

## Vente a Alemania, Pepe

*Enrique Castellanos, MFIA, FRM*

Los españoles, habitualmente y con cierto complejo, valoramos poco lo que tenemos y siempre vemos las excelencias de lo que se hace fuera. Como si todavía estuviésemos en esa España tradicional y rural que pintaba el director Pedro Lazaga, anhelando el mundo moderno alemán en la película “Vente a Alemania, Pepe”.

Las cosas han cambiado bastante y creo que podemos decir que en el sector financiero español estamos a la altura de cualquiera. ¿Por qué digo todo esto? porque el pasado mes de febrero, STOXX emitió el EURO STOXX 50 Short Strangle Index. Los alemanes, tan sólo 5 meses después de la novedosa publicación de nuestro índice IBEX 35 Venta Strangle, han hecho su propio índice Strangle. ¿Casualidad? puede ser, pero yo creo que no, más bien pienso que nos han copiado. Estos alemanes son tipos listos y que saben apreciar las cosas buenas en cuanto las ven. ¿Me fastidia que nos hayan copiado el índice? Al contrario, me enorgullece que se hayan fijado en nosotros. Lo cierto es que no lo considero una copia, sino una evolución natural y lógica. Al fin y al cabo, en BME no nos hemos inventado la estrategia, es un clásico, simplemente quisimos mostrar al mundo lo bien que funcionaba con opciones de IBEX 35, pero por lo que les voy a enseñar en el artículo, también funciona con opciones de EURO STOXX 50.

En octubre de 2018 se comenzaron a difundir los precios de los índices de volatilidad y estratégicos con opciones sobre IBEX 35: VIBEX, IBEX 35 SKEW, IBEX 35 Putwrite, IBEX 35 BuyWrite, IBEX 35 Protective Put e IBEX 35 Venta de Strangle.

Sin embargo, llevamos estudiando y calculando internamente estos índices mucho tiempo, desde que nuestros alumnos del Máster MFIA empezaron a plantearlos en sus trabajos de fin de Máster hace diez años. Cuando diseñamos nuestros propios índices estratégicos copiando a CBOE (también nosotros sabemos apreciar lo bueno), los adaptamos a las características de nuestro IBEX 35, por lo que son ligeramente diferentes (fundamentalmente precios de ejercicio distintos). Decidimos también publicar un índice Venta de Strangle, estrategia clásica donde las haya y fácil de calcular, puesto que ya teníamos el precio de las Call (en el Buywrite) y de las Put (en el Putwrite), por lo que tampoco costaba nada y su cálculo era casi directo. Asombrosamente, el Venta Strangle era un índice que no existía, nadie lo había calculado nunca. Sin embargo, lo que considero más innovador de nuestros índices, es el concepto de coste de réplica; si bien es cierto que lastra un poco su rentabilidad, hace que nuestros índices sean completamente replicables.

No es la primera vez que estos señores de STOXX copian índices. Tras la publicación del índice S&P 500 Buywrite en abril de 2002 y S&P500 Putwrite en junio de 2007 por parte de CBOE, al poco tiempo STOXX los replicó con opciones de EURO STOXX 50, emitiendo el EURO STOXX 50 Buywrite (Sep 2006) y EURO STOXX 50 Putwrite (Oct 2009).

Siempre me ha llamado la atención la capacidad de innovación de CBOE, los inventores del índice VIX y de este tipo de índices estratégicos, dedicándose a ampliar la familia de estrategias enormemente en estos últimos años, mientras que STOXX no emitía índices estratégicos de opciones desde 2009. Se había centrado estos 10 años en todo tipo de índices de volatilidad y Smart Beta.

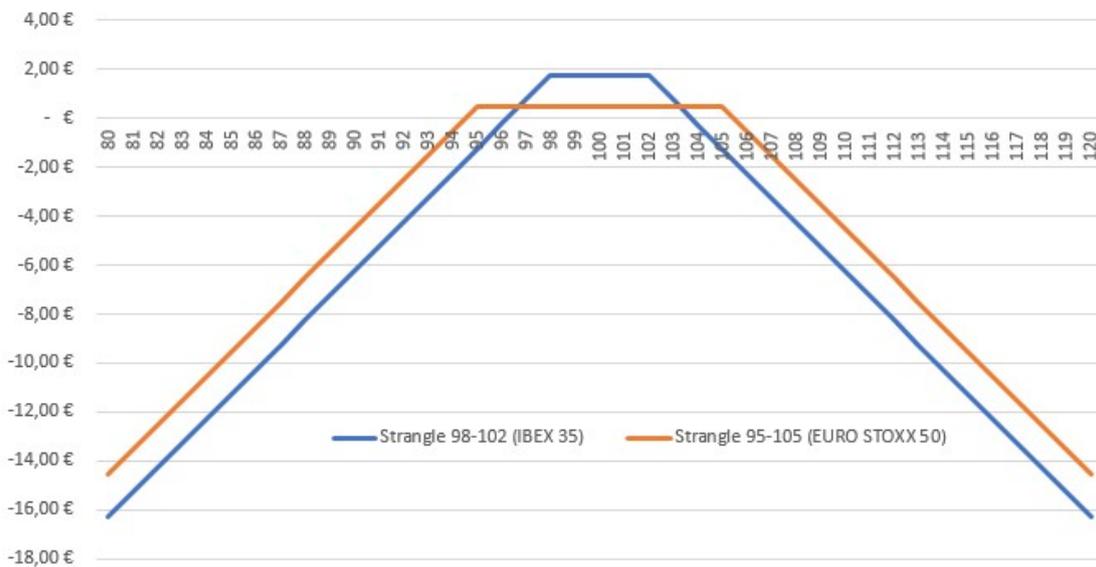
En este artículo, he analizado con mucho interés este índice de EURO STOXX y lo he comparado con el nuestro. La conclusión.... la misma, como no podía ser de otra manera; esta estrategia es fantástica y su incorporación a una cartera, como si de un "factor de inversión" más se tratase (*carry* sin Beta), es muy beneficioso en términos de rentabilidad y volatilidad. Un Short Strangle es un Short Strangle, y funciona bien con IBEX 35, EURO STOXX y cualquier índice con el que se calcule, seguro.

