

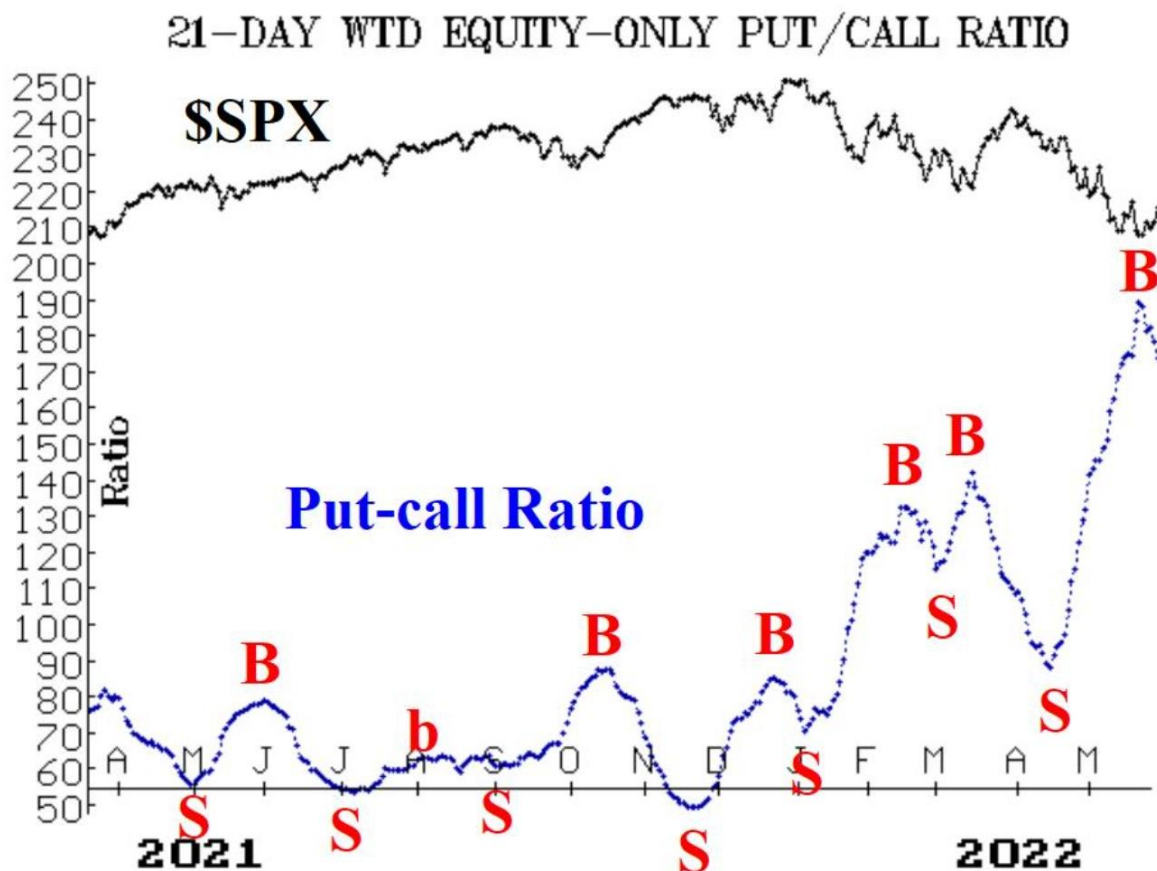
EL SKEW EN LOS CALL SPREAD

LA SEÑAL DE COMPRA EN RATIO PUT/CALL

sábado, 28 de mayo de 2022

Ya tenemos el rally que anticipaba la fuerte sobreventa. En la semana el SP500 ha subido un 6.60% y deja atrás los máximos del 18 de mayo, que es el día en que se desplomó un 4%, marcando un máximo local.

Debajo muestro la señal de compra que se ha generado en el ratio PUT/CALL. Como vemos no es una compra más, sino que aparece en lo más alto de este ratio, y por tanto con el mayor número de PUTs negociadas respecto a CALLs. A falta de más información a mí me parece que esta señal de compra puede durar mucho, pero bueno, estas cosas solo se saben a posteriori. En cualquier caso, los records de semanas negativas y sobreventa han dejado unos precios más que atractivos en el mercado.



