Не согласен. С обоими.

Публикуемая на сайте РТС информация об открытых позициях с разбивкой по физическим и юридическим лицам – новый инструмент для оценки динамики срочного рынка.

25.07.2011

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 5

Опционы: объем торгов по сериям 6

Опционы: динамика премий.....6

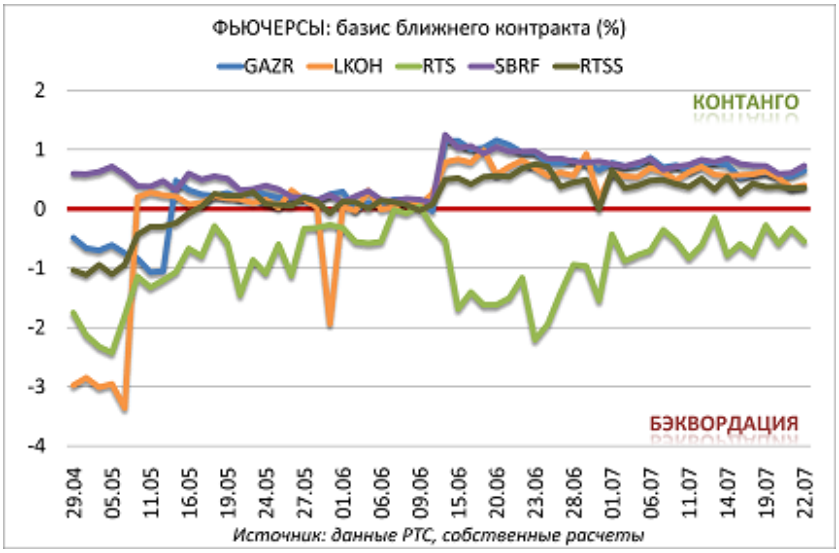
Опционы: профиль открытого интереса по страйкам.....8

Опционы: соотношение опционов PUT и CALL 12

Термины и методика расчетов.....13

Фьючерсы: базис ближнего контракта

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



Источник: данные РТС, собственные расчеты

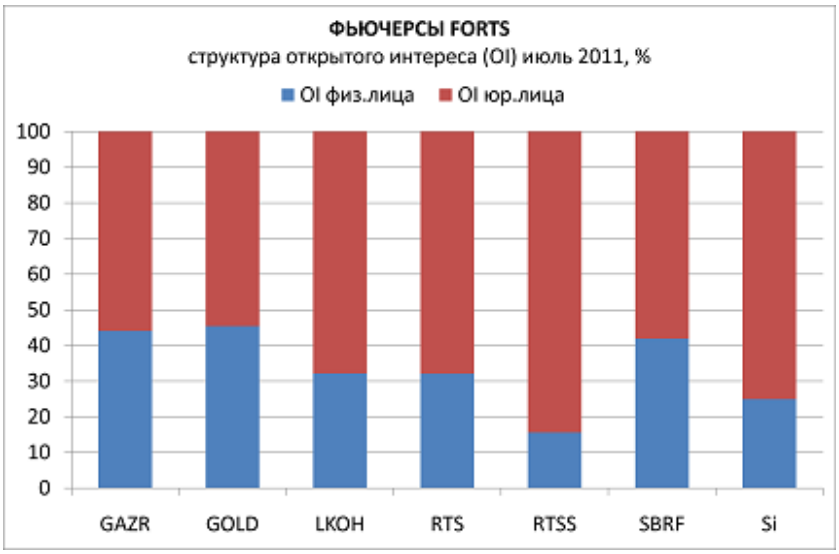
Несмотря на идею роста, активно поддержанную рынком на минувшей неделе, баланс спроса и предложения оставался в границах разумного, благодаря чему динамика базисов основных наиболее ликвидных фьючерсных контрактов в целом спокойно развивалась в прежнем направлении, показав умеренное снижение в зоне контанго либо же сохранив свои прежние уровни.

Фьючерсы: динамика объемов торгов, цен закрытия и открытого интереса



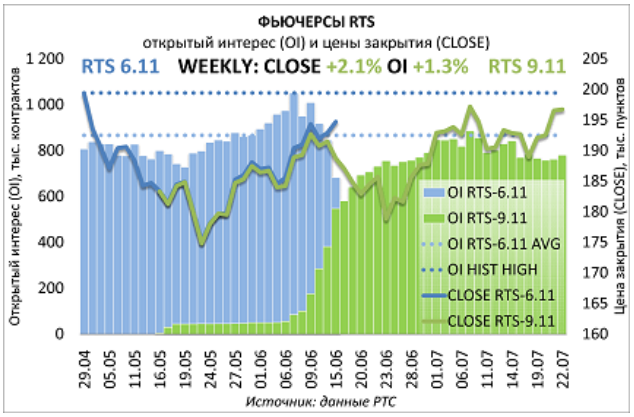
В четверг 21 июля обороты наиболее ликвидных фьючерсных контрактов активно поддержали широкий рост фондового рынка, а на следующий день, в пятницу, новый квартальный максимум по объемам торгов показал фьючерс на золотую унцию, котировки базисного актива которого на протяжении недели осаждали новую историческую высоту.

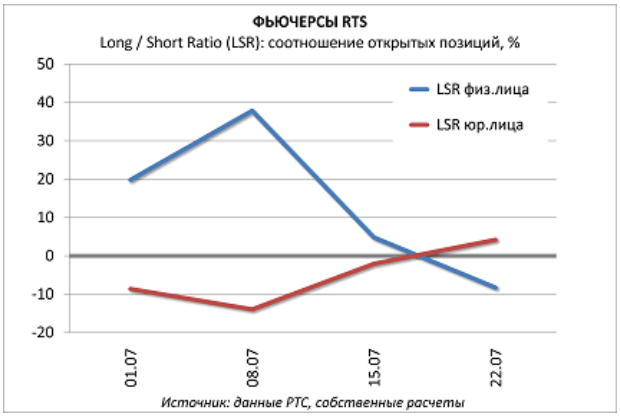
С 1 июля этого года по распоряжению ФСФР на сайте РТС стала доступна информация об открытых позициях по производным финансовым инструментам с разбивкой данных по физическим и юридическим лицам.



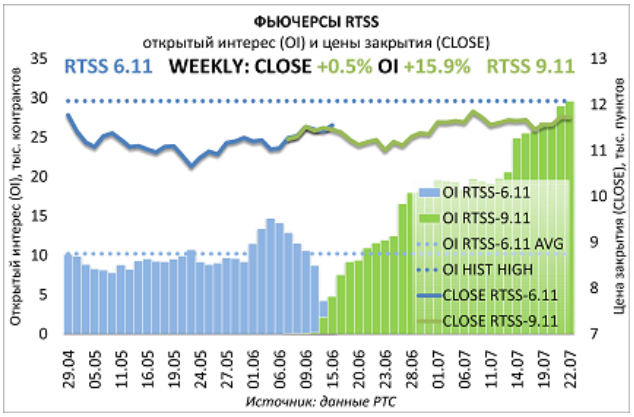
По итогам первых недель соотношение позиций между выделяемыми категориями участников торгов выглядит относительно стабильно: минимальная доля позиций физ.лиц (16%) представлена в контрактах на индекс RTS Standard, максимальная (42-45%) в контрактах на акции Газпром, Сбербанк и золото. Кром этого, не меньший интерес представляет соотношение длинных и коротких позиций этих групп по каждому контракту, представленное далее.

