Маржей не вышел

30.03.2009

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

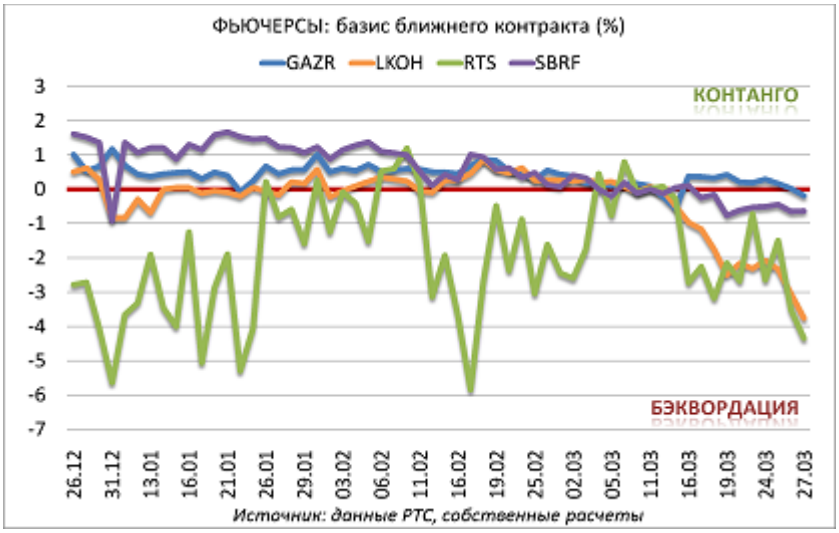
Опционы: соотношение опционов PUT и CALL 9

Термины и методика расчетов 10

Основные темы недели: бэквордация фьючерсных контрактов – спекуляция на величине дивидендов продолжается; «горячий» Сбербанк - неожиданное развитие восходящего ралли и радикальное изменение значений открытых позиций на срочном рынке; маржируемые опционы серии РТС – консерваторы решили воздержаться от торговли.

Фьючерсы: базис ближнего контракта

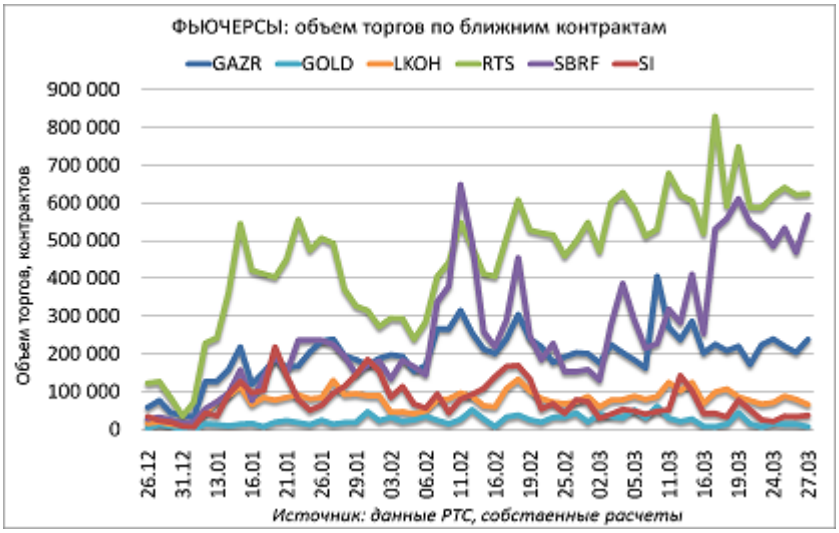
На диаграмме представлена динамика базиса четырех наиболее ликвидных фьючерсных контрактов. Положительные значения соответствуют ситуации контанго, отрицательные – бэквордации.



Июньские фьючерсы на акции и индекс РТС продолжают оставаться в зоне бэквордации в ожидании дивидендных отсечек. Наиболее существенные отрицательные значения базиса в процентном выражении на минувшей неделе по-прежнему демонстрировали фьючерсы на акции Лукойл и на индекс РТС, умеренные – фьючерс на акции Сбербанка, кроме этого к концу недели базис фьючерса на акции Газпром тоже оказался в зоне бэквордации.

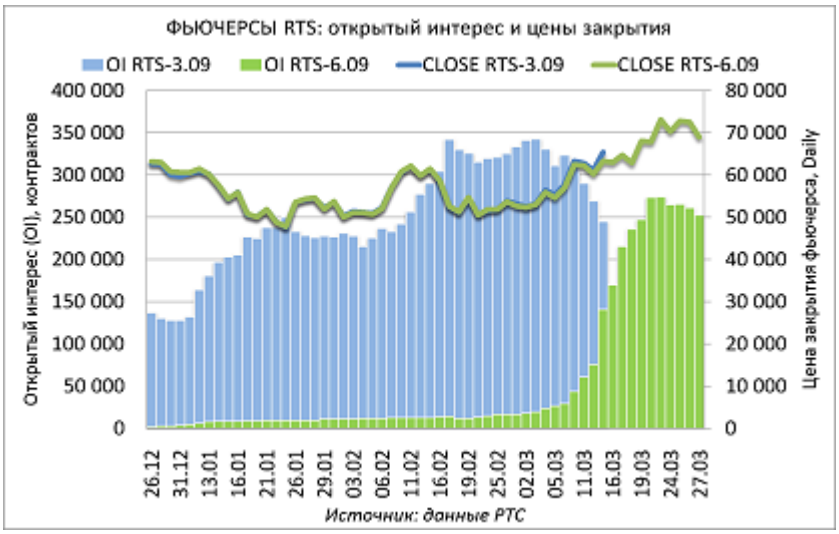
Напомним, что на этапе до закрытия реестра в каждом конкретном случае вполне вероятно, что мы увидим немало спекуляций на величине дивидендов: каждая новая оценка, публикация или заявление способны существенно корректировать значения базиса соответствующего фьючерсного контракта.

