Сирены, Скилла и Харибда

24.02.2009

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

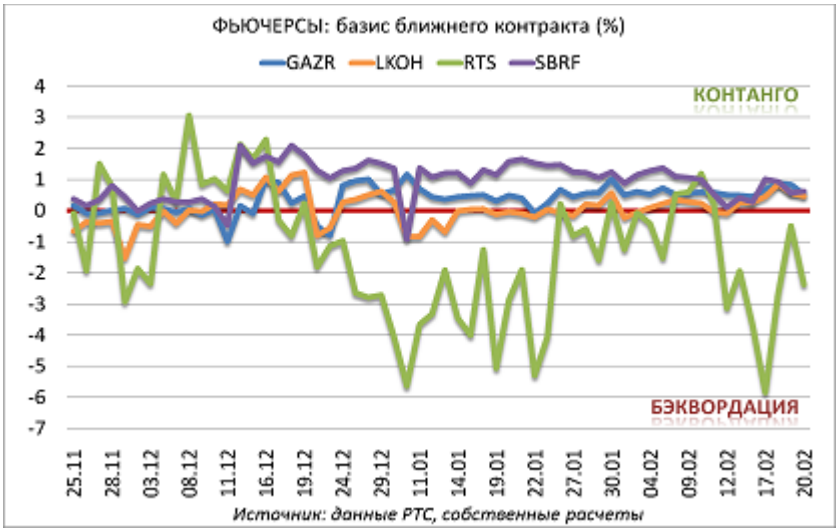
Опционы: соотношение опционов PUT и CALL 9

Термины и методика расчетов 10

Основные темы недели: роковая бэквордация фьючерса на индекс РТС; золотовалютная интрига продолжается; «кролики – это не только ценных мех», а опционный деск Сбербанка – это не только 1500 CALL: производные на акции Сбербанка становятся все горячее.

Фьючерсы: базис ближнего контракта

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



На минувшей неделе, несмотря на довольно динамичные торги, базис фьючерсов на акции Газпром, Лукойл и Сбербанк сохранял небольшие значения контанго. Между тем базис фьючерса на индекс РТС по-прежнему демонстрировал эффекты бэквордации, причем минимальное значение базиса пришлось на вторник: день наиболее сильной ценовой коррекции и одновременно максимума открытого интереса по контракту (см. далее).

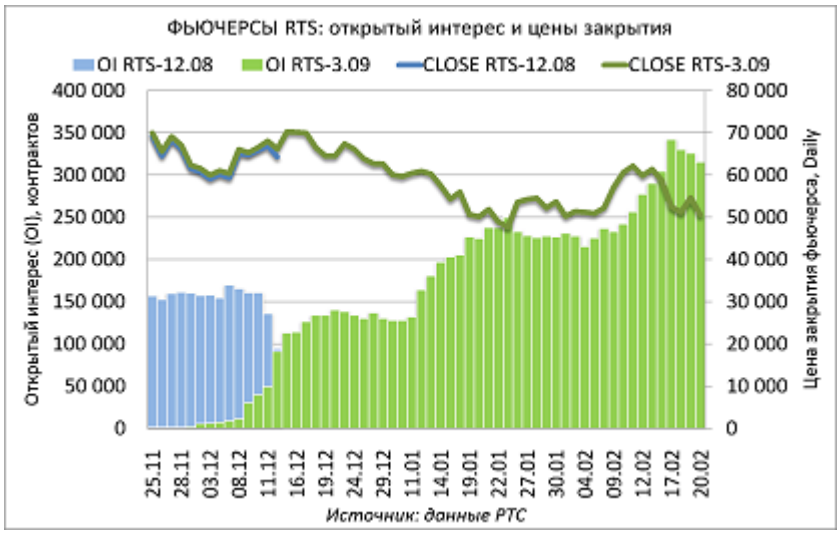
Находясь в волатильном боковике, спекулянты создают собственные сценарии выхода из него, которые и разыгрывают в итоге друг с другом – рынок же пока не готов поддержать ни один из них. Нестабильность валютного курса рубля по-прежнему затрудняет принятие торговых решений по инструментам на индекс РТС, котировки которых привязаны к доллару США. Между тем, похоже, что его бэквордация в своих экстремальных значениях обладает неудержимым и роковым, как зов сирен, обаянием для игроков. В такой ситуации проверенный способ «залить уши воском и привязать себя к мачте» будет, пожалуй, лучшей торговой идеей.