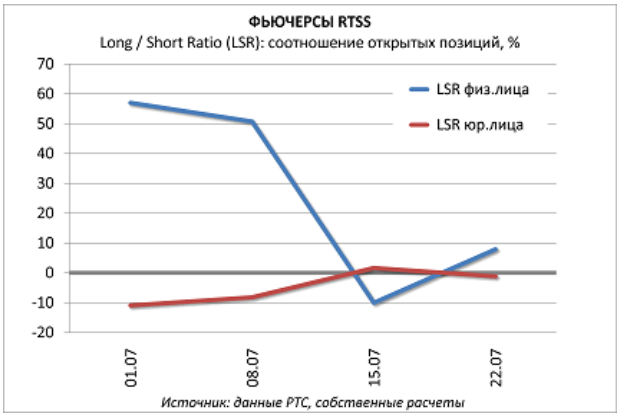
Ниже на диаграммах представлена динамика фьючерсных контрактов: цены закрытия CLOSE, открытого интереса OI и соотношения открытых позиций Long / Short Ratio (LSR) по группам участников торгов, где WEEKLY – итоги последней недели, OI (код фьючерса) AVG – среднее значение OI за последний месяц до истечения предыдущего контракта, а OI HIST HIGH – исторический максимум OI по контрактам рассматриваемого базисного актива.



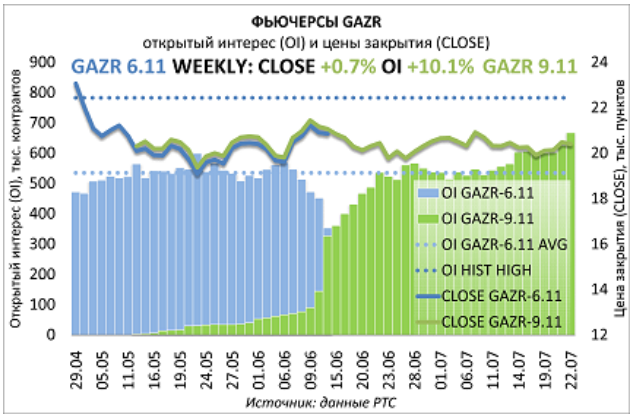


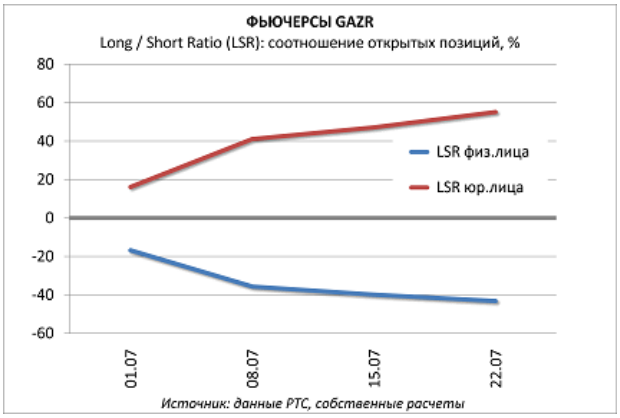
Рост котировок контракта на индекс RTS на +2.1% за неделю получил весьма сдержанную поддержку в динамике открытых позиций (+1.3%), величина которых остается заметно ниже средних значений предыдущего контракта. Соотношение Long / Short Ratio за неделю изменилось незначительно, при этом публика преимущественно пыталась шортить рост последних дней.



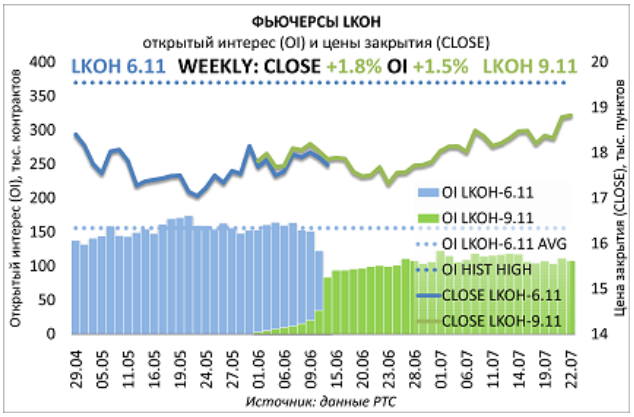


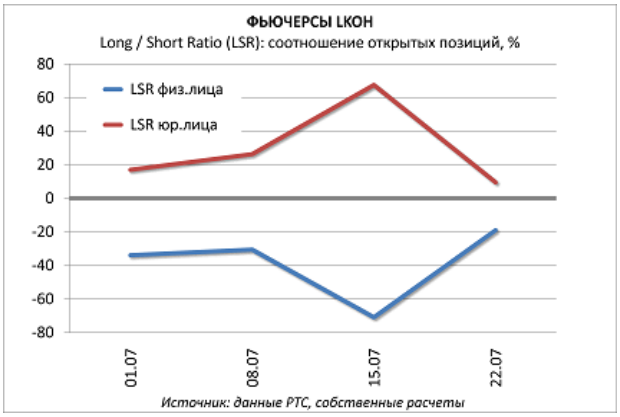
Рост котировок фьючерса на индекс RTS Standard на +0.5% за неделю был явно несопоставим с динамикой открытых позиций (+15.9%), величина которых взлетела до нового исторического максимума, что объясняется низким абсолютным значением OI и доминированием позиций институциональных клиентов, любое серьезное движение которых порождает чемпионские скачки относительных величин в этом контракте.



