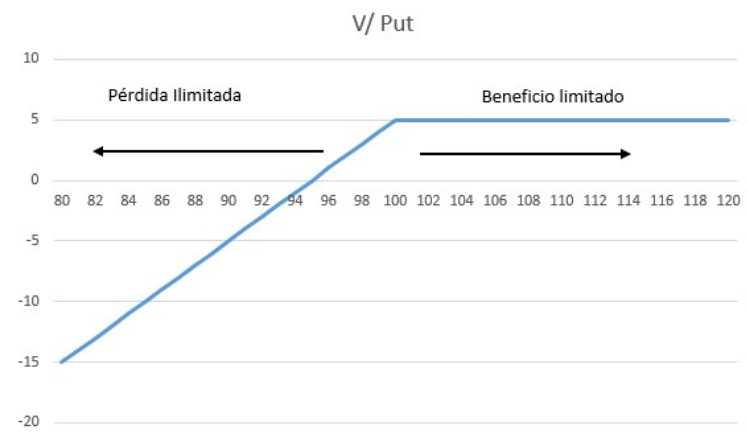


## IBEX 35® PUTWRITE Y EL SESGO DE AVERSIÓN A LAS PÉRDIDAS

*Enrique Castellanos, MFIA, FRM*

La venta de Put es una posición alcista cuyo perfil resulta tan poco seductor a priori que la gente ni se molesta en entender. Una pena, ellos se lo pierden... la venta de Put es una de las posiciones más rentables a largo plazo de los mercados financieros.

Gráfico 1: Venta de Put. Fuente: elaboración propia.



La verdad es que no les culpo; ciertamente si uno mira el gráfico anterior, poder ganar un poco nada más (la prima), pero tener la posibilidad de perder ilimitadamente... es una posición que va en contra de la naturaleza del ser humano. Efectivamente, el Sesgo de Aversión a las Pérdidas característico de los humanos explica lo antinatural de esta posición. El Behavioral Finance hace años que identifica este error que se comete a la hora de invertir. Daniel Kahneman, en su libro "Pensar rápido, Pensar despacio" lo aborda de la siguiente manera: "problema 1: ¿Qué elige usted?"

1. Ganar 900€ seguros
2. Tener un 90% de posibilidades de ganar 1000€ y un 10% de no ganar nada.

problema 2: ¿Qué elige usted?

1. Perder 900€ seguros
2. Tener un 90% de posibilidades de perder 1000€ y un 10% de no perder nada."

Si han elegido en el primer problema los 900€ seguros y en el segundo se aferran a ese 10% de probabilidad de no perder nada... ¡enhorabuena!, son completamente normales. Vamos, que nos ocurre a todos. Sufrimos más con las pérdidas de lo que disfrutamos con los beneficios, por esta razón el perfil de una venta de Put nos

resulta tan desagradable<sup>1</sup>.

Bolsas y Mercados Españoles acaba de lanzar una serie de índices estratégicos con opciones, entre los que se encuentra el índice IBEX 35® Putwrite (IPWT), una venta sistemática de Put, con la que se pretende demostrar lo equivocada que está la intuición humana.

Veamos en qué consiste la Estrategia PutWrite. Como ya hemos dicho, supone una venta sistemática de Put 98% (un 2% por debajo del nivel del activo subyacente) a un mes. La prima ingresada y el nominal se invierten al tipo de interés EONIA diario. Por lo tanto, la estrategia está completamente colateralizada y no conlleva ningún tipo de apalancamiento. En el roll-over de las opciones (recompra de las Put próximas al vencimiento, y venta de las nuevas Put con vencimiento más alejado) se modifica tanto el precio de ejercicio como la cantidad de las nuevas Put vendidas. El índice es perfectamente replicable ya que aplica un coste de deslizamiento del 3% tanto en la venta como en la compra de opciones, con un mínimo de 3 puntos y un máximo de 12 puntos.

Esta venta de Put, aunque sea aparentemente poco atractiva, esconde rentables secretos en su interior. Por un lado, la estrategia se beneficia del límite en el tiempo, 1 mes, por lo que tanto el beneficio como la pérdida realmente sí están limitados a lo que pueda subir o bajar en un mes el índice IBEX 35®. Algunos meses el índice sube o baja mucho, pero lo habitual es que fluctúe en un rango de +/-4%. Es importante pensar que este índice PutWrite (en general todos los índices estratégicos con opciones), tiene mucha relación con los índices VIBEX y SKEW. Cuanta más alta sea la volatilidad mayor es la prima ingresada por la venta mensual de las opciones Put. Cuanto mayor sea la pendiente del Skew, también se ingresará más prima. Cada día que pasa, la estrategia ingresa el valor temporal, cuando más cerca del vencimiento, mayor es el ingreso.