Las diferencias entre el Índice EURO STOXX 50 Short Strangle y el IBEX 35 Venta Strangle son 2:

- El índice EURO STOXX 50 Short Strangle utiliza opciones 95% y 105% y mientras que el IBEX 35 Venta Strangle utiliza 98% y 102%. Ver cuadro 1. Claro, el Putwrite de EURO STOXX utiliza el Put 95% y su Buywrite utiliza el Call 105%, por lo tanto, es lógico que con los mismos datos hagan otro índice.
- El índice EURO STOXX 50 Short Strangle utiliza un VWAP de los precios de compra (Bid) de las opciones y los compara contra el precio de liquidación diaria, mientras que el IBEX 35 Venta Strangle utiliza el concepto de coste de réplica que consiste en valorar contra el precio de liquidación más un 3%, con un mínimo de 3 puntos y un máximo de 12.

Cuadro 1: Diferencia entre el Strangle de EURO STOXX e IBEX 35. Fuente: Elaboración propia.

Diferencia índice EUROSTOXX SHORT STRANGLE e IBEX 35 Venta Strangle



En general, la diferencia entre uno y otro, más allá de los aspectos técnicos como el coste de réplica, es que el índice de EURO STOXX 50 ingresa menos prima mensualmente, pero es más segura, es decir, que tiene que subir o bajar el EURO STOXX 50 más de un 5% más la prima ingresada para que ese mes pierda dinero la estrategia.

Vamos con los resultados y la comparativa.

18/01/2008-17/04/2019	<b>Rdto. Total</b>	<b>Volatilidad</b>
<b>EURO STOXX SHORT STRANGLE (SX5ESST)</b>	123,84%	10,50%
<b>IBEX 35 VENTA STRANGLE (IBEXSHS)</b>	113,57%	13,86%
<b>IBEX 35 TR</b>	22,53%	23,99%
<b>EURO STOXX 50 TR</b>	22,58%	23,15%

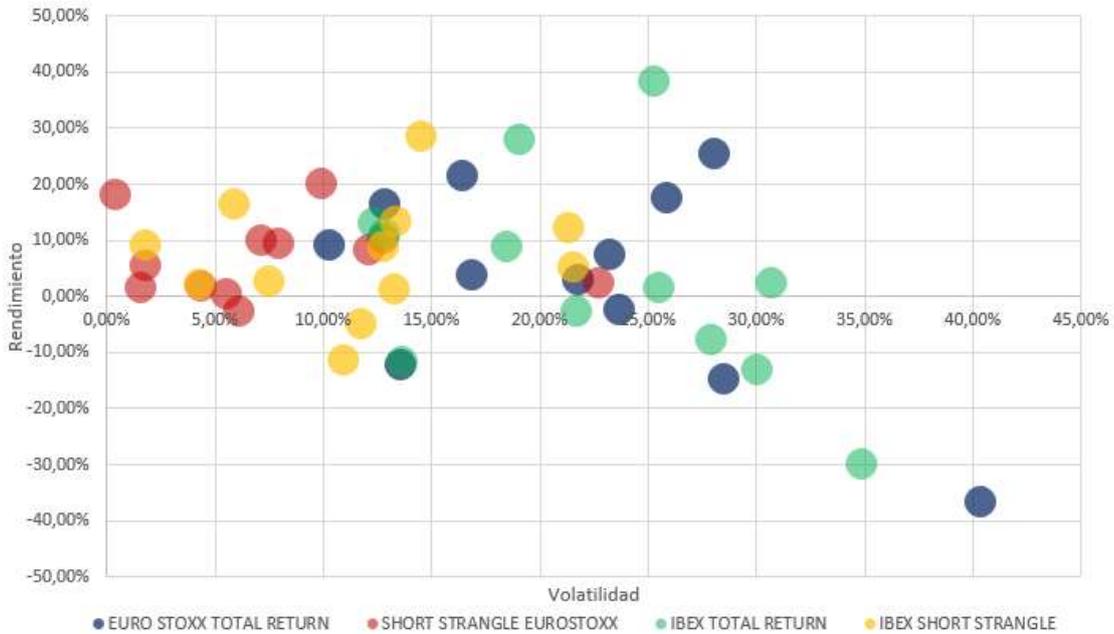
Llama la atención que STOXX haya decidido poner la fecha base del índice el día 18/01/2008. No sé porque lo ha hecho, pero la verdad es que me gusta, es una fecha muy simpática...por decir algo, fue el día que se descubrió todo “el pastel” de Jerome Kerviel (Société Generale). Al día hábil siguiente, el lunes 21 de enero de 2008, todos los índices europeos caían más de un 7%.

Cuadro 2: Evolución de los índices Strangle en comparación con sus subyacentes. Fuente: elaboración propia a partir de datos de STOXX y BME.



Si vamos al detalle un poco más fino de por qué este índice es tan especial y ha hecho que los alemanes también lo hayan construido es que tiene una volatilidad muy, muy baja, junto con una correlación con su índice subyacente también baja y, además, por si fuera poco, aporta prima recurrentemente. Como vemos en el cuadro 3, los puntos rojos y amarillos (índices Strangle) están más a la izquierda (menos volatilidad) y más arriba (más rentabilidad) que los puntos verdes y azules que son el IBEX 35 TR y EURO STOXX 50 TR respectivamente.

Cuadro 3: Rendimiento y Volatilidad de los índices año a año (gráfico y cuadro de datos). Fuente: Elaboración propia.