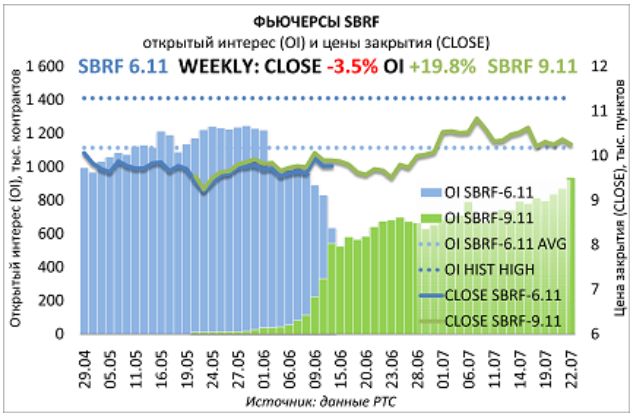


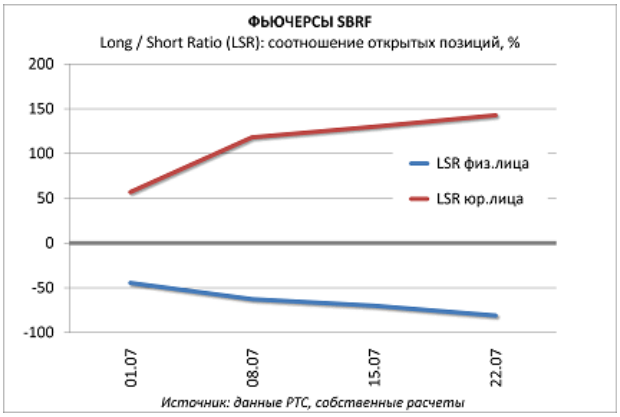
В сентябрьском контракте на акции Газпром рост котировок на +0.7% за неделю также был явно несопоставим с динамикой открытых позиций (+10.1%), но в отличие от предыдущего контракта здесь за этими цифрами стоит действительно мощный рост OI, причем связанный с укреплением длинных позиций институциональных клиентов, в то время как публика по-прежнему решительно настроена сохранять и усиливать короткие позиции.



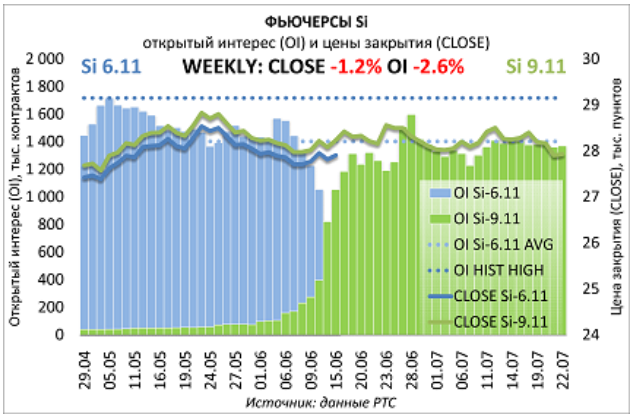


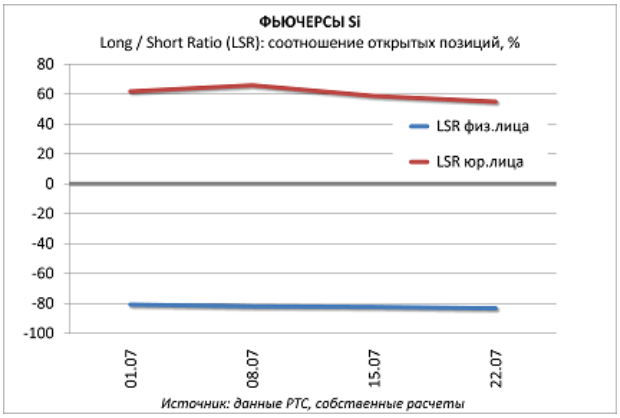
За скромной динамикой котировок и величины открытых позиций на площадке фьючерса на акции Лукойл на минувшей неделе стояли глубокие структурные перемены, связанные с сокращением длинных позиций институциональных клиентов и коротких позиций физических лиц.



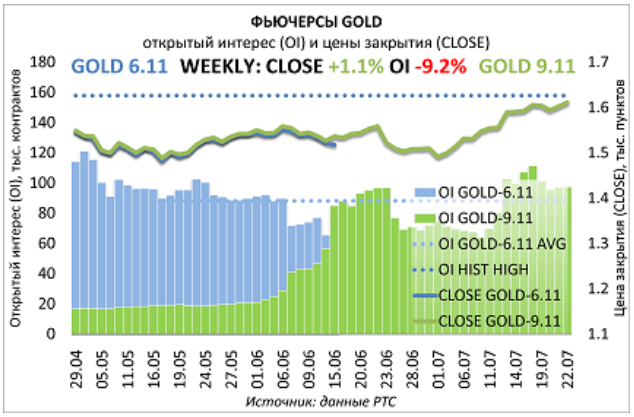


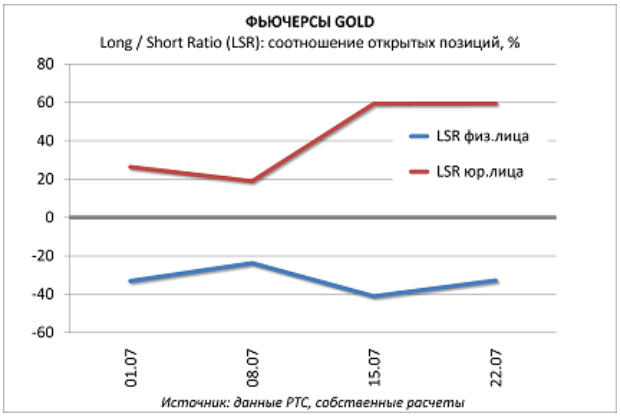
Снижение котировок контракта на акции Сбербанка (-3.5%) в понедельник 18 июля стало триггером для дальнейшего мощного наращивания позиций (+19.8%): за которым стоит укрепление стратегического лонга институционалов против стратегического шорта публики. Из рассматриваемых нами производных этот контракт демонстрирует наиболее существенный разрыв в оценке перспектив рынка со стороны двух групп участников торгов.





Новый виток укрепления рубля к доллару США вновь был встречен снижением величины открытых позиций, за которой также стоят стратегические длинные позиции юридических лиц против коротких позиций частных трейдеров. Небольшой период измерений Long / Short Ratio пока не позволяет судить насколько типично такое противостояние в этом контракте, но сами по себе новые данные выглядят местами обескураживающе.

