От рубля добра не ищут

16.02.2009

Алексей Берзин

В этом выпуске:

Фьючерсы: базис ближнего контракта 1

Фьючерсы: динамика объемов торгов, цен закрытия и открытого интереса 2

Фьючерсы: историческая и подразумеваемая волатильность 4

Опционы: объем торгов по сериям 5

Опционы: динамика премий 5

Опционы: профиль открытого интереса по страйкам 7

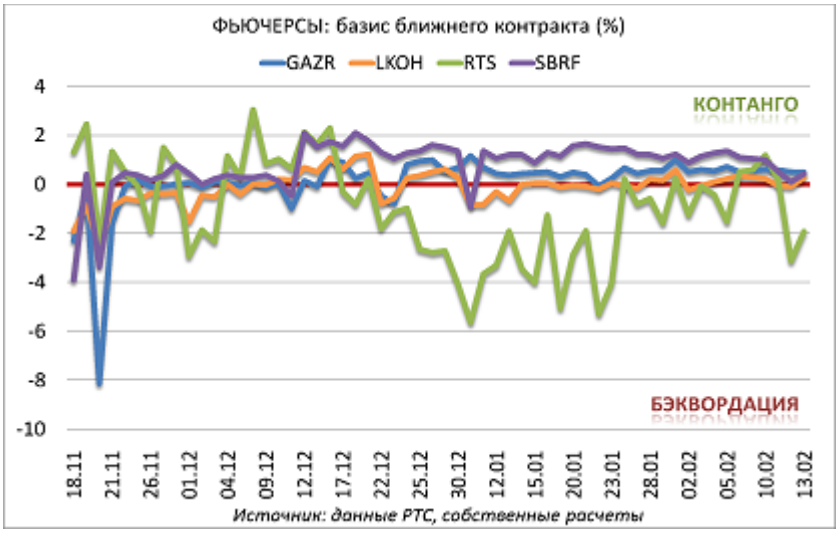
Опционы: соотношение опционов PUT и CALL 9

Термины и методика расчетов 10

Основные темы недели: рубль крепнет; игроки возвращаются в контракты на индекс РТС; завершение операции «золото»; снижение опционных премий и приближение экспирации возвращают к жизни ликвидность на опционных деска; крупный покупатель CALL в серии Сбербанка частично зафиксировал прибыль.

Фьючерсы: базис ближнего контракта

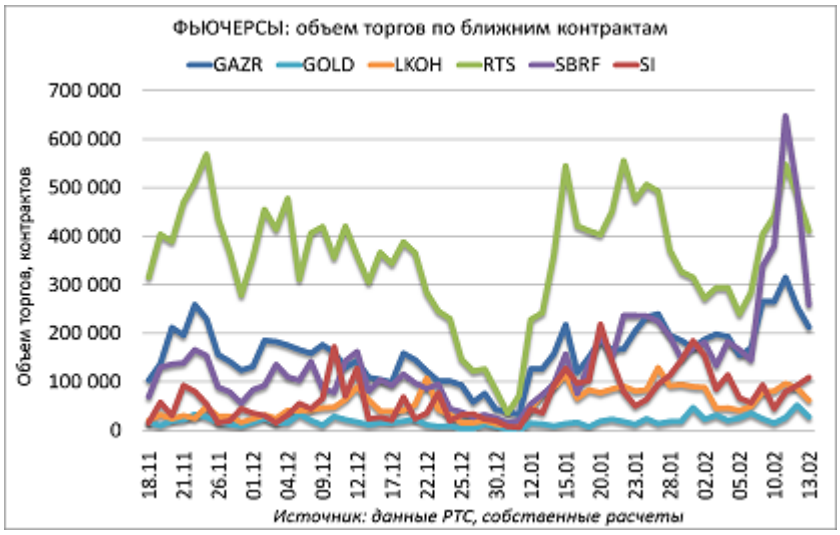
На диаграмме представлена динамика базиса четырех наиболее ликвидных фьючерсных контрактов. Положительные значения соответствуют ситуации контанго, отрицательные – бэквордации.



На минувшей неделе сохранял небольшие значения контанго фьючерс Газпром, снизился к нулевой отметке базиса фьючерс Сбербанка, в той же зоне около нуля по-прежнему торговался фьючерс Лукойл. Фьючерс на индекс РТС начиная с предыдущей пятницы выдержал четыре закрытия выше нулевых значений базиса, но уже к четвергу вновь вернулся в зону бэквордации.

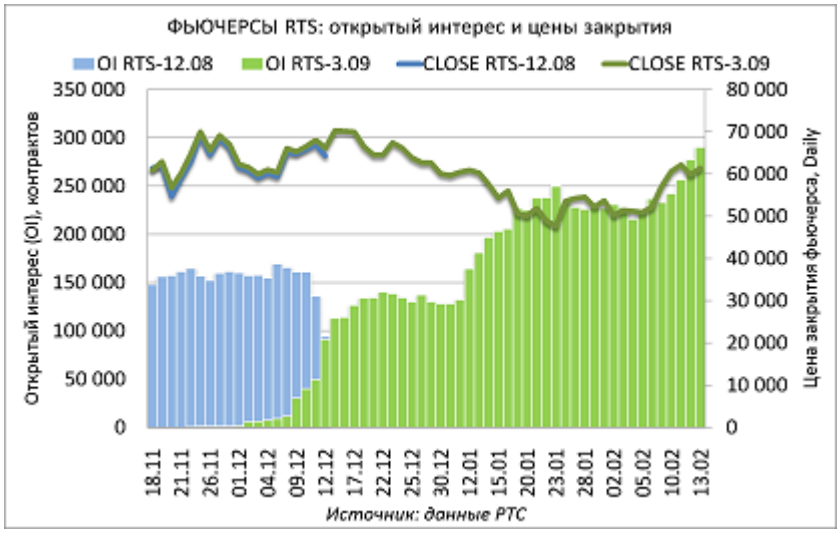
На фоне существенного укрепления рубля в конце прошлой недели бэквордация фьючерса РТС выглядит несколько нелогичной, но похоже для базиса большее значение имеет сам факт значимого изменения валютного курса рубля, а не его направление. Рассматривая далее динамику объема торгов и открытого интереса, можно предположить, что с укреплением рубля мы отчасти наблюдаем возврат капиталов: от наиболее ликвидных контрактов, котирующихся в рублях обратно в контракт на индекс РТС. Но, на наш взгляд, рассматривать их как равноправные альтернативы пока рано: для этого необходим стабильный валютный курс рубля, а любая его динамика затрудняет принятие торговых решений по инструментам на индекс РТС, котировки которых привязаны к доллару США.