Фьючерсы: динамика объемов торгов, цен закрытия и открытого интереса



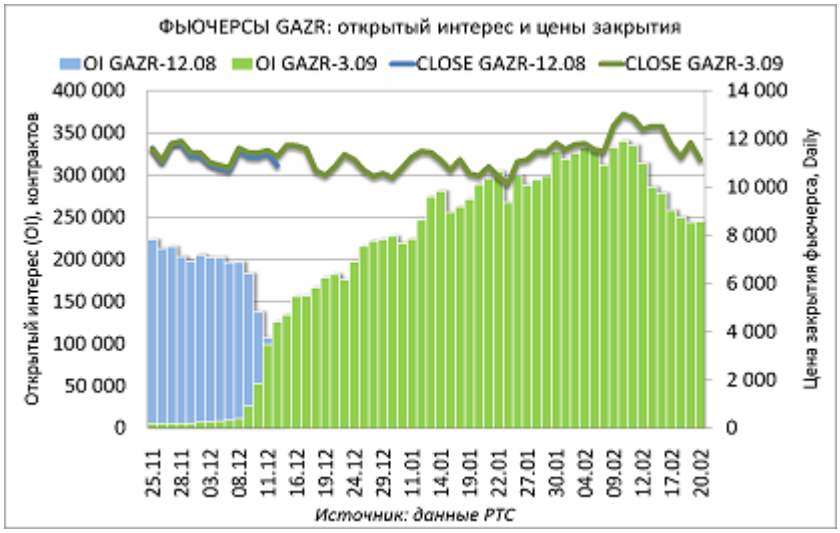
Торги по наиболее ликвидным фьючерсам на прошлой неделе сохраняли острую динамику, демонстрируя новые или приближаясь к прежним максимальным (за трехмесячный период) значениям по объему торгов. Пик объемов торгов по всем контрактам пришелся на среду, 18 февраля.

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



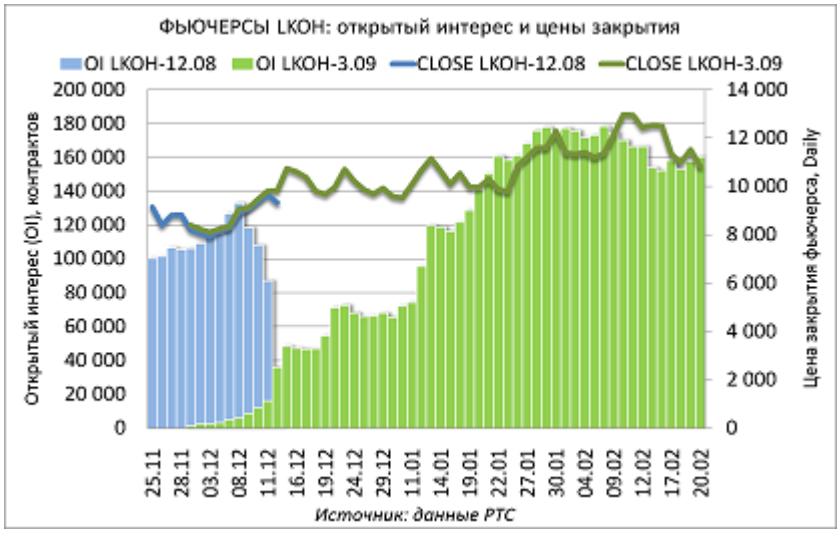
Резкий возврат котировок к прежним уровням на фоне больших объемов торгов сформировал новый трехмесячный максимум открытого интереса по контракту на индекс РТС. Можно списать часть роста OI на хеджирование инвестиционных портфелей на споте, если заставить себя поверить, что такие портфели где-то все еще существуют, а у инвесторов еще остались ресурсы на хедж.

Исторический максимум OI: 565,808 09.09.2008 RTS-9.08



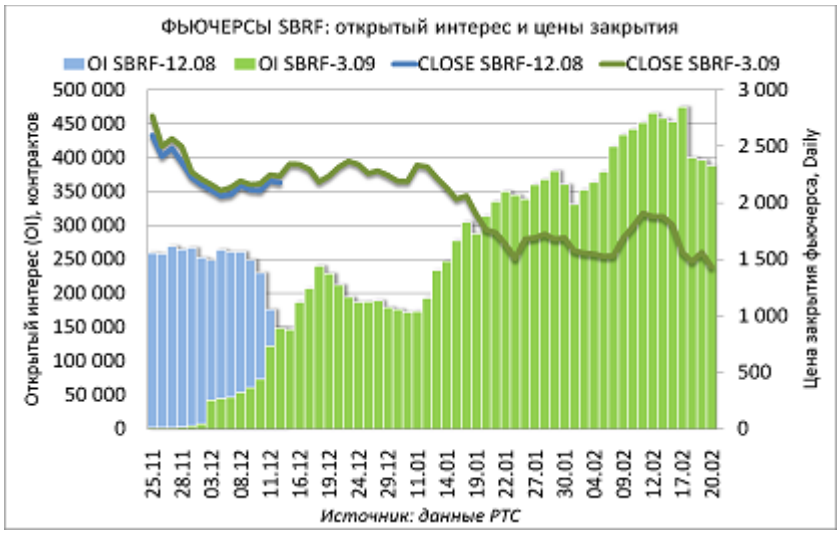
Высокие обороты на торгах фьючерса на акции Газпром в действительности отражали выход из позиций: открытый интерес по контракту продолжал сокращаться. «Рублевая» альтернатива фьючерса на индекс РТС не дарит игрокам новых торговых идей, в то время как сам индексный фьючерс дразнил на прошлой неделе своим резвым базисом в бэквордации.

