Торгуем дивиденды

23.03.2009

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

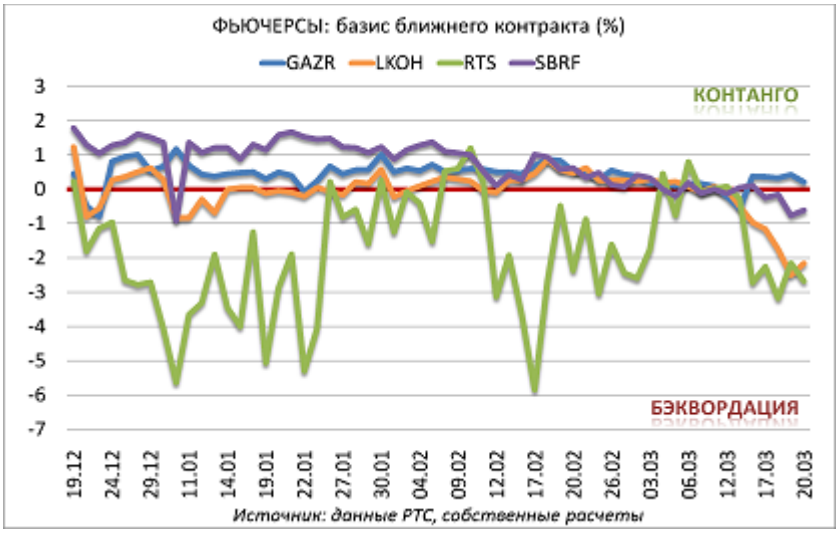
Опционы: соотношение опционов PUT и CALL 9

Термины и методика расчетов 10

Основные темы недели: бэквордация фьючерсных контрактов в ожидании дивидендных отсечек; ралли Сбербанка в центре внимания игроков; драматичная динамика золотых контрактов уже не возбуждает крупных спекулянтов; добровольно-принудительный переход на маржируемые опционы.

Фьючерсы: базис ближнего контракта

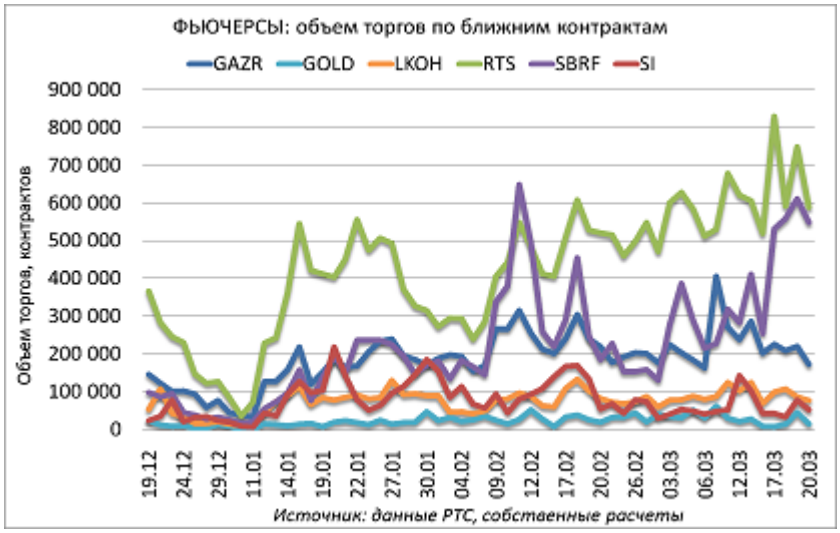
На диаграмме представлена динамика базиса четырех наиболее ликвидных фьючерсных контрактов. Положительные значения соответствуют ситуации контанго, отрицательные – бэквордации.



Переход на июньские контракты традиционно знаменует собой начало периода торговли в зоне бэквордации в ожидании дивидендных отсечек. Наиболее существенные значения бэквордации на минувшей неделе показали фьючерсы на акции Лукойл и на индекс РТС, умеренную – фьючерс на акции Сбербанка, и лишь базис фьючерса на акции Газпром оставался в зоне контанго.

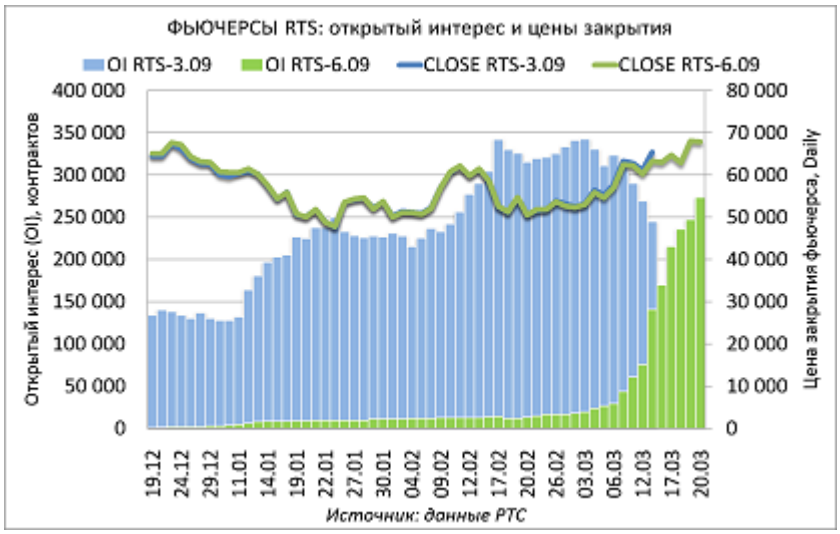
В этом году величина дивидендов прогнозируется не столь явно, как в предыдущие годы: по ряду компаний вполне вероятен пересмотр дивидендной политики, уменьшение либо вовсе отказ от выплаты дивидендов за 2008 год. В частности, рекомендовано рассмотреть возможность уменьшения дивидендов компаниям с государственным контрольным пакетом. Такой шаг оценивается как форма поддержки предприятий в период кризиса: государство, как мажоритарный акционер, готово отказаться от дивидендов, тем самым сохраняя прибыль компании для ее реинвестирования. Поэтому на этапе до закрытия реестра в каждом конкретном случае вполне вероятно, что мы увидим немало спекуляций на подобной неопределенности.

