beneficios iguales o parecidos que unas potenciales pérdidas, no es muy atractivo. Gracias al behavioral finance, sabemos que **nuestra mente necesita entre dos y 2,5 veces más beneficio que pérdidas para arriesgar nuestro dinero**, pero eso no quiere decir que no sea interesante. Hay que tener en cuenta que aquí es importante seleccionar el vencimiento correcto. Ahora mismo el futuro del IBEX está en 8500, y la estructura limita la subida a un 5% (9000), ¡pero solo durante un mes! Estadísticamente, **el IBEX no suele subir más de un 5% al mes**. Y si subiera algo más, es tan sencillo como rolar la estrategia a otros precios de ejercicio y ya está. La estructura puede ir moviéndose a izquierda o a la derecha del gráfico 3 con mucha facilidad para ir acompañando al movimiento del mercado.

Algo que me gusta mucho hacer con esta estrategia cuando tenemos una posición en la que ya tenemos unas buenas plusvalías, es bloquear el beneficio, pero tener la posibilidad de ganar un poco más si sube el mercado. Como podemos observar en el siguiente cuadro 4, **se realiza la estrategia cuando la cartera tiene beneficios**. El precio de ejercicio del put comprado

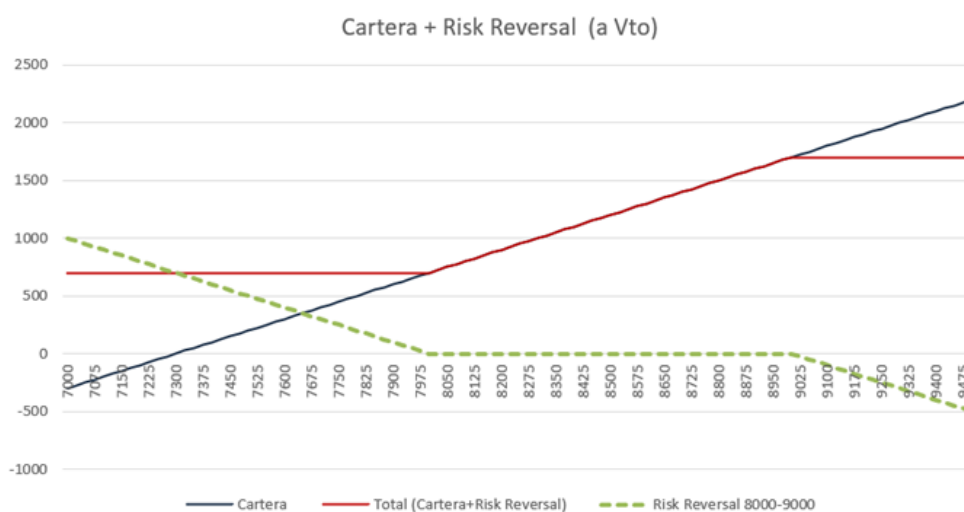
Marzo 2021

actúa como mínimo beneficio a ingresar, mientras que el precio de ejercicio del call es el punto a partir del cual se renuncia a la subida.

Cuadro 4. Combinación de la cartera con beneficios y el risk reversal a vencimiento

Fuente: elaboración propia.

La estrategia, tal y como está organizada en estos ejemplos anteriores que estamos utilizando, es con opciones a un mes a vencimiento y precios de ejercicio 95% (put) y 105% (call).