	Rendimiento SX5ESST	Rendimiento IBEXSHS	Rendimiento EURO STOXX 50	Rendimiento IBEX
2008	2,496%	5,191%	-36,499%	-29,786%
2009	20,067%	13,336%	25,506%	38,274%
2010	10,418%	12,345%	-2,362%	-12,927%
2011	8,386%	28,684%	-14,537%	-7,748%
2012	18,152%	9,094%	17,650%	2,321%
2013	1,950%	-11,434%	21,609%	28,132%
2014	-2,680%	-4,772%	3,932%	8,777%
2015	9,381%	1,234%	7,439%	-2,557%
2016	10,099%	8,922%	3,070%	1,558%
2017	5,642%	16,358%	9,152%	11,251%
2018	0,379%	2,752%	-12,026%	-11,510%
2019	1,521%	2,154%	16,517%	13,133%

	Volatilidad SX5ESST	Volatilidad IBEXSHS	Volatilidad EURO STOXX 50	Volatilidad IBEX
2008	22,717%	21,536%	40,318%	34,847%
2009	9,907%	13,349%	28,063%	25,251%
2010	12,789%	21,287%	23,647%	30,003%
2011	12,130%	14,501%	28,521%	27,897%
2012	0,408%	1,781%	25,849%	30,663%
2013	4,354%	10,917%	16,444%	19,063%
2014	6,104%	11,729%	16,827%	18,442%
2015	7,935%	13,250%	23,184%	21,688%
2016	7,150%	12,724%	21,762%	25,449%
2017	1,797%	5,856%	10,261%	12,827%
2018	5,538%	7,465%	13,547%	13,619%
2019	1,552%	4,295%	12,820%	12,320%

Aún a riesgo de parecer un poco pesado y alargar el artículo, creo que es interesante ver año a año la evolución para comprender un poco mejor cómo funcionan estos índices, ya que dependen mucho de cómo evolucione el activo subyacente y la volatilidad que haya. Tienen una sensibilidad muy baja al movimiento del subyacente al inicio de cada vencimiento, pero si en el mes sube o baja mucho, el índice puede caer. Cuando cae mucho el índice subyacente, el índice Strangle también perderá, aunque menos. Sin embargo, a la hora de rolar las opciones, como la volatilidad habrá subido mucho, las opciones serán muy caras, se ingresará mucho y esto será bueno para el índice Strangle.

Es mucho peor para estos índices perder por el lado de las subidas bruscas, ya que cuando se rolen las opciones encima se hará a un precio bajo al haber bajado la volatilidad. Afortunadamente, esto no suele suceder con frecuencia, normalmente los mercados suben despacio.

De hecho, los mercados mensualmente no suelen moverse mucho, es raro el mes que caen o suben más de un 5%. Por ello esta estrategia tiene un porcentaje de acierto bastante elevado, por encima del 65% (depende de los precios de ejercicio escogidos).

En el análisis anual he graficado tres cuadros para cada año:

- Un cuadro con la rentabilidad/volatilidad del año de los cuatro índices: EURO STOXX 50 TR, IBEX 35 TR, EURO STOXX Short Strangle e IBEX 35 Venta Strangle.
- Otro cuadro con la evolución del EURO STOXX 50 TR e IBEX 35 TR en base 100 (para poder comparar mejor) y los índices de volatilidad implícita VSTOXX y VIBEX (Eje derecha) para poder ver si las primas son caras o baratas.
- Finalmente he graficado la comparativa entre el índice EURO STOXX Short Strangle y el IBEX 35 Venta Strangle.

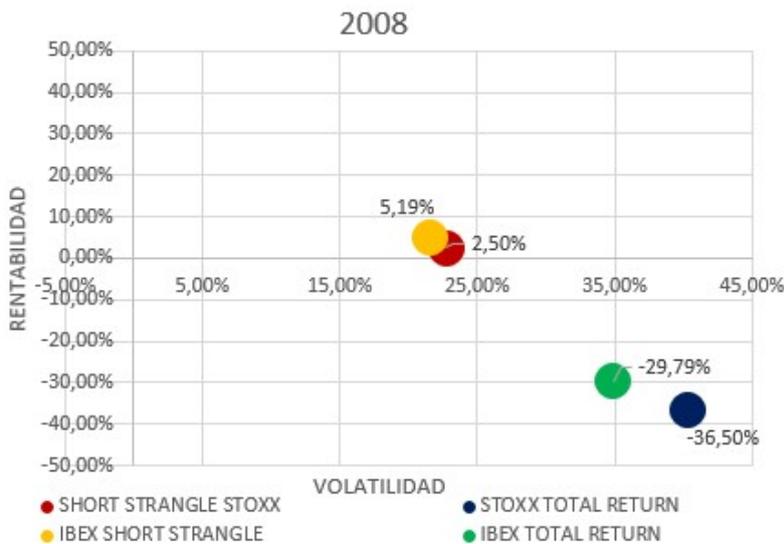
**Conclusión**

Pongo la conclusión antes para que os vayáis fijando en los cuadros que siguen a continuación. Lo más importante de estos índices está en que tienen mucha menos volatilidad que los índices subyacentes. Fijaros como, en los gráficos, las bolitas roja y amarilla siempre están a la izquierda de la verde y de la azul. Son estrategias ideales para incorporarlas en cartera como diversificación; ahora que está tan de moda el “factor Investing”, el carry es un factor en el que se puede hacer un “asset allocation” sencillo.

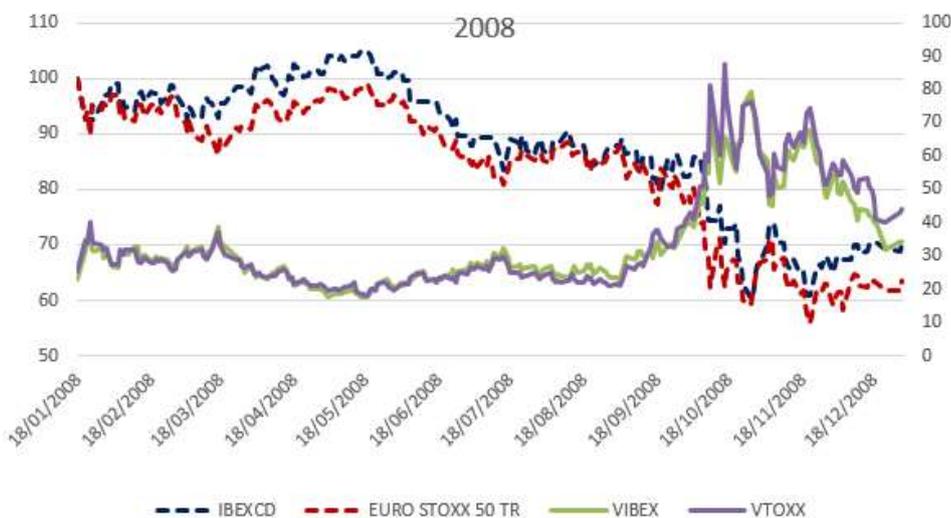
**Año 2008**

Año peculiar donde los haya. Caídas muy fuertes durante todo el año que se agravaron muchísimo con la caída de Lehman Brothers en octubre. Niveles de volatilidad de casi el 90%, no se habían visto nunca y creo que tardaremos en volver a ver niveles tan altos. Los Strangle están en positivo precisamente por esa razón, el ingreso por primas fue de casi del 18% mensual, por mucho que caiga se recupera rápido.