Фьючерсы: динамика объемов торгов, цен закрытия и открытого интереса



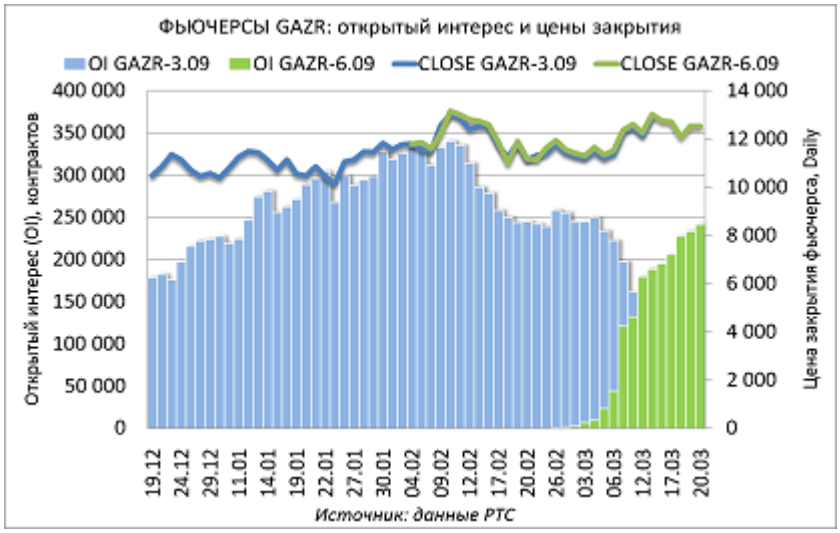
На минувшей неделе среди наиболее ликвидных фьючерсных контрактов выдающиеся объемы торгов показали фьючерс на индекс РТС (во вторник 17 марта установил новый трехмесячный максимум по дневному обороту), а также фьючерс на акции Сбербанка (в четверг 19 марта тестировал предыдущий трехмесячный максимум). Объемы торгов по другим рассматриваемым контрактам оставались на среднем уровне.

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



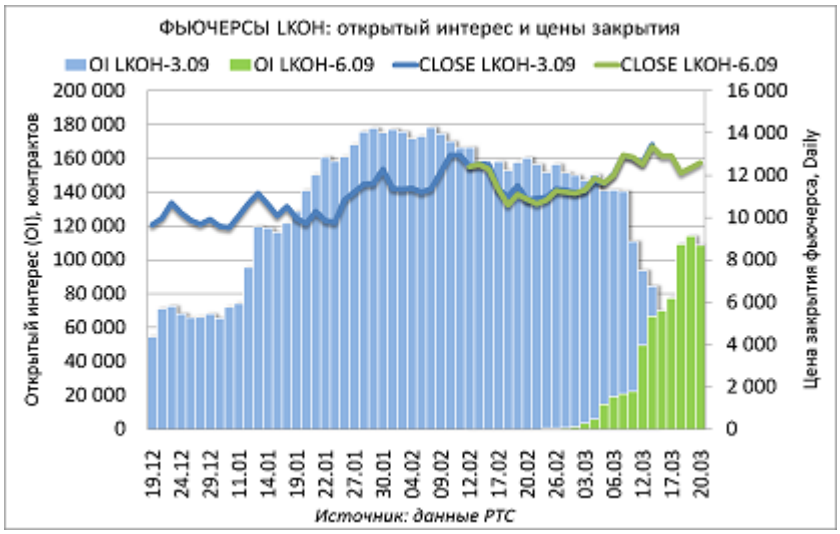
Всю неделю участники торгов продолжали наращивать открытый интерес по новому июньскому фьючерсу на индекс РТС. Отчасти этот процесс поддерживала положительная ценовая динамика контракта, подкрепленная укреплением валютного курса российского рубля против доллара США (валюта контракта).