Фьючерсы: динамика объемов торгов, цен закрытия и открытого интереса



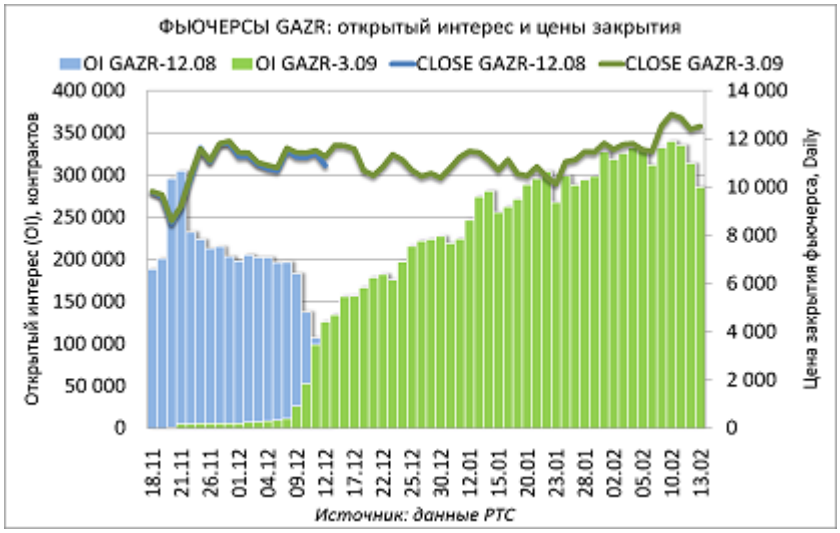
Торги по наиболее ликвидным фьючерсам на прошлой неделе были весьма динамичны. Новые трехмесячные максимумы по объему торгов показали фьючерсы на индекс РТС, Сбербанк, Газпром и фьючерс на золото: у всех пик объемов пришелся на четверг, день максимального укрепления рубля относительно доллара США. Характерно, что сам контракт на доллар США не продемонстрировал рекордных оборотов в эти дни.

Ниже на диаграммах представлена динамика фьючерсных контрактов: цены закрытия и открытый интерес.



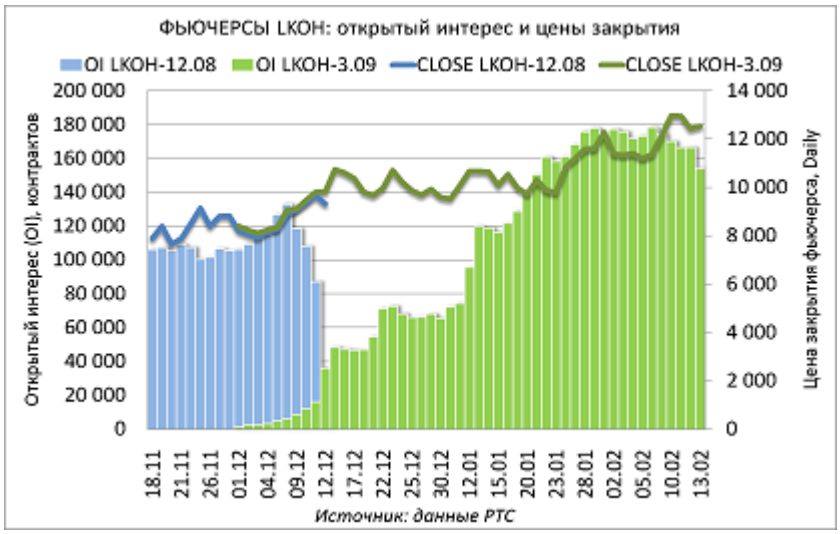
Рост котировок на фоне больших объемов торгов сформировал новый трехмесячный максимум открытого интереса по контракту на индекс РТС, демонстрируя ожидания новых участников торгов: на продолжение роста с одной стороны этих сделок и на завершение коррекции с другой.

Исторический максимум OI: 565,808 09.09.2008 RTS-9.08



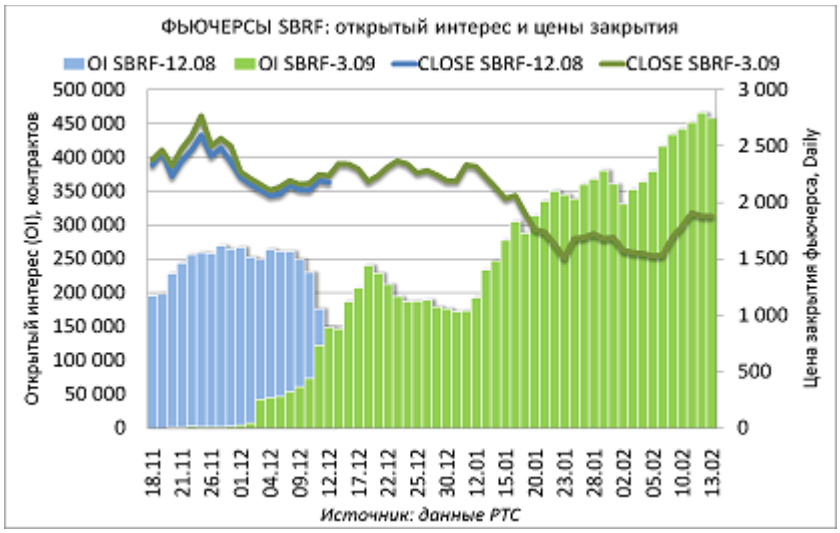
Высокие обороты на торгах фьючерсом на акции Газпром отражают иной расклад: зафиксировав к среде окончание краткосрочного роста котировок, часть игроков решила выйти из позиций в конце недели.

