

Los riesgos que se deben tener en cuenta en la Venta recurrente de Opciones

Enrique Castellanos. FRM. MFIA. Director de Instituto BME

Siempre que hablo de las estrategias de venta de opciones: Strangle, Buywrite, Putwrite, me centro en explicar cómo se comportan frente a sus índices subyacentes y el porqué de sus rentabilidades y volatilidades. Sin embargo, soy consciente de que cada vez más inversores particulares e Institucionales utilizan este tipo de estrategias y aunque suelo hablar de los riesgos, nunca he hecho un artículo centrado en los peligros que tienen este tipo de estrategias, que los tienen y son importantes.

Entender bien la exposición al riesgo que tenemos cuando realizamos este tipo de estrategias es crucial para lograr el éxito en el largo plazo. En inversión no hay atajos, tener prisa suele ser sinónimo de apalancamiento y éste más tarde o más temprano conduce a problemas. Habrá riesgos que son más técnicos, pero la mayoría tienen que ver con sesgos del comportamiento y cómo nos afecta esta estrategia psicológicamente.

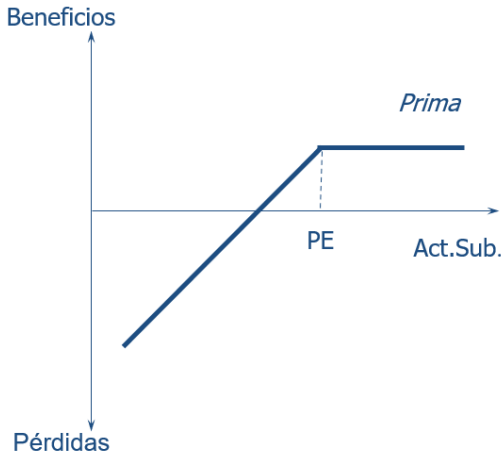
Los riesgos de los que os voy a hablar pueden agruparse en 3 grupos:

- Asimetría en la pérdidas y ganancias.
- Porcentaje de acierto elevado que conlleva apalancamientos.
- Errores en la selección de precio de ejercicio y vencimiento.

Asimetría en pérdidas y ganancias

La venta de opciones tiene Gamma negativo, ¿esto que quiere decir? Pues sencillamente que podemos perder más de lo que ganamos. La venta de opciones supone siempre un beneficio limitado a la prima ingresada mientras que la pérdida es ilimitada. Hay poco que ganar y mucho que perder. La prima será mayor cuanto mayor sea el plazo de la opción a vencimiento y mayor sea la volatilidad. El paso del tiempo hace que la prima vaya perdiendo valor y por lo tanto el vendedor se vea beneficiado.

Cuadro 1: perfil de beneficio pérdida de una Venta de Put. Fuente Elaboración propia.



Por esta razón, una de las cosas que creo que hay que considerar previamente a tomar posición es si el riesgo merece la pena, es decir, cuánto ingresamos de prima respecto del riesgo que corremos.

Fijaros en el siguiente cuadro 2, tenemos calculada la prima de una opción Put de precio de ejercicio un 2% OTM (por debajo del subyacente) a 30 días, pero a distintos niveles de volatilidad. Hay una diferencia enorme en la prima ingresada a un 10% (un 0,29%) o a un 30% de volatilidad (un 2,30%). Son rentabilidades efectivas a un mes, no están anualizadas, claro. Por ello, cuando la volatilidad es muy baja, no es muy recomendable realizar estas estrategias de ventas de opciones, arriesgamos mucho y la prima, el premio, es pequeño.

Cuadro 2: Prima Put 98% y 30 días a vencimiento para distintos niveles de volatilidad. Fuente: Elaboración propia.

IBEX 35	8000
Strike	7800

Volatilidad	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
Prima (ptos)	23,552	58,636	98,532	140,547	183,658	227,402	271,538
Prima (%)	0,29%	0,73%	1,23%	1,76%	2,30%	2,84%	3,39%

Septiembre 2022

Además de que ingresamos poco cuando la volatilidad es baja, otra razón es que suele coincidir que la volatilidad es baja cuando se ha vivido una racha alcista del mercado y todos sabemos que en algún momento corregirá, no sabemos si mucho o poco, pero al menos algo lo hará y las correcciones son violentas. Ahí es donde están las pérdidas. Se pierde por las caídas del mercado y por el aumento de la volatilidad, hace que la prima sea cada vez más cara obligando a comprar la opción a precios muy altos.