Исторический максимум OI: 565,808 09.09.2008 RTS-9.08



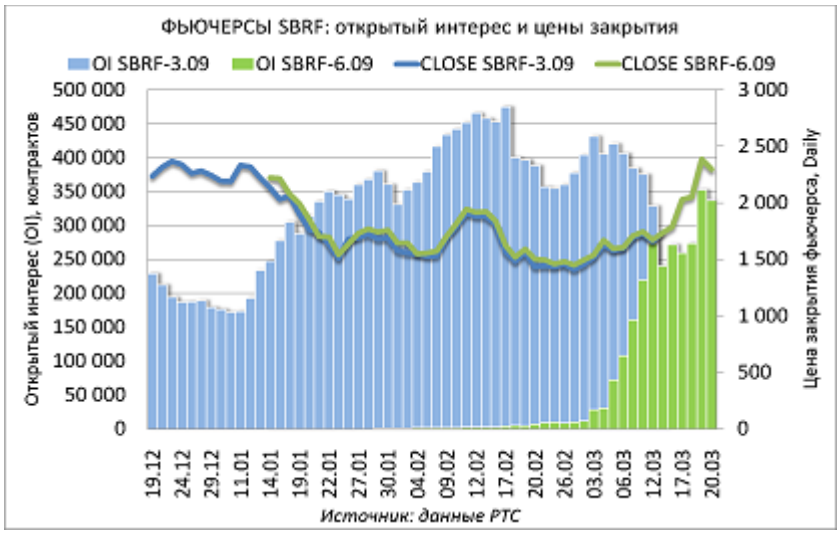
Июньский контракт на акции Газпром торговался в боковом диапазоне, тем не менее, и здесь игроки также наращивали открытые позиции до среднего значения за последний квартал.

Исторический максимум OI: 697,316 27.08.2008 GAZR-9.08



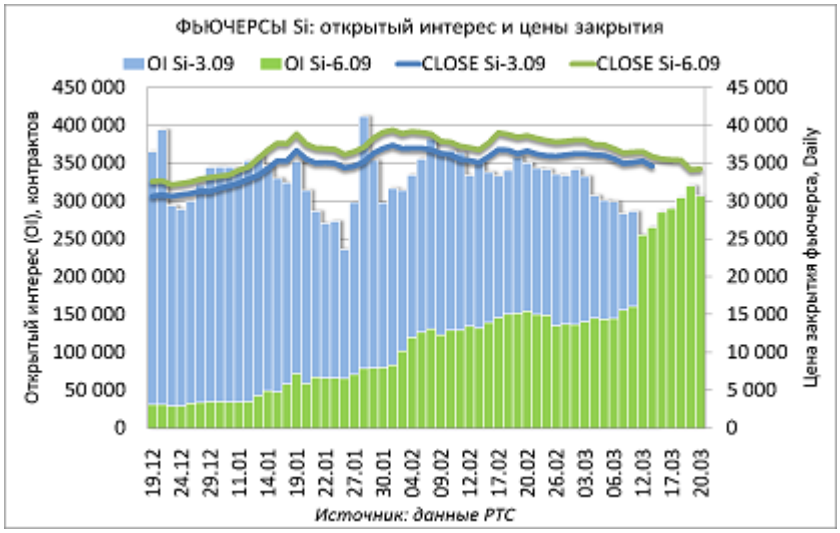
Откровенно слабая динамика фьючерса на акции Лукойл относительно альтернативного контракта Роснефти, возможно, уменьшила интерес участников торгов к этому инструменту: переход в июньский контракт проходит заметно медленней и к концу недели величина открытых позиций все еще была существенно ниже значений мартовского контракта за неделю до его истечения.

Исторический максимум OI: 369,922 10.09.2008 LKOH-9.08



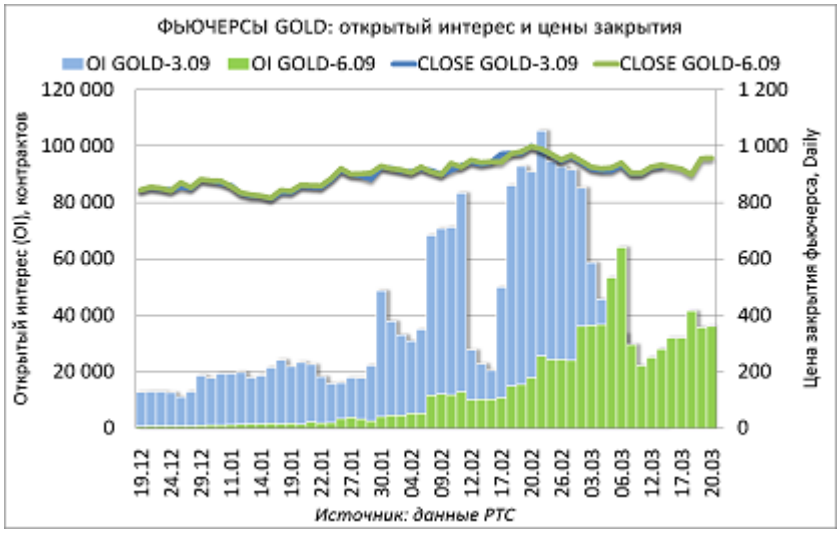
Восходящее ралли фьючерса на акции Сбербанка к концу недели привлекло новые капиталы и скачкообразно увеличило значение открытого интереса по июньскому контракту. Любопытно, что до четверга на фоне такой яркой динамики значение OI оставалось практически неизменным: объемы фиксирующих прибыль и новых игроков были практически сопоставимы.

Исторический максимум OI: 855,728 04.08.2008 SBRF-9.08



Величина открытого интереса по июньскому контракту на доллар США за минувшую неделю немного подросла на фоне продолжающегося укрепления рубля. Судя по всему, здесь проходило спокойное наращивание позиций профессионалами, поскольку идея открыть спекулятивные короткие позиции по этому контракту вряд ли способна обрести массовую поддержку.

