

## Sin duda, la mejor protección frente a la inflación, son las ventas de opciones

*Enrique Castellanos, FRM, MFIA. Director del Instituto BME*

Los entornos inflacionistas siempre son complicados, pero este que estamos viviendo ahora, es especialmente complicado, entre otras cosas, porque hay muy pocos profesionales en activo que ya hayan lidiado con este tipo de toros. Los gestores buscan desesperadamente activos que puedan incorporar a sus carteras que tengan correlación negativa con la inflación o al menos no tengan mucha correlación: Materias primas, infraestructuras, duración negativa, FRN, Long-short, etc... pero es muy complicado.

Prácticamente todos los activos se están viendo afectados por las subidas de tipos de interés que hacen que estos se descuenten a tipos más altos, haciendo el valor presente sea más bajo. Esta primera parte del año ha caído mucho tanto renta fija como renta variable. En este entorno de subidas de tipos, alta inflación, alta incertidumbre por una posible, casi inevitable recesión, hay un estilo de inversión que funciona muy bien, que son la venta de opciones. Son generadoras recurrentes de ingresos, como si fueran cupones de renta fija, pero sin serlo, es decir, sin que le afecte mucho los movimientos de los tipos de interés.

Hay varios tipos de ventas de opciones, principalmente vamos a analizar lo que está pasando este año en dos de ellas: Putwrite y Venta de Strangle.

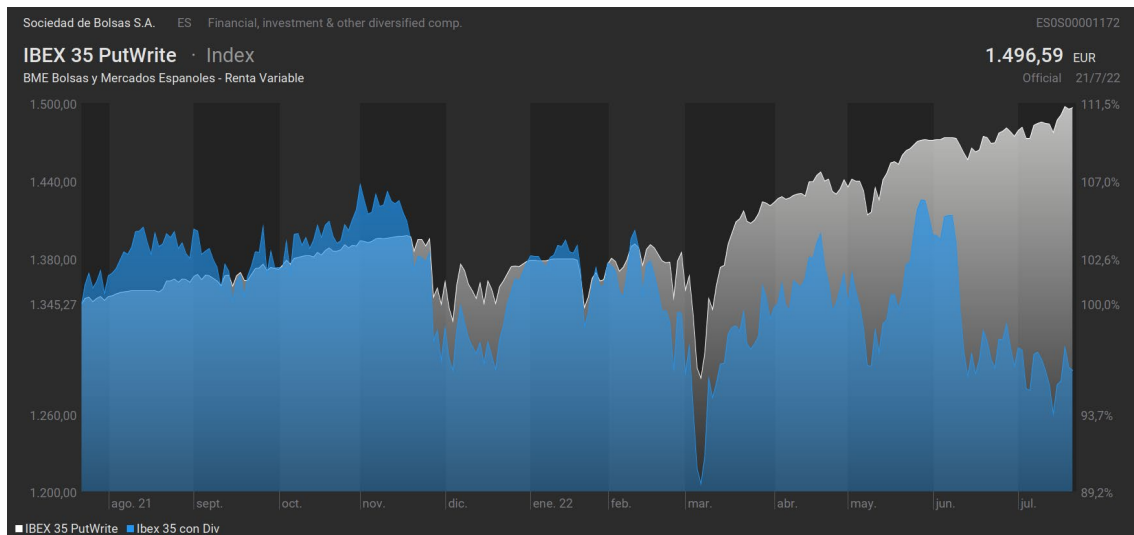
**Putwrite.** Consiste en la venta sistemática de opciones Put. En los índices que tenemos en Europa, y que ya os he enseñado en otros artículos, se utilizan opciones mensuales y se rolan mensualmente. También podrían utilizarse opciones semanales. Estos índices no están apalancados, venden opciones del mismo nominal que tenemos en cartera, pero como no nos gastamos dinero, sino que al revés, que ingresamos, prácticamente todo está invertido al tipo Repo o en liquidez. Siendo puristas, sí que os gastaríamos algo, que son las garantías, pero estas nos serán devueltas íntegramente si cumplimos con nuestras obligaciones, luego es casi como si las tuviéramos también en liquidez.