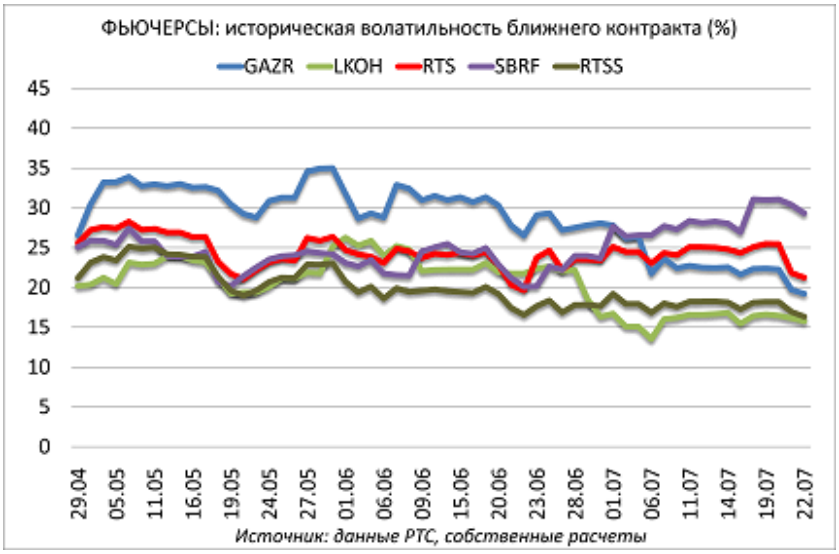




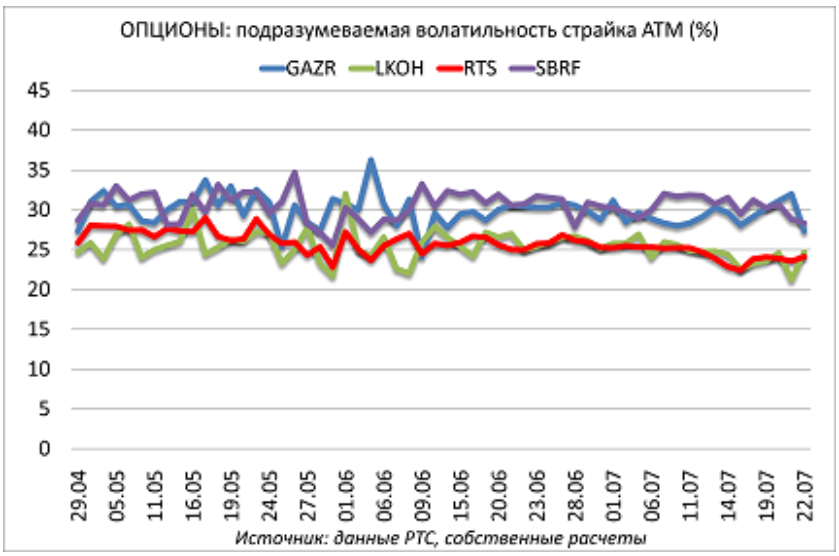
Новый исторический максимум котировок на золотую тройскую унцию вынудил частных трейдеров закрыть часть убыточных коротких позиций (-9,2%). В этом контракте также можно наблюдать стратегическое противостояние позиций двух групп участников торгов.

Фьючерсы: историческая и подразумеваемая волатильность

Ниже на рисунках можно сопоставить динамику исторической (HV) и подразумеваемой (IV) волатильности по четырем наиболее ликвидным фьючерсным контрактам FORTS.



Новая попытка роста, доминирующая на рынке всю минувшую неделю, снизила значения 20-дневных серий исторической волатильности наиболее ликвидных фьючерсных контрактов, за исключением фьючерса на акции Сбербанка, выступившего в противофазе широкому рынку, что несколько расширило диапазон наблюдаемой группы: от 16% HV фьючерса на акции Лукойл до 29% HV фьючерса на акции Сбербанка.



Подразумеваемая волатильность (IV) центральных страйков (ATM) ведущих опционных серий не спешила повторить динамику HV, а где-то даже развивалась вразрез с текущим трендом базисного актива, показав умеренное снижение волатильности на снижении котировок и рост на их росте. Новые границы диапазона рассматриваемой группы: от 24% IV серий RTS до 28% IV серии Сбербанка.

Опционы: объем торгов по сериям

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

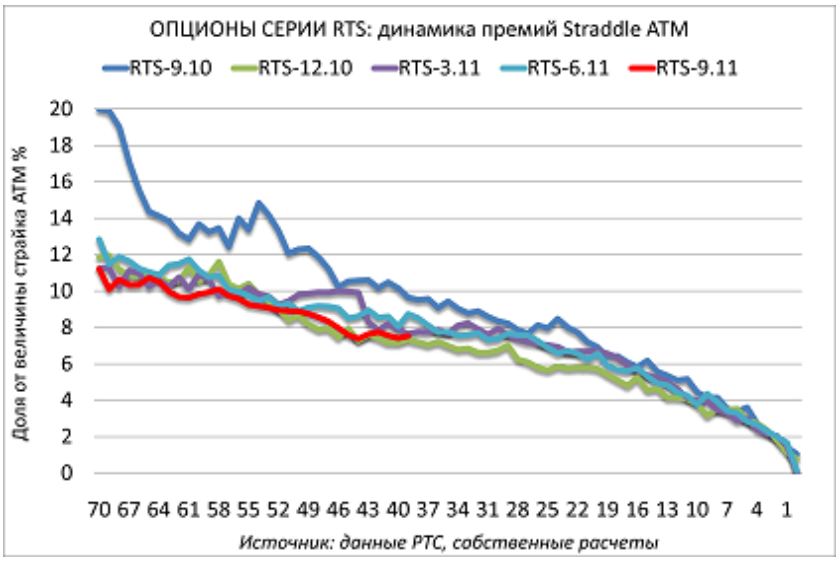


Обороты большинства сентябрьских опционных серий на минувшей неделе заметно снизились, за исключением серии Сбербанка, где они продолжали сдержанно нарастать в попытке оторваться от уровней годовых минимумов.

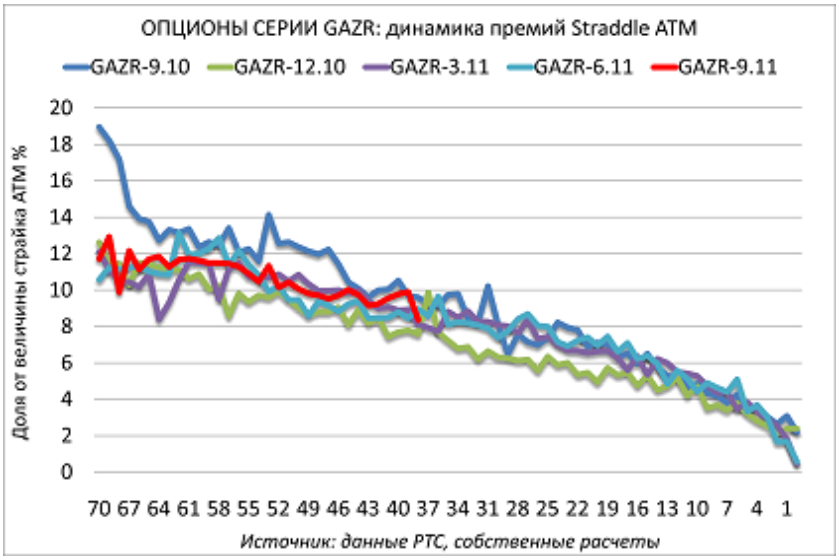
Опционы: динамика премий

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.