Исторический максимум OI: 697,316 27.08.2008 GAZR-9.08



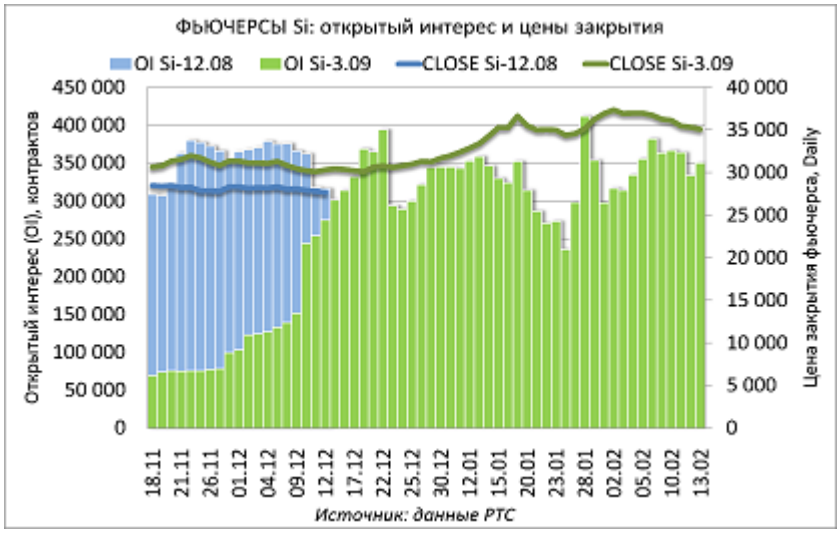
Похожая ситуация сложилась на торгах фьючерсом на акции Лукойл: динамика котировок иссякла к середине недели и в последние торговые дни часть игроков закрывала свои позиции.

Исторический максимум OI: 369,922 10.09.2008 LKOH-9.08



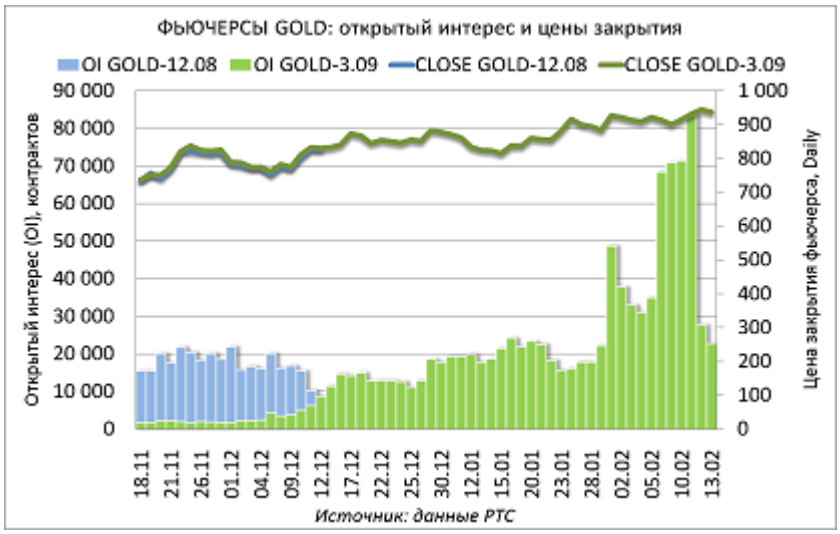
Совсем иная динамика сложилась на торгах фьючерсом на акции Сбербанка: рост котировок хотя и остановился к среде, но высокие объемы торгов сформировали новый трехмесячный максимум открытого интереса. Судя по всему участники настроены решительно и «требуют продолжения банкета». Кроме того, необходимо учитывать высокую активность в эти дни на опционном деске этой серии в опционах CALL 1500 страйка.

Исторический максимум OI: 855,728 04.08.2008 SBRF-9.08



Торги фьючерсом на доллар США на прошлой неделе проходили на удивление спокойно: укрепление рубля шло плавно, без резких движений в динамике торгов и открытого интереса.

Исторический максимум OI: 609,918 02.07.2008 Si-9.08



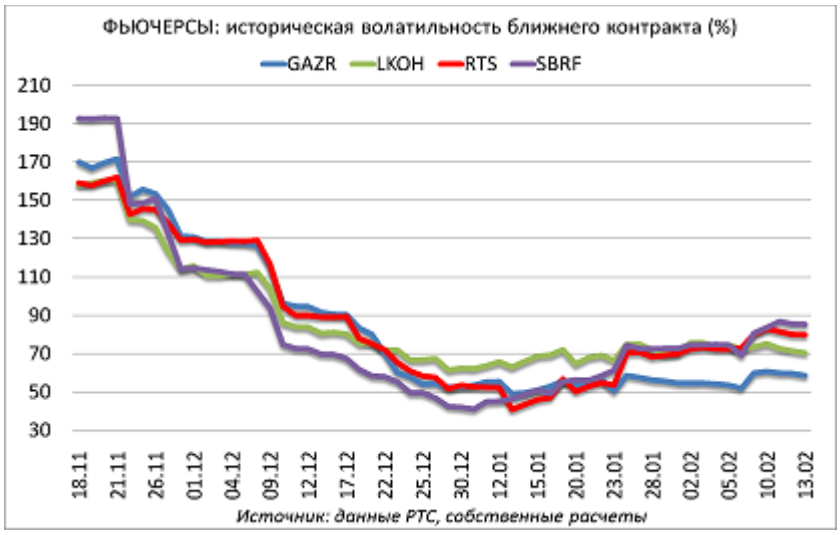
Динамика торгов фьючерса на золото на прошлой неделе была полна неожиданностей: новый трехмесячный максимум открытого интереса к среде, новый максимум по объему торгов в четверг (день максимального укрепления курса рубля) и крупное закрытие позиций.

