



Venta de Put (PutWrite)

ESTRATEGIAS con Opciones sobre acciones (I).
INVERSIÓN

Enrique Castellanos / INSTITUTO BME



Ir a
página 6

Más sobre el mercado de
opciones sobre acciones

Esta estrategia, también denominada *Collateralised Reverse Convertible*, consiste simplemente en INVERTIR sustituyendo la compra directa del activo subyacente por la venta de opciones Put de corto plazo y la simultánea inversión de la liquidez al tipo de interés libre de riesgo. Como se verá, sustituir la posición en el activo subyacente por una Put vendida mejora sistemáticamente el rendimiento del activo subyacente de referencia y con menor volatilidad. Cuando el activo sube mucho, no suben tanto pero, especialmente, cuando cae mucho la estrategia Putwrite cae bastante menos. El famoso Buy & Hold o la Gestión pasiva que normalmente busca periodos de inversión prolongados en el tiempo, tiene en este tipo de estrategias con opciones a una aliada perfecta. Está demostrado que en periodos prolongados de tiempo son muy pocos los gestores que logran batir a estas estrategias.

Datos y resultados

Al igual que pasaba con la estrategia de cober-

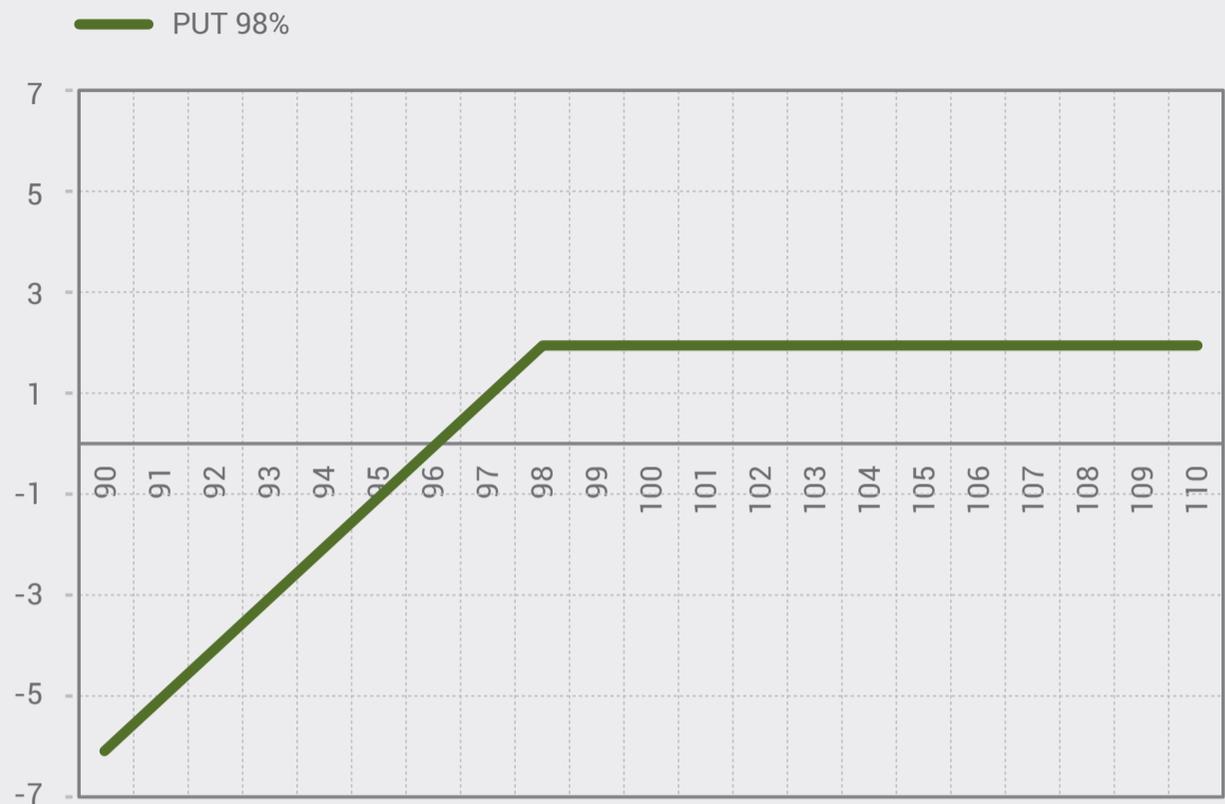
tura comentada en las páginas anteriores, hay varias modalidades pero quizá la más extendida es la de utilizar Put 98%, es decir, un precio de ejercicio un 2% “fuera del dinero” o OTM. Si el precio del activo subyacente estuviera en 100 se seleccionaría el precio de ejercicio 98.

Tal y como podemos apreciar en el **gráfico 1**, esta posición de opciones vendidas es alcista con los beneficios limitados y las pérdidas ilimitadas pero, como veremos, a pesar de que la intuición nos diga que algo con estas premisas tiene que tener mucho riesgo, la realidad es que se convierte en un mecanismo perfecto de control de riesgo.