Исторический максимум OI: 697,316 27.08.2008 GAZR-9.08



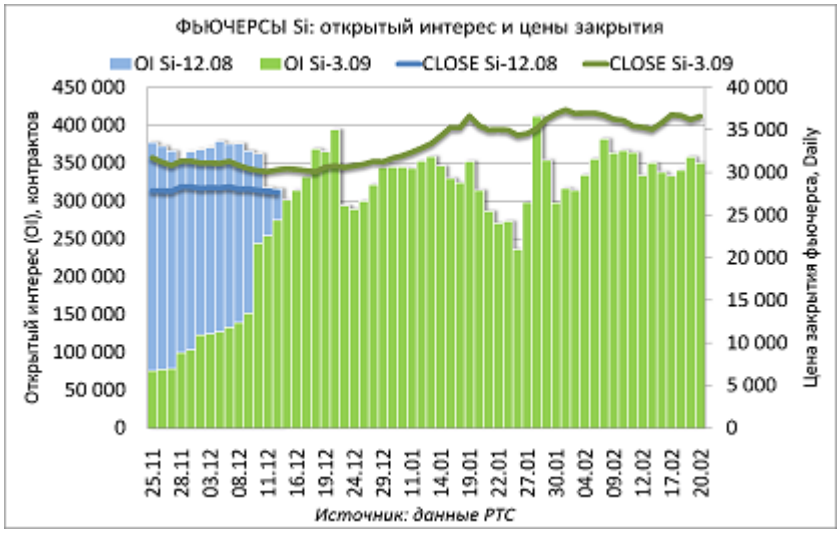
Относительно высокие объемы торгов прошлой недели оставили без изменений величину открытого интереса фьючерса на акции Лукойл: судя по всему, объемы игроков закрывающих и открывающих позиции оказались сопоставимы.

Исторический максимум OI: 369,922 10.09.2008 LKOH-9.08



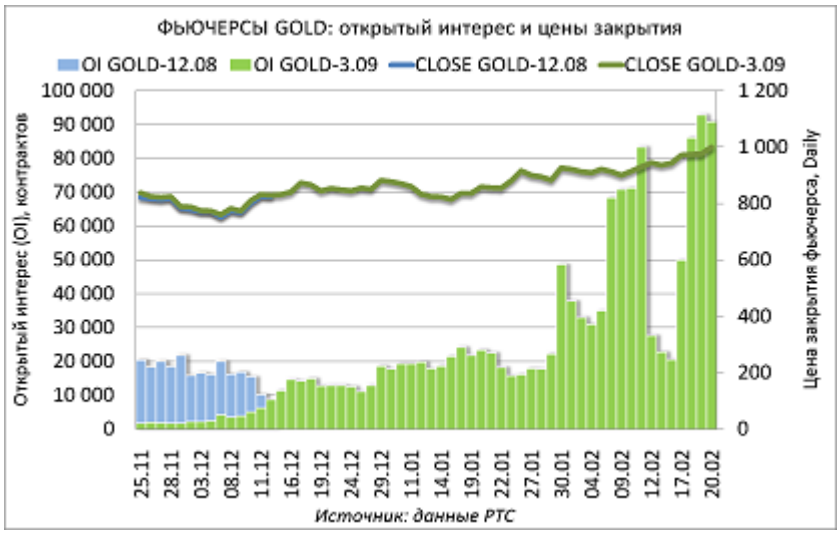
Минувшая неделя явно не оправдала ожиданий игроков по фьючерсам на акции Сбербанка. Резкая коррекция в масштабах всего рынка вынудила закрыть часть позиций: величина OI существенно сократилась. В то же время на опционном деске этой серии вновь вошли в оборот крупные лоты, что делает производные Сбербанка в последнее время все более интересными.

Исторический максимум OI: 855,728 04.08.2008 SBRF-9.08



Торги по фьючерсу на доллар США на прошлой неделе проходили достаточно ровно: ослабление рубля в начале недели на фоне серьезных объемов торгов не отразилось существенным образом на динамике открытого интереса. Судя по всему, спекулятивный капитал вновь решил играть золотовалютные идеи в «золотом» контракте.