Фьючерсы: динамика объемов торгов, цен закрытия и открытого интереса



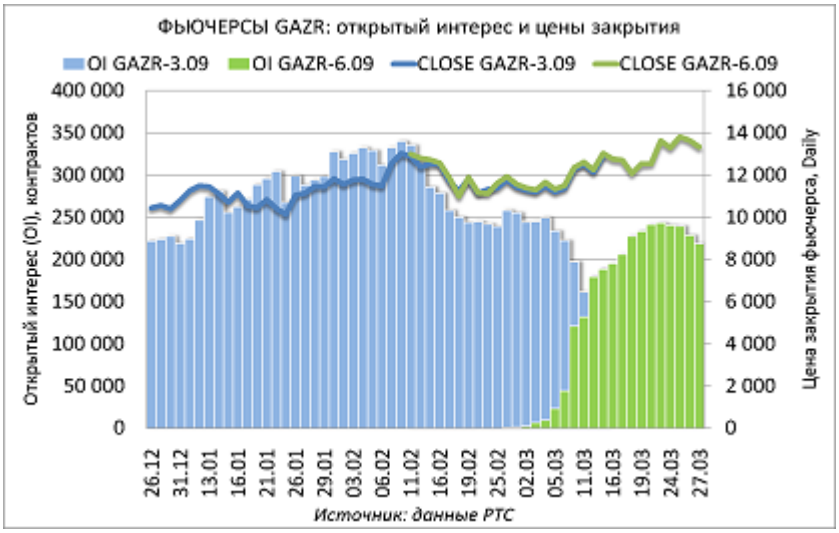
Минувшая неделя обошлась без новых максимумов по объемам торгов среди наиболее ликвидных фьючерсных контрактов. Тем не менее, по-прежнему значительные объемы сохраняются по фьючерсам на индекс РТС и на акции Сбербанка. Объемы торгов по другим рассматриваемым контрактам оставались на среднем уровне.

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



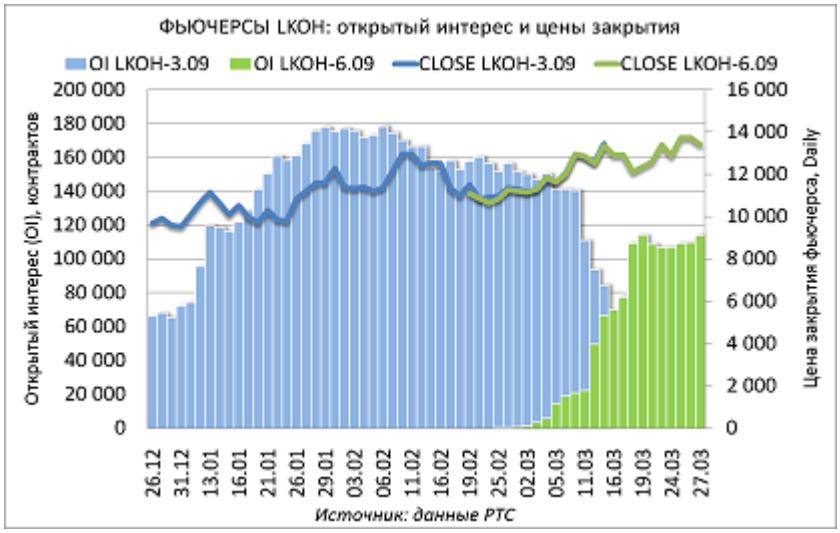
Фьючерс на индекс РТС за неделю оставил больше вопросов, чем ответов для участников торгов. Открытый интерес сохранялся на ранее достигнутом уровне, немного теряя позиции к концу недели вместе с уверенностью части игроков в дальнейшем развитии тренда.

Исторический максимум OI: 565,808 09.09.2008 RTS-9.08



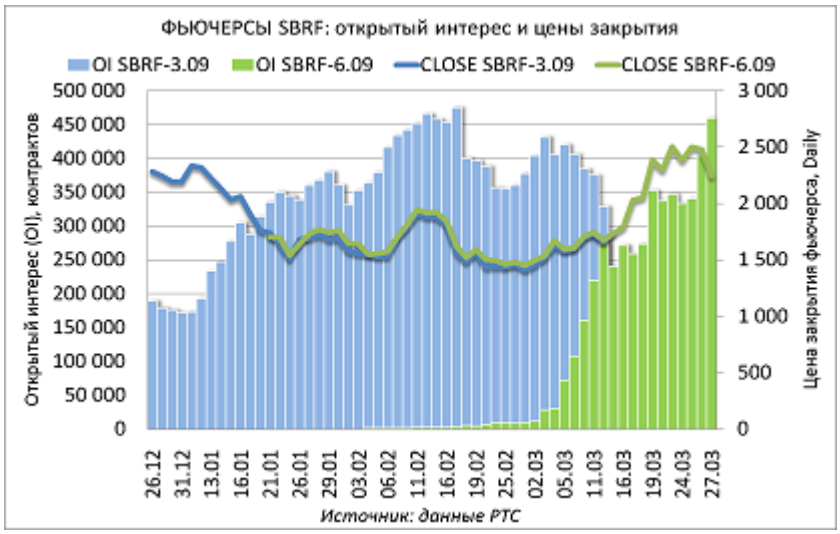
Аналогичная ситуация сложилась в июньском контракте на акции Газпром: неопределенность в дальнейшей ценовой динамике вынудила часть игроков закрыть позиции: здесь величина открытого интереса также сокращалась к концу недели.