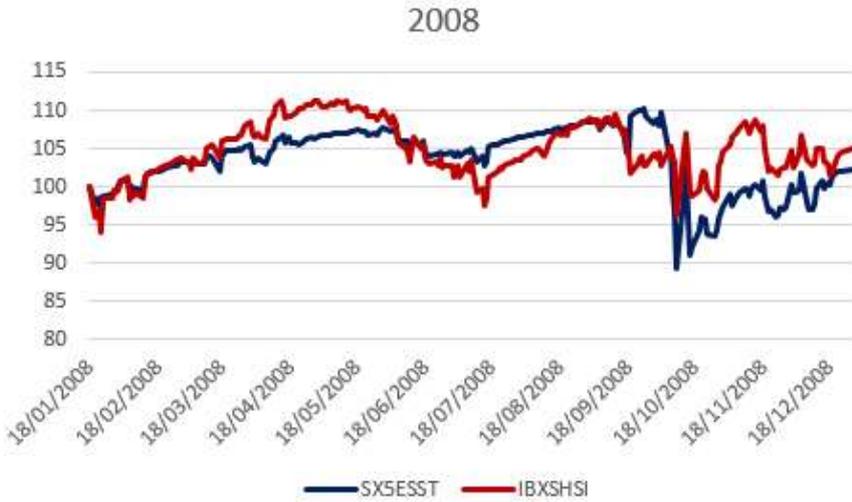
Cuadro 4: Rendimiento y Volatilidad año 2008. Fuente: Elaboración propia.



Cuadro 5: Evolución índices EURO STOXX 50 TR, IBEX 35 TR, VSTOXX y VIBEX año 2008. Fuente: elaboración propia.



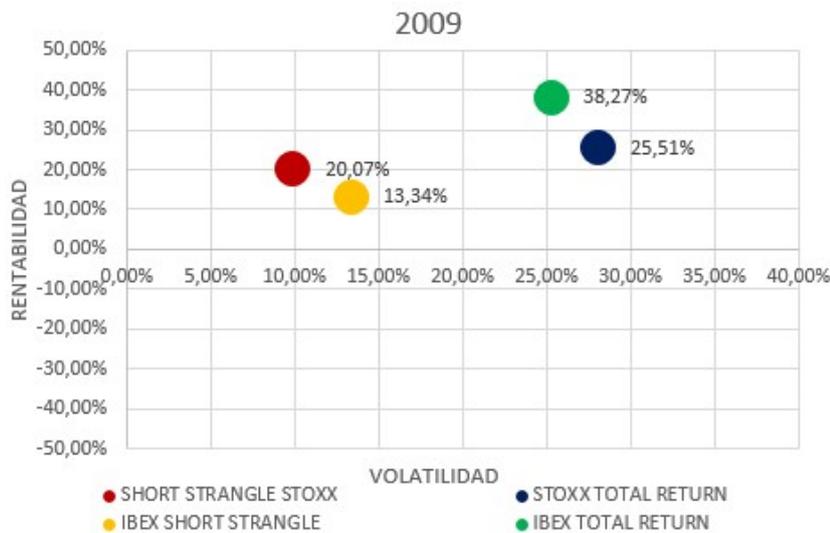
Cuadro 6: Evolución índices EURO STOXX Short Strangle (SX5ESST) e IBEX 35 Venta Strangle (IBXSHSI) 2008.  
Fuente: Elaboración propia.



**Año 2009**

El año del rebote. El primer trimestre fue todavía bastante bajista con volatilidades altas, pero de ahí en adelante el mercado no paró de subir, con la correspondiente bajada de volatilidad. La subida no es especialmente brusca, por lo que se van capturando las primas poco a poco a lo largo del año.

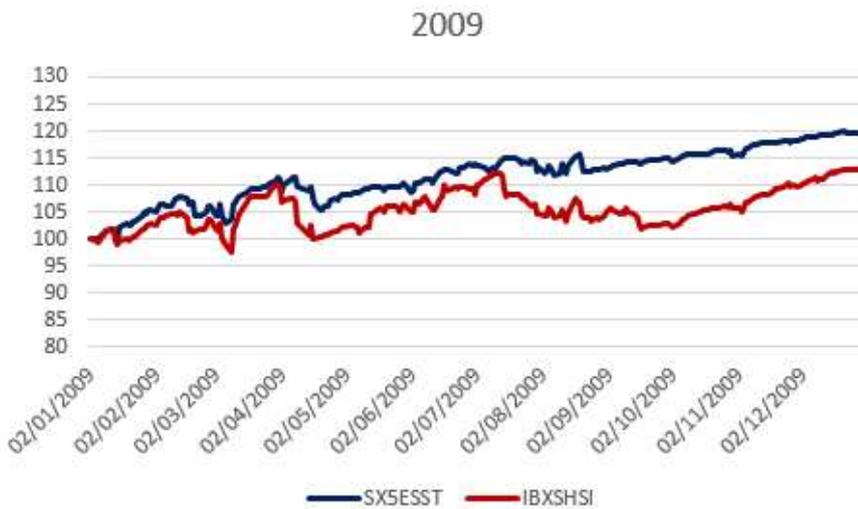
Cuadro 7: Rendimiento y Volatilidad año 2009.  
Fuente: Elaboración propia.