Исторический максимум OI: 609,918 02.07.2008 Si-9.08



За минувшую неделю резкое движение котировок в сторону 1000 долларов за унцию не всколыхнуло, как прежде, крупных спекулянтов: величина открытых позиций по июньскому фьючерсу на золото остается весьма умеренной и развивается без резких колебаний. И это не удивительно: специфика контракта способна охладить самые горячие головы.

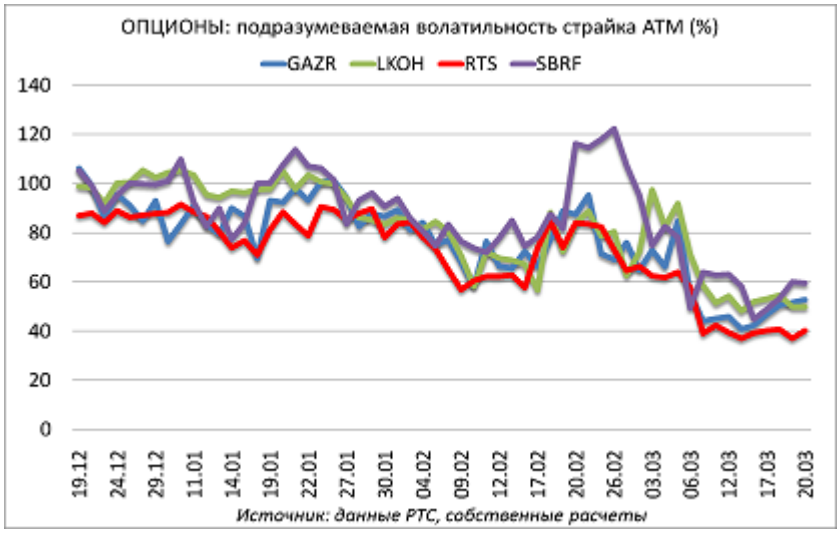
Исторический максимум OI: 157,896 23.06.2008 GOLD-9.08

Фьючерсы: историческая и подразумеваемая волатильность

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



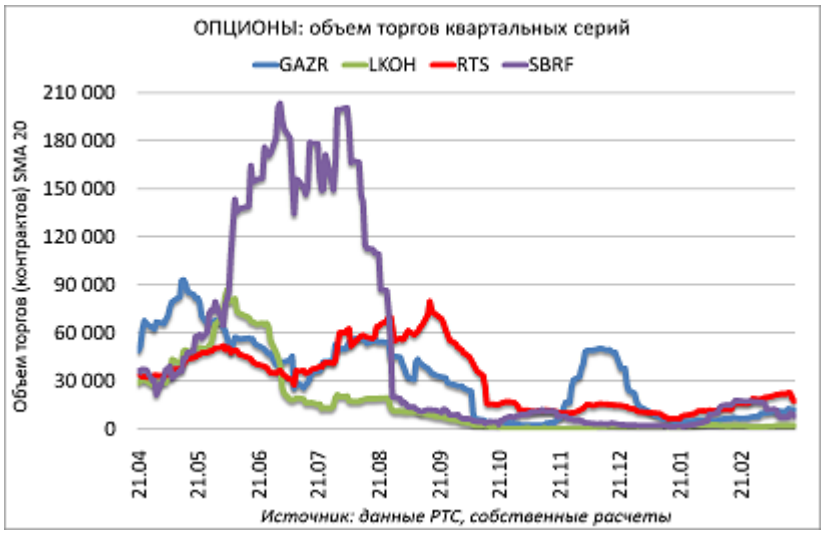
К концу минувшей недели значения 20-дневной исторической волатильности явно демонстрировали склонность к снижению. Между тем, фьючерс на акции Сбербанка вновь подтвердил свое звание наиболее волатильного из рассматриваемых контрактов. Наименьшие значения исторической волатильности, как и прежде, остаются за фьючерсами на акции Лукойл и Газпром.



Подразумеваемая волатильность центрального страйка ATM уже новых – июньских - опционных серий оставалась на прежних уровнях, за исключением серии Сбербанка, которая активно реагировала на восходящее ралли базисного контракта. Помимо этого, стабильные значения IV ниже 40% в серии индекса РТС также являются знаменательным событием. Возможно, здесь свою роль сыграл запуск маржируемых опционов.