Исторический максимум OI: 697,316 27.08.2008 GAZR-9.08



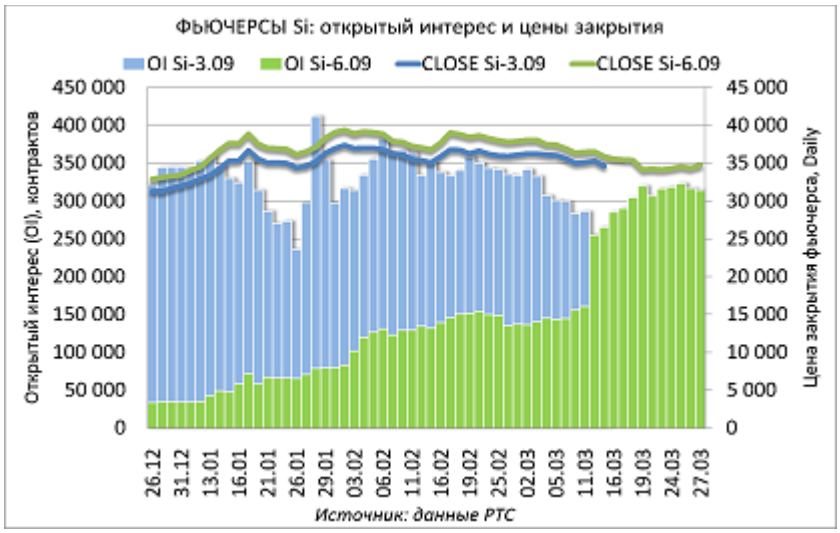
Величина открытых позиций по июньскому контракту на акции Лукойл все еще существенно ниже значений мартовского контракта за неделю до его истечения и практически не увеличилась за последние дни. Откровенно слабая динамика базисного актива не стимулирует появление новых идей среди участников торгов.

Исторический максимум OI: 369,922 10.09.2008 LKOH-9.08



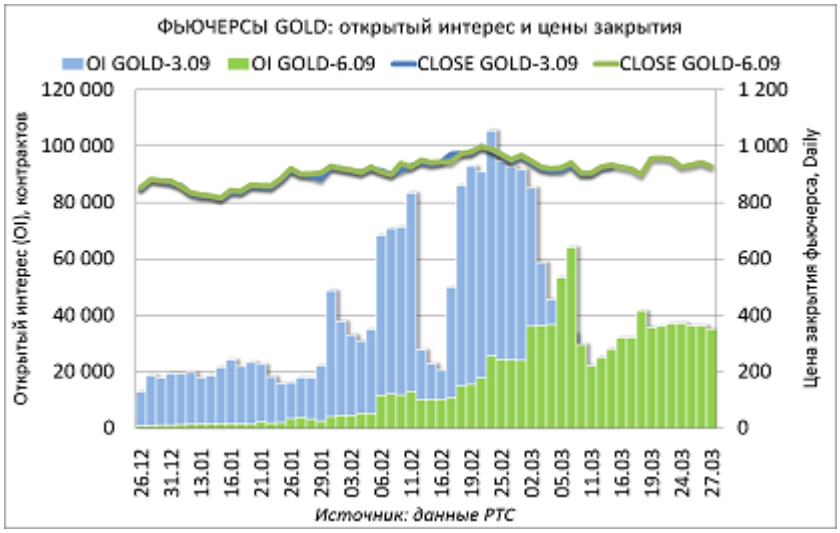
Фьючерс на акции Сбербанка за последнюю неделю вновь показал существенную волатильность в рамках коррекции предыдущего ралли. Любопытно, что на этом фоне произошли два значимых события: скачкообразное увеличение открытого интереса по фьючерсному контракту и открытие крупной позиции в опционах PUT страйка 2,000.

Исторический максимум OI: 855,728 04.08.2008 SBRF-9.08



Величина открытого интереса по июньскому контракту на доллар США за минувшую неделю практически не изменилась на фоне относительно ровной ценовой динамики.

