

## CÓMO SELECCIONAR EL PRECIO DE EJERCICIO DE UN PUTWRITE

*Enrique Castellanos, MFIA, FRM*

En octubre de 2017, comenzó a publicarse el índice IBEX 35 PutWrite que, como sabéis, replica una estrategia de venta de Put sobre IBEX 35 mensualmente. El precio de ejercicio de la venta de Put es siempre un 2% fuera del dinero (OTM) es decir, todos los meses se selecciona un precio de ejercicio que esté un 2% por debajo del nivel del activo subyacente en ese momento. Como ya se ha expuesto en otras ocasiones, la estrategia obtiene consistentemente una volatilidad más baja que la del IBEX 35 (casi la mitad) mientras que las rentabilidades también suelen ser mejores (la mayoría de las veces) que las del IBEX 35. Es por tanto una estrategia que balancea muy bien el binomio rentabilidad-riesgo.

Cada vez que se explica la estrategia y el índice que la mide, surgen las mismas preguntas: ¿Por qué un 2% OTM? ¿Qué pasaría si utilizamos otros precios de ejercicio? ¿Por qué mensualmente? ¿Por qué no se hace trimestral o semestralmente?

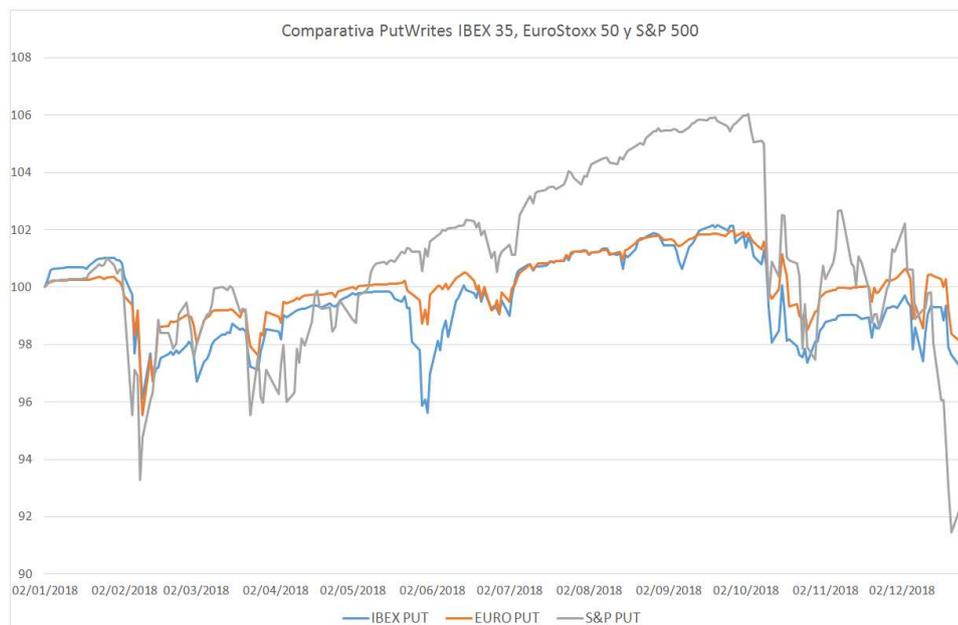
Vamos a tratar de explicarlo analizando lo que ha pasado con este tipo de estrategias en el año 2018.

En primer lugar, comentar que los índices Putwrite de IBEX 35, EUROSTOXX 50 y S&P500 utilizan distintos precios de ejercicio:

- **S&P500 Putwrite vende Puts ATM (100%)**
- **EUROSTOXX 50 Putwrite vende Puts 5% OTM (95%)**
- **IBEX 35 Putwrite vende Puts 2% OTM (98%)**

Por tanto, tenemos tres referencias de primer nivel para explicar las diferencias entre un precio de ejercicio y otro. Obviamente, como el comportamiento de los índices ha sido distinto, no se pueden comparar entre sí, sino cada uno de ellos con su propio índice. Aun así, para que podamos ver las diferentes evoluciones, ponemos un gráfico con los tres índices durante el año 2018.

Gráfico 1: Comparativa entre el Putwrite de IBEX 35, EUROSTOXX 50 y S&P500. Fuente: elaboración propia a partir de datos de CBOE, BME y STOXX.



Se puede observar en el gráfico anterior como el más violento es el Putwrite del S&P500, mientras que el más “tranquilo” de los tres el Putwrite del EUROSTOXX 50.