Cuadro 8: Evolución índices EURO STOXX 50 TR, IBEX 35 TR, VSTOXX y VIBEX año 2009.  
Fuente: elaboración propia.



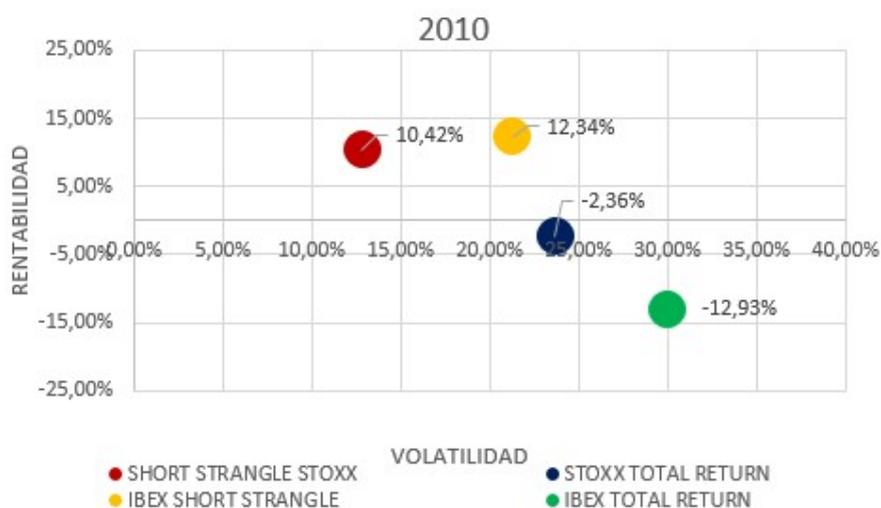
Cuadro 9: Evolución índices EURO STOXX Short Strangle (SXSESST) e IBEX 35 Venta Strangle (IBXSHSI) 2009.  
Fuente: Elaboración propia.



**Año 2010**

Fue un año con una volatilidad media muy alta, lo cual es muy bueno para la venta de opciones. En mayo Grecia y en noviembre Irlanda fueron las sacudidas más importantes. Este año fue muy bueno para las estrategias de venta de Strangle.

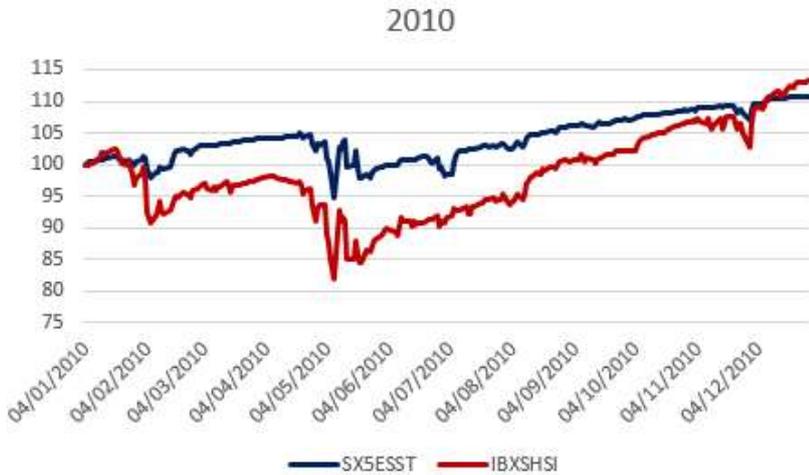
Cuadro 10: Rendimiento y Volatilidad año 2010.  
Fuente: Elaboración propia.



Cuadro 11: Evolución índices EURO STOXX 50 TR, IBEX 35 TR, VSTOXX y VIBEX año 2010.  
Fuente: elaboración propia.



Cuadro 12: Evolución índices EURO STOXX Short Strangle (SX5ESST) e IBEX 35 Venta Strangle (IBXSISI) 2010.  
Fuente: Elaboración propia.



**Año 2011**

Año también con mucha volatilidad media por la crisis de deuda soberana de los países periféricos. Continúan los rescates de Grecia, Italia también tiene problemas y Francia acelera los ajustes para poder salir de la crisis lo antes posible. El comportamiento lateral de la primera parte del año afecta poco a estas estrategias que van ingresando prima poco a poco, pero la segunda parte del año es ideal para estas estrategias, con caída muy brusca en agosto y con subidas y bajadas el resto del año, con mucha volatilidad.

Cuadro 13: Rendimiento y Volatilidad año 2011.  
Fuente: Elaboración propia.



Cuadro 14: Evolución índices EURO STOXX 50 TR, IBEX 35 TR, VSTOXX y VIBEX año 2011.  
Fuente: elaboración propia.



Cuadro 15: Evolución índices EURO STOXX Short Strangle (SX5ESST) e IBEX 35 Venta Strangle (IBXSHSI) 2011.  
Fuente: Elaboración propia.



**Año 2012**

Este año es especialmente complicado, España está a punto de ser rescatada en mayo y surgen las dudas sobre la continuidad del Euro. En julio, Mario Draghi pronuncia su famoso discurso en el que anuncia que tomará medidas para evitar la ruptura del euro y que termina diciendo "... y créanme que será suficiente". A partir de ahí, recuperación y baja volatilidad.

Cuadro 16: Rendimiento y Volatilidad año 2012.

Fuente: Elaboración propia.

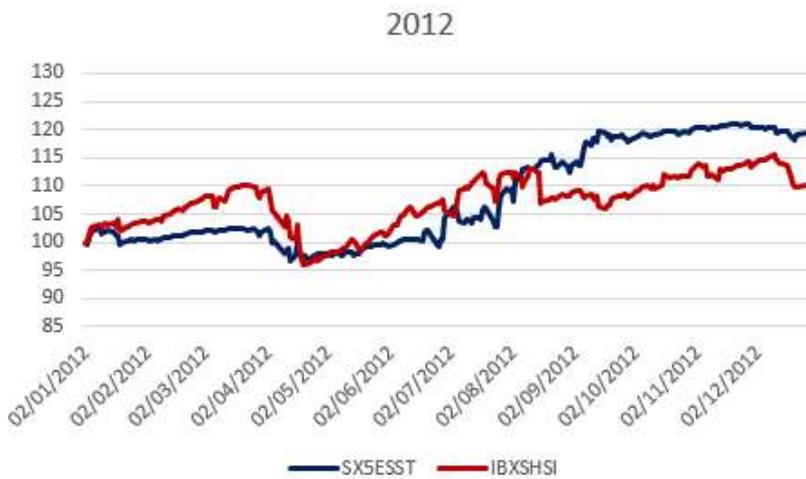


Cuadro 17: Evolución índices EURO STOXX 50 TR, IBEX 35 TR, VSTOXX y VIBEX año 2012.