Исторический максимум OI: 609,918 02.07.2008 Si-9.08

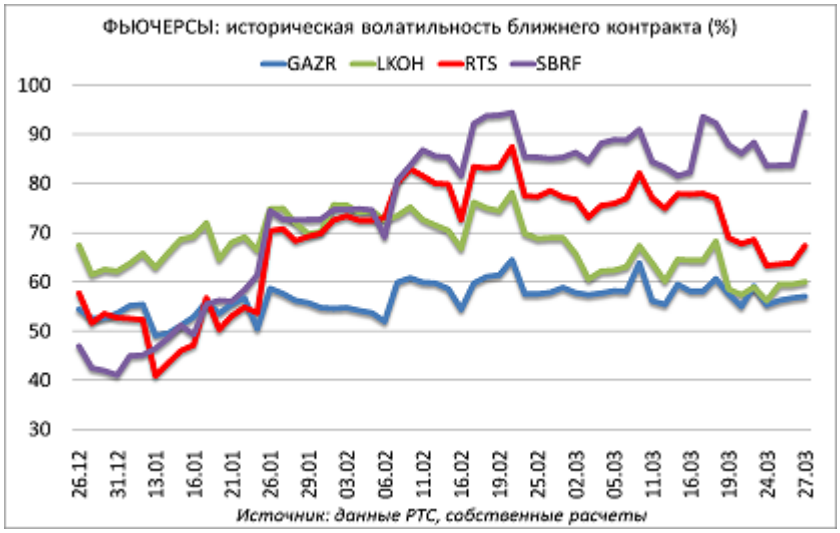


Последняя неделя не принесла новых торговых идей и для участников торгов фьючерсом на золото: величина открытых позиций по июньскому контракту по итогам недели осталась практически без изменений.

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.



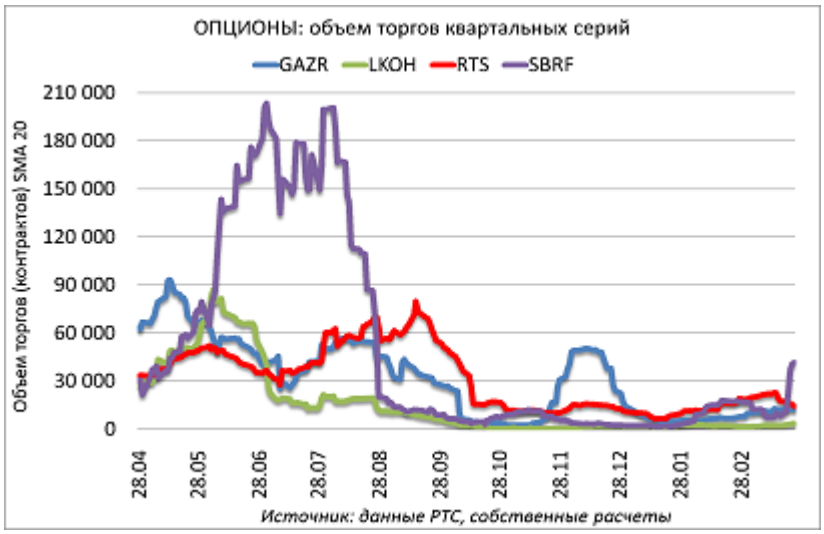
За прошедшую неделю значения 20-дневной исторической волатильности практически оставались в прежнем диапазоне, за исключением динамичного фьючерса на акции Сбербанка - наиболее волатильного из рассматриваемых контрактов. Наименьшие значения исторической волатильности, как и прежде, демонстрируют фьючерсы на акции Лукойл и Газпром.



Подразумеваемая волатильность центрального страйка ATM опционных серий также оставалась на прежних уровнях, за исключением серии Сбербанка, активно реагирующей на впечатляющую динамику базисного актива. Запуск маржируемых опционов в серии индекса РТС, пока слабо поддержанный участниками торгов, тем не менее, заметно повлиял на значения IV: последние две недели мы отмечаем в этой серии не только достигнутый уровень ниже 40%, но и его удивительную стабильность.

Опционы: объем торгов по сериям

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

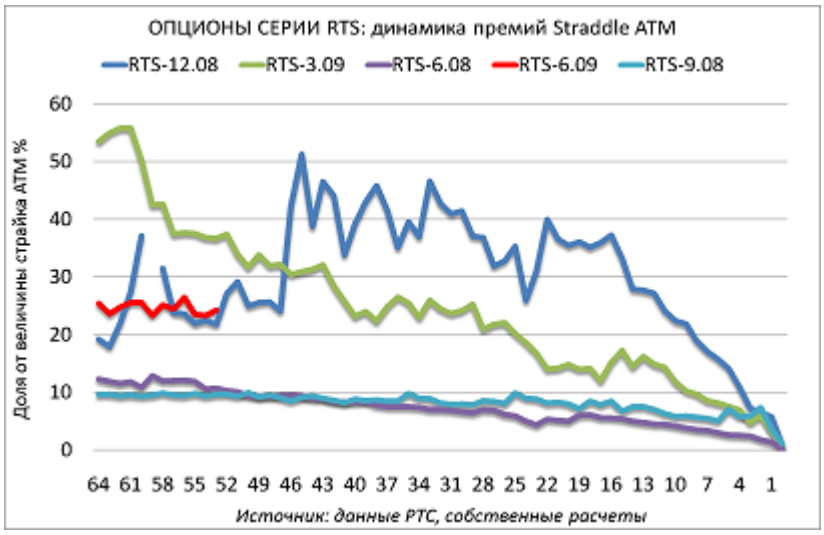


За последнюю неделю объем торгов на опционных досках, за исключением серии Сбербанка, оставался весьма посредственным. Консервативные участники опционной серии индекса РТС неудовлетворенны «заморозкой» набора страйков классической типа, которые, помимо этого, остались без поддержки маркет-мейкеров, и вероятно пока лишь скептически наблюдают за динамикой маржируемых страйков, торгуемых по новым правилам.