Исторический максимум OI: 157,896 23.06.2008 GOLD-9.08

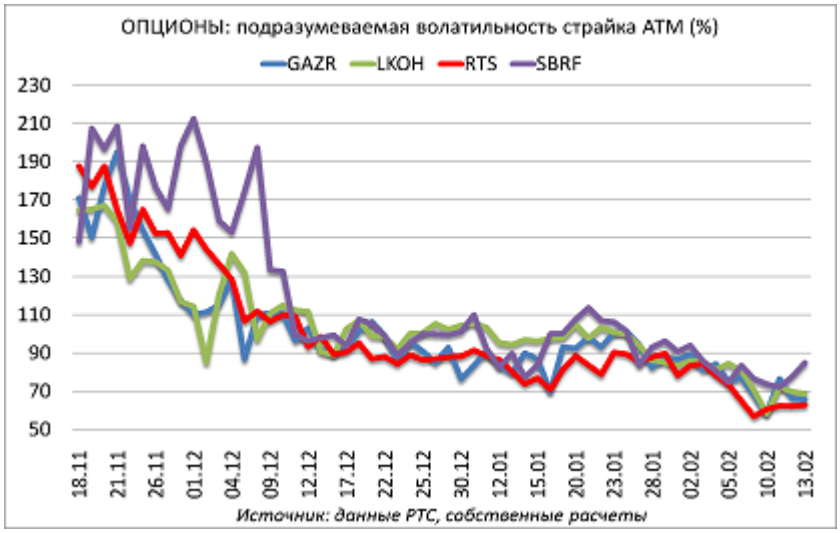
Приглашаем читателей обзора к обсуждению этого феномена на нашем форуме - на что больше похож профиль торгов контрактом на золото за последние две недели: продуманный хедж, крупная спекуляция или рядовая паника?

Фьючерсы: историческая и подразумеваемая волатильность

Ниже на рисунках представлено сравнение исторической (HV) и подразумеваемой (IV) волатильности по четырем наиболее ликвидным фьючерсным контрактам FORTS.



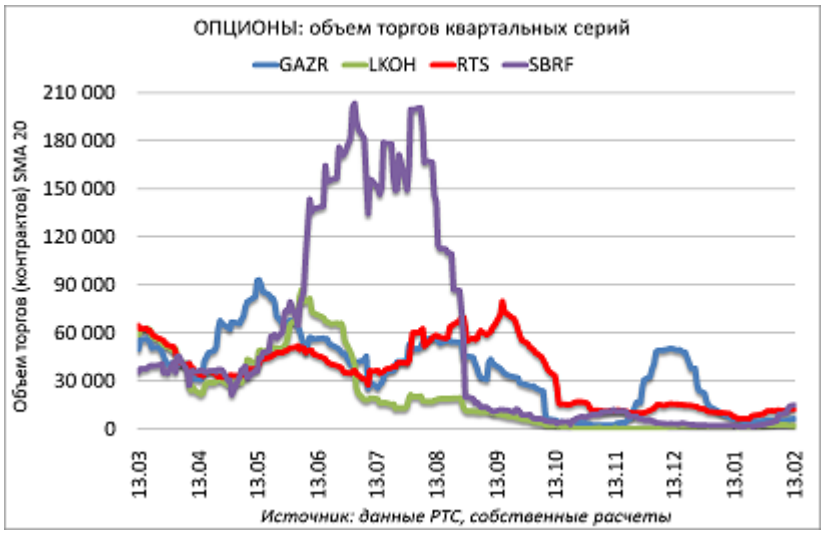
Значения 20-дневной исторической волатильности на прошлой неделе немного подросли по всем рассматриваемым контрактам за исключением фьючерса на акции Лукойл, чья историческая волатильность оставалась стабильной. В ретроспективе значения по-прежнему остаются достаточно высокими: сохраняющаяся неопределенность на рынках поддерживает высокую волатильность.



Вместе с тем, в понедельник и вторник прошлой недели были достигнуты новые трехмесячные минимумы подразумеваемой волатильности. Центральный страйк ATM в трех рассматриваемых сериях - индекс РТС, Газпром и Лукойл – непродолжительное время торговался на уровне ниже 60%! За исключением серии Сбербанка новый диапазон подразумеваемой волатильности рассматриваемых серий на минувшей неделе: 60-70%

Опционы: объем торгов по сериям

Объемы торгов (контрактов) рассчитаны по квартальным сериям опционов наиболее ликвидных фьючерсов в виде 20-дневной скользящей средней.

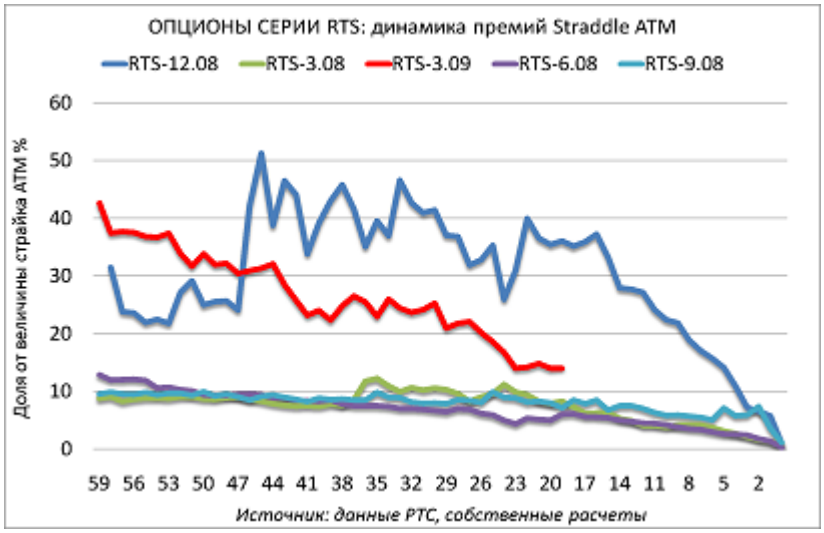


За минувшую неделю отмечалась оживление на деска опционных серий индекса РТС, Газпрома и Сбербанка. Но в целом объемы торгов сохраняются вблизи своих минимальных значений за последний год, что следует учитывать при оценке традиционных индикаторов опционного рынка, представленных ниже.