En España, en el IBEX 35 utilizamos el precio de ejercicio 98%, es decir, un 2% por debajo del nivel del activo subyacente en el momento de vender la opción. Así, mensualmente te vas adaptando al nivel del subyacente. El índice europeo, EUROSTOXX 50, utiliza ventas de Put del precio de ejercicio 95%. Un poco más fuera del dinero que el IBEX 35, eso significa que ingresa por primas algo menos que el IBEX 35, pero es algo más seguro, ya que tiene que caer mensualmente el índice un 5% más la prima ingresada para perder dinero netamente ese mes.

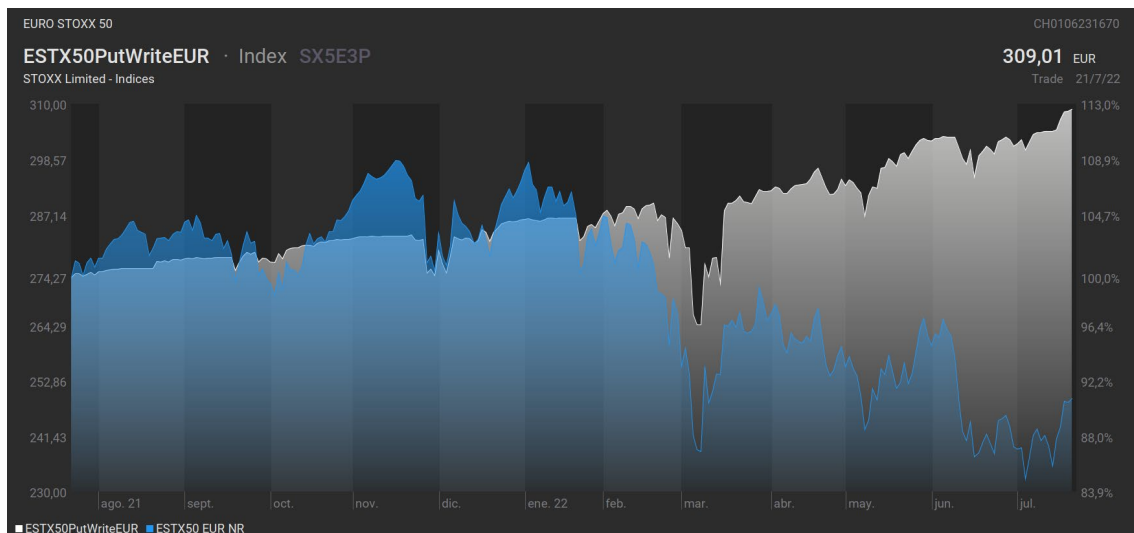
Julio 2022

Como podemos ver en los siguientes gráficos, en los meses anteriores, se han comportado estos índices con una fortaleza extraordinaria.

Cuadro 1: Índice IBEX Putwrite Vs IBEX 35 Con Dividendos Netos. Fuente: SIX ID



Cuadro 2: Índice EUROSTOXX 50 Putwrite Vs EUROSTOXX 50 Con Dividendos Netos. Fuente: SIX ID



De hecho, he preparado un pequeño cuadro en que podéis apreciar cómo mensualmente se va adaptando el precio de ejercicio de la Put vendida y cuál es ingreso porcentual de la prima.