Me gusta mucho una frase que dice Sheldon Natenberg en su libro¹: Un trader de opciones novato suele encontrar atractivos los Straddles comprados porque son estrategias con un riesgo limitado y potencial de beneficios ilimitado, especialmente cuando el beneficio es ilimitado en ambas direcciones. Sin embargo, si el movimiento que esperamos no se materializa, podría tener pérdidas en poco tiempo y que éstas se fueran incrementando poco a poco, incluso una cantidad limitada podría ser una experiencia dolorosa. Esta no es una justificación para comprar o vender Straddle. En determinadas condiciones cualquiera de las dos será buena. La primera preocupación de un trader inteligente debe ser el rendimiento total esperado. Si la estrategia con un rendimiento esperado más alto entraña un riesgo ilimitado, el trader debe aceptar que el riesgo es parte del negocio”.

Hemos hablado muchas veces² de que la volatilidad de estas estrategias frente a sus índices subyacentes es mucho más baja y por lo tanto tienen menos riesgo. Sin embargo, algo que se puede apreciar a simple vista en un gráfico son las interrupciones o asimetrías en determinados momentos. El gráfico del cuadro 3 puede ser un poco engañoso por la escala, no son caídas tan graves, pero está claro que llama la atención que las caídas son todas líneas verticales.

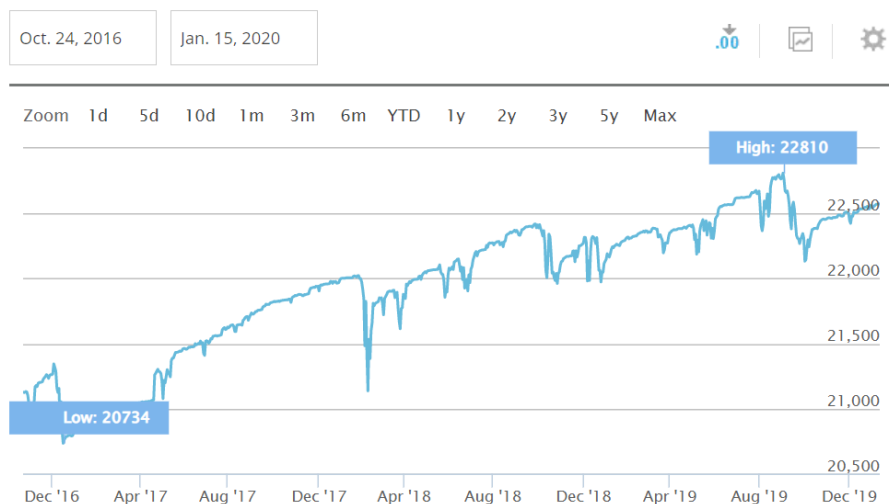
¹ “Option, Volatility and Pricing”. Sheldon Natenberg.

² <https://fundspeople.com/es/opinion/pues-que-quiere-que-le-diga-senora-sigo-prefiriendo-vender-opciones/>
<https://fundspeople.com/es/opinion/sin-duda-la-mejor-proteccion-frente-a-la-inflacion-son-las-ventas-de-opciones/>
<https://fundspeople.com/es/opinion/como-seleccionar-el-precio-de-trabajo-de-un-putwrite/>

Septiembre 2022

Cuadro 3: Índice EURO STOXX 50 Short Strangle entre octubre de 2016 y enero de 2020.

Fuente: www.stoxx.com



Especialmente importante son las caídas en los cisnes negros, situaciones extraordinarias con poca probabilidad de suceso, pero que ocurren. Cada mucho tiempo, eso sí, pero cuando aparecen se llevan por delante a todos los incautos. Echad un vistazo al cuadro 4, marzo de 2020, cuando el covid 19 llega a Europa y se iniciaron los confinamientos. Se aprecia como un índice, con una volatilidad bajísima, pasa a convertirse en prácticamente el activo subyacente. Las caídas son como en el índice subyacente pero no así las subidas.