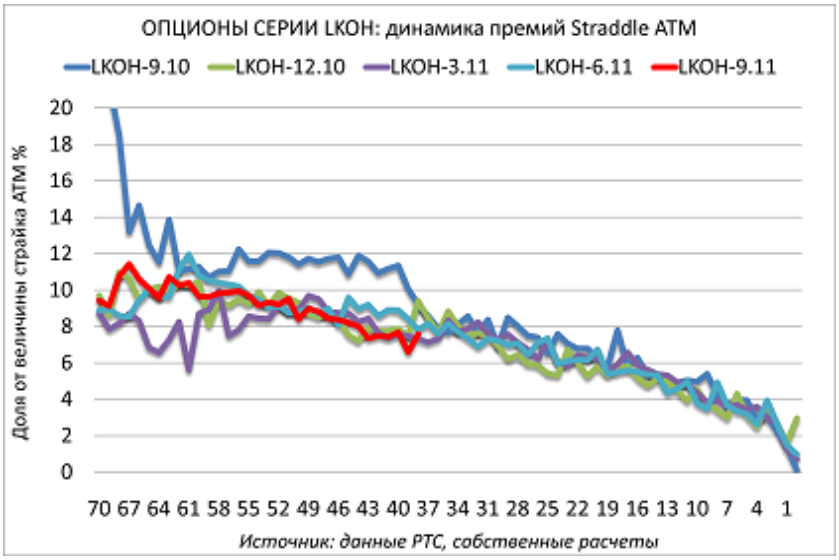
Чтобы корректно сравнить величины опционных премий, в том числе между разными сериями, мы нормировали их на величину текущего (на каждый день) страйка ATM. Вот почему сумма премий Straddle ATM обозначена на наших графиках в виде % от страйка ATM. По оси времени отложено число торговых дней, оставшихся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



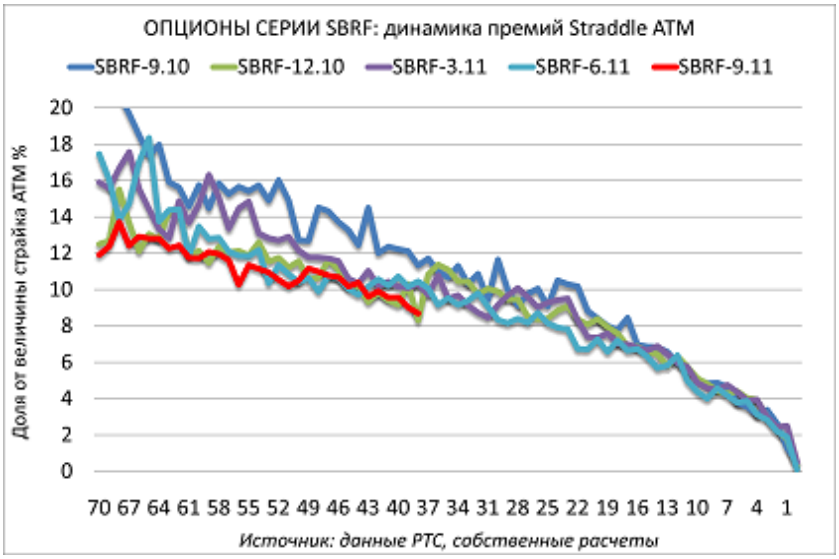
Премии Straddle ATM сентябрьской серии индекса RTS не спешили снижаться, сохранив уровень предыдущей недели: около 7% от величины центрального страйка, что чуть выше прежних минимальных значений предыдущих квартальных серий в сопоставимый период до экспирации.



Динамика премий центрального Straddle сентябрьской серии Газпром на фоне стагнации торговых оборотов выглядит весьма непоследовательно, и преодоление уровня 9% от величины страйка ATM в конце минувшей недели вероятно лишь следствие низкой ликвидности, тогда как в целом они тяготели к верхней части диапазона премий предыдущих квартальных серий этого базисного актива.



На малоликвидном опционном деске сентябрьской серии Лукойл прорыв уровня премий 7% величины страйка ATM пока также не может быть засчитан, хотя в целом здесь удается воспроизвести прежние минимальные значения в диапазоне премий предыдущих квартальных серий.



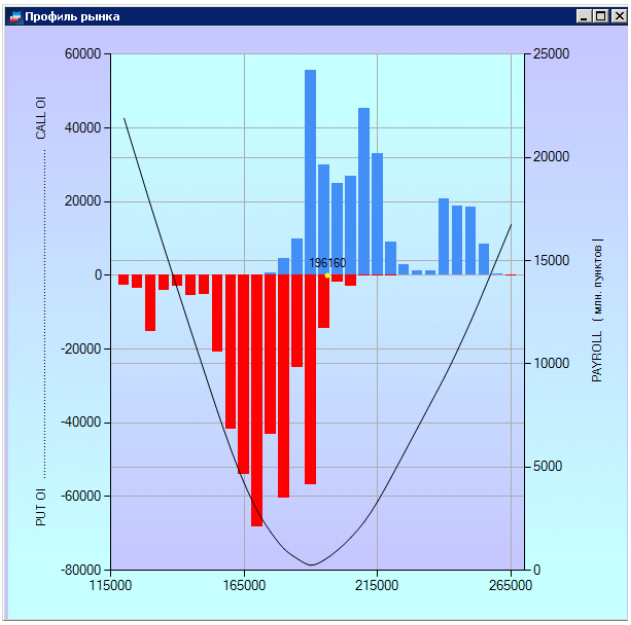
В то же время премии Straddle ATM сентябрьской серии Сбербанка, преодолев уровень 10% от величины центрального страйка, сохранили уверенную динамику и за последние дни опустились ниже 9% рубежа, что по-прежнему чуть выше минимальных значений предыдущих серий этого базисного актива на рассматриваемой глубине исторических данных.

Опционы: профиль открытого интереса по страйкам

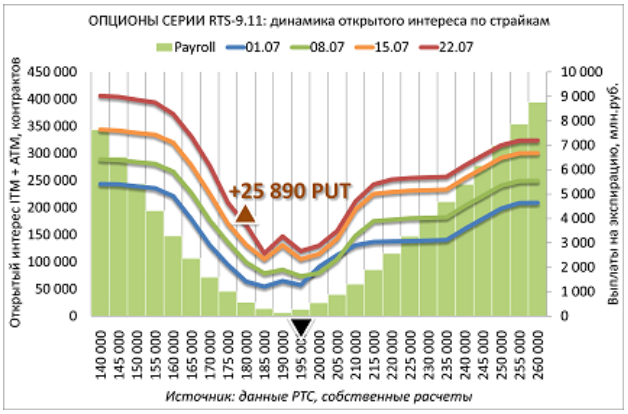
Оценить и наглядно представить динамику открытого интереса по страйкам в течение жизни серии опционов – непростая задача. Протестировав различные варианты, мы предлагаем использовать профиль открытого интереса. Для каждого страйка опционной серии профиль представляет собой сумму всех длинных и коротких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

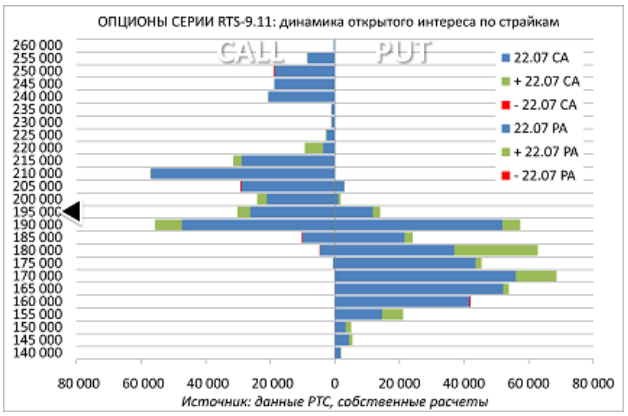
Дополнительный профиль открытого интереса опционных серий (горизонтальные гистограммы в правой колонке) выполняет свою задачу: более наглядно представить динамику последней недели торгов. Трактуются его значения очень просто: открытый интерес по опционам CALL откладывается влево, по опционам PUT вправо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