Исторический максимум OI: 609,918 02.07.2008 Si-9.08

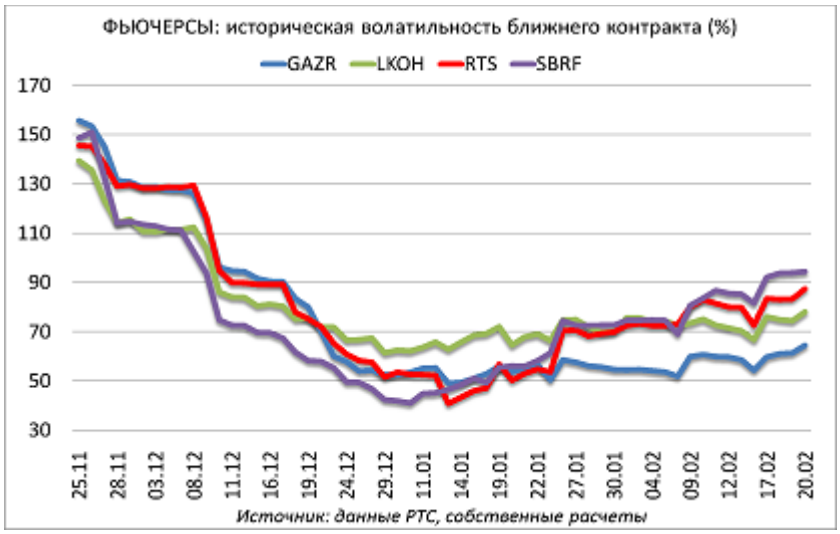


Хотя объемы торгов и не ставили новых рекордов, динамика торгов фьючерса на золото на прошлой неделе была достаточно острой. Мы вновь увидели котировки на отметке 1000 долларов за унцию, а открытый интерес в очередной раз брал новую высоту. Характерно, что очередное «золотое обострение» пришлось на новый этап ослабления рубля.

Исторический максимум OI: 157,896 23.06.2008 GOLD-9.08

Фьючерсы: историческая и подразумеваемая волатильность

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



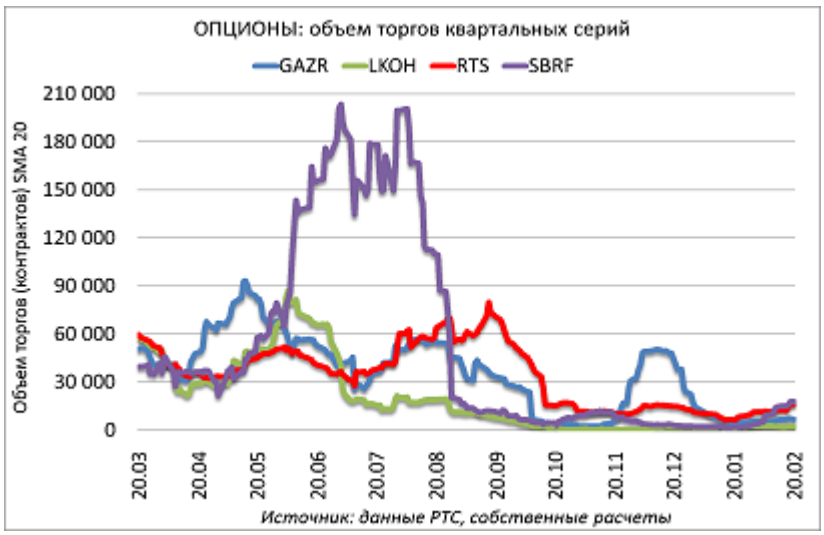
Последствия новой коррекции в масштабах всего рынка довольно очевидны: значения 20-дневной исторической волатильности на прошлой неделе вновь немного подросли по всем рассматриваемым контрактам. Сохраняющаяся неопределенность на рынках поддерживает высокую волатильность, но похоже все уже стали привыкать к этим значениям.



Уровень подразумеваемой волатильности центрального страйка ATM ниже 60%, достигнутый на позапрошлой неделе, оказался недолговечным. В последующие торговые дни мы уже вновь видели ее в диапазоне 80-90%, а волатильность центрального страйка серии Сбербанка успела перешагнуть отметку 110%.

Опционы: объем торгов по сериям

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

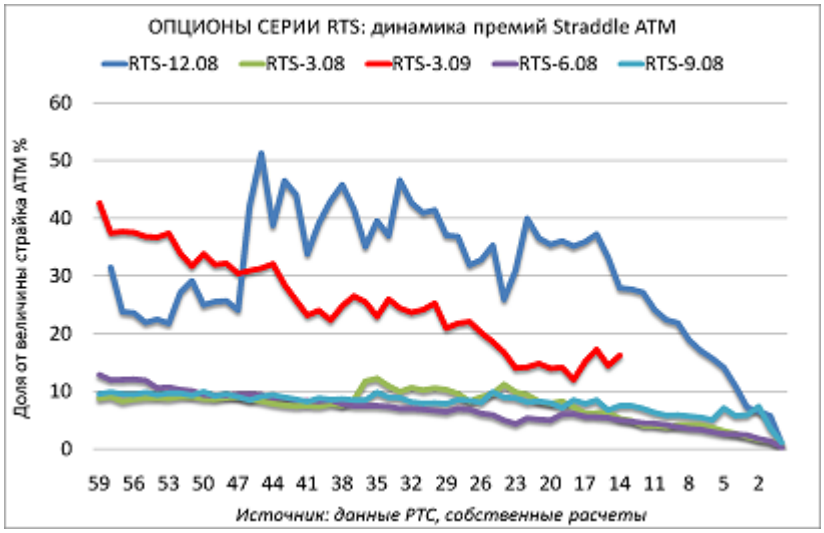


За минувшую неделю относительно высокие объемы торгов сохранялись на деске опционных серий индекса РТС и Сбербанка. В целом же объемы торгов остаются вблизи своих минимальных значений за последний год, что следует учитывать при оценке традиционных индикаторов опционного рынка, представленных ниже.