Fuente: elaboración propia.



Cuadro 17: Evolución índices EURO STOXX Short Strangle (SX5ESST) e IBEX 35 Venta Strangle (IBXSHSI) 2012.  
Fuente: Elaboración propia.



**Año 2013**

Año de muy baja volatilidad, con subidas muy bruscas en poco tiempo. La peor situación posible para estos índices.

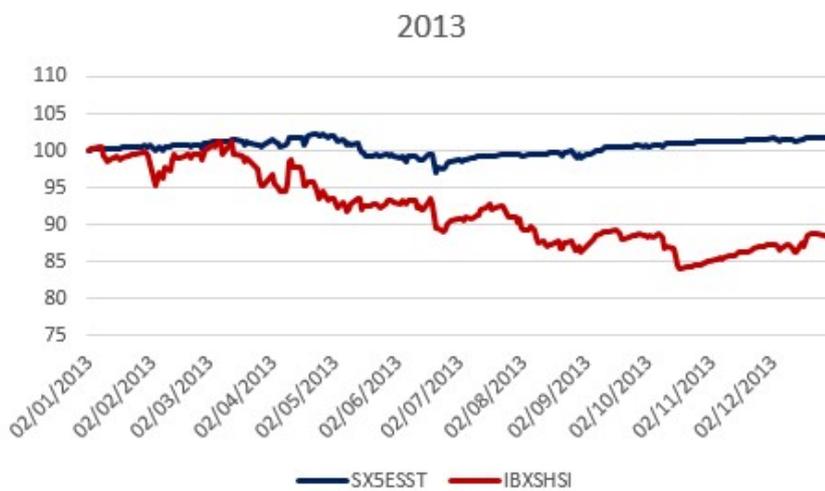
Cuadro 19: Rendimiento y Volatilidad año 2013.  
Fuente: Elaboración propia.



Cuadro 20: Evolución índices EURO STOXX 50 TR, IBEX 35 TR, VSTOXX y VIBEX año 2013.  
Fuente: elaboración propia.



Cuadro 21: Evolución índices EURO STOXX Short Strangle (SX5ESST) e IBEX 35 Venta Strangle (IBXSHSI) 2013.  
Fuente: Elaboración propia.



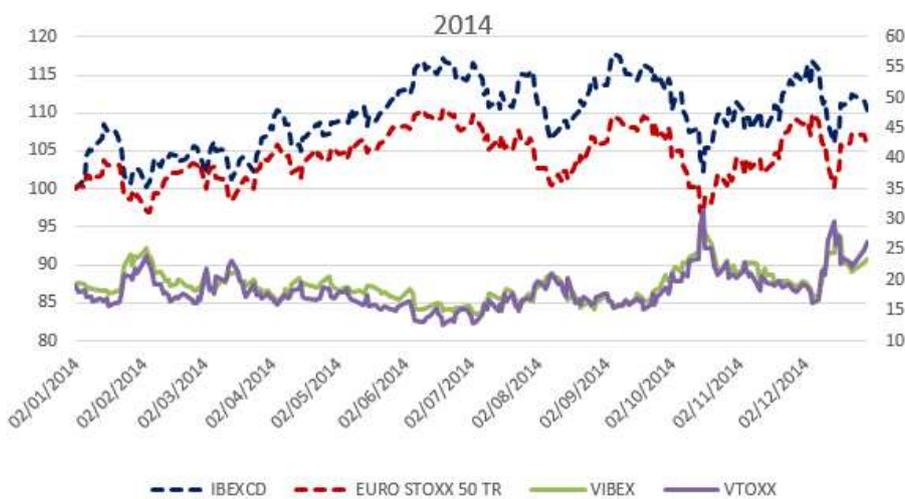
**Año 2014**

Igual que el año anterior, muy baja volatilidad con un par de subidas bruscas y caídas no generan suficiente volatilidad.

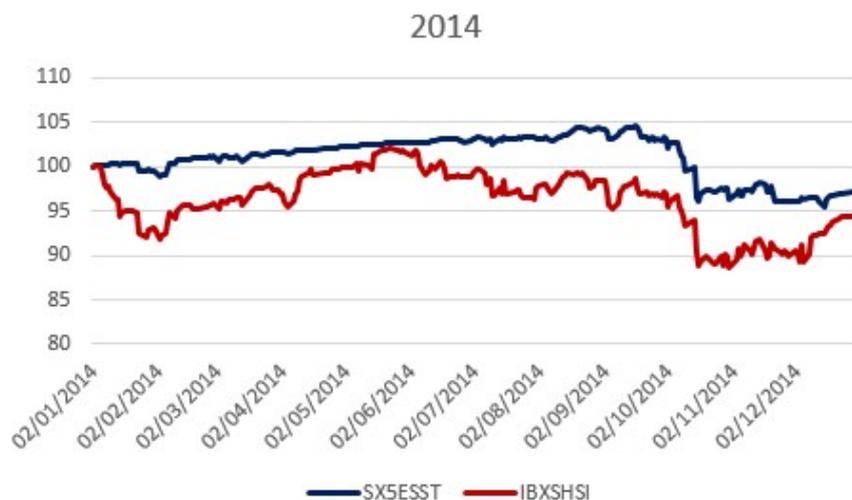
Cuadro 22: Rendimiento y Volatilidad año 2014.  
Fuente: Elaboración propia.



Cuadro 23: Evolución índices EURO STOXX 50 TR, IBEX 35 TR, VSTOXX y VIBEX año 2014.  
Fuente: elaboración propia.