Опционный деск серии RTS-9.11 исполнение 15.09.2011



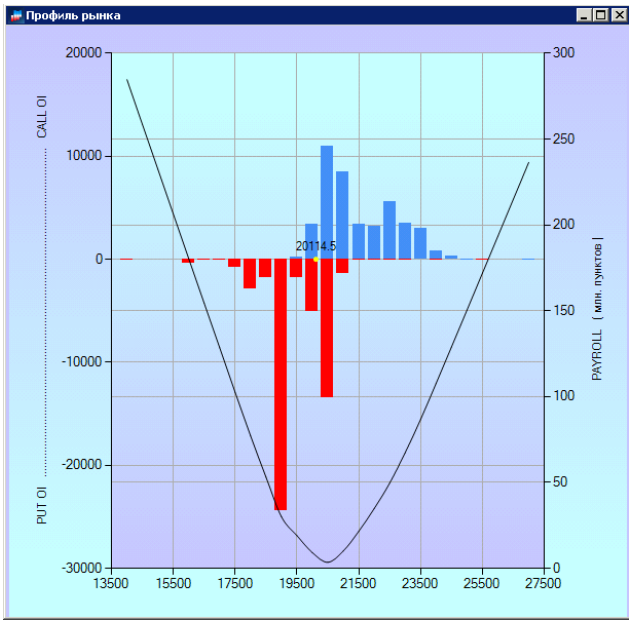
Источник: данные РТС, терминал [SmartDeskPRO](#) - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.



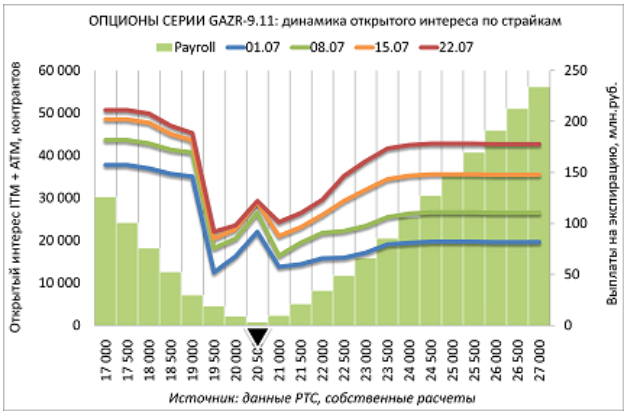


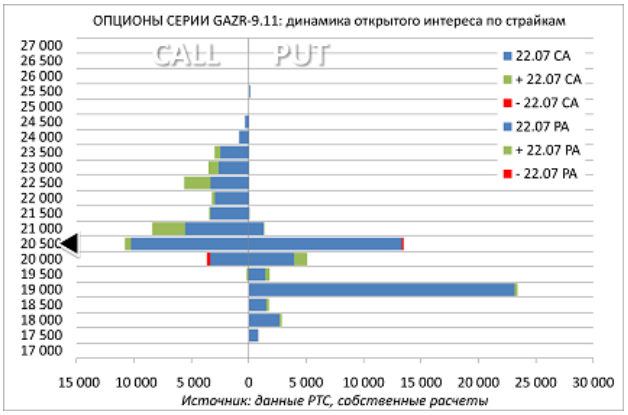
Обороты опционного деска индекса RTS на минувшей неделе снизились почти на треть и оказались чуть ниже средних значений за последний месяц. В соотношении по объемам торгов доминировали опционы PUT (PCR by Volume за неделю 169%), а лидером по динамике открытого интереса стал **180,000** страйк (рост OI за неделю составил +25,890 контрактов PUT). Таким образом, границы сопротивления несколько сузились, ограничив потенциальные движения базисного актива новым диапазоном между **180,000** и **210,000** страйками. Текущие котировки находятся в этой зоне, а также вблизи минимума функции Payroll, по-прежнему ожидающего экспирацию серии около **190,000** страйка.

Опционный деск серии GAZR-9.11 исполнение 14.09.2011



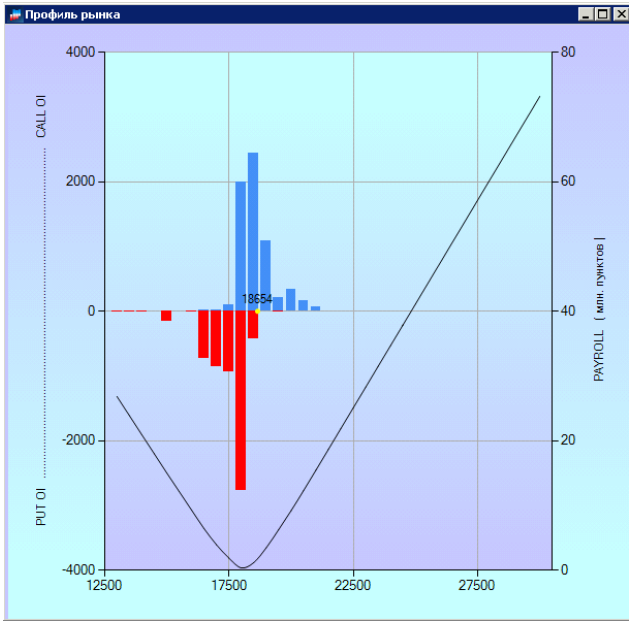
Источник: данные РТС, терминал SmartDeskPRO - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.