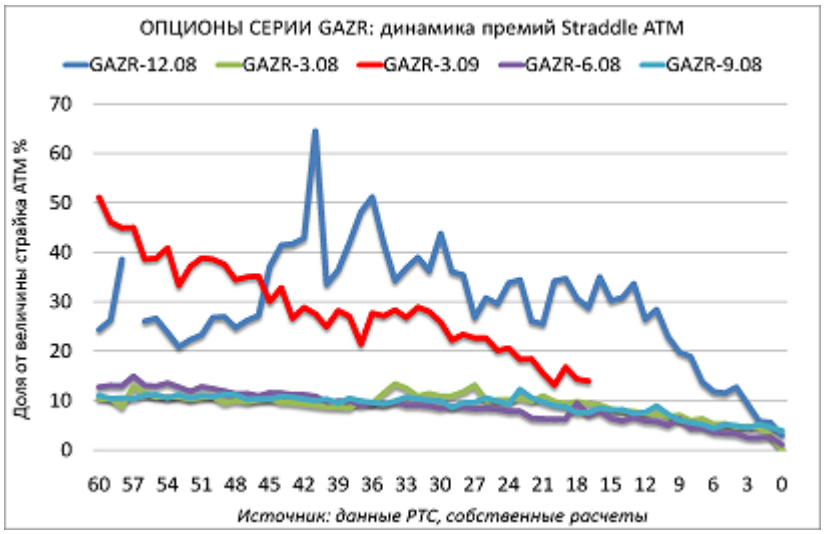
Опционы: динамика премий

Ниже мы предлагаем оценить динамику опционных премий, поскольку динамика подразумеваемой волатильности (IV) не всегда наглядно отражает эту величину. Для этого мы использовали цены закрытия опционов центрального (ATM) страйка. Поскольку страйк ATM при движении базисного актива изменяется дискретно, для расчета и анализа величины опционных премий логично использовать сумму премий опционов PUT и CALL (Straddle ATM), а не премии каждого типа опционов в отдельности. Премия опциона CALL, например, может резко измениться только за счет смены точки отсчета - центрального страйка - по мере движения базисного актива, в то время как сумма премий PUT и CALL не подвержена таким искажениям.

Чтобы корректно сравнить величины опционных премий, в том числе между разными сериями, мы нормировали их на величину текущего (на каждый день) страйка ATM. Вот почему сумма премий Straddle ATM обозначена на наших графиках в виде % от страйка ATM. По оси времени отложено число торговых дней, оставшихся до экспирации опционов. Давайте посмотрим, что из этого получилось.



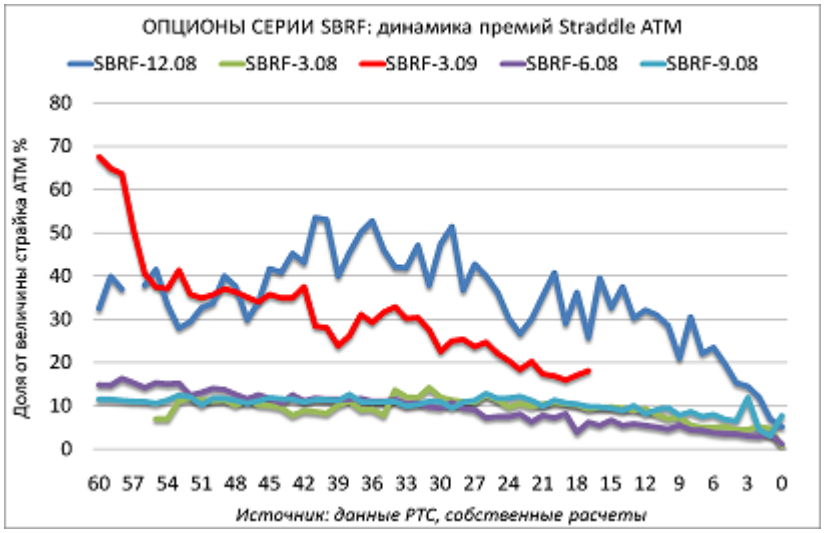
Продолжают радовать своей динамикой значения премий Straddle ATM опционной серии индекса РТС, которые за минувшую неделю торговались уже на уровне 15% от величины центрального страйка.



Также в диапазоне около 15% от страйка АТМ торговались премии центрального Straddle опционной серии Газпром. Кроме того, ликвидность понемногу возвращается на опционный деск.



Премии центрального Straddle опционной серии Лукойл к концу прошлой недели также обживали новый уровень 15% от страйка АТМ, но ликвидность серии по-прежнему оставляет желать лучшего.



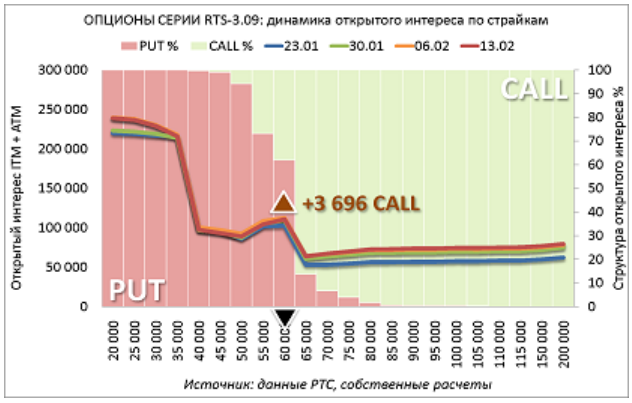
Следует отметить, что на опционном деске серии Сбербанка гиперактивность за последние недели сосредоточена в единственном страйке: опционах CALL 1500. В остальном серия по-прежнему малоликвидна, а уровень премий Straddle ATM с трудом опускается ниже 20% центрального страйка.

Итак, снижение премий опционных серий до адекватных уровней и возвращение ликвидности дают все больше шансов на то, что последние недели до истечения мартовской серии позволят игрокам вернуться к традиционному арсеналу торговых стратегий. Вместе с тем, предостережение остается в силе: с учетом сохраняющейся неопределенности на рынке и текущей невысокой ликвидности в опционном деске реализация торговой стратегии может оказаться гораздо сложнее, чем кажется на первый взгляд.

Опционы: профиль открытого интереса по страйкам

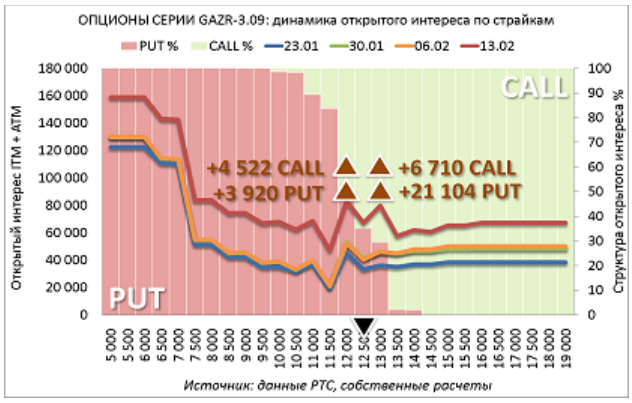
Оценить и наглядно представить динамику открытого интереса по страйкам в течение жизни серии опционов – непростая задача. Протестировав различные варианты, мы предлагаем использовать профиль открытого интереса. Для каждого страйка опционной серии профиль представляет собой сумму всех длинных и коротких позиций (OI) опционов PUT и CALL со статусом ATM и ITM. Другими словами это сумма опционных позиций к исполнению в случае экспирации на данном страйке сегодня. Принято считать, что базисный актив склонен «убегать» от высоких к низким значениям профиля, или, по крайней мере, с трудом преодолевает препятствия в виде высоких значений профиля («ступени»), поскольку при экспирации доля опционов к исполнению стремится к минимальным значениям. Внизу на шкале страйков черной меткой отмечен страйк ATM на закрытие основной сессии последнего торгового дня. На заднем фоне по правой шкале отображена структура OI профиля на каждом страйке: соотношение опционов PUT и CALL. Теперь давайте посмотрим, что из этого получилось.