Опционы: объем торгов по сериям

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

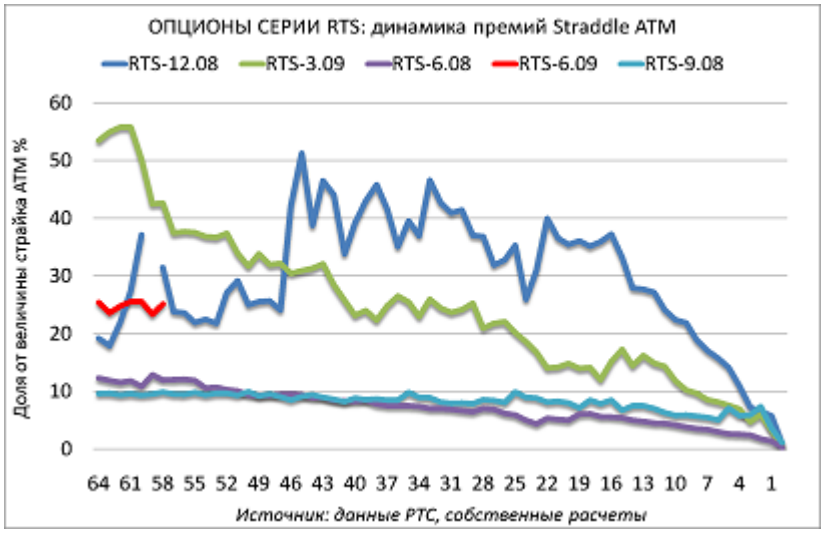


За последнюю неделю объем торгов на опционных деска, за исключением серии Сбербанка, был весьма посредственным. Прежде всего, замер в нерешительности деск индекса РТС, оставшись к концу недели без центрального страйка в «классических» опционах. Как будет проходить дальнейшее «принуждение к маржируемости» в этой серии – покажет время.

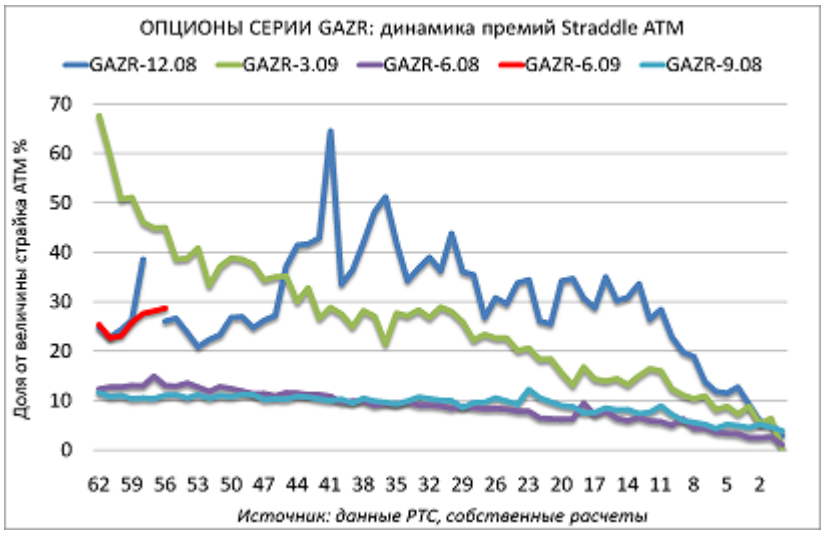
Опционы: динамика премий

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.

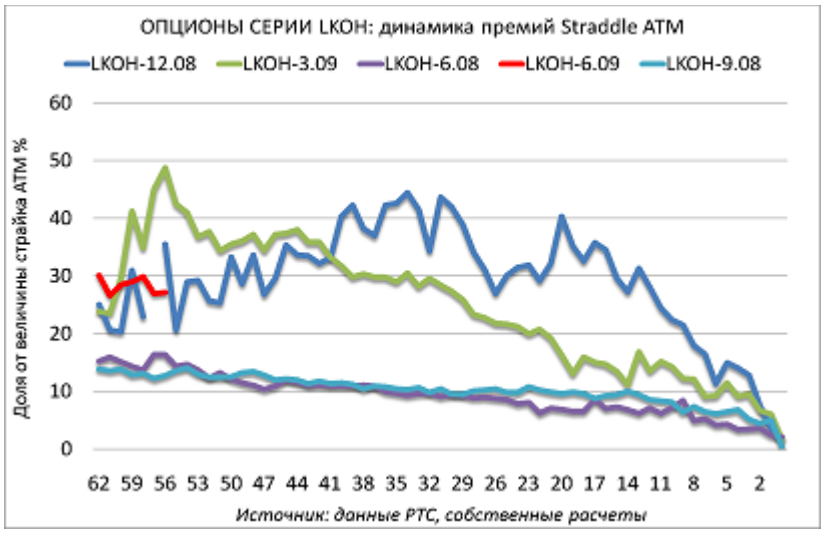
Чтобы корректно сравнить величины опционных премий, в том числе между разными сериями, мы нормировали их на величину текущего (на каждый день) страйка ATM. Вот почему сумма премий Straddle ATM обозначена на наших графиках в виде % от страйка ATM. По оси времени отложено число торговых дней, оставшихся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



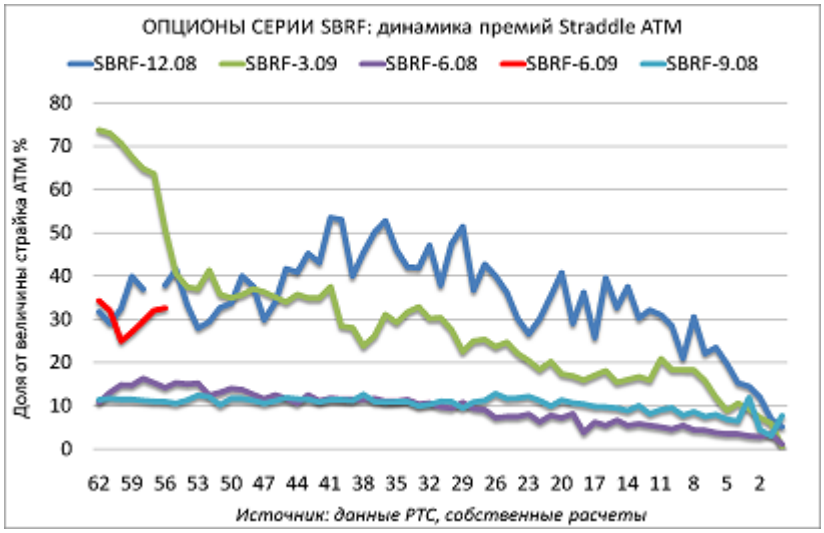
Премии Straddle ATM июньской опционной серии индекса РТС за минувшую неделю торговались на прежнем уровне 25% от величины центрального страйка, что примерно соответствует уровню декабрьской серии RTS-12.08, исключая пиковые дни приостановки торгов.