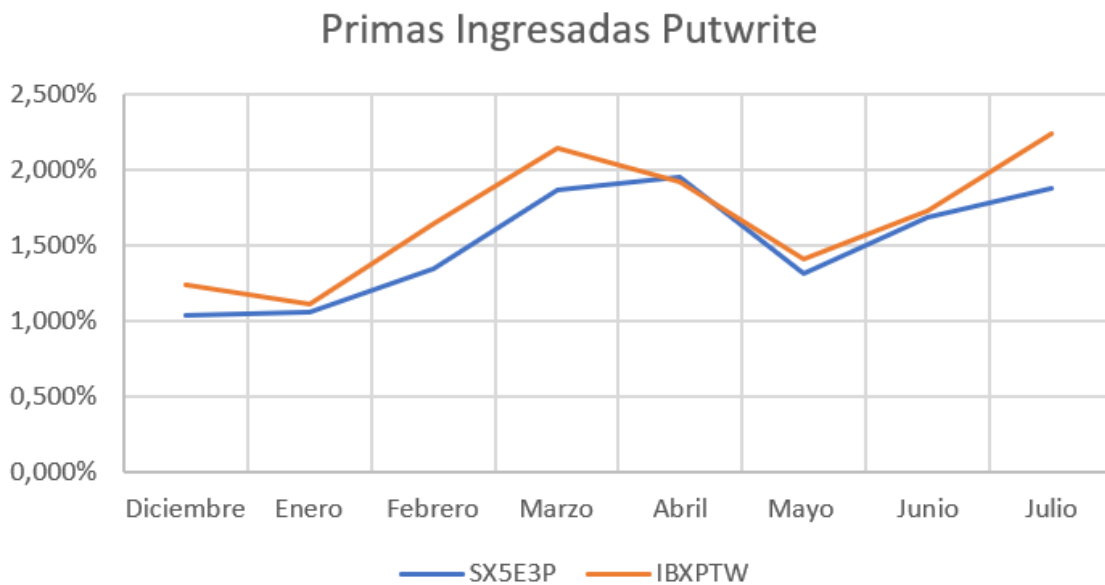
Julio 2022

Cuadro 3: Primas ingresadas por las estrategias Putwrite del EUROSTOXX 50 y de IBEX 35. Fuente: Elaboración propia.

Putwrite EuroSTOXX50	Nivel del Subyacente	Precio de ejercicio Put	Prima Ingresada
Diciembre	4161,35	3975	1,037%
Enero	4229,56	4050	1,059%
Febrero	4113,19	3925	1,344%
Marzo	3902,44	3675	1,871%
Abril	3830,76	3650	1,956%
Mayo	3708,39	3525	1,312%
Junio	3438,46	3325	1,694%
Julio	3477,2	3275	1,882%
IBEX 35 Putwrite	Nivel del Subyacente	Precio de ejercicio Put	Prima Ingresada
Diciembre	8360	8100	1,244%
Enero	8808	8600	1,113%
Febrero	8649	8400	1,642%
Marzo	8354	8100	2,143%
Abril	8534	8300	1,922%
Mayo	8366	8100	1,410%
Junio	8019	7800	1,733%
Julio	7791	7600	2,246%

Para poder apreciar mejor las diferencias, veamos el siguiente cuadro 4. No hay una diferencia importante entre ambas estrategias.

Cuadro 4: Gráfico de diferencia de primas ingresadas entre la estrategia Putwrite de EUROSTOXX 50 y de IBEX 35. Fuente: elaboración propia.