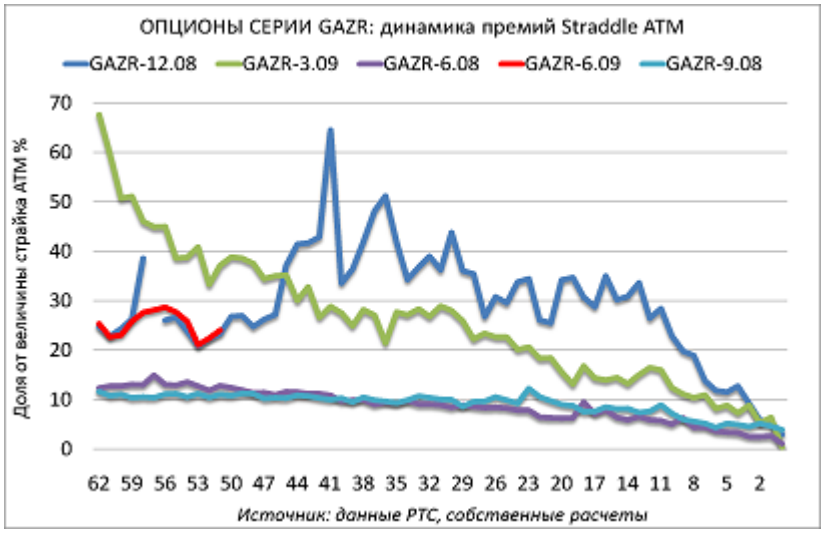
Опционы: динамика премий

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.

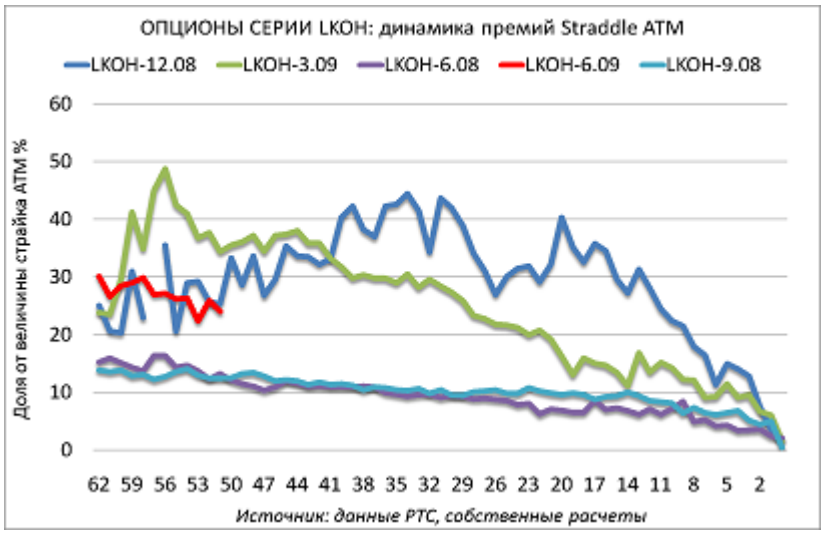
Чтобы корректно сравнить величины опционных премий, в том числе между разными сериями, мы нормировали их на величину текущего (на каждый день) страйка ATM. Вот почему сумма премий Straddle ATM обозначена на наших графиках в виде % от страйка ATM. По оси времени отложено число торговых дней, оставшихся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



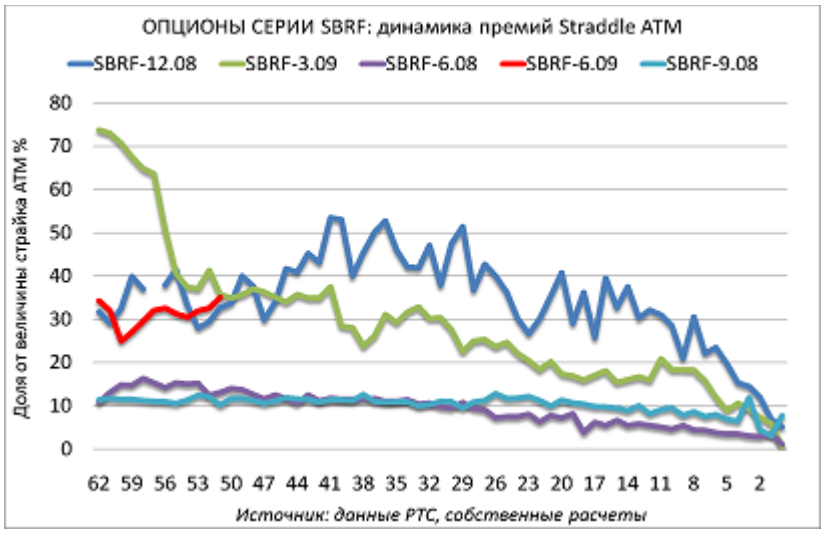
Премии Straddle ATM июньской опционной серии индекса РТС продолжали торговаться на прежнем уровне 25% от величины центрального страйка, что соответствует уровню декабрьской серии RTS-12.08, на фоне существенно спада в объемах торгов опционной серии, переживающей принудительных переход на маржируемые опционы.