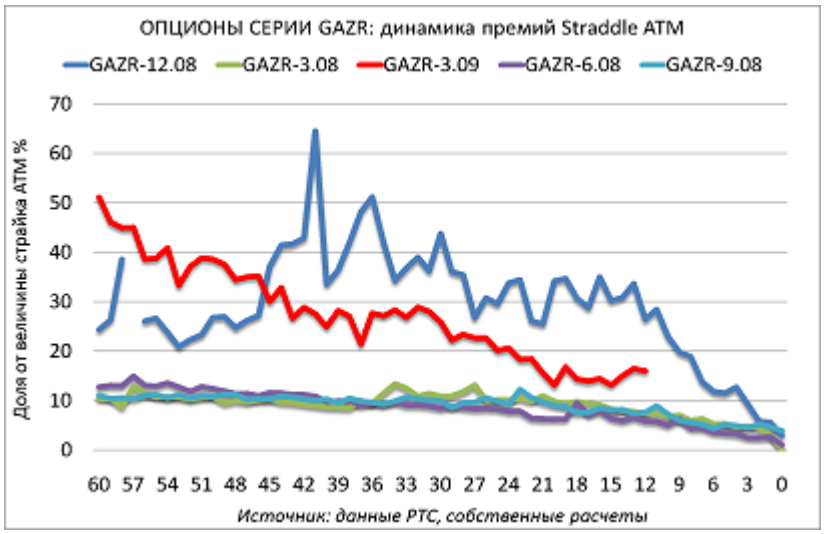
Опционы: динамика премий

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.



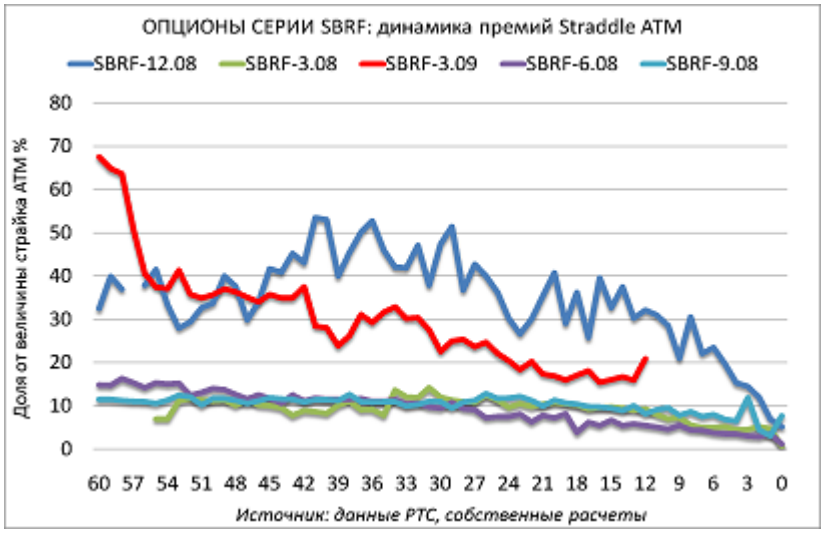
Новый скачок волатильности изменил понижающийся тренд в динамике премий Straddle ATM опционной серии индекса РТС: мы не увидели снижения к новым значениям, премии продолжали торговаться на прежнем уровне 15-17% от величины центрального страйка.



Также остались в диапазоне 15-16% от страйка АТМ премии центрального Straddle опционной серии Газпром. При этом обороты недели были заметно ниже предыдущей.



Премии центрального Straddle опционной серии Лукойл к концу прошлой недели продолжали торговаться в диапазоне 11-17% от страйка АТМ, но ликвидность серии по-прежнему оставляет желать лучшего.



«Кролики – это не только ценных мех», а опционный деск Сбербанка – это не только 1500 CALL. За минувшую неделю интерес игроков стал шире, серия становится все горячее, а уровень премий Straddle ATM торгуясь в районе 15%, взметнулся к пятнице до 21% от величины центрального страйка. Хотя обороты недели несколько ниже предыдущих, но это уже не одна крупная позиция.

Если рынок не преподнесет новых сюрпризов и скачков волатильности, в последние две недели будет возможность отыграть традиционные идеи под экспирацию мартовской серии. 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 сложнее, чем кажется на первый взгляд.