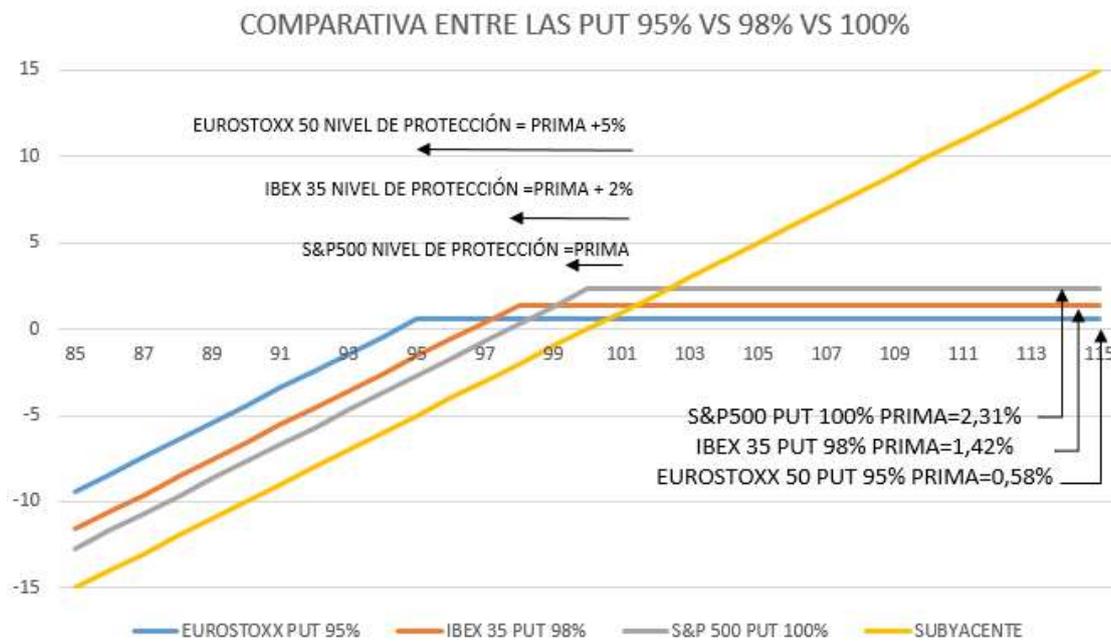
El comportamiento durante el año 2018 de los índices Putwrite y sus subyacentes ha sido el siguiente:

Cuadro 1: Comparativa diferentes índices Putwrite y sus subyacentes. Fuente: elaboración propia.

AÑO 2018	Rentabilidad	Volatilidad
IBEX 35 PUTWRITE	-2,44%	7,66%
EUROSTOXX 50 PUTWRITE	-1,52%	6,41%
S&P500 PUTWRITE	-6,91%	12,61%
IBEX 35 NET RETURN	-12,96%	13,77%
EUROSTOXX 50 NET RETURN	-12,12%	13,71%
S&P 500 NET RETURN	-6,53%	16,08%

A continuación, tenemos un gráfico que nos ayudará a apreciar la diferencia entre las tres estrategias.

Gráfico 2: Diferencias entre las estrategias del IBEX 35 Putwrite, EURSOSTOXX 50 Putwrite y S&P500 Putwrite. Fuente: Elaboración propia.



La estrategia Putwrite del S&P 500 que utiliza opciones ATM es la que más prima ingresa mensualmente pero también la menos protegida ante caídas. El Putwrite de EUROSTOXX 50 que utiliza un precio de ejercicio un 5% por debajo del activo subyacente es el que menos prima ingresa, pero por otro lado es el que está más protegido ante las caídas. El Putwrite de IBEX 35 utiliza opciones un 2% fuera del dinero que es algo intermedio.

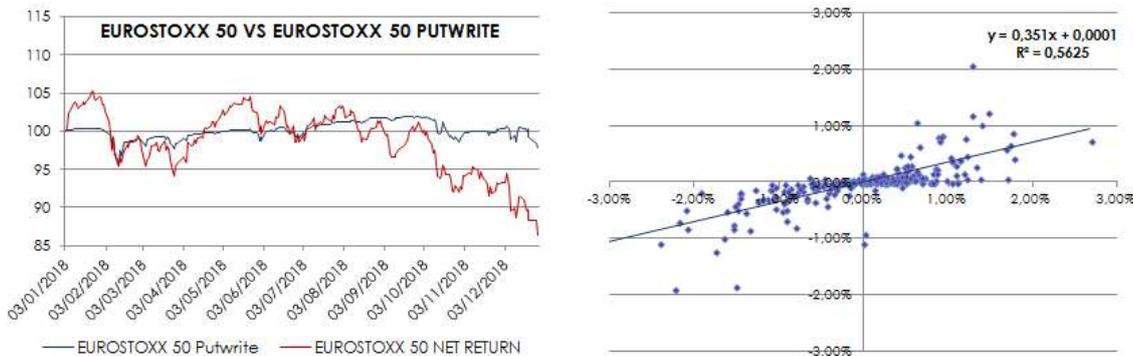
En los siguientes gráficos podemos ver un poco mejor el comportamiento relativo de cada índice Putwrite con su propio subyacente.

Gráfico 3: Comparación entre IBEX 35 Putwrite e IBEX 35 Net Return. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bolsas y Mercados Españoles.