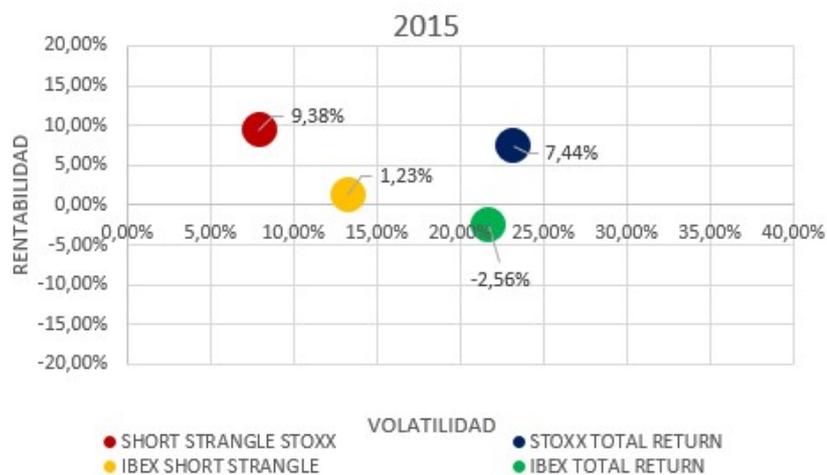
Cuadro 24: Evolución índices EURO STOXX Short Strangle (SX5ESST) e IBEX 35 Venta Strangle (IBXSHSI) 2014.  
Fuente: Elaboración propia.



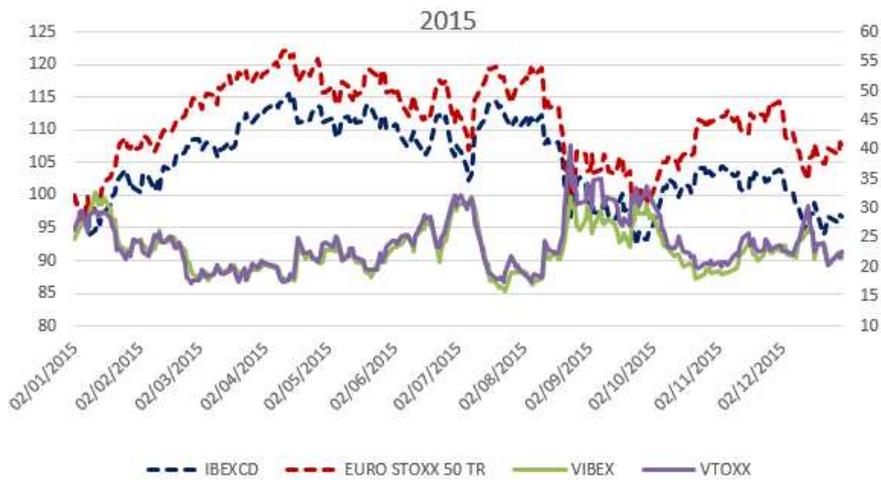
**Año 2015**

Año un poco más volátil que los anteriores, ya que España se ve afectada por las turbulencias en Latinoamérica. La segunda parte del año es especialmente buena por el aumento de la volatilidad.

Cuadro 25: Rendimiento y Volatilidad año 2015.  
Fuente: Elaboración propia.



Cuadro 26: Evolución índices EURO STOXX 50 TR, IBEX 35 TR, VSTOXX y VIBEX año 2015.  
Fuente: elaboración propia.



Cuadro 27: Evolución índices EURO STOXX Short Strangle (SX5ESST) e IBEX 35 Venta Strangle (IBXSHSI) 2015.  
Fuente: Elaboración propia.

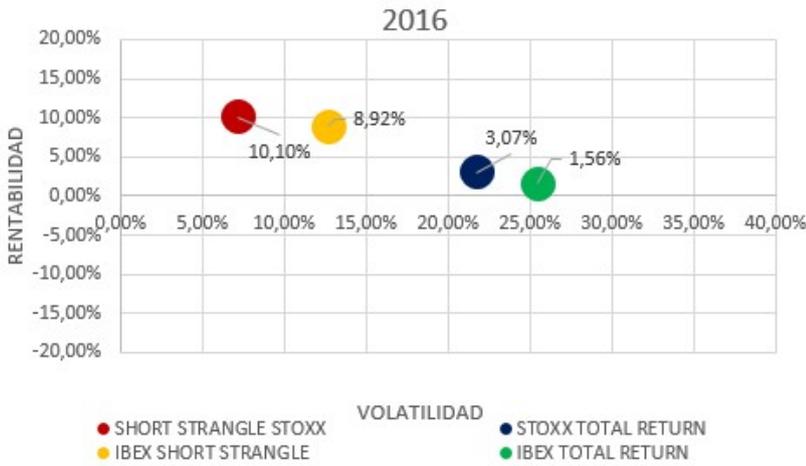


**Año 2016**

Tras una primera parte del año bastante volátil, en Junio el Brexit supuso un punto de inflexión y los mercados suben despacito, lo cual favorece a estas estrategias. Diciembre, horroroso para las ventas de Strangle. Subida de un 10% en dos semanas con bajada de volatilidad.

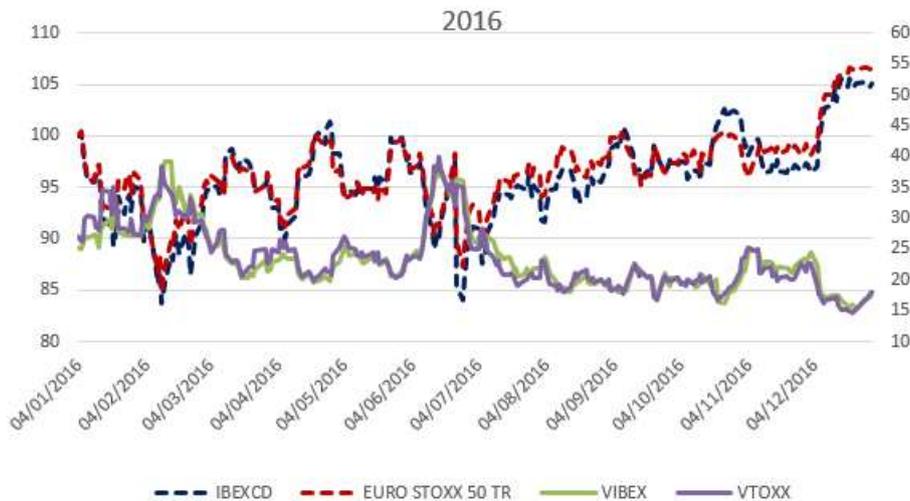
Cuadro 28: Rendimiento y Volatilidad año 2016.

