

Diciembre 2022

Estrategia ODTE

Enrique Castellanos. FRM. MFIA. Director de Instituto BME

Últimamente estoy oyendo hablar muchísimo de esta estrategia y la gente lo hace como si se tratara de la mejor estrategia de inversión del mundo, fuente inagotable de rentabilidad. Es sencillamente una estrategia de venta de opciones en el mismo día de vencimiento, de ahí el nombre 0 Days To Expiration. La explicaré en detalle en este artículo.

Obviamente, los que ya lleváis tiempo en esto ya sabéis que no hay estrategias infalibles. La historia reciente de los mercados financieros está llena de ejemplos de estrategias estupendas que acaban mal, como la de vender futuros del VIX para aprovecharse de la estructura de contango de la volatilidad. Cuando algo funciona o sale bien muchas veces seguidas, se corre el peligro de menospreciar los riesgos y ese es momento preciso en el que sale nuestro amigo Murphy y todo lo que puede salir mal, sale mal.

Las estrategias de ventas de opciones de las que hemos hablado tantas veces aquí, y que tanto me gustan no están exentas de riesgos y conviene tenerlos siempre presentes. Lo cierto es que se pueden estructurar posiciones con porcentajes de acierto elevadísimos (de 80% o superiores). Acertar tanto lleva inevitablemente a los novatos siempre al mismo error, al apalancamiento excesivo.

¿Por qué se ha hecho tan famosa esta estrategia? Por una razón muy simple, los mercados de opciones americanos añadieron hace algún tiempo opciones semanales y hace relativamente poco diarias (también semanales, pero con vencimientos todos los días de la semana). Por lo que esta estrategia puede realizarse diariamente y por ello el volumen de las opciones con vencimiento el mismo día ha crecido muchísimo.

Diciembre 2022

Cuadro 1. Vencimientos disponibles Opciones Mini S&P500. 23 de diciembre de 2022.

Fuente: www.lbroker.es

E-Mini SP 500

Subyacente	Vencimiento	Subyacente	VATM	Vol Calls	Vol Puts	Ratio C/P	Op Int Calls	Op Int Puts	Ratio C/P OI
E-Mini S&P 500 week 4 (fri)	23-Dic-22	3848.80	31.18%	9999	13501	0.74	113282	285918	0.43
E-Mini S&P 500 week 4 (tue)	27-Dic-22	3848.83	18.34%	494	1181	0.42	12238	78537	0.16
E-Mini S&P 500 week 4 (wed)	28-Dic-22	3848.83	17.54%	297	1265	0.23	18098	45549	0.40
E-Mini S&P 500 week 5 (thu)	29-Dic-22	3849.82	18.38%	137	229	0.80	11441	15884	0.73
E-Mini S&P 500 EQM	30-Dic-22	3848.50	19.52%	2396	2409	0.99	178978	368282	0.49
E-Mini S&P 500 week 1 (tue)	03-Ene-23	3849.82	17.43%	86	35	1.89	10228	10845	0.93
E-Mini S&P 500 week 1 (wed)	04-Ene-23	3848.87	18.07%	57	89	0.83	11553	20307	0.57
E-Mini S&P 500 week 1 (thu)	05-Ene-23	3848.75	18.47%	2	34	0.06	5936	8619	0.90
E-Mini S&P 500 week 1 (fri)	06-Ene-23	3848.75	19.92%	221	537	0.41	39693	104190	0.38
E-Mini S&P 500 week 2 (mon)	09-Ene-23	3848.87	19.08%	4	1	4.00	6810	15658	0.43
E-Mini S&P 500 week 2 (tue)	10-Ene-23	3848.75	19.31%	14	2	7.00	4835	5310	0.91
E-Mini S&P 500 week 2 (wed)	11-Ene-23	3848.75	19.48%	2	1	2.00	8843	8880	1.00
E-Mini S&P 500 week 2 (thu)	12-Ene-23	3849.00	22.12%	122	34	3.59	7416	6677	1.06
E-Mini S&P 500 week 2 (fri)	13-Ene-23	3848.75	22.19%	59	244	0.24	34491	78229	0.45
E-Mini S&P 500 week 3 (tue)	17-Ene-23	3848.87	21.04%	2	2	1.00	3125	5045	0.62
E-Mini S&P 500 week 3 (wed)	18-Ene-23	3848.87	21.11%	-	-	-	1730	3428	0.50
E-Mini S&P 500 week 3 (thu)	19-Ene-23	3849.00	21.16%	-	-	-	527	732	0.72
E-Mini S&P 500 week 3 (fri)	20-Ene-23	3848.87	21.20%	589	2380	0.24	214306	391808	0.55
E-Mini S&P 500 week 4 (mon)	23-Ene-23	3848.87	20.85%	1	25	0.04	2940	7118	0.41
E-Mini S&P 500 week 4 (thu)	26-Ene-23	3849.00	20.93%	-	-	-	-	10	-
E-Mini S&P 500 week 5 (mon)	30-Ene-23	3848.87	20.82%	2	1	2.00	4037	3125	1.29
E-Mini S&P 500 week 1 (mon)	06-Feb-23	3848.87	21.51%	8	6	1.00	1922	1711	1.12
E-Mini S&P 500	17-Mar-23	3848.83	22.00%	1132	2017	0.56	182153	401929	0.45

