

## La estrategia del “Contango” en volatilidad

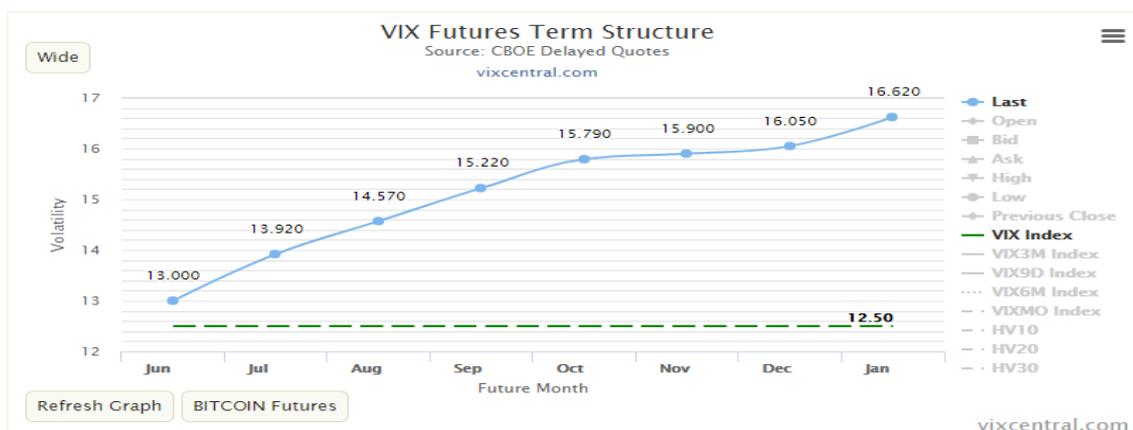
Enrique Castellanos, FRM, MFI

Hoy voy a hablar de una estrategia corta de volatilidad que suele dar buenos resultados, pero que tiene un riesgo enorme que debemos saber administrar. Un profesor del máster de riesgos que hice hace algún tiempo nos enseñó una oferta de trabajo que decía: “We are looking for risk managers, not risk avoiders”. Siempre me acuerdo de esta frase... no se trata de evitar los riesgos, sino de conocerlos y gestionarlos adecuadamente. El problema, como siempre, surge del comportamiento humano, del sesgo de sobreconfianza. Como suele funcionar bien de manera recurrentemente y el rendimiento que genera tampoco es muy grande, después de unos cuantos meses en los que se ha realizado la estrategia con éxito, la gente cortoplacista y codiciosa suele confiarse pensando que es el más listo del mundo y se apalancan; es en ese preciso momento cuando el señor Murphy hace su aparición... y vienen los lloros y el rechinar de dientes.

La estrategia en cuestión consiste en vender futuros sobre el índice de volatilidad VIX o VSTOXX para aprovechar la estructura temporal de volatilidad, que normalmente está en “Contango”. El “Contango” significa que, cuanto mayor es el plazo, mayor es el precio de los futuros (ya que la incertidumbre es mayor y por tanto cotiza a una volatilidad más elevada).

### Cuadro 1: Estructura temporal de Volatilidad en situación de “Contango”.

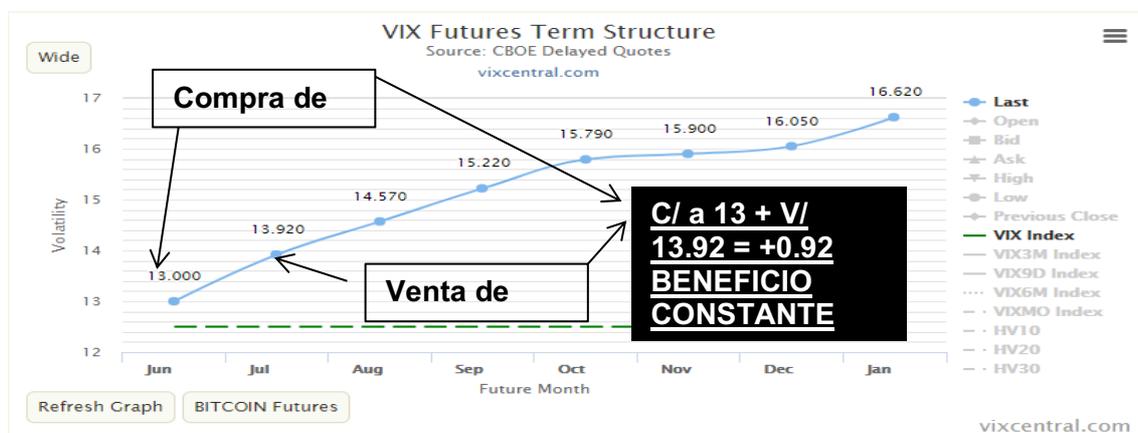
Fuente: [www.vixcentral.com](http://www.vixcentral.com)



¿Cómo se obtiene el beneficio en la estrategia? Con el Roll Over. Como estamos vendidos de futuros, cuando llega el vencimiento hay que comprar los futuros previamente vendidos y volver a venderlos en el vencimiento siguiente aprovechando que el precio del futuro del primer vencimiento es bajo y el del segundo vencimiento es más alto.