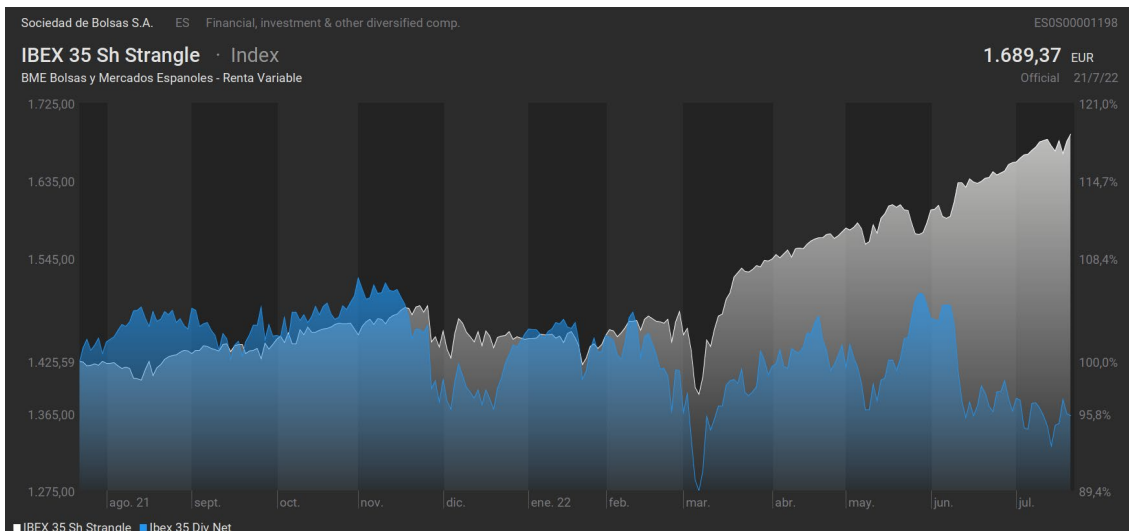


Cuanta más volatilidad, mayor es el ingreso de prima mensual. Fijaros que es un ingreso recurrente del entre 1% y 2%. Si a eso le sumamos que la tendencia lateral, ligeras subidas o bajadas le afecta positivamente, tenemos una estrategia ideal en los entornos que estamos viviendo ahora mismo.

**Venta de Strangle (Short Strangle).** Además de vender la Put mensualmente, vende también Call. El inconveniente que tiene esta estrategia es que, si sube el subyacente mucho, pierde dinero por el lado de la Call. El índice de IBEX 35 Venta de Strangle, utiliza además del precio de ejercicio 98% de la Put, el precio de ejercicio 102% para la Call. Es decir, el precio de ejercicio de la Call es un 2% por encima del activo subyacente en el momento de rolar la posición. La misma estrategia en el índice de EUROSTOXX 50 utiliza los precios de ejercicio 95% (para la Put) y 105% para la Call. Como ya hemos comentado anteriormente, la estrategia es algo más tranquila que la española.

Julio 2022

Cuadro 5: Índice IBEX 35 Venta de Strangle Vs IBEX 35 Con Dividendos Netos. Fuente: SIX ID



Cuadro 6: Índice EUROSTOXX 50 Short Strangle Vs EUROSTOXX 50 Con Dividendos Netos. Fuente: SIX ID



Análogamente a lo que hicimos en la Putwrite, me gustaría ponerlos el ingreso por primas de ambos índices estratégicos. Como podéis ver en el siguiente cuadro, mientras el subyacente se mantenga entre los precios de ejercicio, la prima se ingresa íntegramente.

Julio 2022

Cuadro 7: Primas ingresadas por las estrategias Venta de Strangle del EUROSTOXX 50 y de IBEX 35. Fuente: Elaboración propia.