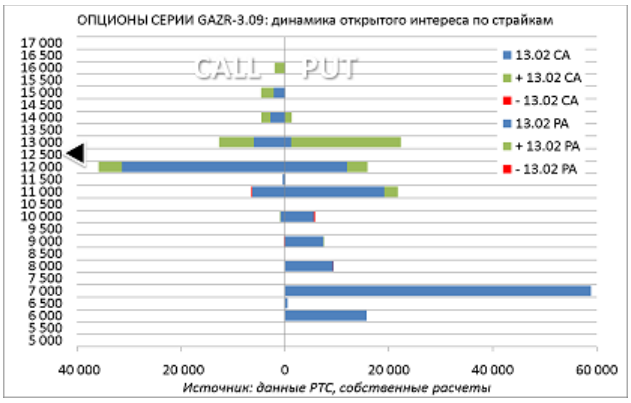
Дополнительный профиль открытого интереса опционных серий (горизонтальные гистограммы в правой колонке) выполняет свою задачу: более наглядно представить динамику последней недели торгов. Трактуются его значения очень просто: открытый интерес по опционам CALL откладывается влево, по опционам PUT вправо от вертикальной оси. При этом синий бар плюс зеленый соответствуют текущим значениям в случае роста открытого интереса (зеленый отражает величину приращения), и синий бар в случае снижения OI (красный бар отражает величину снижения) или при отсутствии динамики относительно закрытия предыдущей недели.



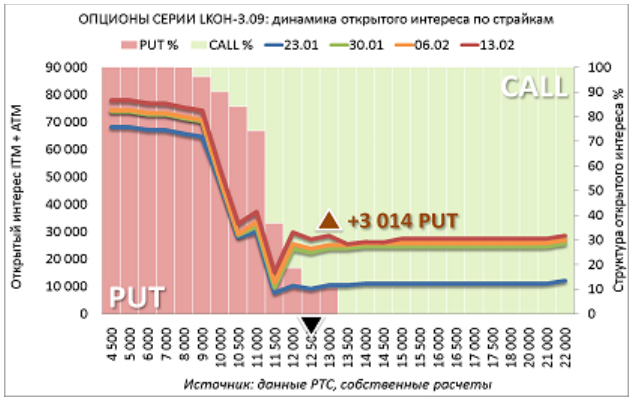


Минувшая неделя не принесла существенных изменений в профиль открытого интереса опционной серии РТС. Здесь единственным значимым событием можно считать прирост открытого интереса +3,696 опционов CALL в 60,000 страйке. На текущий момент профиль располагает к росту базисного актива: минимальные значения совокупного OI находятся в 65,000 страйке.



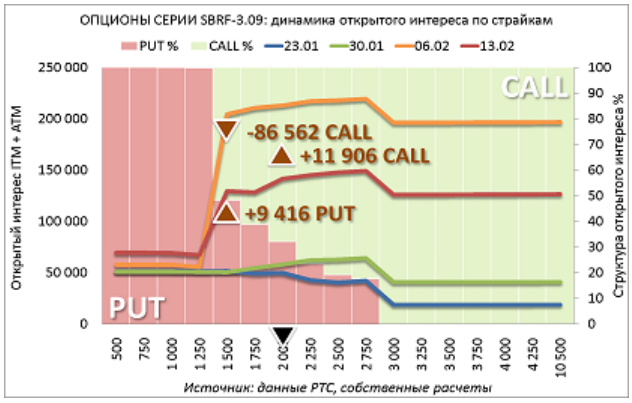


На прошлой неделе относительно бойко нашла торговля на опционном деске серии Газпром. Наибольший прирост открытого интереса зафиксирован в двух центральных страйках: 12,000 и 13,000 со стороны PUT и CALL. Такие равносторонние сделки по центральным страйкам могут принадлежать профессионалам – опционным арбитражерам, открывающим синтетические позиции.





В опционной серии Лукойл ликвидность остается весьма невысокой и рост открытого интереса в страйке 13,000 в объеме +3,014 опционов PUT стал единственным заметным событием.





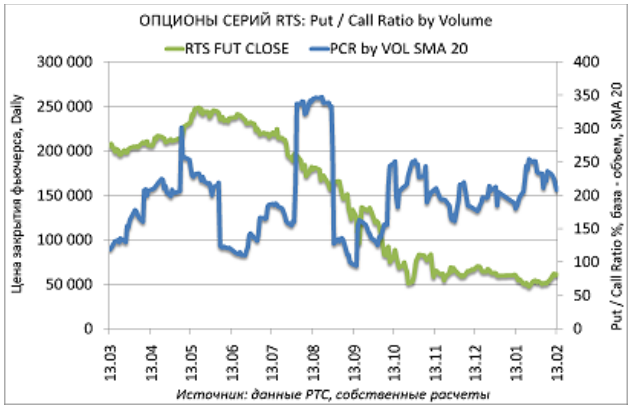
Интрига в опционной серии Сбербанка получила неожиданное развитие. Напомним, что в четверг 5 февраля на +152,596 контрактов CALL вырос за один день открытый интерес в центральном страйке 1500. На прошлой неделе опционы оказались хорошо в деньгах (ITM) и часть из них, судя по сокращению открытого интереса и обороту торгов, была продана: - 86,562 CALL в страйке 1500. Оценивая опционы 1500 CALL по средневзвешенным ценам в дни максимального оборота можно оценить прибыль по этой части сделки для покупателя на уровне 100%.