**Cuadro 2: Roll Over de futuros vendido del VIX.**

Fuente: [www.vixcentral.com](http://www.vixcentral.com)

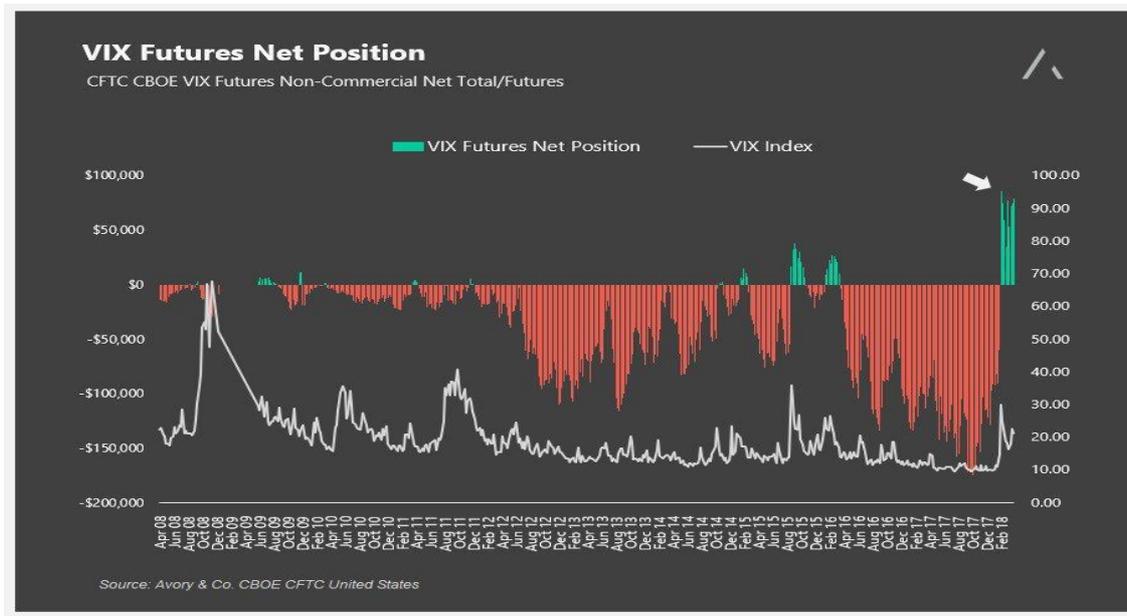


Esta estrategia está muy bien... hasta que una caída de precios brusca supone una explosión de la volatilidad y la estructura se pone en "Backwardation", es decir, con pendiente negativa. Esto se debe a que la volatilidad de los primeros vencimientos aumenta mucho, pero como se prevé que las caídas de precios no se prolonguen demasiado en el tiempo, en los futuros de más largo plazo la volatilidad también aumenta, pero muy poco. Por lo tanto la curva es mucho menos elástica en los tramos largos, se dice que es "sticky" (pegajosa). En situación de "Backwardation" el Roll Over generaría pérdidas, pero el problema no es ese, el problema es que el aumento de volatilidad es tan fuerte y violento que puede quebrar la posición. Es lo que sucedió en febrero de 2018.

Aunque la volatilidad del VIX estaba muy baja porque el S&P500 llevaba subiendo mucho tiempo de manera muy persistente, la situación de "Contango" se había prolongado durante mucho tiempo, por lo que se habían acumulado gran cantidad de posiciones cortas.

**Cuadro 3: Posiciones cortas en los futuros del VIX.**

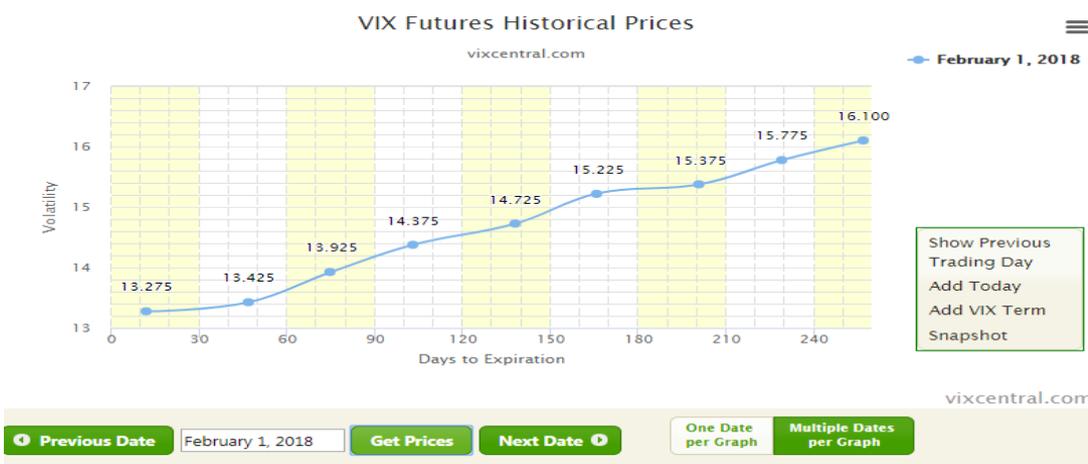
Fuente: Avory & Co. CBOE CFTC United States.