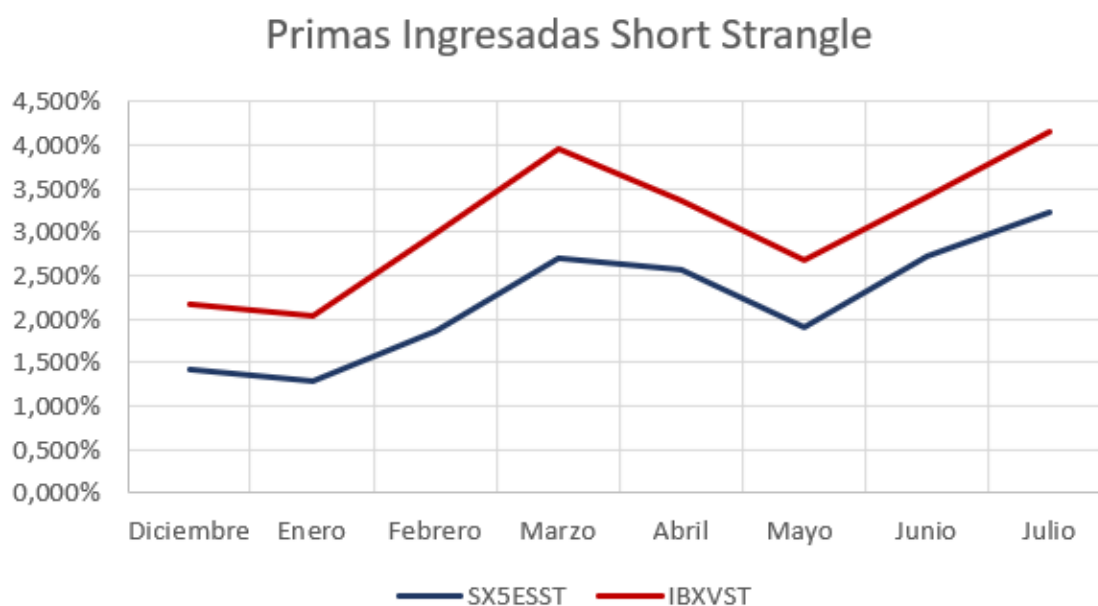
Putwrite EuroSTOXX50	Nivel del Subyacente	Precio de ejercicio Put	Precio de Ejercicio Call	Prima Ingresada Put	Prima Ingresada Call	Total Prima
Diciembre	4161,35	3975	4350	1,037%	0,376%	1,413%
Enero	4229,56	4050	4450	1,059%	0,217%	1,276%
Febrero	4113,19	3925	4300	1,344%	0,509%	1,853%
Marzo	3902,44	3675	4025	1,871%	0,816%	2,687%
Abril	3830,76	3650	4000	1,956%	0,617%	2,573%
Mayo	3708,39	3525	3875	1,312%	0,585%	1,897%
Junio	3438,46	3325	3625	1,694%	1,021%	2,715%
Julio	3477,2	3275	3575	1,882%	1,337%	3,218%

IBEX 35 Putwrite	Nivel del Subyacente	Precio de ejercicio Put	Precio de Ejercicio Call	Prima Ingresada Put	Prima Ingresada Call	Total Prima
Diciembre	8360	8100	8600	1,244%	0,92%	2,165%
Enero	8808	8600	9000	1,113%	0,92%	2,032%
Febrero	8649	8400	8900	1,642%	1,33%	2,971%
Marzo	8354	8100	8600	2,143%	1,81%	3,950%
Abril	8534	8300	8800	1,922%	1,44%	3,363%
Mayo	8366	8100	8600	1,410%	1,27%	2,678%
Junio	8019	7800	8200	1,733%	1,67%	3,404%
Julio	7791	7600	8000	2,246%	1,90%	4,146%

También, al igual que en la sección anterior, graficamos ambas primas para ver más claras las diferencias de ambas estrategias.

Cuadro 8: Gráfico de diferencia de primas ingresadas entre la estrategia Venta de Strangle de EUROSTOXX 50 y de IBEX 35. Fuente: elaboración propia.



Julio 2022

Así como la diferencia de primas entre las estrategias Putwrite 98% para IBEX 35 y 95% para EUROSTOXX 50 no había una diferencia significativa, en esta estrategia sí que la hay. La causa está en la diferencia que hay en el Skew de volatilidad con el que se cotizan las opciones de ambos índices durante el periodo seleccionado. El Skew de EUROSTOXX 50 ha estado muy empinado cotizando las Call con volatilidades más bajas.

Para finalizar el artículo, os muestro el desempeño de ambas estrategias respecto de sus índices de referencia en lo que va de año para que veáis lo bien que se están comportando ya que se están dando las condiciones idóneas para estas estrategias.

*Cuadro 9: diferencia rentabilidad y volatilidad entre la estrategia Putwrite, Venta de Strangle de EUROSTOXX 50 y de IBEX 35 contra sus propios índices. Fuente: elaboración propia.*

3/01/22-22/07/22	Rendimiento	Volatilidad
EUROSTOXX 50 Con dividendos	-15,19%	22,89%
Putwrite EUROSTOXX 50	8,19%	5,78%
Venta de Strangle EUROSTOXX50	10,27%	4,52%
3/01/22-22/07/22	Rendimiento	Volatilidad
IBEX 35 Con dividendos	-5,58%	19,55%
Putwrite IBEX 35	8,91%	4,92%
Venta de Strangle IBEX 35	15,91%	6,22%