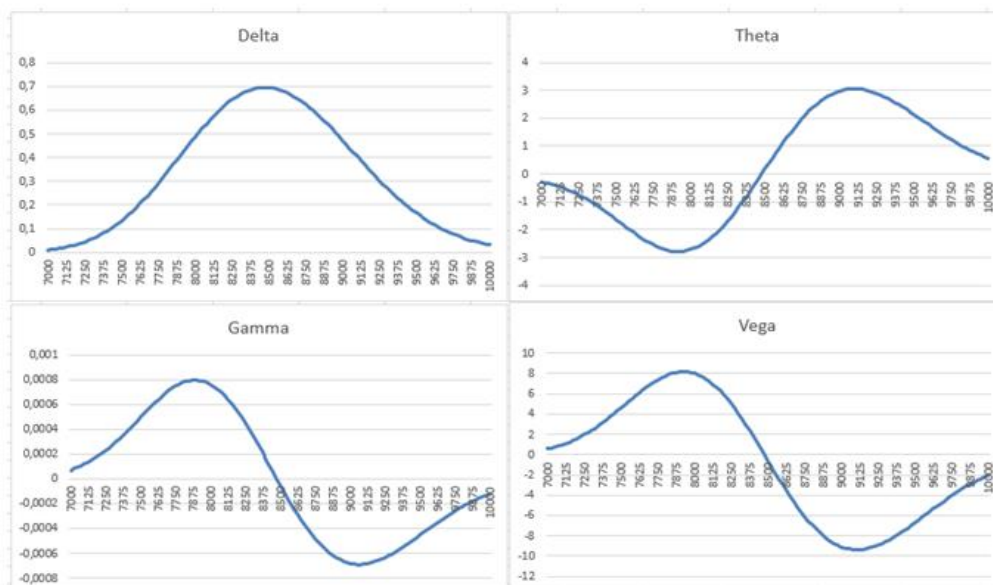
Para los más iniciados en opciones, he de deciros que en esta estrategia la delta entre los precios de ejercicio antes del vencimiento estará cerca de 0,70 y conforme sube y baja el activo subyacente tiende a cero. Esto quiere decir, **la cartera con esta estrategia se mueve un 70% de lo que se mueva el subyacente entre los precios de ejercicio como mucho**. Es una estrategia muy tranquila, muy parecido a estar cubierto parcialmente. En cuanto al paso del tiempo y la volatilidad, **es una estrategia muy plana, ya que tenemos una opción comprada y otra vendida**. Solo habrá que tener en cuenta estos aspectos cuando el subyacente esté cerca de uno de los precios de ejercicio, ya que al estar ese precio de ejercicio más en dinero (ATM) gana sensibilidad mientras que el otro precio de ejercicio la pierde completamente. En todo caso, como decimos, es una estrategia muy tranquila. Os pongo los gráficos de las sensibilidades más importantes.

Cuadro 5. Sensibilidades básicas de la cartera con el risk reversal.

Fuente: elaboración propia.

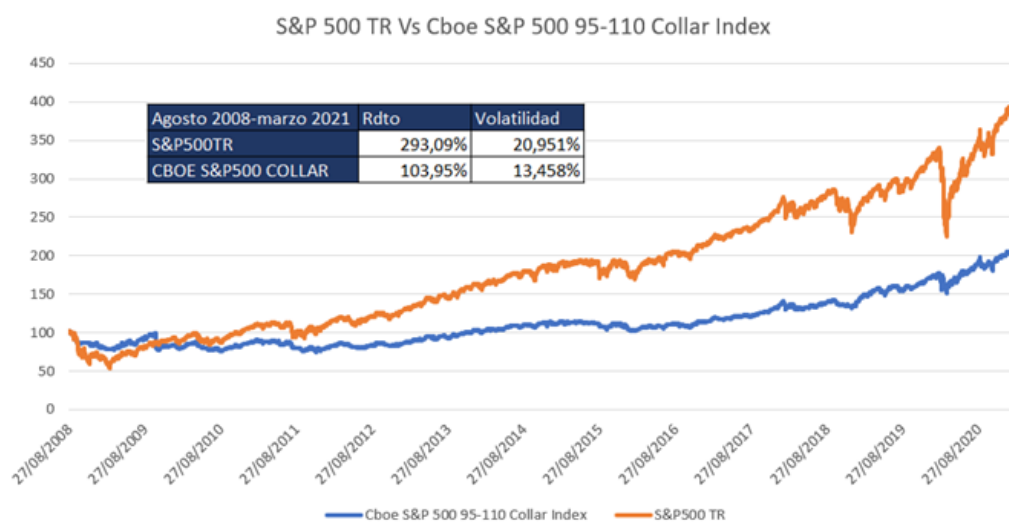
Marzo 2021

Para terminar, deo lo más interesante. En CBOE cotiza un índice llamado Cboe S&P 500 95-110 Collar Index. **El índice consiste en una cesta de S&P500 más un collar (risk reversal) de vencimiento a un mes y que se rola mensualmente.** Este índice tiene una pequeña particularidad respecto a lo que hemos explicado en el artículo. Como podéis observar en el



nombre, utiliza el precio de ejercicio 95 para la put como protección (un 5%), mientras que deja subir la cartera mensualmente hasta 110 (un 10%). Por esta razón, la prima neta no es cero, sino que el collar (risk reversal) sale un poco a pagar.