Синхронность динамики июньской опционной серии Газпром этого года и декабрьской серии GAZR-12.08 выглядит просто поразительно и кроме случайного совпадения пока не находит своего объяснения. Здесь премии центрального Straddle за последнюю неделю торговались в диапазоне 20-25% от страйка ATM.



Премии центрального Straddle июньской опционной серии Лукойл за последние дни снизились до уровня 25% от страйка ATM, что соответствует значениям волатильной декабрьской серии LKOH-12.08.



Высокая волатильность и внушительные объемы торгов разогрели премии Straddle ATM опционной серии Сбербанка: к концу недели они поднялись до уровня 35% от величины центрального страйка, что соответствует максимальным значениям предыдущих серий для этого периода до экспирации.

Опционы: профиль открытого интереса по страйкам

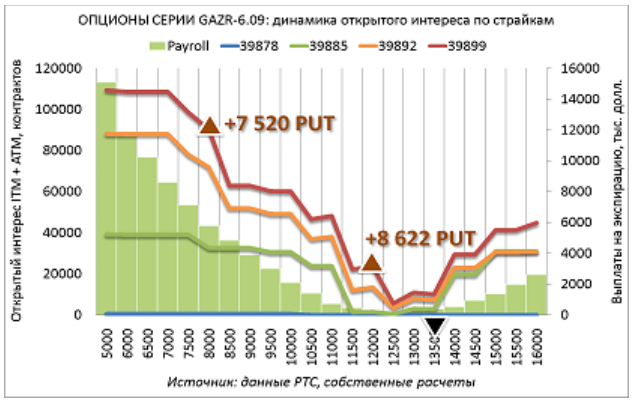
Оценить и наглядно представить динамику открытого интереса по страйкам в течение жизни серии опционов – непростая задача. Протестировав различные варианты, мы предлагаем использовать профиль открытого интереса. Для каждого страйка опционной серии профиль представляет собой сумму всех длинных и коротких 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 функция Payroll - величина выплат при экспирации на каждом страйке в тыс. долларов.

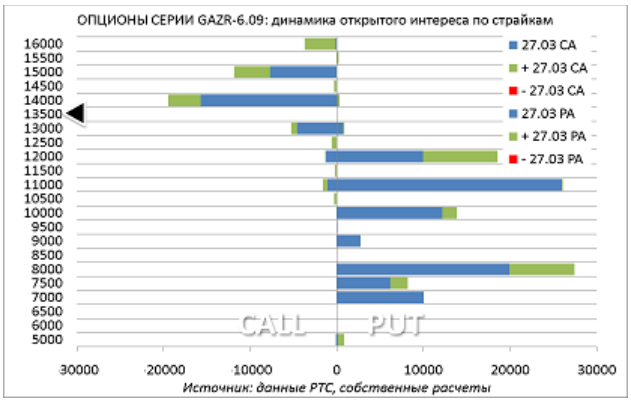
Дополнительный профиль открытого интереса опционных серий (горизонтальные гистограммы в правой колонке) выполняет свою задачу: более наглядно представить динамику последней недели торгов. Трактуются его значения очень просто: открытый интерес по опционам CALL откладывается влево, по опционам PUT вправо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



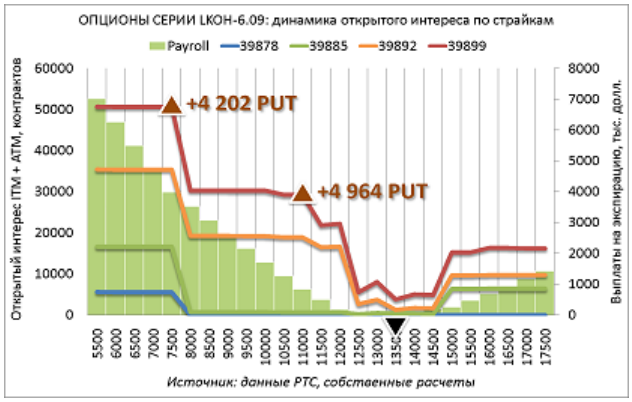


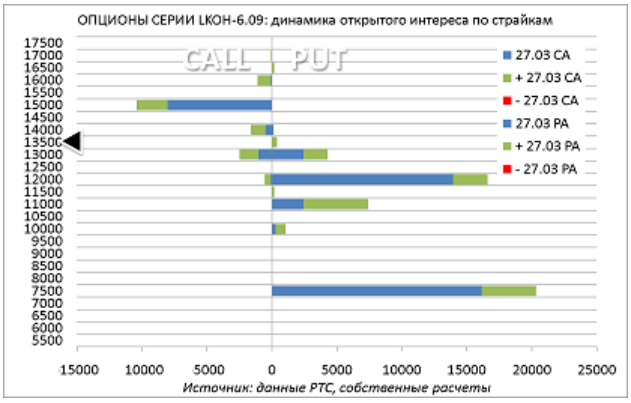
Профиль открытого интереса июньской опционной серии индекса РТС за последнюю неделю прирастал сразу по нескольким страйкам, в целом сохраняя свою прежнюю конфигурацию. Наиболее заметным событием стало закрытие позиций в опционах CALL в страйке 100,000 где открытый интерес сократился на 6,976 контрактов. Напомним, что для этой серии мы приводим совокупные значения открытых позиций по всем типов опционов: классических и маржируемых. Минимальное значение новой функции в нашем обзоре - Payroll (выплаты на экспирацию) - приходится на 65,000 страйк.