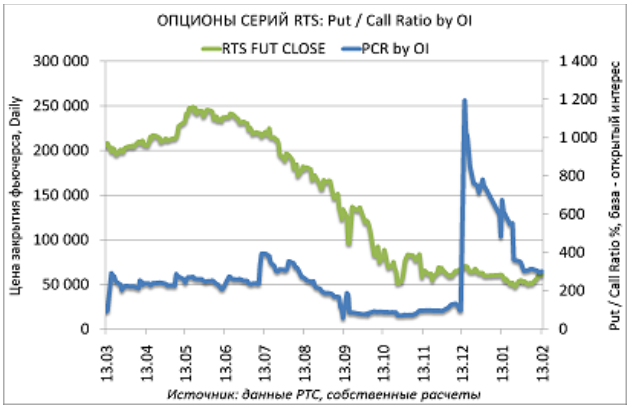
Еще раз хотим предупредить желающих рассматривать подобные крупные сделки на опционных деска в качестве торговых сигналов: в начале серьезного медвежьего тренда летом 2008 года мы видели столь же невероятные по объемам сделки в опционах CALL в ведущих опционных сериях. Можно только догадываться о причинах, лежащих в основе каждой такой сделки, но в любом случае это прежде всего персональный торговый план участников сделки, а не торговые сигналы рынку.

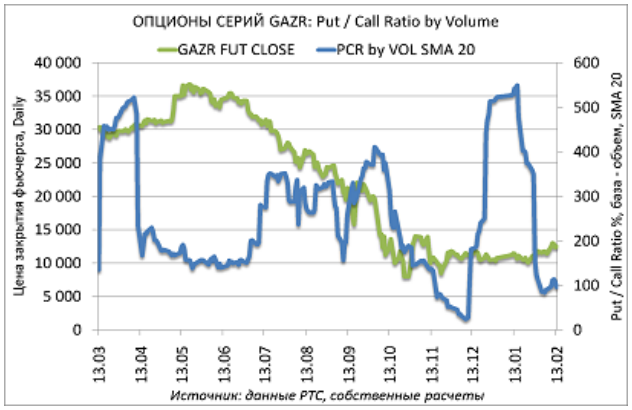
Опционы: соотношение опционов PUT и CALL

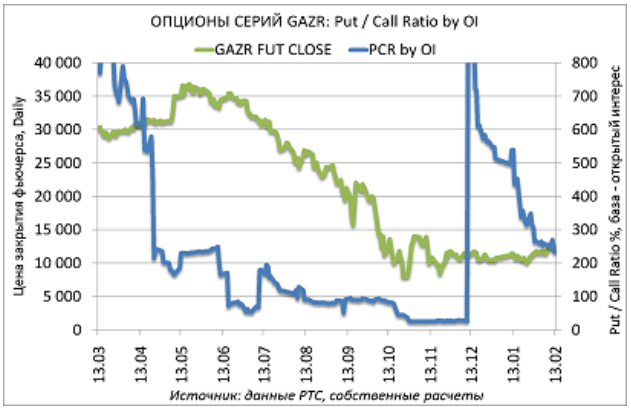
В нашем обзоре мы представляем соотношения опционов PUT и CALL (PUT CALL Ratio, PCR) по сериям четырех наиболее ликвидных фьючерсных контрактов (РТС, Газпром, Лукойл, Сбербанк) в двух традиционных форматах: PCR by Volume (база для расчета – дневной объем торгов) и PCR by OI (база для расчета – текущее значения открытого интереса). Мы приводим их в обзоре, поскольку они широко востребованы благодаря их популяризации в литературе по торговле опционами.

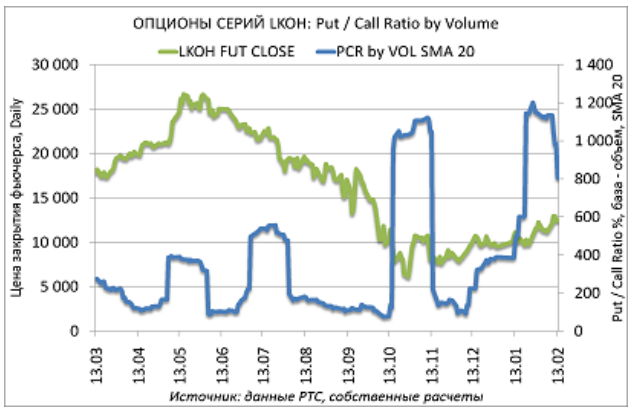
По нашему мнению на текущий момент эти индикаторы не выполняют своей прогностической задачи на рынке FORTS по двум причинам. Первая – это весьма низкий объем торгов в опционных сериях, о чем мы писали выше. Вторая причина – инфраструктурная: основные обороты в сегментах опционов, фьючерсов и наличного актива на российских биржах приходятся на разные группы участников торгов, когда срочный рынок скорее выполняет роль площадки для агрессивных спекуляций, чем для хеджирования инвестиционных портфелей. Вот почему индикаторы опционных серий не могут служить надежным инструментом для оценки динамики наличных активов.