Опционы: профиль открытого интереса по страйкам

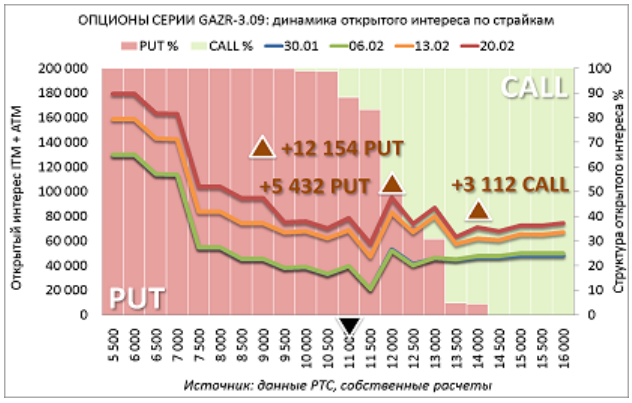
Оценить и наглядно представить динамику открытого интереса по страйкам в течение жизни серии опционов – непростая задача. Протестировав различные варианты, мы предлагаем использовать профиль открытого интереса. Для каждого страйка опционной серии профиль представляет собой сумму всех длинных и коротких 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.

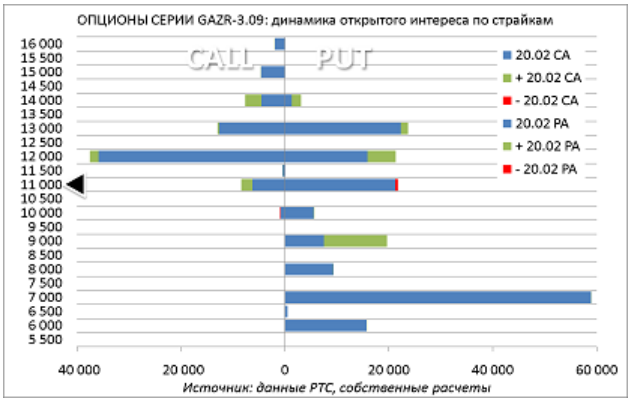
Дополнительный профиль открытого интереса опционных серий (горизонтальные гистограммы в правой колонке) выполняет свою задачу: более наглядно представить динамику последней недели торгов. Трактуются его значения очень просто: открытый интерес по опционам CALL откладывается влево, по опционам PUT вправо 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.



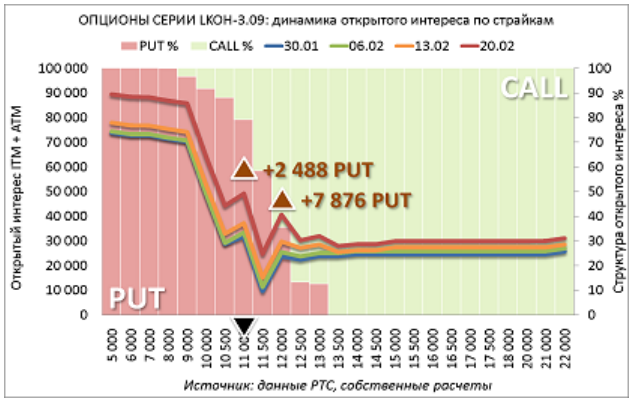


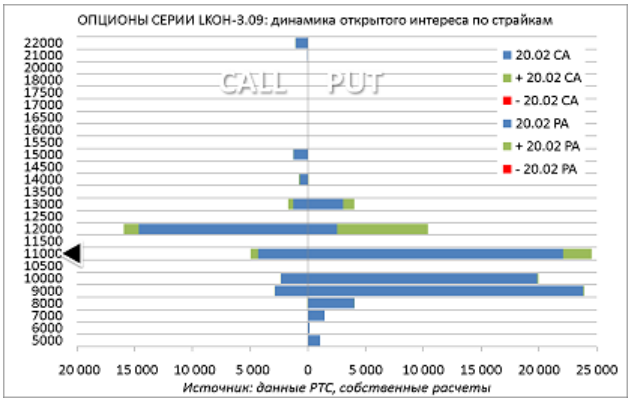
Минувшая неделя для профиля открытого интереса опционной серии РТС была достаточно любопытна. Основная активность игроков пришлась на CALL опционы, где часть оборотов распределилась на центральный страйк и чуть выше: 55,000 / 60,000 / 65,000. Наиболее изощренной сделкой стало открытие позиций CALL в страйках «глубоко вне денег» 100,000 / 105,000 / 110,00 / 115,000 – и это за три недели до экспирации! Действительно, с учетом резкого роста волатильности такая позиция для покупателя может стать номинально прибыльной, но ликвидность в этих страйках исчезающее мала и возможность прибыльного закрытия позиции вызывает сомнения.