Cuadro 4: Índice EURO STOXX 50 Short Strangle en marzo 2020 (Covid 19). Fuente: www.stoxx.com

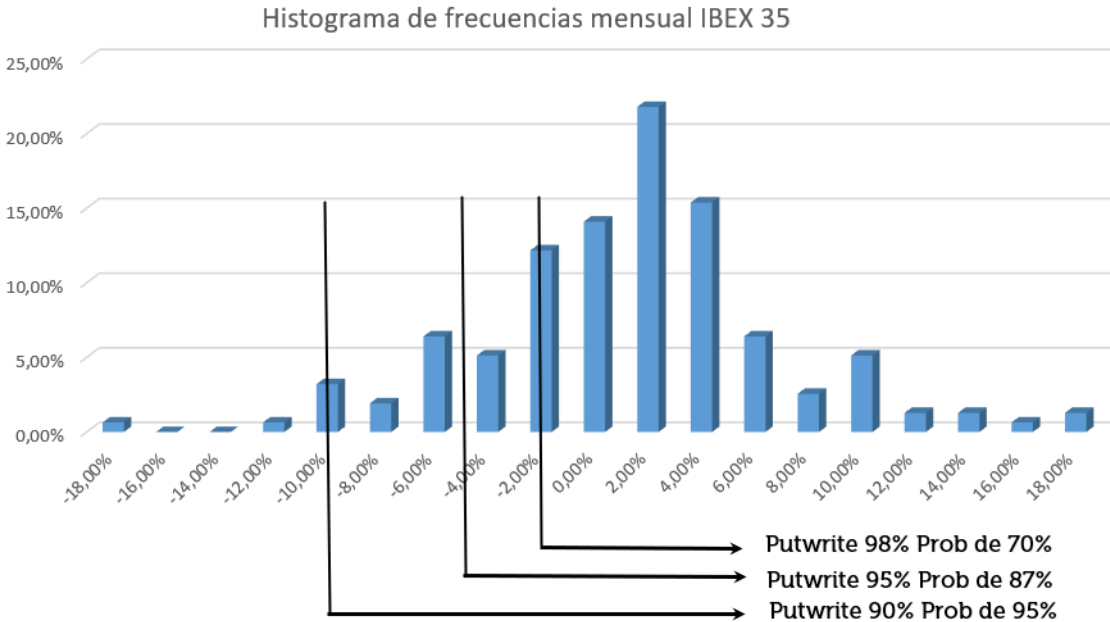


Porcentaje de Acierto elevado

Este tipo de estrategias suelen llevar asociado un porcentaje de acierto elevado muy elevado. Depende del precio de ejercicio escogido, cuanto más alejado del subyacente, mayor probabilidad de acierto, aunque menor prima. Para que os hagáis una idea, el IBEX PUTWRITE en lo que va de año 2022 en su estrategia mensual ha tenido un 100% de acierto. Es decir, el día anterior a cada vencimiento se ha recomprado la prima a un precio más bajo del que se había vendido.

En el siguiente cuadro 5 se muestra un histograma de frecuencias con los rendimientos mensuales del IBEX 35 desde 2007. Fijaros cómo históricamente casi el 70% de las veces o ha subido o no ha caído más de un 2%. Por tanto, un Putwrite que utiliza un precio de ejercicio un 2% (se suele denominar Putwrite 98) por debajo del subyacente, históricamente habrá tenido éxito el 70% de los meses. Si el precio de ejercicio es más bajo, un 5% (Putwrite 95) la probabilidad de éxito es todavía mayor (un 87%). Precios de ejercicio más bajos también implican primas más bajas, es lógico no, menor riesgo siempre es menos rentabilidad.

Cuadro 5: Histograma de frecuencias rendimientos mensuales IBEX 35 desde 2007. Fuente: elaboración propia.



Al tener un porcentaje de éxito elevado e ingresar relativamente poco cada mes, es casi inevitable para alguien con poca experiencia en los mercados, “venirse arriba” y pensar que tiene una estrategia infalible... y es cuando vienen los apalancamientos para que el ingreso de la prima sea mayor. El apalancamiento siempre está detrás de todos los desastres financieros, la culpa no es del producto o de la estrategia, la culpa siempre está en quién realiza dicha estrategia.