Синхронно значениям декабрьской серии GAZR-12.08 (также за исключением дней приостановки торгов) без явной тенденции в диапазоне 25-30% от страйка ATM двигались за последние дни премии центрального Straddle июньской опционной серии Газпром.



Премии центрального Straddle июньской опционной серии Лукойл сохраняются на прежнем уровне в районе 30% от страйка ATM также без явно выраженной тенденции.

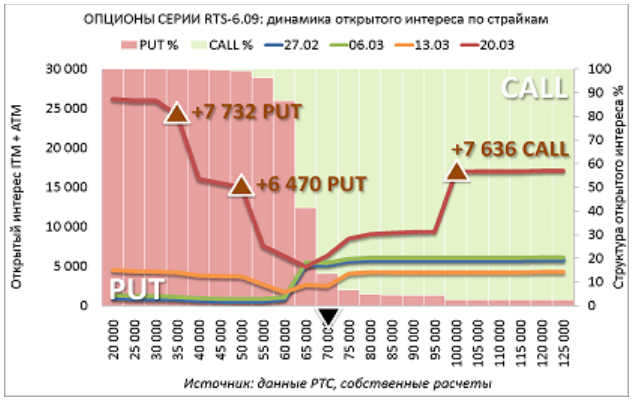


На опционном деске Сбербанка премии Straddle ATM июньской серии резко изменили свою динамику: подогретые восходящим ралли базисного актива они вновь поднялись выше 30% от величины центрального страйка на фоне существенного оживления в объеме торгов.

Опционы: профиль открытого интереса по страйкам

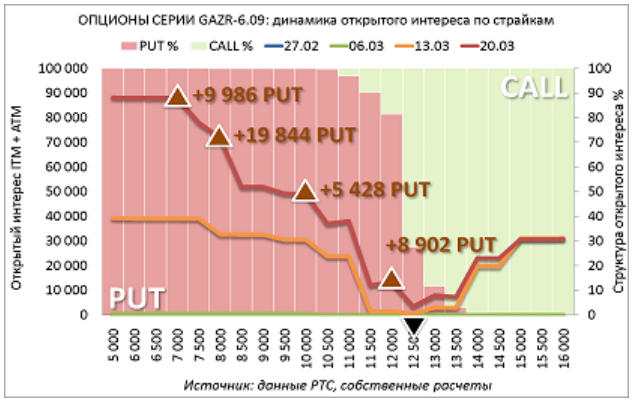
Оценить и наглядно представить динамику открытого интереса по страйкам в течение жизни серии опционов – непростая задача. Протестировав различные варианты, мы предлагаем использовать профиль открытого интереса. Для каждого страйка опционной серии профиль представляет собой сумму всех длинных и коротких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

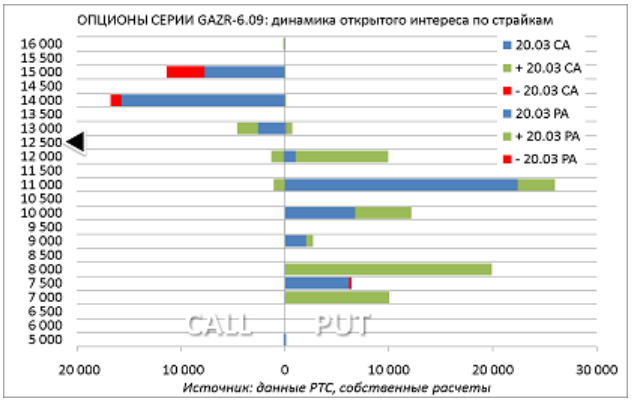
Дополнительный профиль открытого интереса опционных серий (горизонтальные гистограммы в правой колонке) выполняет свою задачу: более наглядно представить динамику последней недели торгов. Трактуются его значения очень просто: открытый интерес по опционам CALL откладывается влево, по опционам PUT вправо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



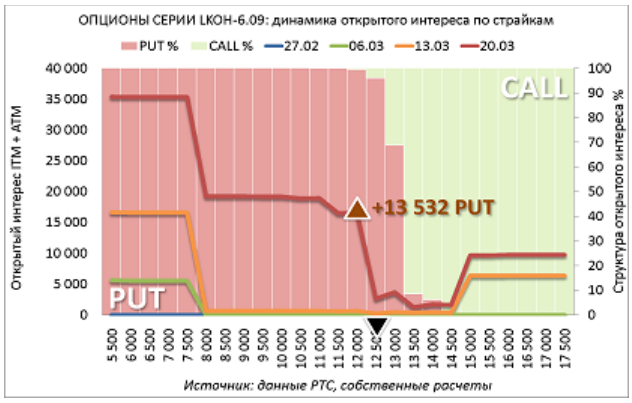


Растущий открытый интерес июньской опционной серии индекса РТС «расширил и углубил» свой профиль за прошедшую неделю. Напомним, что для этой серии мы приводим совокупные значения открытых позиций по всем типов опционов: классических и маржируемых. Рост открытого интереса наблюдался по многим страйкам, что вполне закономерно для первых недель после экспирации предыдущей квартальной серии.