Cuadro 6. Comparativa de la evolución del S&P500 Total Return y el CBOE S&P500 95-110 Collar



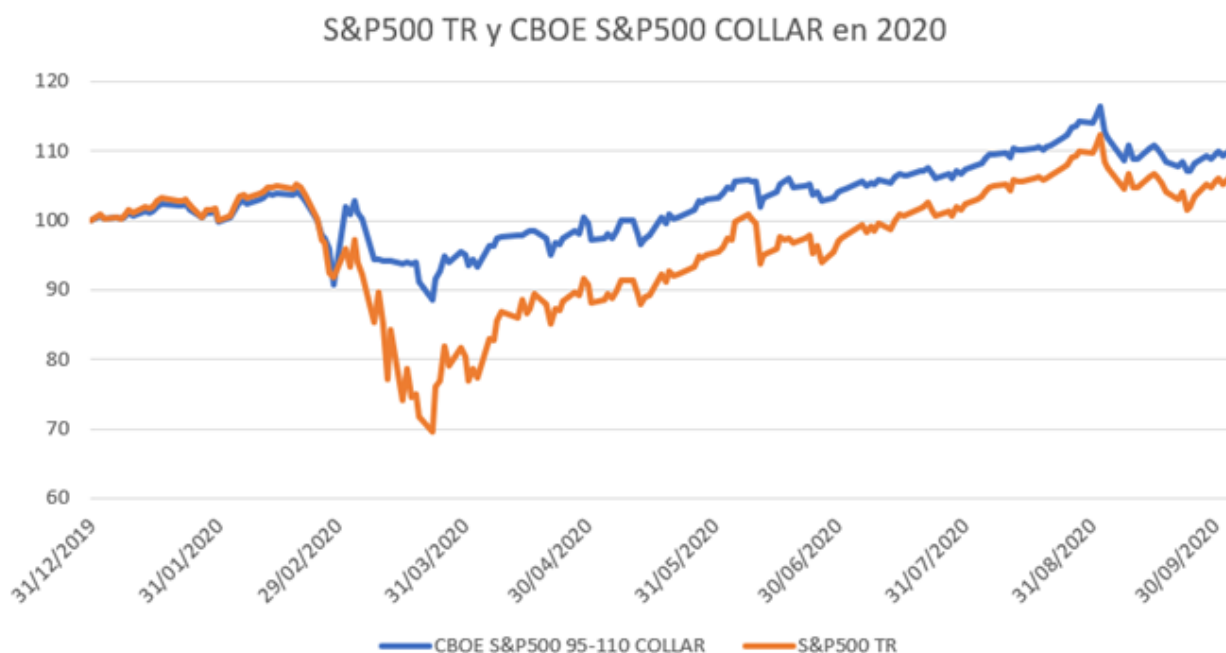
Marzo 2021

Fuente: elaboración propia a partir de datos de www.cboe.com.

Como vemos en gráfico anterior, es un índice alcista, pero mucho más tranquilo. En términos de inversión sería como tener un fondo mixto moderado, es decir, son dos inversiones completamente distintas y que no se deben comparar a lo largo del tiempo. Sin embargo, **hemos planteado aquí la estrategia para que sea realizada solo en determinados momentos, en los que queremos poner la reductora**. El comportamiento en las caídas es extraordinario (es una cobertura), sin embargo, el problema que tiene es que, si la recuperación posterior es en V, se queda atrás. Quiero recordaros que salvo la crisis asiática del 97 y la reciente del COVID, las recuperaciones no suelen ser en V.

A continuación, el cuadro con la misma comparativa, pero haciendo zoom en 2020.

Cuadro 7. Comparativa de la evolución del S&P500 Total Return y el CBOE S&P500 95-110 Collar en 2020



Fuente: elaboración propia a partir de datos de www.cboe.com.

CONCLUSIÓN

Los derivados nos permiten reducir la exposición rápidamente sin tener que estar en liquidez o invertido en renta fija. Añadir un risk reversal (collar o túnel) a la cartera, transforma ésta en un vertical spread alcista (bull spread). Se compra put precio de ejercicio inferior (aquí proponemos un 95%) y se vende call precio de ejercicio superior (a mí me gusta más 105%,

Marzo 2021

pero el índice de CBOE es 110%). **Tendremos protección a partir del precio de ejercicio del put pero como contrapartida solo se ganará dinero hasta el precio de ejercicio del call.** Es una alternativa estupenda para esos momentos en los que se quiere estar en el mercado, pero se quiere ir con menos exposición, poder seguir arañando puntos, pero si el mercado se da la vuelta, estar tranquilo.