Si mi cartera tiene un valor de 10.000€, por decir algo, el nominal de las opciones que voy a utilizar en el mercado tiene que ser de 10.000€, independientemente de lo que ingrese de prima o tenga que depositar de garantías. Si tomo una posición en opciones por valor de 100.000€ (se puede, ya que las garantías rondan el 10%) estoy apalancado 10 veces, lo que sencillamente es una locura. Del gráfico anterior se desprende que es difícil que caiga en mercado un 10% en un mes, pero ocurre, de hecho, ha ocurrido históricamente 5 de cada 100 meses. Si tengo la mala suerte de que el mes que estoy apalancado 10 veces, el mercado cae un 10%... habré perdido el 100% de mi dinero. Creedme, llevo unos cuantos años en esto, que “Murphy” sale a escena siempre en el peor momento posible. No hay atajos, utilizar apalancamientos de 10 veces no es sensato, es una locura que conduce el 100% de las veces a perder todo el dinero. Nos puede salir bien 200 veces, con que nos salga mal una vez, se acabó todo.

Septiembre 2022

Estar apalancado no sólo es peligroso en caso de que haya una caída fuerte del activo subyacente, también es peligroso porque nos deja poco margen de maniobra ante una subida de las garantías que nos puede obligar a cerrar posición en el peor momento posible.

Voy a poner un ejemplo. Imaginaros que tengo 10.000€ disponibles para realizar la estrategia Putwrite en el IBEX 35. El IBEX está a 8.000 pts. Las opciones de IBEX tienen un multiplicador de 1€, eso quiere decir que cada opción de IBEX tiene un nominal de 8.000€. Así de simple. Por tanto, sólo puedo vender una opción. Si vendo dos, el nominal de posición (16.000€) superará al dinero que tengo en cartera.

Si vendo la opción Put precio de ejercicio 7.800 de vencimiento un mes ingresaré una prima de 95 euros ya que la volatilidad está en un 20% aproximadamente. No tengo que pagar nada, me ingreso los 95€. Para cerrar la posición tendré que comprar la opción... ¡a ver qué precio pago el día de vencimiento! Mi intermediario financiero me va a pedir unas garantías, ya que a su vez le son exigidas a él por parte del mercado (más concretamente la Entidad de Contrapartida Central, BME Clearing). Las garantías son unos 550 euros. Por tanto, mi posición es esta:

- Nominal Opciones: 8.000€
- Liquidez (valor Cartera): $10.000€ + 95€ - 550€ = 9.545€$

Si el IBEX 35 en la fecha de vencimiento no acaba por debajo de 7.800 puntos, me ingreso íntegra la prima, 95€ lo cual supone un 0,95% del valor de la cartera. Si el IBEX 35 acabase por ejemplo en 7.600 puntos, perderíamos $200€ - 95€ = 105€$. Un -1,05%.

Hasta aquí todo normal, ahora utilicemos el ejemplo anterior apalancándolo por ejemplo 10 veces. Se venden 10 opciones Put. La posición en cartera es esta:

- Nominal Opciones: 80.000€
- Liquidez: $10.000€ + (95 \times 10) - (550 \times 10) = 5.450€$

Todavía tenemos en liquidez 5.450€. Puede parecer suficiente, pero hagamos los números. Si la estrategia sale bien, me ingreso 950€ (un 9,5% en un mes). Tentador. Pero si la estrategia sale mal y el índice se va a 7.600€ perderíamos un 10,5% de la cartera en un mes, una pequeña tragedia. Digo pequeña porque lo gordo vendrá cuando queramos tratar de solucionarlo, el siguiente mes habría que apalancarse todavía más y ya tenemos el lio montado. Todo esto sin suceder nada especialmente grave o extraño, una caída de lo más normal.

Sin embargo, es todavía peor. Según va cayendo el mercado, las volatilidades van aumentando y el nivel de garantías que nos exigirá nuestro intermediario irá

creciendo. Lo máximo que se puede pagar en caso de pérdida es 10.095€, sin embargo, la pérdida final podría superar esta cantidad. Para mantener la solvencia, según vaya aumentando el riesgo, así lo irán haciendo las garantías y podrían obligarnos (incluso lo hace el mismo intermediario) a cerrar las posiciones y asumir las pérdidas.

Errores en la selección del precio de ejercicio y vencimiento

Algunas veces, el problema cuando no se conoce la estrategia en profundidad está en seleccionar equivocadamente el precio de ejercicio y vencimiento.