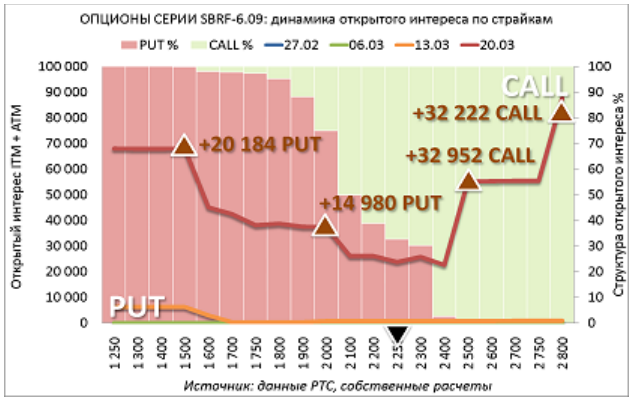


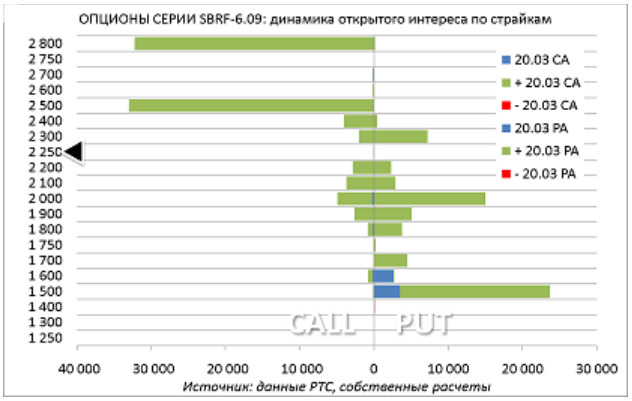
Также предсказуемо продолжает развиваться сформированный две недели назад профиль открытого интереса июньской опционной серия Газпром. Как видно на рисунках, здесь за прошедшую неделю основной прирост открытого интереса пришелся на контракты PUT.





В июньской опционной серии Лукойл нижняя граница диапазона ожидаемой экспирации в профиле открытого интереса приблизилась к центральному страйку за счет роста OI на +13,532 контрактов PUT в страйке 12,000.



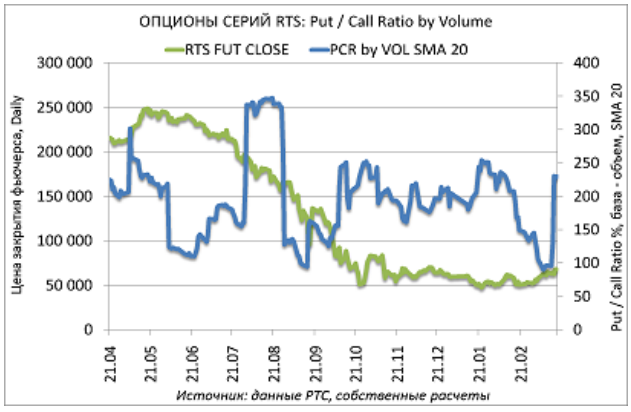


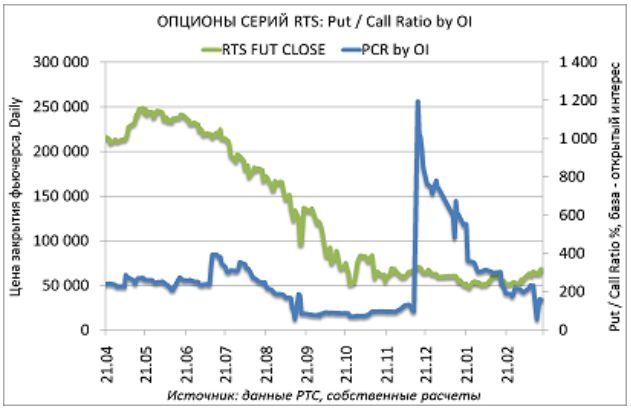
Для профиля OI июньской опционной серии Сбербанка на фоне восходящего ралли и активных торгов изменения за минувшую неделю были существенны с обеих сторон центрального страйка: участники торгов активно открывали позиции со стороны PUT и CALL опционов «вне денег».