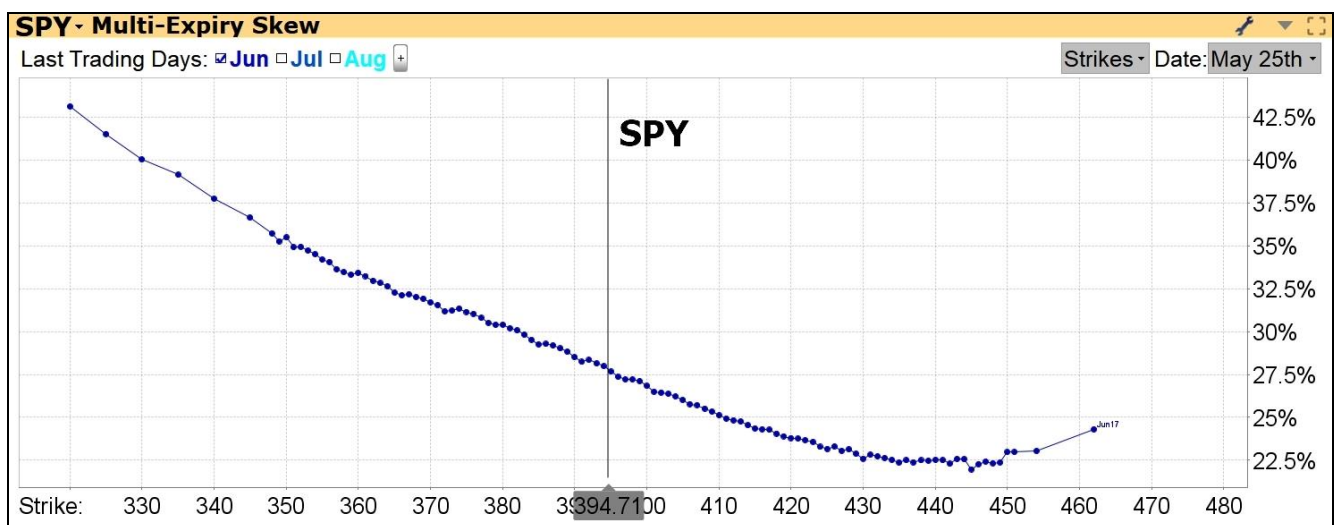
Prohibida su distribución. La inversión en bolsa tiene riesgo. Utilice siempre Stop-Loss. Onda4 no se responsabiliza de las operaciones de sus seguidores. Onda4 puede utilizar este material en ofertas y/o promociones en su web.

220528

En los últimos informes he hablado mucho acerca de la sobreventa del mercado y que esta sobreventa suele dar lugar a rebotes. Incluso en el último informe del martes vimos que los rebotes que se han producido en situaciones como la actual han durado alrededor de 4 semanas; y por tanto dije que era conveniente intentar algunos largos, incluso si el año va a ser bajista. Como sabe, una de las estrategias que recomendé es el Call Debit Spread consistente en comprar una Call y vender otra un poco más arriba, lo que lleva a una compensación de las griegas y a un perfil de riesgo casi binario.

Hoy quiero ir un poco más allá y profundizar en uno de los factores que afecta mucho a estas estrategias y que es el Skew. Las capturas de pantalla están hechas el miércoles, así que verá precios mucho más bajos que los que hay ahora mismo en el mercado.

Básicamente el skew es que las opciones fuera del dinero son más caras y por tanto eso afecta a los perfiles de riesgo de las posiciones que se construyen involucrando estas opciones. Si vd usa Interactive Brokers puede ver el skew de las opciones del SPY en el "Volatility Lab" de la pestaña "Trading Tools". Tiene el siguiente aspecto:



Prohibida su distribución. La inversión en bolsa tiene riesgo. Utilice siempre Stop-Loss. Onda4 no se responsabiliza de las operaciones de sus seguidores. Onda4 puede utilizar este material en ofertas y/o promociones en su web.