La estrategia es una posición no apalancada del activo subyacente y supone lo siguiente:

- Invertir el dinero disponible al tipo de interés libre de riesgo.
- Vender opciones Put 98% de vencimiento 1 mes del mismo nominal que el dinero que se tendría invertido en el activo subyacente. Igualmente, el ingreso de las primas de las Put vendidas, se invierte al tipo de interés libre de riesgo. Llegado el vencimiento

Gráfico 1

Estrategia Putwrite


Fuente: Elaboración propia

se rola la posición, es decir, se recompran las Put vendidas y se vuelven a vender Put un 2% fuera del dinero. Obviamente, al variar el precio del subyacente, las opciones que se vuelven a vender, tendrán un precio de ejercicio distinto.

Ventajas que tiene la operativa

- Ingreso de primas que se invierten al tipo de interés libre de riesgo.
- Precisamente el ingreso de primas hacen de colchón de las primeras pérdidas ante caídas del activo subyacente, por lo que se mejora sistemáticamente el rendimiento del propio activo subyacente. Dependiendo del nivel de volatilidad la prima ingresada puede variar entre un 3% y un 2%. Por ejemplo si se ingresa un 2,5% en primas y el activo subyacente cae un 4% en el mes, la posición conjunta con las opciones pierde sólo un 1,5%.
- La volatilidad implícita, que es la volatilidad con

que se cotizan las opciones, es recurrentemente superior a la que realiza el propio activo subyacente. Como podemos observar en el **gráfico 2**, habitualmente (no siempre) hay una diferencia positiva entre ambas volatilidades.

Esta diferencia es habitual que suceda, pues ante la incertidumbre de cotizar la volatilidad que va a tener un activo los próximos 30 días, normalmente, los **Market Maker o Creadores de Mercado** que cotizan opciones lo suelen hacer por encima para cubrirse del riesgo de que un aumento de volatilidad les lleve a pérdidas. Este riesgo es entendido perfectamente por los compradores de opciones que están dispuestos a pagar un poco más de volatilidad para poder cubrirse.

Inconvenientes de la operativa

- Se limita el beneficio de subida del activo subyacente a una cantidad mensual, en mercados muy

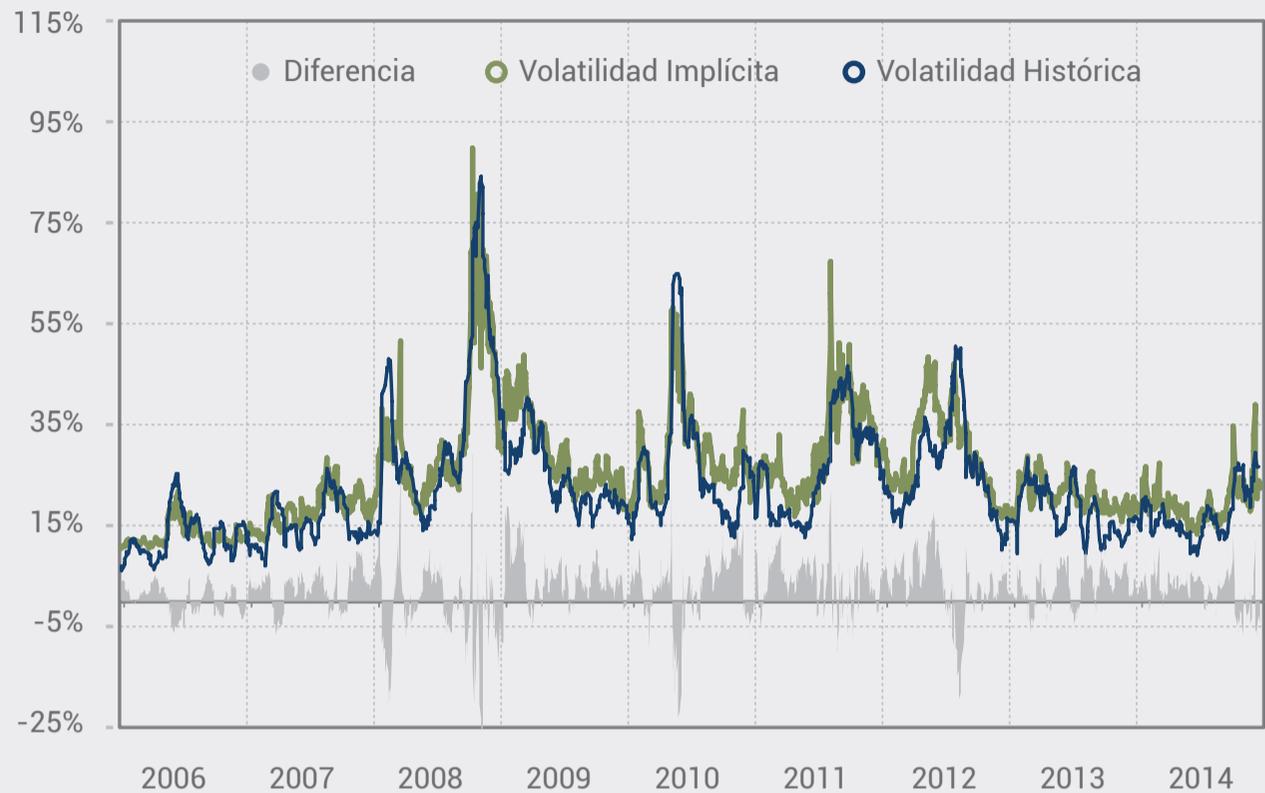


Gráfico 2



Diferencia entre volatilidad implícita y realizada en el IBEX 35®

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME Market Data.



alcistas genera menos rendimiento que el propio activo subyacente, aunque como veremos después, si se mantiene la estrategia durante cierto tiempo, en el computo global la mejora de rendimiento frente al índice es evidente.