Como podéis comprobar en el cuadro anterior, las posibilidades de elegir vencimiento se han ampliado muchísimo. De tener 12 vencimientos al año, a tener 52 y ahora 250. Parece una locura, al principio puede parecer un poco lioso y confuso el cuadro anterior, pero los que negocian opciones del S&P enseguida se han acostumbrado, eso no quita que haya que hacer las operaciones cuidadosamente para evitar errores operacionales.

¿Cómo se realiza la estrategia y cómo funciona?

Como hemos comentado al principio la estrategia es muy simple, se trata de vender opciones muy cerca de ATM que tienen una theta (sensibilidad al paso del tiempo) elevada y se van a beneficiar mucho del paso del tiempo (minutos en este caso). La estrategia, gracias a la existencia de vencimientos todos los días de la semana, se puede realizar todos los días. Se abre posición al inicio de la sesión y se cierra pasadas unas horas o sencillamente se deja expirar.

Se puede utilizar cualquier tipo de estrategia de venta (straddle, strangle, puts o calls), pero típicamente se utilizan iron condor y iron butterflies (mariposas). Un condor o una mariposa no es más que un strangle o straddle pero en el que limitamos las pérdidas.

Diciembre 2022

Para que no os vayáis a Google a buscar o recordar como eran estas estrategias, os pongo a continuación un pequeño cuadro de resumen.

Cuadro 2. Resumen de estrategias de venta de opciones. Fuente: elaboración propia.



Diciembre 2022

Lo de "iron" condor o butterfly viene porque hay varias maneras de construir la estrategia, cuando se hace sintéticamente a través de call spreads y put spread o a través de straddles y strangles, se suele denominar "iron". Como queda tan poco tiempo a vencimiento, menos de un día, la volatilidad no afecta casi nada a la estrategia. Tampoco hace falta abrir demasiado las patas de la estrategia, es decir, no hace falta escoger precios de ejercicio muy alejados, ya que es básico para la estrategia tengan todavía algo de valor temporal.

En el caso concreto de las opciones de S&P500, también facilita mucho el hecho de que la distancia entre los saltos de los precios de ejercicio sea tan pequeña, ya que varían sólo cada cinco puntos, es decir: 3800, 3805, 3810, etc. En el siguiente cuadro podemos ver una típica estrategia ODTE instrumentalizada a través de un iron condor el día 23 de diciembre de 2022.

Cuadro 3. Iron condor hecho con opciones que venden ese mismo día. 23 de diciembre de 2022. Fuente: www.ibroker.com.