220528

El marcador vertical es el precio del SPY, el ETF que replica el SP500 y tiene un tamaño de una décima parte. En el momento de la captura el SP500 está a 3947 y el SPY a 394.7.

En el eje de ordenadas tenemos la volatilidad, que en opciones es equivalente al precio. En el eje de abscisas tenemos los distintos strikes que se pueden operar. Vemos claramente que los strikes muy bajos como el strike 330 son carísimos, cotizando a una volatilidad del 40%, mientras que la volatilidad donde está el precio es del 27.5%. En términos prácticos eso significa que si uno quiere comprar la PUT 330 (que está muy fuera del mercado) entonces tiene que pagar un extra por estar esta PUT muy cara en volatilidad (y de nuevo, en precio). Si nuestra posición tiene una vega de 1 entonces esta diferencia de un 12.5% en la volatilidad equivale a 1250 dólares que vamos a pagar de más.

-Porqué hay skew? Los expertos dicen que esto viene del crash de 1987. Después de esta fecha el miedo a un crash hace que haya mucha demanda de PUTS fuera de mercado para cubrir carteras y ese aumento de la demanda las sube de precio. Antes del crash las coberturas se hacían con lo que llamaban "portfolio insurance" que consistía en replicar el perfil de riesgo de una PUT haciendo operaciones con futuros. Era el "paper" científico de moda. A nivel teórico se puede demostrar que si replicas los cambios en la delta de una opción PUT con operaciones de futuros al final tienes el equivalente al perfil de riesgo de una PUT (ganancias ilimitadas hacia abajo y pérdidas limitadas hacia arriba).

Pero la teoría y la práctica se separaron debido a los grandes deslizamientos que ocurren vendiendo futuros cuando el mercado se desploma y a la necesidad de vender fondos para cubrir las garantías, lo que acabó siendo un verdadero efecto dominó que hundió el mercado.

Lo mismo que acabamos de ver con las PUTS por debajo del precio ocurre con las CALLS por encima del precio (las Call fuera del dinero). Así que si queremos ponernos alcistas con opciones y compramos un Call Debit Spread el Skew nos va a afectar. La forma en la que nos afecta es que encarece el spread y lo hace ineficiente. Veamos:

Si no hubiera skew entonces un spread de ancho 4 que se hiciera bien centrado (con el precio del mercado justo entre los dos strikes) costaría exactamente 2.00, pero como vamos a ver a continuación no es el caso.

El miércoles estuve un rato haciendo intentos hasta que al final conseguí sacar una captura del SPY justo en 394 puntos. Se lo resalto debajo con un ovalo amarillo.

Se puede ver que hay marcada una compra (azul) de la CALL 392 y una venta (rojo) de la CALL 396. Es decir, es un spread bien centrado. Es de ancho 4 (396-392) y si no existiera el skew entonces costaría 2 puntos justos.