El 1 de febrero la curva temporal era esta:

**Cuadro 4: futuros del VIX el 1 de febrero de 2018.**

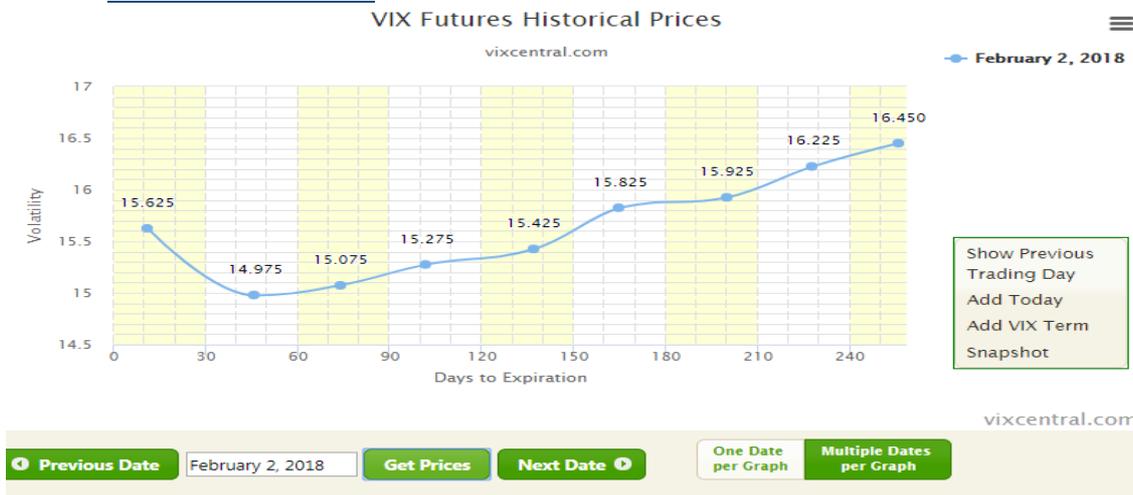
Fuente: [www.vixcentral.com](http://www.vixcentral.com)



El día 2 de febrero debido a un dato negativo el S&P500 cayó un poco más de lo normal y subió ligeramente la volatilidad, por lo que la estructura temporal se puso un poco en "Backwardation".

**Cuadro 4: futuros del VIX el 2 de febrero de 2018.**

Fuente: [www.vixcentral.com](http://www.vixcentral.com)



El día 5 de febrero (lunes), la curva estaba completamente en “Backwardation”, empujada hacia arriba por la gran necesidad que tenían los cortos de cerrar la posición.

**Cuadro 5: futuros del VIX el 5 de febrero de 2018.**

Fuente: [www.vixcentral.com](http://www.vixcentral.com)



Y ya está el lio montado. Fijaros que la volatilidad pasó de 13 a 33 en dos días, esto es un incremento de más de un 100%. Para alguien que está vendido es perder todo, por eso fueron tan peligrosos los ETP de volatilidad inversos.

Suelo decir, y aún a riesgo de que os parezca un trabalenguas, que ¡la volatilidad de la volatilidad, es muy volátil! En los futuros sobre VIX no es raro encontrarnos con +/-15%, y de vez en cuando hasta +/-30% en un solo día. ¡No se puede ir apalancado!, de hecho, lo sensato sería ir con 1/5 parte de la posición. No se da muy menudo esta situación, pero ocurrirá con mucha probabilidad y hay que poner los medios para que no nos lleve por delante. La volatilidad alta suele revertir rápidamente, ya que

las caídas no suelen durar demasiado, por tanto, si no se va apalancado y se lleva una 1/5 parte del nominal que se invertiría en RV o RF, se puede aguantar la embestida ya que en breve retornará la volatilidad a la normalidad, a la situación de “Contango”, como así fue unos pocos días después.

**Cuadro 5: Evolución de futuros del VIX entre el 5 de febrero y el 23 de febrero de 2018.**

Fuente: [www.vixcentral.com](http://www.vixcentral.com)