Contrato ▲	Posición	Precio medio	Último	B/P puntos	B/P euros ⇄	B/P hoy ⇄
☆ Call EW4 3870 Dic22	-1	14.75	5.94 (theo)	+8.81	+414.57 € (+410.36 USD)	+410.33 €
☆ Call EW4 3885 Dic22	+1	7	2.48 (theo)	-1.52	-212.75 € (-225.98 USD)	-216.99 €
☆ Put EW4 3840 Dic22	+1	9	6.81 (theo)	-2.19	-103.31 € (-109.74 USD)	-107.55 €
☆ Put EW4 3860 Dic22	-1	18	15.25 (theo)	+2.75	+129.50 € (+137.56 USD)	+125.27 €

Pasemos a explicar el ejemplo del cuadro anterior en detalle. En primer lugar, para el que no lo sepa, el multiplicador de las opciones mini del S&P500 es 50 dólares estadounidenses. La estrategia iron condor podría a su vez dividirse en otras dos estrategias:

V/ call spread

- C/ call 3885 a 7 puntos (pagamos -350\$).
- V/ call 3870 a 14,75 puntos (ingresamos 737,5\$)

La estrategia conjunta, tiene una Prima Neta a ingresar de 387,5\$ = (737,5-350). La máxima pérdida sería la diferencia entre los precios de ejercicio menos la prima neta ingresada, es decir, -362,5\$ = (3870-3885) x 50 +387,5\$.

Por debajo de 3870 el beneficio siempre es el mismo, 387,5\$, mientras que por encima de 3885 siempre es la misma pérdida, 362,5\$.

V/ put spread

- C/ put 3840 a 9 puntos (pagamos -450\$).

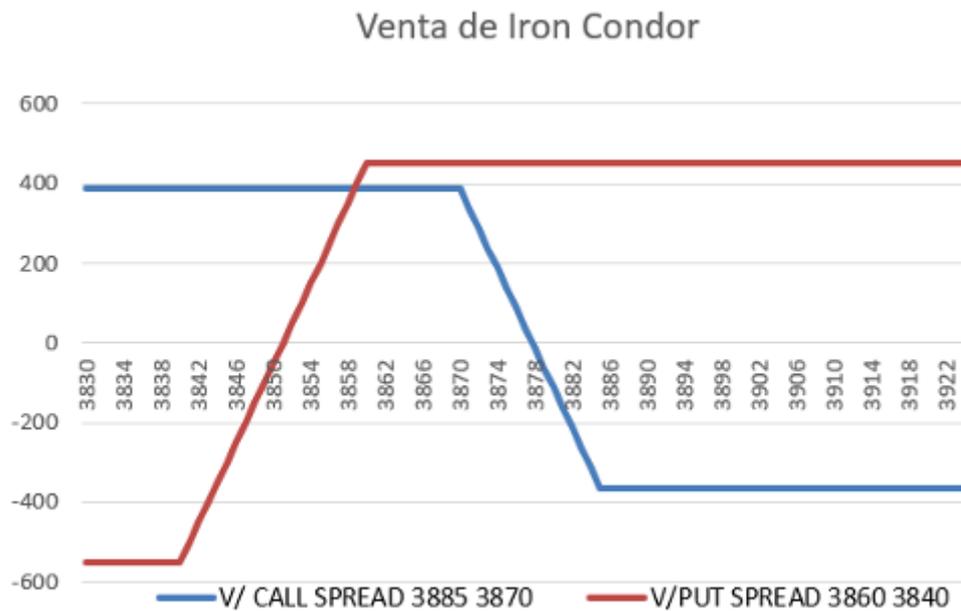
Diciembre 2022

- V/ put 3860 a 18 puntos (ingresamos 900\$)

La estrategia conjunta, tiene una prima neta a ingresar de 450\$ = (900-450). La máxima pérdida sería la diferencia entre los precios de ejercicio menos la prima neta ingresada, es decir, -550\$ = (3860-3840) x 50 + 450\$.

Por encima de 3860 el beneficio siempre es el mismo, 450\$, mientras que por debajo de 3870 siempre es la misma pérdida, 550\$.