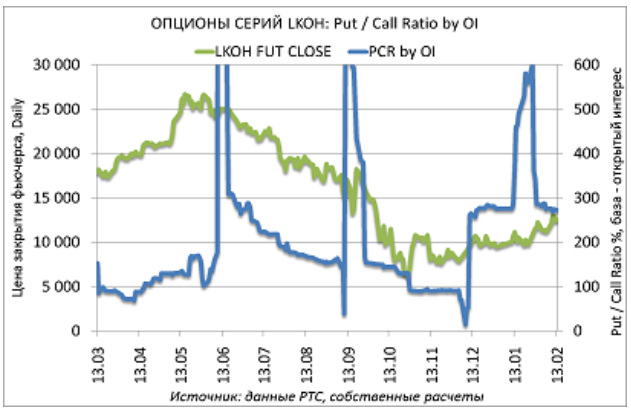


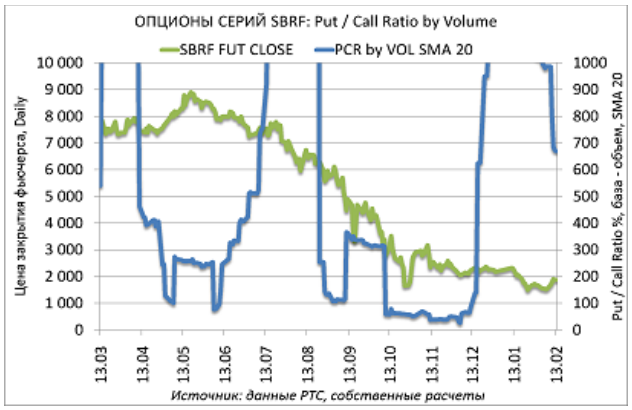


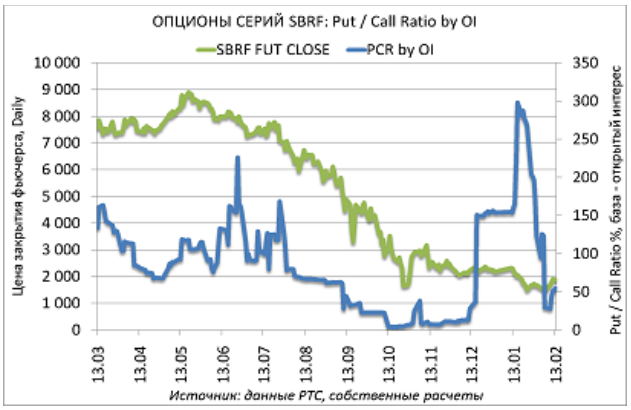












Термины и методика расчетов

Базис (Basis) - разница между фьючерсной и наличной ценами актива. Положительные значения (фьючерсная цена выше наличной цены) соответствуют ситуации *контанго*, отрицательные – *бэквордации*.

Цена закрытия (Close Price) – если не указано иное: цена последней сделки на закрытие дневной торговой сессии FORTS в 17:45 МСК.

Открытый интерес (Open Interest, OI) - общая сумма текущих открытых длинных и коротких позиций по срочным контрактам.

Историческая волатильность (Historical Volatility, HV) – фактическая волатильность базисного актива, рассчитанная по его историческим ценам. Здесь HV = СТАНДОТКЛОНП (ДИАПАЗОН 20 ДНЕЙ) * КОРЕНЬ (250 / 1), где каждое значение в диапазоне = LN ($CLOSE^{0}$ / $CLOSE^{-1}$) - натуральный логарифм цен закрытия фьючерсных контрактов.

Подразумеваемая волатильность (Implied Volatility, IV) – ожидаемая волатильность базисного актива, рассчитанная по ценам опционов на этот актив. Здесь IV рассчитана по ценам закрытия опционов центрального (ATM) страйка и базисного актива.

Straddle (Стрэддл) - комбинация двух длинных или двух коротких позиций: опциона PUT и опциона CALL с одинаковой ценой исполнения и датой истечения контрактов. Здесь: использованы цены закрытия опционов центрального (ATM) страйка. Поскольку страйк ATM при движении базисного актива изменяется дискретно, для расчета и анализа величины опционных премий логичнее использовать сумму премий опционов PUT и CALL центрального страйка *(Straddle ATM)*, а не премии каждого типа опционов в отдельности.

ATM, ITM, OTM – статус страйка (цены исполнения) опциона, относительно текущей цены базисного актива. *ATM (At The Money или «на деньгах»)* – наиболее близкий к текущей цене базового актива. *ITM (In The Money или «в деньгах»)* – страйк ниже (выше) цены базисного актива для опционов CALL (PUT). *OTM (Out The Money или «без денег»)* – страйк выше (ниже) цены базисного актива для опционов CALL (PUT).

PUT CALL Ratio (PCR) – отношение общего числа опционов PUT к общему числу опционов CALL в конкретной серии. Рассчитывается в двух форматах: на основе объема торгов (PCR by Volume) и на основе открытых позиций (PCR by OI). В общем случае отражает мнение опционного рынка относительно перспектив движения базисного актива.

Профиль открытого интереса – сумма всех длинных и коротких позиций опционов PUT и CALL со статусом ATM и ITM для каждого страйка данной опционной серии. Иначе сумма опционных позиций к исполнению в случае экспирации на данном страйке. Принято считать, что базисный актив склонен «убегать» от высоких к низким значениям профиля, или, по крайней мере, с трудом преодолевает препятствия в виде высоких значений профиля («ступени»), поскольку при экспирации доля опционов к исполнению стремится к минимальным значениям. Внизу на шкале страйков черной меткой отмечен страйк ATM на закрытие основной сессии последнего торгового дня. На заднем фоне по правой шкале отражена структура OI каждого страйка: соотношение опционов PUT и CALL.

Синтетическая позиция (Synthetic) – комбинация из контрактов, имеющая примерно те же свойства, что и другой контракт. Например, *синтетическая базисная позиция (Synthetic Underlying)* – длинный (короткий) CALL и короткий (длинный) PUT, при этом у обоих опционов один и тот же базисный контракт, цена исполнения и дата экспирации.

Аналитическая служба ITinvest

Телефоны в Москве: (495) 933 32 32, 933 32 35
Бесплатный федеральный номер: 8 800 200 32 35

Александр Потавин
главный аналитик

Алексей Берзин
анализ срочного рынка

Сергей Егишянц
главный экономист, мировые рынки

Алексей Маликов
технический анализ

Дмитрий Солодин
ведущий аналитик, видеообзоры

Клиентский сервис

Телефоны в Москве: (495) 933 32 32, 933 32 35
Бесплатный федеральный номер: 8 800 200 32 35

Александр Кулебякин
начальник отдела

Антон Алехин

Татьяна Жук

Инвестиционная Компания «Ай Ти Инвест» (ЗАО)

125040, Москва, 3-я ул. Ямского поля, 28
(495) 933 32 32, 933 32 35
8 800 200 32 35

Электронная почта: sales@itinvest.ru
Официальный сайт: http://www.itinvest.ru

© ЗАО «Инвестиционная компания «Ай Ти Инвест» Все права защищены законодательством.
Данный обзор имеет информационное назначение и не является предложением проводить операции на рынке ценных бумаг. Информация, содержащаяся в данном обзоре, не может рассматриваться как предложение о покупке или продаже ценных бумаг. Данные, приведенные в тексте, получены из источников, которые мы считаем надежными, однако мы не утверждаем что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в вышеприведенных материалах, а также за операции с упоминающимися ценными бумагами.