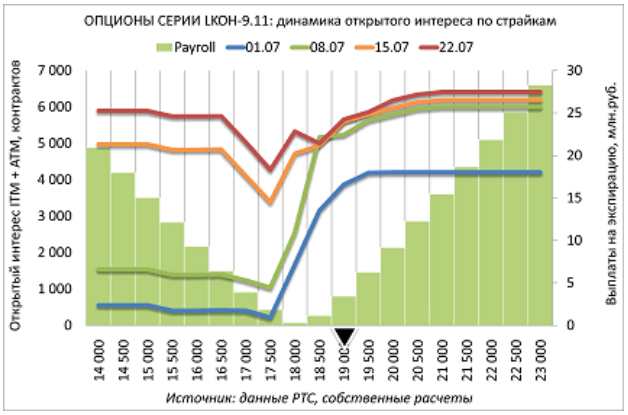


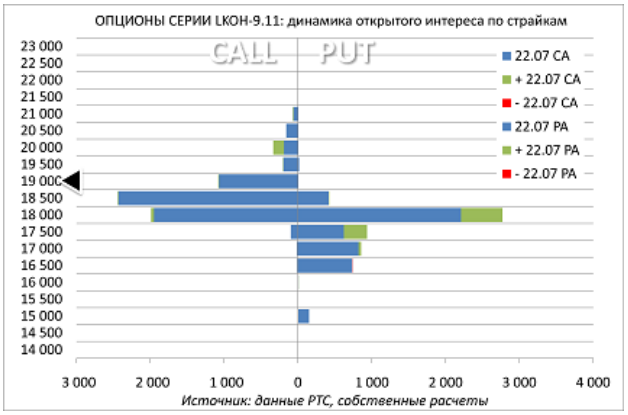


Едва преодолев стагнацию на уровне годового минимума, торговая активность опционного деска Газпром переживает новый спад, оказавшись на треть ниже средней величины за последний месяц. В соотношении по объемам торгов вновь ощутимо доминировали опционы CALL (PCR by Volume за неделю 39%), без значимых лидеров по динамике открытого интереса в отдельных страйках. В профиле открытого интереса сентябрьской серии по-прежнему доминирует нижний опционный барьер в **19,000** страйке, хотя нарастающее сопротивление со стороны верхних страйков (начиная от **22,500**) также набирает свой вес. Текущие котировки базисного актива остаются в зоне минимальных значений профиля, а также функции Payroll, ожидающей экспирацию серии около центрального **20,500** страйка.

Опционный деск серии LKOH-9.11 исполнение 14.09.2011



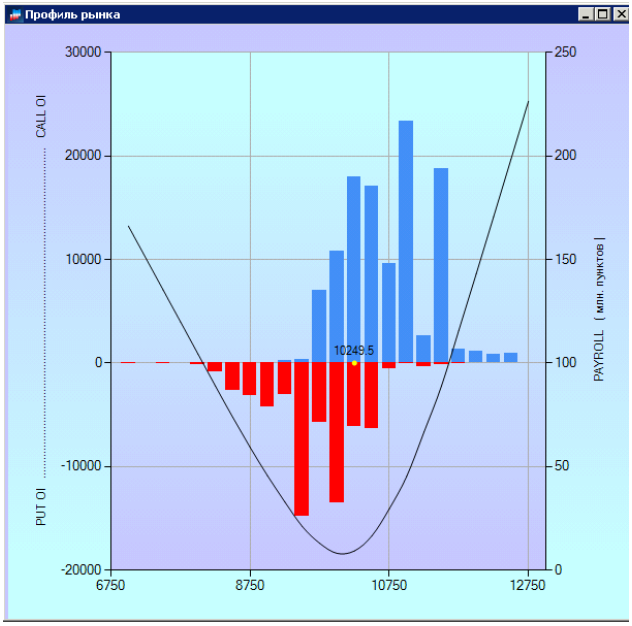




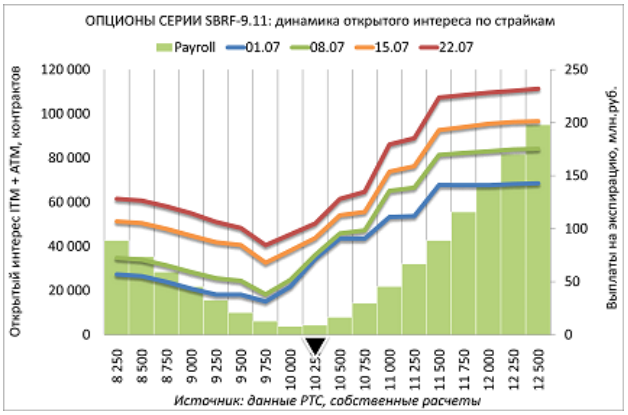
Источник: данные РТС, терминал [SmartDeskPRO](#) - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.

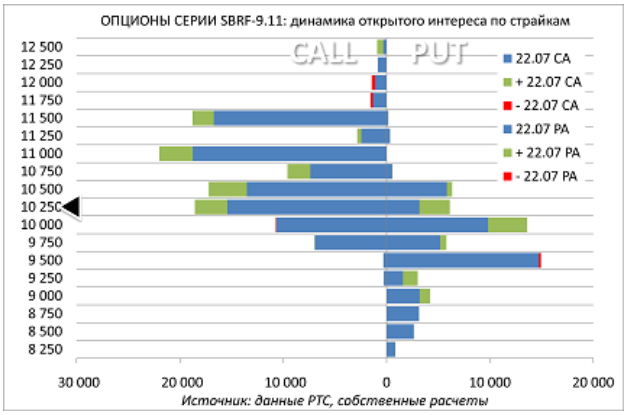
После неуверенных попыток роста обороты сентябрьской серии Лукойл вновь трагично сократились до уровня минимальных значений за последний год. По итогам немногочисленных сделок доминировали по объемам торгов опционы PUT (PCR by Volume за неделю 512%), без существенных лидеров по динамике открытого интереса в отдельных страйках. Профиль открытого интереса сентябрьской серии все более тяготеет к безыдейной горизонтальной линии на фоне ничтожно малых величин открытых позиций, которые вряд ли способны оказать влияние на динамику базисного актива. Текущие котировки находятся вблизи минимума функции Payroll, ожидающей экспирацию серии в районе **18,000** страйка.

Опционный деск серии SBRF-9.11 исполнение 14.09.2011



Источник: данные РТС, терминал SmartDeskPRO - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.



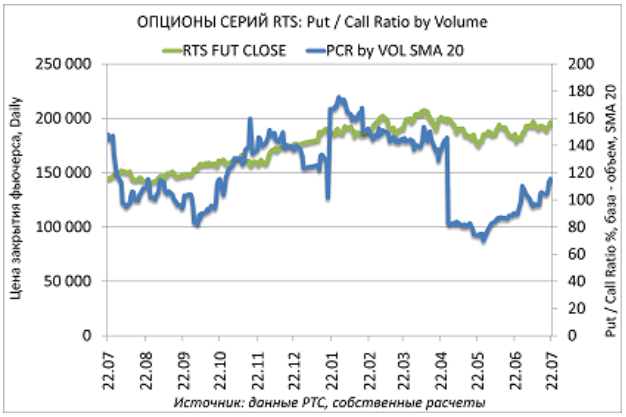


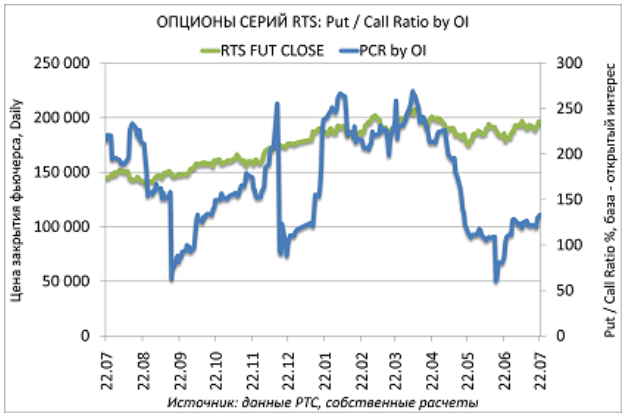
Объемы опционного деска Сбербанка продолжали сдержанно нарастать, и были на треть выше среднего значения за последний месяц. В соотношении по объемам торгов вновь доминировали опционы CALL (PCR by Volume за неделю 42%), без значимых лидеров по динамике открытого интереса в отдельных страйках. Несмотря на слабость сопротивления со стороны верхних страйков, величина открытых позиций которых относительно невелика, котировки базисного актива снизились и вернулись в зону минимальных значений профиля и функции Payroll, ожидающей экспирацию серии в диапазоне **10,000 – 10,250** страйков.