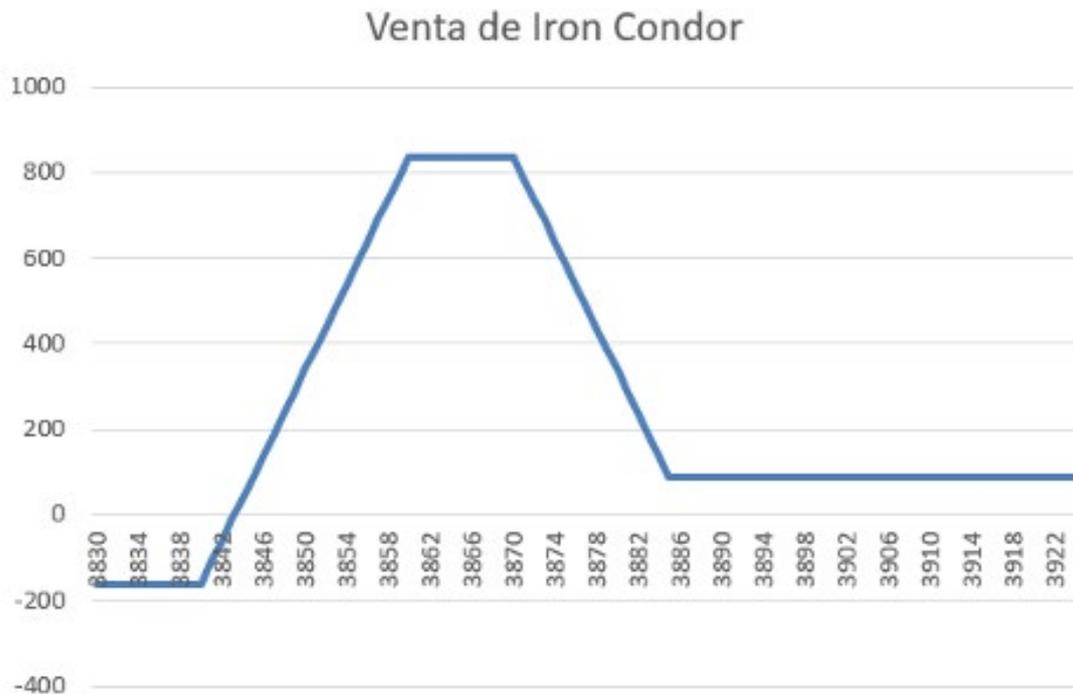
Cuadro 4. Iron condor 3840 3860 3870 3885, dividido en las dos subestrategias venta de call spread y venta de put spread. 23 de diciembre de 2022. Fuente: elaboración propia.



De manera conjunta, quedaría como en el siguiente cuadro 5.

Diciembre 2022

Cuadro 5. Iron Condor 3840 3860 3870 3885. 23 de diciembre de 2022. Fuente: elaboración propia.



Si os fijáis bien, no ha quedado una figura perfectamente simétrica, ya que la distancia entre strikes del call spread es de 15 puntos mientras que la distancia entre strikes del put spread es de 20 pts. Es decir, podemos sesgar la estrategia un poco hacia una dirección u otra. Hay pequeñas variaciones que podemos utilizar, pero no hay mucha diferencia entre unas y otras. En este caso, no es ni mucho menos relevante, pero, aunque solo sea por culturilla general de opciones, os diré que cuando un iron condor (o butterfly) no es simétrico, lo suelen denominar iron condor (o butterfly) broken wing.

La máxima pérdida cuando el activo subyacente caiga por debajo de 3840 es -162,5\$ (-550 + 387,5\$). Es decir, la máxima pérdida de la V/ put spread más el beneficio de la V/ call spread. La máxima pérdida cuando el activo subyacente suba por encima de 3885, en este caso será un pequeño beneficio 87,5\$ (-362,5\$ + 450\$), ya que la máxima pérdida de la V/ de call spread es más pequeña que la prima ingresada de la V/ put spread.

Mientras el subyacente se mantenga entre 3860 y 3870, el beneficio máximo será de los 837,5\$ de prima neta ingresada. Al final de lo que se trata es de vender el call y el put y protegerlos con compras un poco por debajo en caso del put y un poco por encima en

Diciembre 2022

caso del call. Mientras ese día no haya un movimiento fuerte de subida o bajada, todo irá bien.

Por eso la estrategia tiene un grado de acierto muy elevado, pero eso no quiere decir que funcione siempre. Por supuesto, si no se comprasen las opciones, sería todavía más rentable, pero más peligroso si hay un movimiento brusco de subida o bajada. Por eso conviene siempre tener las pérdidas limitadas y no ir apalancado. La estrategia ODTE no deja de ser una estrategia de venta de opciones, pero a plazo ultracorto.