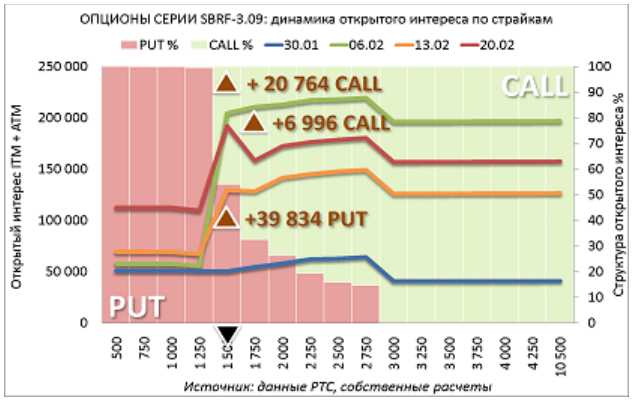


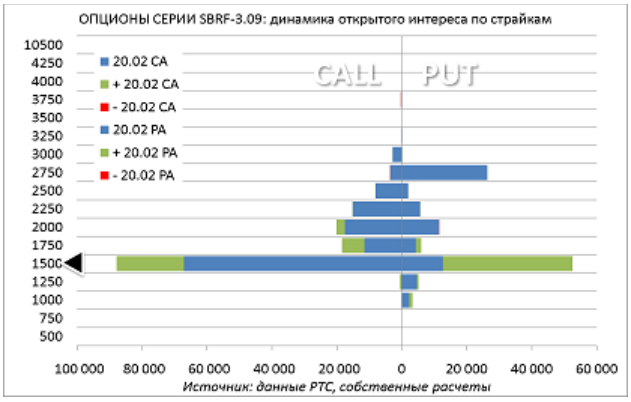
На опционном деске серии Газпром в профиле открытого интереса наиболее заметными событиями стали: рост +12,154 PUT в страйке 9,000, +5,432 PUT в страйке 12,000 и +3,112 CALL в страйке 14,000. Из рассматриваемых четырех серий этот профиль открытого интереса наиболее близок к форме впадины вокруг центрального страйка. Исходя из текущей формы профиля, можно ожидать, что базисному активу будет сложно преодолеть уровни 9,000 и 12,000, а точкой притяжения будет 11,500 (наименьшее значение открытого интереса).





В опционной серии Лукойл ликвидность остается весьма невысокой. Из сколько-нибудь заметных событий можно отметить рост открытого интереса в центральном страйке 11,000 в объеме +2,488 опционов PUT и +7,876 PUT в страйке 12,000.



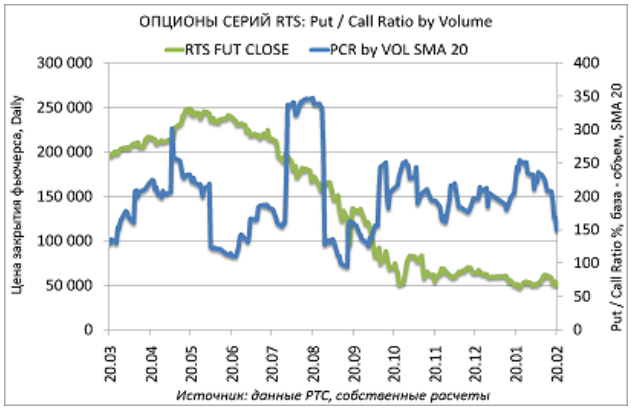


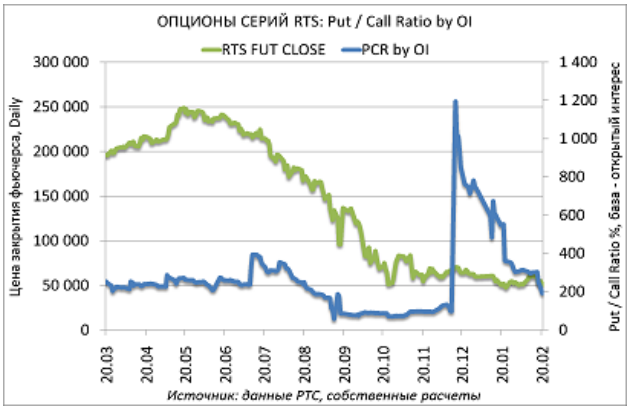
Крупная интрига в опционах 1,500 CALL серии Сбербанка на прошлой неделе получила свое продолжение. В целом итог недели таков: вновь открытый интерес CALL в страйке 1,500 вырос в объеме +20,764 контрактов (напомним, что неделей ранее около половины крупной позиции по этим опционам было закрыто), +39,834 опционов PUT прибавил OI в том же страйке 1,500 и +6,996 CALL в страйке 1,750. Ситуация на деске развивается весьма динамично, хотя и не всегда предсказуемо.

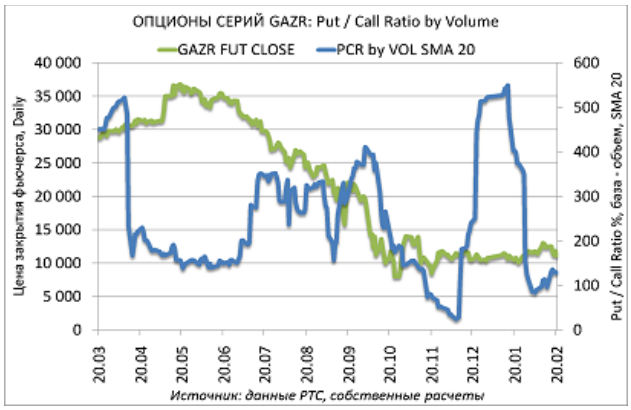
Опционы: соотношение опционов PUT и CALL