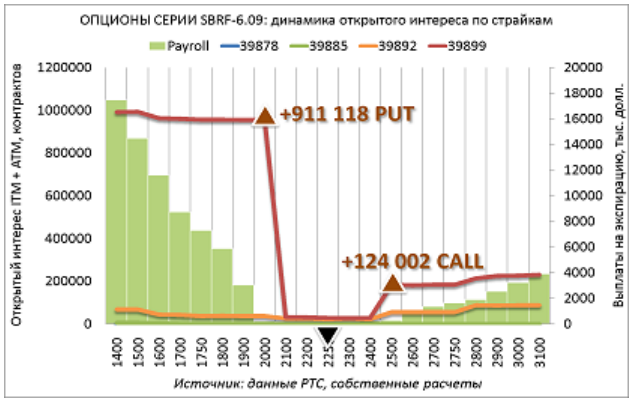


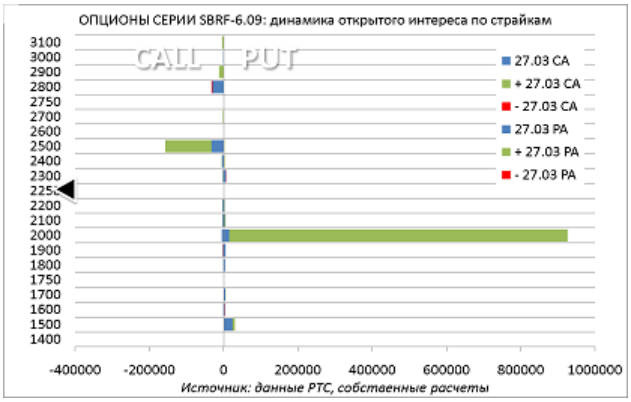
По-прежнему предсказуемо продолжает развиваться ранее сформированный профиль открытого интереса июньской опционной серия Газпром. Здесь за прошедшую неделю основной прирост открытого интереса вновь пришелся на контракты PUT. Минимальное значение новой функции в нашем обзоре - Payroll (выплаты на экспирацию) - приходится на 12,000 страйк, хотя значения функции в диапазоне страйков 11,500 – 14,000 отличаются несущественно.





В июньской опционной серии Лукойл профиль открытого интереса также развивается в своей прежней конфигурации, прирастая в большей степени со стороны PUT опционов. Минимальное значение новой функции в нашем обзоре - Payroll (выплаты на экспирацию) - приходится на 13,000 страйк, при этом значения функции в диапазоне страйков 11,500 – 15,500 являются в равной степени минимальными.



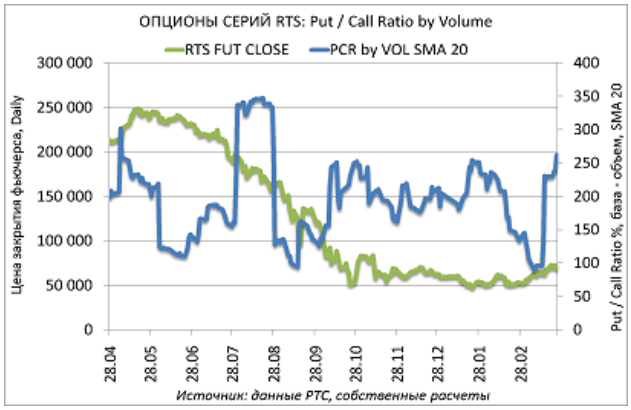


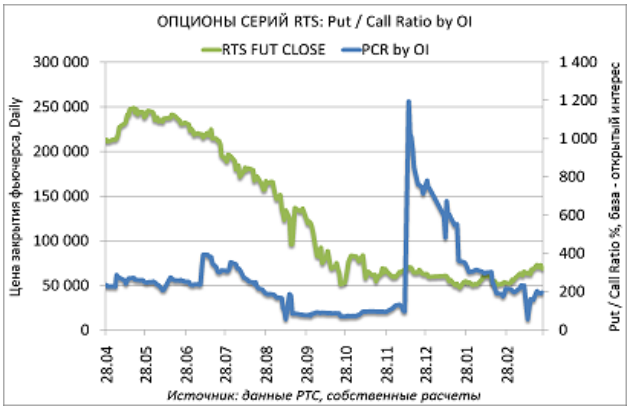
Профиль OI июньской опционной серии Сбербанка пережил еще одну переломную неделю на фоне высокой волатильности и объемов торгов в базисном активе. Прежде всего существенным для дальнейшей динамики является открытие позиций PUT в страйке 2,000 где открытый интерес за неделю вырос на 911,118 контрактов. Верхнюю границу диапазона вероятной экспирации теперь отчетливо задает страйк 2,500 где за неделю открытый интерес в опционах CALL вырос на 124,002 контрактов. Вполне очевидно, что после таких изменений минимальные, равновероятные значения новой функции в нашем обзоре - Payroll (выплаты на экспирацию) – лежат в диапазоне страйков 2,000 – 2,500.