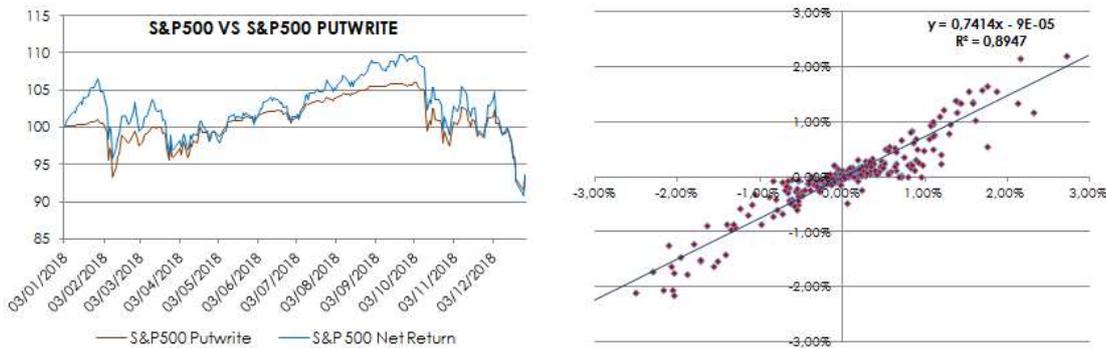
El Índice IBEX 35 Putwrite tiene una Beta de 0,47, es decir, se mueve 0,47 veces lo que hace el IBEX 35. No sube tanto cuando el índice sube, pero tampoco baja tanto (observad lo que ocurre en febrero, octubre y diciembre).

Gráfico 4: Comparación entre EUROSTOXX 50 Putwrite y EUROSTOXX 50 Net Return. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de STOXX.



El índice Putwrite de EUROSTOXX 50 es más tranquilo y estable, tiene una sensibilidad más baja, de 0,35 respecto del EUROSTOXX 50.

Gráfico 5: Comparación entre S&P 500 Putwrite y S&P 500 Net Return. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de S&P INDICES.



El Putwrite de S&P 500 es el que tiene más parecido con el subyacente, ya que al utilizar una opción Put ATM, ingresa más prima pero también está menos protegido antes caídas.

Lo bueno que tienen estos índices es que el “reseteo” periódico hace que el precio de ejercicio se adapte mensualmente, haciendo menos volátil el índice Putwrite. Si se utilizasen opciones con más tiempo a vencimiento, sería necesario considerar precios de ejercicio más alejados para evitar la dependencia total del precio del activo subyacente. En el siguiente cuadro podemos observar el comportamiento mensual de los diferentes índices comparados con su índice de referencia.

Cuadro 2: Comparativa mensual de índices Putwrite. Fuente: elaboración propia.

2018	IBEX 35 PUTWRITE	IBEX 35 NET RETURN
Enero	0,93%	4,05%
Febrero	-2,92%	-5,85%
Marzo	0,56%	-2,36%
Abril	1,15%	4,66%
Mayo	-4,06%	-5,10%
Junio	4,10%	2,30%
Julio	1,76%	3,09%
Agosto	0,16%	-4,78%
Septiembre	0,09%	-0,10%
Octubre	-3,03%	-5,01%
Noviembre	0,80%	2,30%
Diciembre	-1,73%	-6,02%

2018	S&P 500 PUTWRITE	S&P 500 Net Return
Enero	0,60%	4,82%
Febrero	-2,16%	-3,75%
Marzo	-1,34%	-2,59%
Abril	2,05%	0,35%
Mayo	1,99%	2,33%
Junio	0,16%	0,58%

Julio	2,60%	3,69%
Agosto	1,55%	3,19%
Septiembre	0,21%	0,53%
Octubre	-5,59%	-6,87%
Noviembre	1,68%	1,96%
Diciembre	-8,25%	-9,85%

2018	EUROSTOXX 50 PUTWRITE	EUROSTOXX 50 NET RETURN
Enero	0,22%	3,50%
Febrero	-1,25%	-4,61%
Marzo	0,18%	-2,18%
Abril	0,83%	5,81%
Mayo	-1,26%	-2,52%
Junio	1,12%	-0,20%
Julio	1,45%	3,93%
Agosto	0,39%	-3,71%
Septiembre	0,14%	0,27%
Octubre	-2,13%	-5,71%
Noviembre	0,72%	-0,87%
Diciembre	-1,86%	-5,75%

### Conclusión:

El precio de ejercicio de la Put vendida condiciona enormemente el desempeño de la estrategia Putwrite. Cuanto más fuera del dinero menor será la volatilidad, pero también ingresa menos prima. En Bolsas y Mercados Españoles hemos decido hacer nuestro índice Putwrite utilizando ventas de Put un 2% fuera del dinero, que es un punto intermedio entre lo que hace S&P 500 y EUROSTOXX 50, ya que en el largo plazo es la que mejor binomio rentabilidad-riesgo tiene. Sin embargo, si se gestiona esta estrategia de venta de Put de manera activa, está claro que habrá momentos en los que el gestor, en función de la visión que tiene del subyacente, debe usar cada vez el precio de ejercicio que mejor se adecúe a sus expectativas.