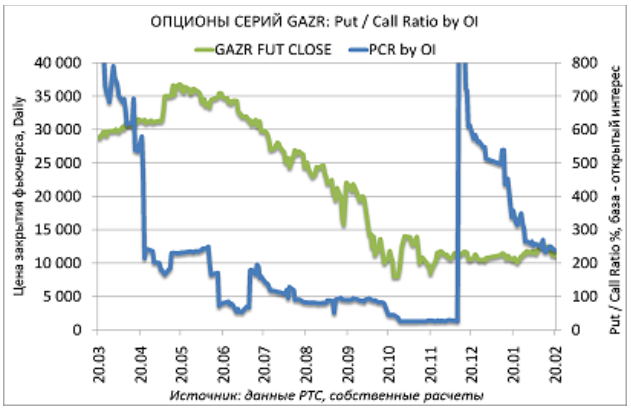
В нашем обзоре мы представляем соотношения опционов PUT и CALL (PUT CALL Ratio, PCR) по сериям четырех наиболее ликвидных фьючерсных контрактов (РТС, Газпром, Лукойл, Сбербанк) в двух традиционных форматах: PCR by Volume (база для расчета – дневной объем торгов) и PCR by OI (база для расчета – текущее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

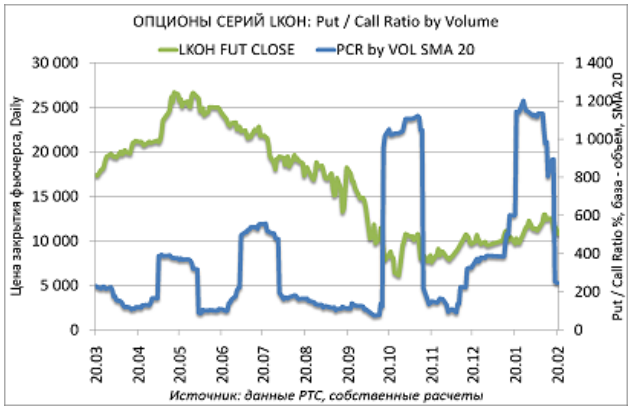
По нашему мнению на текущий момент эти индикаторы не выполняют своей прогностической задачи на рынке FORTS по двум причинам. Первая – это весьма низкий объем торгов в опционных сериях, о чем мы писали выше. Вторая причина – инфраструктурная: основные обороты в сегментах опционов, фьючерсов и наличного 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.

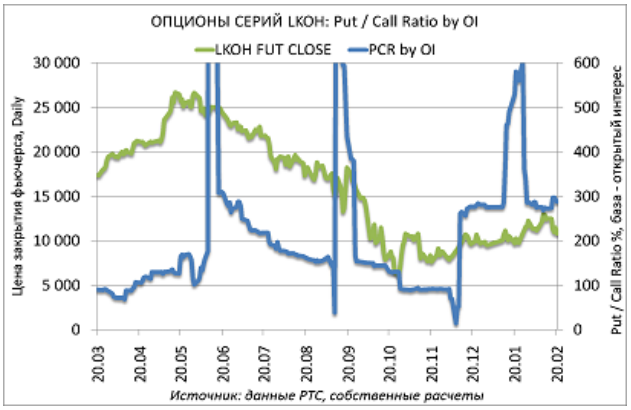


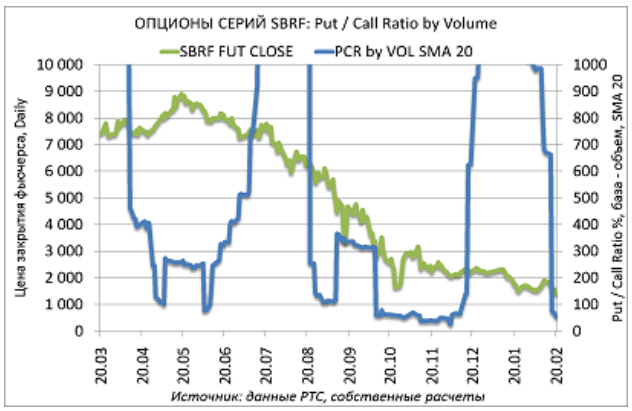


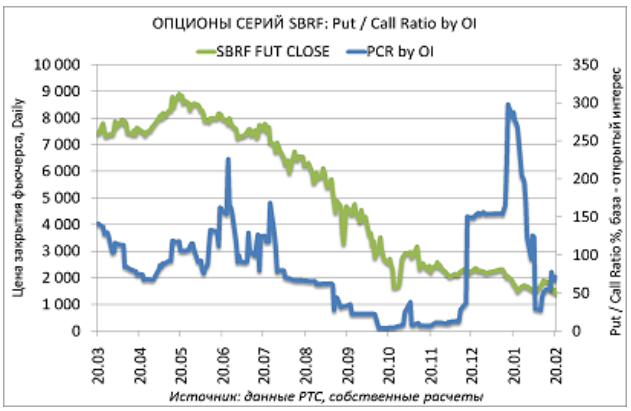












Термины и методика расчетов

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.