Cuadro 6: Pantalla de opciones IBEX de Vto de octubre 2022. Fuente: www.ibroker.es

Opciones Mini-IBEX Oct 22

Call Put Ambas

Call									Put								
Hora	Vol.	Último	Compra	Teórico	Venta	Strike	Compra	Teórico	Venta	Último	Vol.	Hora					
☆	-	-	-	0.0	-	7200	[1]	18.0	19.7	22.0	[50]	-	-				
☆	-	-	-	0.0	-	7300	[250]	21.0	27.1	33.0	[250]	-	-				
☆	-	-	[250]	743.0	783.6	793.0	[250]	30.0	35.2	41.0	[100]	-	-				
☆	-	-	[250]	652.0	677.0	701.0	[100]	39.0	45.0	51.0	[250]	-	-				
☆	-	-	[250]	565.0	590.1	614.0	[100]	54.0	58.5	67.0	[350]	54.0	1				
☆	-	-	[250]	485.0	506.8	530.0	[100]	66.0	74.4	83.0	[100]	-	-				
☆	-	-	[250]	407.0	427.8	450.0	[100]	86.0	95.6	104.0	[250]	102.0	1				
☆	-	-	[250]	336.0	352.6	371.0	[100]	111.0	120.4	130.0	[1]	118.0	1				
☆	-	-	[250]	267.0	284.7	303.0	[100]	150.0	163.0	163.0	[250]	157.0	1				
☆	10:06	2	210.0	[250]	211.0	221.8	226.0	[2]	8100	[1]	185.0	90.3	202.0	[250]	200.0	2	10:17
☆	10:44	2	169.0	[250]	158.0	169.8	182.0	[250]	8200	[250]	225.0	38.3	249.0	[250]	-	-	-
☆	10:56	2	121.0	[250]	114.0	124.6	135.0	[250]	8300	[100]	275.0	92.0	312.0	[250]	295.0	1	11:24

En el cuadro anterior están las primas de opciones de IBEX de vencimiento octubre de 2022. El nivel del IBEX, en estos momentos que escribo, es de 8.130 quedan 32 días a vencimiento. He puesto un recuadro en las primas que se ingresarían en el caso de vender las diferentes opciones Put. Fijaros cómo la prima se va abaratando según se seleccionan precios de ejercicio más bajos. Vender una opción Put e ingresarte 18 euros por la opción de precio de ejercicio 7.200 es poco dinero, es mucho mejor ingresar 275€ vendiendo la opción de precios de ejercicio 8.300. La diferencia radica en que la estrategia pierde dinero siempre que el IBEX acabe por debajo del precio de ejercicio. Si el IBEX está ahora al nivel de 8.130, ¿dónde va a estar dentro de un mes? Obviamente nadie lo sabe, pero es muchísimo más probable que esté por debajo de 8.300 que por debajo de 7.200, es obvio. A veces el querer ingresar una prima suculenta, nos lleva a tomar mucho más riesgo del necesario.

También suele ocurrir con el tiempo a vencimiento. A continuación, se muestra un cuadro con precio de opciones de diferentes precios de ejercicio a diferentes plazos.

Septiembre 2022

Cuadro 7: Prima de opciones Put de diferentes precios de ejercicio y vencimientos.
Fuente: Elaboración propia.

IBEX 35	8130
Volatilidad	20%

Strike	7600	7700	7800	7900	8000	8100	8200
T. Vencimiento	Prima de Put						
30	26,353	41,394	62,327	90,229	125,963	170,076	222,731
60	71,685	95,398	124,318	158,851	199,282	245,761	298,291
90	114,075	142,473	175,450	213,211	255,887	303,531	356,115
180	220,991	256,320	295,127	337,458	383,329	432,727	485,608

Fijaros como no es lo mismo la prima de una opción precio de ejercicio 7600 cuando quedan 30 días (26,35€) que cuando quedan 180 (220,99€). Si el activo subyacente está a niveles de 8130, una caída hasta 7.600 (530 puntos, 6,15%) no tiene la misma probabilidad de ocurrencia en un mes que en 6 meses. Dicho de otra manera, ¿qué es más probable que ocurra, una caída de un 6,15% en un mes o seis meses? Lógicamente, 6 meses. Una caída de un 6,15% en un mes es que ha ocurrido algo grave, mientras que una caída del 6,15% en seis meses, es un periodo bajista mundo y lirondo.

Espero que, si en algún momento has pensado vender opciones o lo haces desde hace poco, te sirva un poco este artículo para que tengas cuidado, especialmente con el apalancamiento.