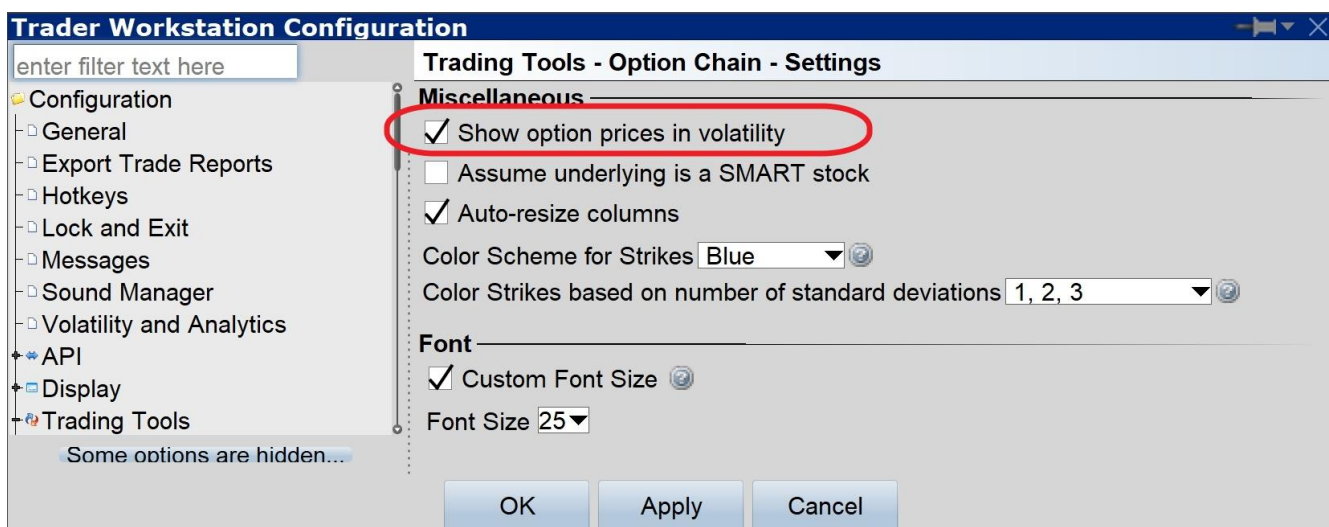
SPY - PUT/CALLS (Side by Side) - 394.00 +0.11 (+0.03%) ?														
JUN 17 '22 JUL 15 '22 AUG 19 '22 SEP 16 '22 23 DAYS 51 DAYS 86 DAYS 114 DAYS MORE														
CALLS							PUTS							
OPTN OP...	VLM	DELTA	BID	ASK	STRIKE		OPTN OP...	VLM	DELTA	BID	ASK	STRIKE		
2.61K	3	0.677	330	29.697% x 30.264%	324		14.9K	291	-0.344	348	30.052% x 30.159%	61		
5.30K		0.665	355	29.532% x 30.045%	4		13.7K	127	-0.356	272	29.858% x 29.911%	176		
4.63K	74	0.653	30	29.658% x 29.766%	61		12.0K	668	-0.368	638	29.690% x 29.743%	363		
5.04K	34	0.640	90	29.488% x 29.595%	63		67.2K	2.06K	-0.381	45	29.576% x 29.630%	271		
5.40K	50	0.628	53	29.345% x 29.452%	93		26.4K	74	-0.394	368	29.437% x 29.516%	39		
3.91K	46	0.615	30	29.225% x 29.304%	2		15.1K	241	-0.407	475	29.284% x 29.360%	367		
7.39K	56	0.602	50	29.038% x 29.143%	189		12.8K	337	-0.420	338	29.053% x 29.154%	39		
3.64K	48	0.588	119	28.857% x 28.959%	102		12.2K	337	-0.434	852	28.822% x 28.898%	165		
8.56K	348	0.575	40	28.649% x 28.751%	114		81.0K	2.07K	-0.447	178	28.643% x 28.745%	118		
6.71K	17	0.561	485	28.468% x 28.595%	349		11.1K	1.63K	-0.461	473	28.516% x 28.592%	228		
8.09K	314	0.547	137	28.338% x 28.440%	277		14.0K	571	-0.475	160	28.388% x 28.489%	75		
8.13K	642	0.533	174	28.182% x 28.284%	504		11.6K	772	-0.490	121	28.207% x 28.308%	40		
7.77K	348	0.518	310	28.029% x 28.105%	438		7.88K	492	-0.504	30	27.982% x 28.057%	160		
7.58K	613	0.504	75	27.829% x 27.930%	187		30.0K	494	-0.519	22	27.782% x 27.882%	134		
6.45K	264	0.489	346	27.652% x 27.727%	528		6.65K	240	-0.534	186	27.607% x 27.708%	63		
7.14K	259	0.474	62	27.475% x 27.550%	182		17.4K	153	-0.548	82	27.484% x 27.584%	63		
5.39K	125	0.459	133	27.347% x 27.449%	50		15.2K	250	-0.563	77	27.381% x 27.485%	97		
6.35K	193	0.444	450	27.167% x 27.270%	551		10.2K	142	-0.578	293	27.130% x 27.260%	31		
18.8K	1.76K	0.429	285	26.989% x 27.092%	482	C 400	81.7K	353	-0.593	36	26.931% x 27.035%	71		
10.3K	310	0.414	203	26.760% x 26.864%	90		6.91K	228	-0.608	206	26.733% x 26.837%	121		
6.42K	346	0.398	149	26.636% x 26.713%	129		6.74K	13	-0.623	13	26.536% x 26.975%	59		