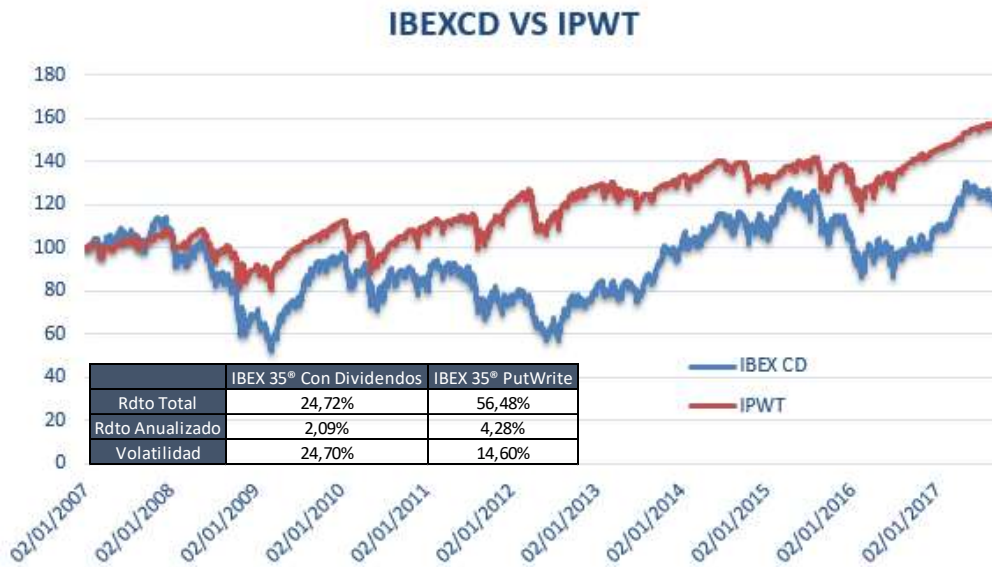
#### **Analicemos a continuación el comportamiento de la estrategia en diferentes escenarios:**

- **Moderadamente Alcista/Bajista.**- El comportamiento es excelente, ya que el IBEX 35 PutWrite acompañará bastante bien al IBEX 35® en la subida. Sin embargo, en la caída, mientras el IBEX 35® caiga menos de un 2% en el mes, la estrategia se queda con la prima. Este es el escenario que normalmente sucede.
- **Extremadamente Alcista.**- El índice PutWrite obtiene beneficios, pero se queda atrás en comparación con el IBEX 35®. La estrategia tiene los beneficios limitados mensualmente, si la subida del IBEX 35® en el mes es muy fuerte, el índice PutWrite no le acompaña. Este escenario ocurre en pocas ocasiones. Los escenarios alcistas normalmente generan bajadas de la volatilidad implícita y, por tanto, cuando se rolan las opciones Put se ingresa menos prima. Por esta razón escenarios alcistas continuados en el tiempo son los más desfavorables para la estrategia, pese a que se obtienen beneficios.
- **Extremadamente Bajista.**- El índice PutWrite tiene pérdidas, pero siempre menores que el índice IBEX 35® gracias a la prima ingresada. Este tipo de escenario tampoco es habitual, pero cuando ocurre suele ser bastante rápido y brusco, lo cual hace que aumente mucho la volatilidad y, por tanto, que en el rollo de las opciones Put se ingrese una mayor cantidad de prima. El escenario ideal sería una subida tranquila del índice IBEX 35® después de un periodo de caídas en el haya aumentado mucho el VIBEX.

<sup>1</sup> Si quiere saber más sobre el Behavioral Finance y los sesgos cognitivos, le recomiendo un maravilloso estudio hecho por Natividad Blasco y Sandra Ferruela de la Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de Zaragoza, editado por Bolsas y Mercados españoles. [Ver estudio.](#)

Por lo tanto estamos, aunque parezca sorprendente, ante un índice que tiene menos riesgo y es mucho más tranquilo que el Índice IBEX 35®. Cuando sube, no sube tanto, pero cuando baja tampoco. Para ganar dinero en el largo plazo, lo más importante es no perderlo. Por ello este índice es ideal, mantiene una posición alcista continua en la que, si hay caídas, las minorará enormemente, mientras que si hay subidas bruscas (que ciertamente ocurren poco a menudo), no subirá tanto. Fíjese en la comparativa del gráfico 2, donde es especialmente significativa la diferencia de volatilidad entre uno y otro índice.

Gráfico 2: IBEX 35® Con Dividendos Vs IBEX 35® Putwrite. Enero 2007- Julio 2017 Fuente: Elaboración propia.



Cuadro 1: Comparativa del rendimiento y volatilidad del índice IBEX 35® Con Dividendos y el IBEX 35® PutWrite. Fuente: elaboración propia.

RENDIMIENTO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
IBEX CD	8,80%	-36,50%	38,27%	-14,44%	-8,06%	0,90%	23,27%	8,78%	-4,27%	5,08%	11,03%
IPWT	6,95%	-15,10%	21,75%	-2,68%	9,95%	5,24%	3,33%	0,27%	1,16%	9,46%	8,68%

VOLATILIDAD	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
IBEX CD	16,46%	34,17%	25,23%	33,61%	27,93%	27,98%	18,89%	18,35%	21,67%	25,39%	13,01%
IPWT	9,25%	22,50%	11,73%	7,27%	15,59%	14,29%	10,39%	8,83%	13,31%	13,33%	4,43%