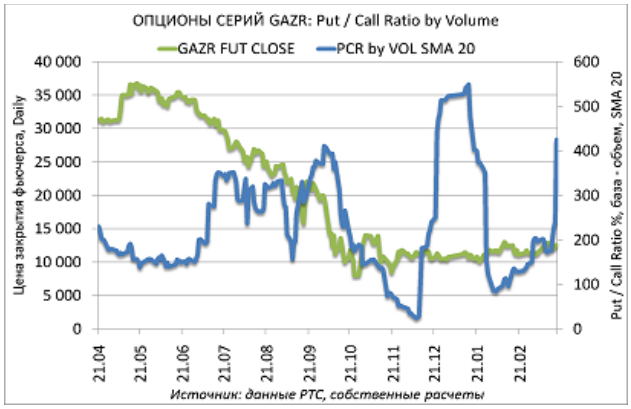
Опционы: соотношение опционов PUT и CALL

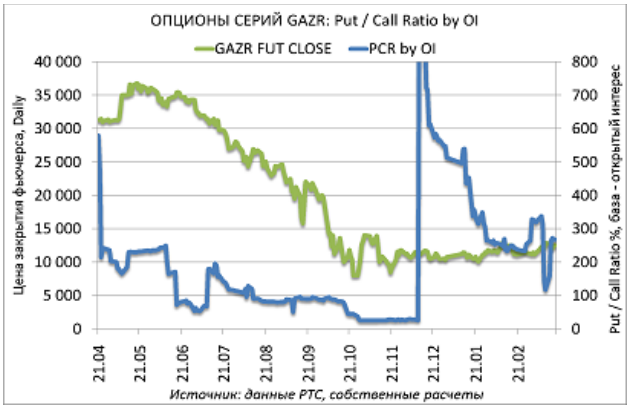
В нашем обзоре мы представляем соотношения опционов PUT и CALL (PUT CALL Ratio, PCR) по сериям четырех наиболее ликвидных фьючерсных контрактов (РТС, Газпром, Лукойл, Сбербанк) в двух традиционных форматах: PCR by Volume (база для расчета – дневной объем торгов) и PCR by OI (база для расчета – текущее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

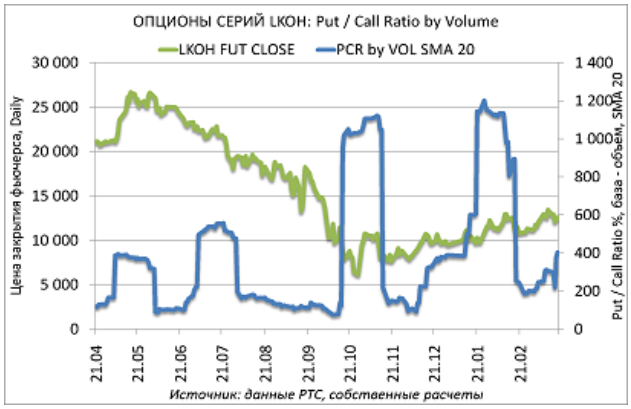
По нашему мнению на текущий момент эти индикаторы не выполняют своей прогностической задачи на рынке FORTS по двум причинам. Первая – это весьма низкий объем торгов в опционных сериях, о чем мы писали выше. Вторая причина – инфраструктурная: основные обороты в сегментах опционов, фьючерсов и наличного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

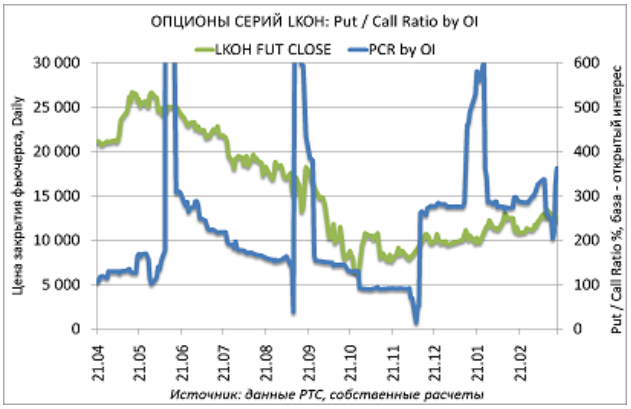


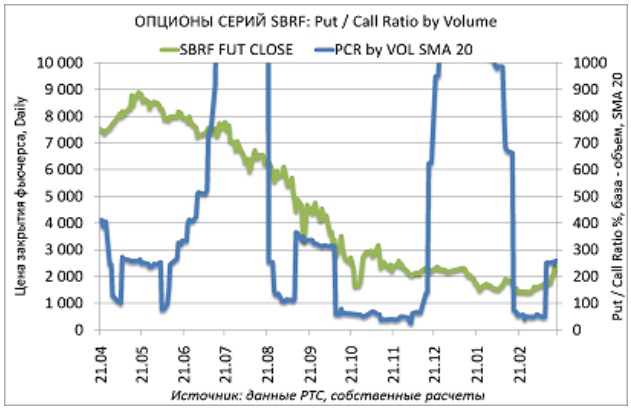


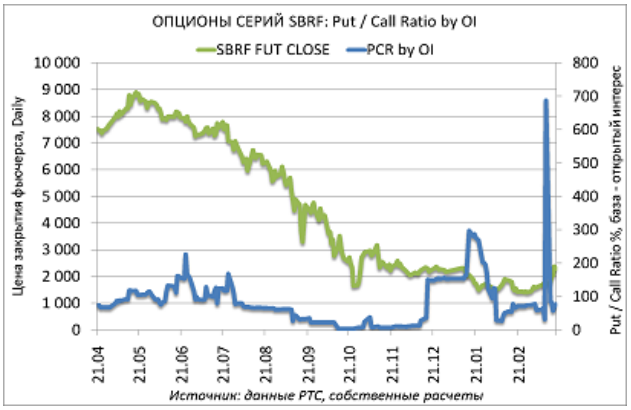












Термины и методика расчетов

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.