Опционы: соотношение опционов PUT и CALL

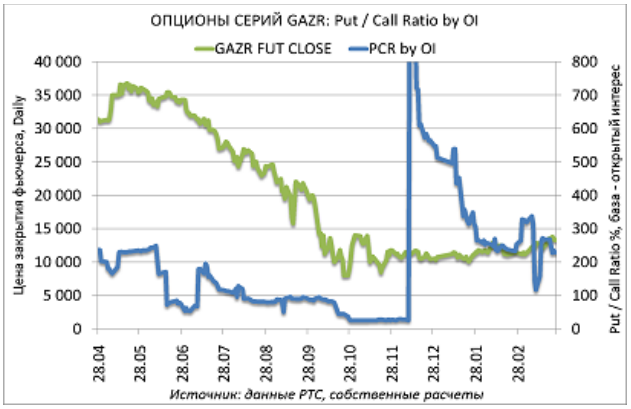
В нашем обзоре мы представляем соотношения опционов PUT и CALL (PUT CALL Ratio, PCR) по сериям четырех наиболее ликвидных фьючерсных контрактов (РТС, Газпром, Лукойл, Сбербанк) в двух традиционных форматах: PCR by Volume (база для расчета – дневной объем торгов) и PCR by OI (база для расчета – текущее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

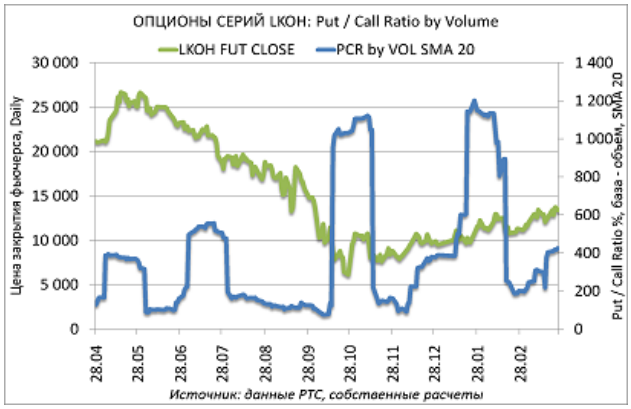
По нашему мнению на текущий момент эти индикаторы не выполняют своей прогностической задачи на рынке FORTS по двум причинам. Первая – это весьма низкий объем торгов в опционных сериях, о чем мы писали выше. Вторая причина – инфраструктурная: основные обороты в сегментах опционов, фьючерсов и наличного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

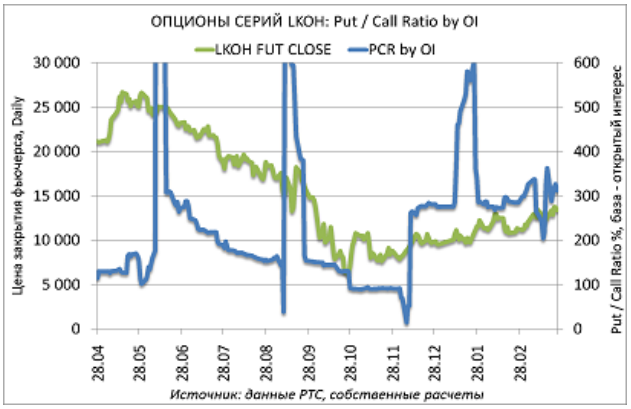


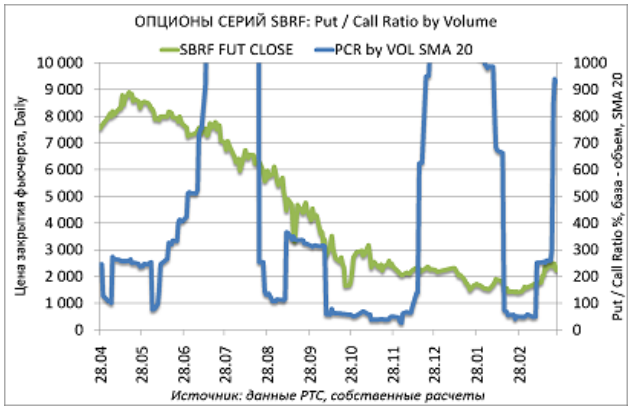


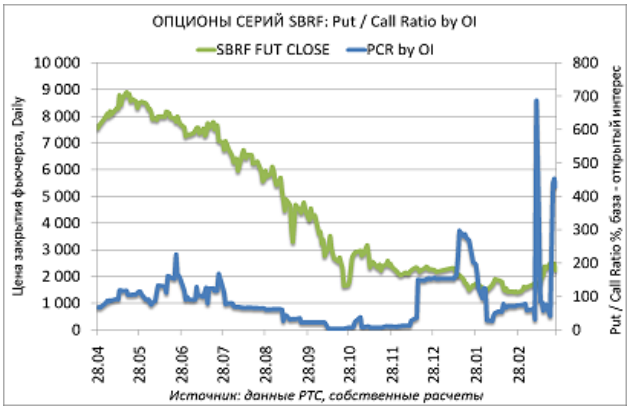












Термины и методика расчетов

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 отображена величина выплат при экспирации на каждом страйке в тыс. долларов.

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.