- La estrategia vende recurrentemente Put un 2% fuera del dinero con vencimiento a un mes, cuando los operadores en la realidad le suelen incorporar a su estrategia su visión de mercado personal y unas veces venden más fuera del dinero y otras menos, incluso dentro del dinero si lo creen conveniente.

A cambio de perder algo de rentabilidad en las subidas, se asegura una pérdida muy inferior en las bajadas

Al igual que ocurre con la estrategia de cobertura con compra de Put, esta estrategia PutWrite es tan famosa que hay índices europeos y americanos que replican la estrategia. Ahora vamos a hacer una com-

parativa con un hipotético IBEX 35 Putwrite construido por nosotros, ya que dicho índice no se publica. Se ha realizado con datos desde enero de 2007 hasta el 30 de septiembre de 2014.

En el **cuadro 1** adjunto podemos ver el comportamiento año a año y la mejora consistente respecto del Futuro IBEX 35 del hipotético índice IBEX 35 Putwrite.

Funciona bien en el largo plazo y en mercados diferentes

Si se analiza el comportamiento de la estrategia PutWrite en índices tan diversos como el S&P500, EUROSTOXX 50 o IBEX 35® la mejora del rendimiento es crónica y recurrente tal y como podemos observar en el **cuadro 2**. Obviamente, hay diferencias entre el americano y europeo que responden al nivel de dividendos, de volatilidad, tipos de interés y la propia evolución del activo. ⓑ

Cuadro 1


Comparativa año a año del índice hipotético IBEX 35 Putwrite frente al Futuro del IBEX 35 (equivalente al IBEX 35 Con Dividendos) y el propio índice IBEX 35®.

Fuente: Elaboración propia con datos de BME Market Data.

	IBEX	FUT IBEX	PW	
2007	5,694%	8,375%	7,652%	Rdto
	15,830%	16,285%	11,032%	Volatilidad
2008	-39,431%	-37,453%	-12,320%	Rdto
	38,936%	38,433%	28,168%	Volatilidad
2009	29,842%	36,955%	25,524%	Rdto
	24,636%	24,314%	17,250%	Volatilidad
2010	-17,428%	-13,512%	-0,010%	Rdto
	29,405%	29,971%	25,036%	Volatilidad
2011	-13,113%	-5,749%	12,691%	Rdto
	27,348%	27,629%	19,735%	Volatilidad
2012	-4,655%	0,944%	7,961%	Rdto
	27,280%	28,467%	18,484%	Volatilidad
2013	21,417%	26,893%	5,576%	Rdto
	18,423%	18,998%	12,383%	Volatilidad
2014	9,164%	11,493%	5,301%	Rdto
	15,395%	15,884%	9,766%	Volatilidad
Total	-24,637%	8,075%	60,234%	Rdto
	26,019%	26,287%	18,978%	Volatilidad

Cuadro 2


Comparativa de S&P500 TR, EUROSTOXX 50 TR e IBEX 35 Con Dividendos® con sus versiones PutWrite.

Datos desde el 1 de enero de 2000 hasta 30 de septiembre de 2014

	Rentabilidad Acumulada (1)	Rentabilidad Anualizada (2)	Volatilidad (3)
EuroStoxx 50	-34,22%	-2,80%	24,31%
EuroStoxx 50 Total Return	-2,61%	-0,18%	24,30%
EuroStoxx 50 PutWrite	138,01%	6,05%	13,27%

Datos desde el 1 de enero de 2000 hasta 30 de mayo de 2014

	Rentabilidad Acumulada (1)	Rentabilidad Anualizada (2)	Volatilidad (3)
S&P 500	30,92%	1,89%	20,65%
S&P 500 Total Return	72,17%	3,84%	20,66%
S&P 500 Putwrite	136,69%	6,16%	13,87%

Datos desde el 1 de enero de 2007 hasta 30 de septiembre de 2014

	Rentabilidad Acumulada (1)	Rentabilidad Anualizada (2)	Volatilidad (3)
IBEX 35®	-24,64%	-3,58%	26,02%
FUTURO IBEX 35	8,07%	1,01%	26,29%
IBEX Putwrite	60,23%	6,27%	18,98%

(1) La rentabilidad acumulada es la total durante todo el periodo.

(2) La rentabilidad anualizada es la total compuesta anualmente.

(3) La volatilidad es la desviación típica diaria del periodo anualizada.