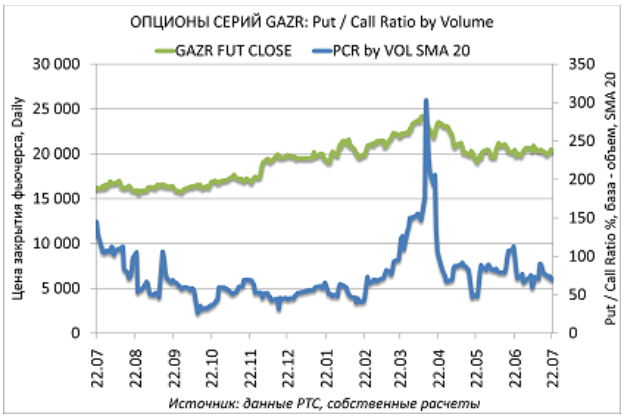
Опционы: соотношение опционов PUT и CALL

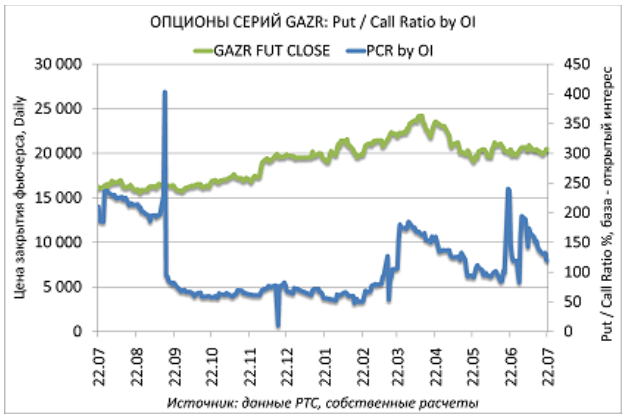
В нашем обзоре мы представляем соотношения опционов PUT и CALL (PUT CALL Ratio, PCR) по сериям четырех наиболее ликвидных фьючерсных контрактов (РТС, Газпром, Лукойл, Сбербанк) в двух традиционных форматах: PCR by Volume (база для расчета – дневной объем торгов) и PCR by OI (база для расчета – текущее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

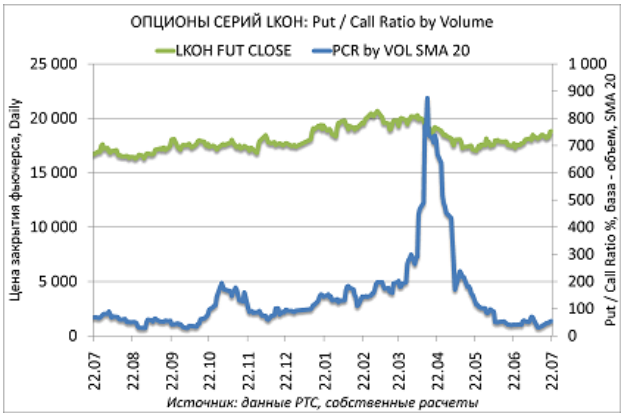
По нашему мнению на текущий момент эти индикаторы не выполняют своей прогностической задачи на рынке FORTS по двум причинам. Первая – это весьма низкий объем торгов в опционных сериях, о чем мы писали выше. Вторая причина – инфраструктурная: основные обороты в сегментах опционов, фьючерсов и наличного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

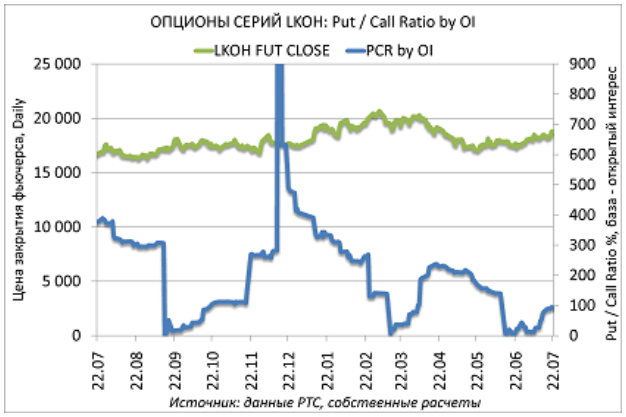


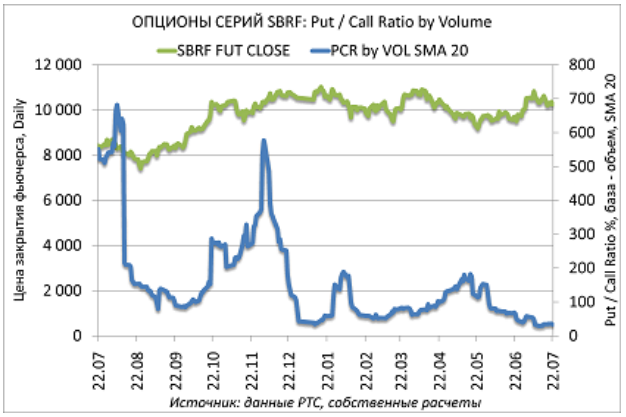


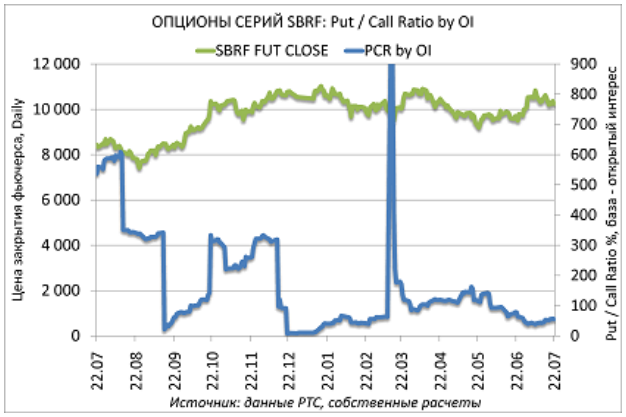












Термины и методика расчетов

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 18:45 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 («опционные барьеры»), 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 млн. рублей.

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

Дмитрий Солодин
ведущий аналитик, видеообзоры

Сергей Егишянц
главный экономист, мировые рынки

Алексей Берзин
анализ срочного рынка

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» (ОАО)

119180, г. Москва, 1-й Голутвинский пер., д. 6, этаж 8
(495) 933 32 32, 933 32 35
8 800 200 32 35

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

© ОАО «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.