Strategy Builder										Strategies
ACTN	RT	LST TRD DAY	STRIKE	TYP	DELTA	THETA	BID/ASK	SIZE		
*Leg 1	Buy	1 JUN 17 '22	392	...	0.547	-0.249	12.34x12.38	137x277		
*Leg 2	Sell	1 JUN 17 '22	396	...	0.489	-0.243	10.11x10.16	346x528		
Jun 392/396 Bull Call					0.058	-0.006	2.20x2.26	23x40		

Prohibida su distribución. La inversión en bolsa tiene riesgo. Utilice siempre Stop-Loss. Onda4 no se responsabiliza de las operaciones de sus seguidores. Onda4 puede utilizar este material en ofertas y/o promociones en su web.

Pero vemos más debajo de la imagen anterior, donde pone BID/ASK, que su precio es 2.20x2.26. Esto es el efecto del skew. Está más caro de lo que debería.

Si vd quiere ver los precios de las opciones en forma de volatilidad tiene que ir al recuadro gris del vencimiento y con el botón derecho seleccionar "configure option chain". Al seleccionar esta opción aparece el siguiente menú que nos permite poner los precios en forma de volatilidad:



Como yo lo tenía activado entonces la imagen de la página anterior tiene los precios en forma de volatilidad y podemos ver que la opción que compramos (la Call 392) tiene una volatilidad del 28.440% mientras la que vendemos (call 396) tiene una volatilidad del 27.652%. Es decir, lo que compramos está más caro que lo que vendemos, así que mal negocio... Eso se traduce en una subida en el precio del spread, de 2.0 (teórico) a 2.23 (real).

Evidentemente la Call 392 siempre será más cara que la Call 396, en puntos, pero en términos de volatilidad si no hubiera skew entonces cotizarían con la misma volatilidad.

Así que el BULL CALL es un spread muy interesante para ponerse alcista pero no es una posición intrínsecamente eficiente.

De hecho, si el spread está centrado y asumimos una probabilidad del 50% de que el mercado suba o baje entonces la expectativa de esta operación es negativa:

$$\text{Expectativa} = 0.5 \times 1.77 - 0.5 \times 2.23 = -0.23$$

Donde lo único que he hecho ha sido multiplicar el resultado de la ganancia (o pérdida) por su probabilidad, y sumarlo para calcular la expectativa. Es una expectativa de perder 23 céntimos por cada dólar que se arriesga. El culpable de la expectativa negativa es el Skew. Sin embargo, en los índices merece más la pena estar alcistas que bajistas debido a su sesgo alcista de largo plazo.

De igual forma, podemos ver que si hacemos un spread bajista centrado con PUTS la expectativa es positiva. Aquí tenemos uno de ejemplo:

SPY - PUT/CALLS (Side by Side)														
395.95 +2.06 (+0.52%)														
JUN 17 '22 JUL 15 '22 AUG 19 '22 SEP 16 '22 MORE														
TABBED VIEW PUT/CALL All STRIKES SMART SPY 100														
CALLS							PUTS							
OPTN OP...	VLM	DELTA	BID SIZE	BIDx ASK	ASK ...	STRIKE	OPTN OP...	VLM	DELTA	BID SIZE	BIDx ASK	ASK ...	IV: 27.9%	
60	0.641	105	16.56x16.62	84	387		289	-0.381	432	8.13x8.16	1,097			
41	0.628	23	15.89x15.96	47	388		806	-0.394	343	8.48x8.51	293			
48	0.614	24	15.25x15.30	60	389		492	-0.407	1,588	8.84x8.87	379			
1.58K	0.601	63	14.59x14.66	95	390		3.49K	-0.421	573	9.21x9.25	420			
176	0.588	32	13.97x14.02	81	391		2.08K	-0.434	739	9.60x9.64	356			
8.09K	0.574	193	13.34x13.40	113	392		1.12K	-0.448	617	10.00x10.04	440			
941	0.560	312	12.74x12.80	172	393		1.77K	-0.462	270	10.42x10.46	387			
540	0.546	32	12.16x12.20	205	394		1.31K	-0.477	306	10.84x10.89	221			
1.54K	0.532	296	11.57x11.62	388	395		1.56K	-0.491	433	11.28x11.33	206			
6.45K	1.21K	0.517	11.01x11.06	268	396		1.10K	-0.506	289	11.74x11.79	213			
727	0.502	455	10.46x10.51	189	397		1.05K	-0.521	508	12.22x12.26	721			
515	0.487	406	9.93x9.98	467	398		541	-0.535	333	12.70x12.75	411			
790	0.472	333	9.41x9.46	377	399		200	-0.550	113	13.20x13.26	130			
3.74K	0.457	1,222	8.91x8.96	410	400		564	-0.566	113	13.72x13.78	226			
412	0.442	690	8.42x8.47	319	401		372	-0.580	50	14.26x14.31	63			
547	0.427	308	7.95x8.00	440	402		192	-0.595	81	14.80x14.86	86			
508	0.411	139	7.50x7.52	31	403		128	-0.611	60	15.36x15.42	92			
5.30K	946	0.396	7.06x7.10	542	404		4.70K	-0.626	1,284	15.91x16.08	456			
15.3K	1.84K	0.381	6.64x6.68	516	405		19.8K	-0.641	404	16.51x16.68	619			
6.58K	286	0.366	6.23x6.26	497	406		5.61K	-0.656	1,428	17.06x17.34	1			
7.31K	441	0.351	5.84x5.88	620	407		7.13K	-0.670	955	17.68x17.98	1,655			

Strategy Builder								Strategies	
ACTN	RT	LST TRD DAY	STRIKE	TYP	DELTA	THETA	BID/ASK	SIZE	
* Leg 1	Sell	1 JUN 17 '22	394	Put	-0.477	-0.234	10.84x10.89	306x221	
* Leg 2	Buy	1 JUN 17 '22	398	Put	-0.535	-0.226	12.70x12.75	333x411	
Jun 398/394 Bear Put					-0.059	0.009	1.83x1.90	59x25	

Prohibida su distribución. La inversión en bolsa tiene riesgo. Utilice siempre Stop-Loss. Onda4 no se responsabiliza de las operaciones de sus seguidores. Onda4 puede utilizar este material en ofertas y/o promociones en su web.

Fíjese que con el SPY casi a 396 si compramos el PUT spread 394/398 que en teoría debería costarnos 2 puntos pues nos cuesta alrededor de 1.86, arrojando así una expectativa positiva. Pero claro, uno no puede hacer PUT debit spreads por costumbre (aunque sean operaciones eficientes) para estar bajista en un mercado que a largo plazo es alcista.

Si uno tenía bastante complicación con entender las letras griegas de las opciones (vega, gamma, delta...) resulta que también debería prestar atención al skew pues afecta mucho a los resultados. Como hemos visto hoy no existe una estrategia que sea claramente mejor que las otras, ya que cada una tiene sus ventajas y sus inconvenientes, y estos inconvenientes pueden venir de cualquier parte, y no solamente de las letras griegas.

Hay estrategias que operan el skew pero como acabamos de ver hay existen otras variables involucradas que pueden pesar mucho más que el skew (como acabo de mencionar respecto a la tendencia de los mercados) así que uno puede ir a buscar un beneficio de 50 dólares de skew y perder 500 por delta, la gamma o la vega...

Así que lo importante es que vd se dé cuenta que el skew empeora los Call Spreads a débito (o los PUT spreads a crédito) y mejora los PUT spreads a débito (o los CALL spreads a crédito). Pero eso no quiere decir que no queramos hacer Call Spreads a débito que tienen otras características que los hacen ideales, como la posibilidad de llevarnos el 100% de la ganancia incluso si el mercado subyacente sube muy poco; y todo con un riesgo muy reducido.

Así que a modo de resumen diré que si uno entiende los pros y contras del Call Debit Spread entonces puede aprovechar esta herramienta, que es muy apropiada para ponerse alcista con un riesgo muy controlado.