Fuente: Elaboración propia.



Cuadro 29: Evolución índices EURO STOXX 50 TR, IBEX 35 TR, VSTOXX y VIBEX año 2016.

Fuente: elaboración propia.



Cuadro 30: Evolución índices EURO STOXX Short Strangle (SX5ESST) e IBEX 35 Venta Strangle (IBXSHSI) 2016.  
Fuente: Elaboración propia.



**Año 2017**

Año muy tranquilo, volatilidad muy baja que no beneficia en absoluto, pero como la subida es tan pausada, da tiempo a que se ingrese la prima y rolar al vencimiento siguiente, es decir, se va asimilando poco a poco.

Cuadro 31: Rendimiento y Volatilidad año 2017.  
Fuente: Elaboración propia.



Cuadro 32: Evolución índices EURO STOXX 50 TR, IBEX 35 TR, VSTOXX y VIBEX año 2017.  
Fuente: elaboración propia.



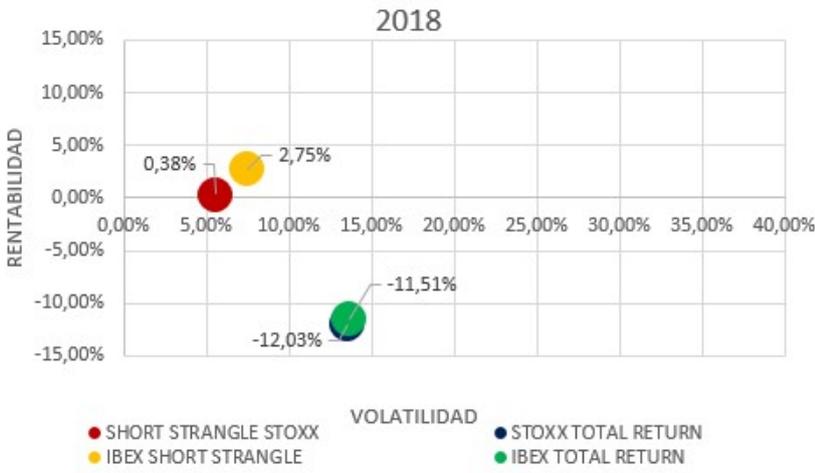
Cuadro 33: Evolución índices EURO STOXX Short Strangle (SX5ESST) e IBEX 35 Venta Strangle (IBXSHSI) 2017.  
Fuente: Elaboración propia.



**Año 2018**

Este año comenzó con un febrero muy movidito. Las caídas bruscas les afectan negativamente a las ventas de Strangle, pero esa subida de volatilidad hace que se recuperen pronto.

Cuadro 34: Rendimiento y Volatilidad año 2018.  
Fuente: Elaboración propia.



Cuadro 35: Evolución índices EURO STOXX 50 TR, IBEX 35 TR, VSTOXX y VIBEX año 2018.  
Fuente: elaboración propia.



Cuadro 36: Evolución índices EURO STOXX Short Strangle (SXSESST) e IBEX 35 Venta Strangle (IBXSHSI) 2018.  
Fuente: Elaboración propia.



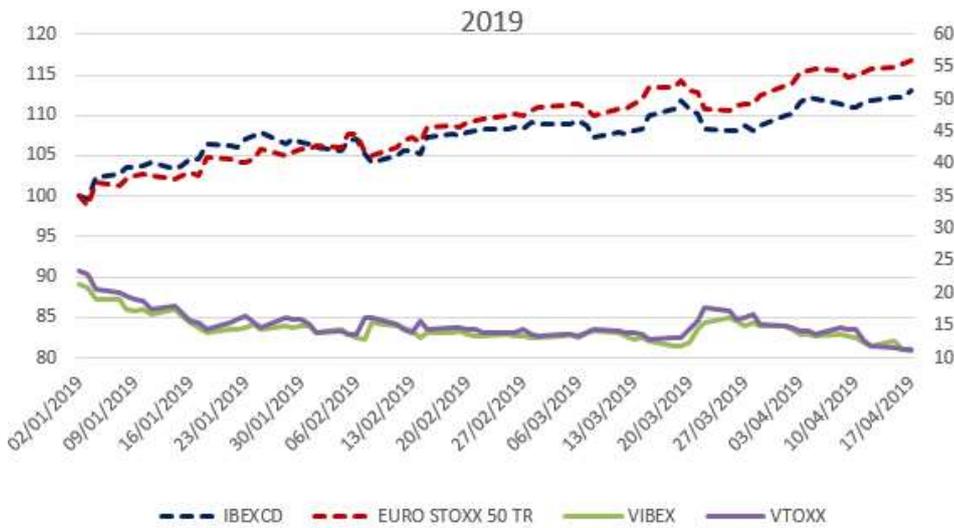
**Año 2019**

De momento el año 2019 ha sido muy alcista, sin apenas sustos y con volatilidad muy baja. El movimiento de subida ha sido paulatino y por tanto se ha ido asimilando.

Cuadro 37: Rendimiento y Volatilidad año 2019.  
Fuente: Elaboración propia.



Cuadro 38: Evolución índices EURO STOXX 50 TR, IBEX 35 TR, VSTOXX y VIBEX año 2019.  
Fuente: elaboración propia.



Cuadro 39: Evolución índices EURO STOXX Short Strangle (SX5ESST) e IBEX 35 Venta Strangle (IBXSHSI) 2019.  
Fuente: Elaboración propia.

