Возьми от рынка все

Сильное рыночное движение и впечатляющие обороты открывают прекрасные торговые возможности, но и обостряют риски производных инструментов

08.08.2011

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

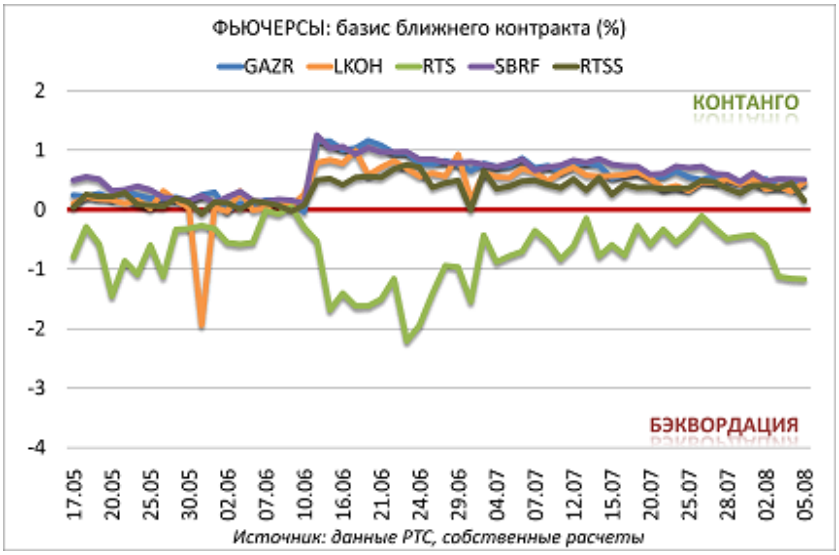
Опционы: профиль открытого интереса по страйкам....8

Опционы: соотношение опционов PUT и CALL 13

Термины и методика расчетов....14

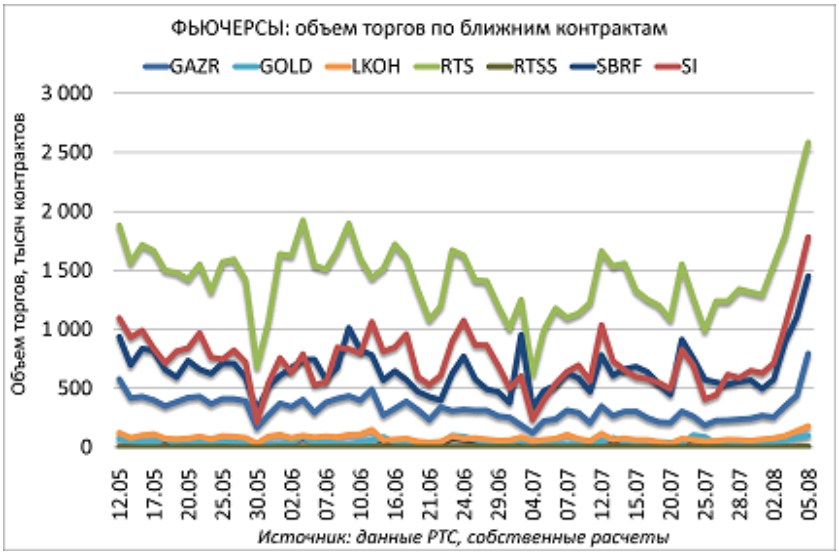
Фьючерсы: базис ближнего контракта

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



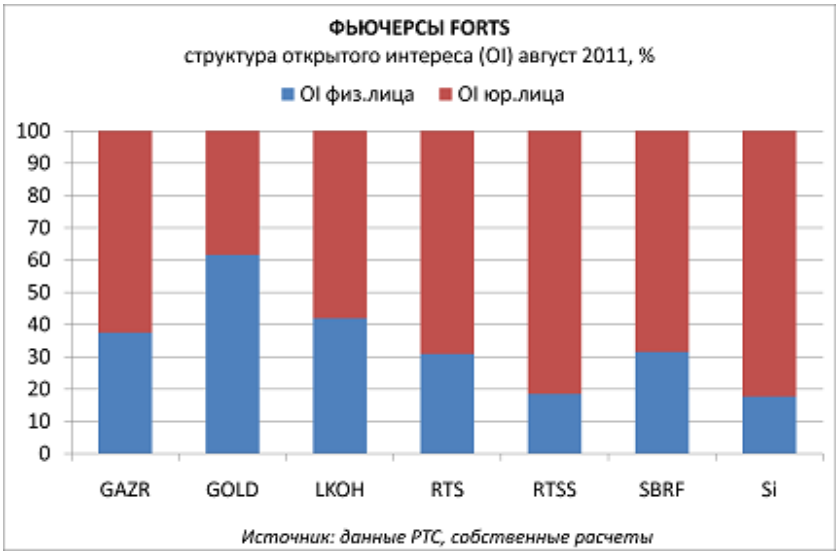
В целом базисы основных наиболее ликвидных фьючерсных контрактов устояли на фоне активных распродаж, развернувшихся на рынке в последние дни, и сохранили уровни предыдущей недели, за исключением бэквордации валютного контракта на индекс RTS, которая нарастала в условиях ослабления валютного курса рубля.

Фьючерсы: динамика объемов торгов, цен закрытия и открытого интереса



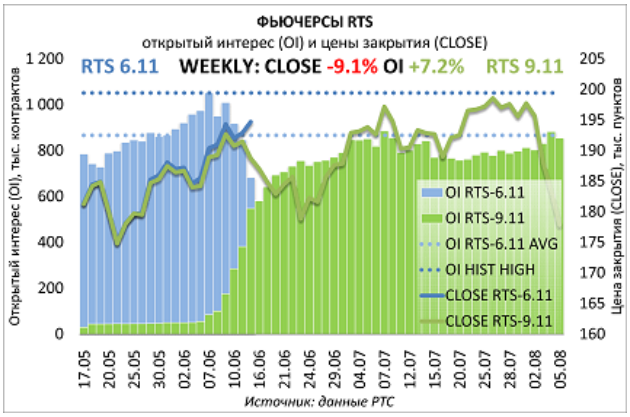
Безусловно, рынок получил мощный импульс, взметнувший обороты наиболее ликвидных фьючерсных контрактов на новую высоту, существенно выше прежних максимальных значений. Площадки валютных контрактов и фьючерс на золотую унцию, берущий новые исторические рубежи, также переживали в конце минувшей недели небывалый подъем торговой активности и динамики открытых позиций.

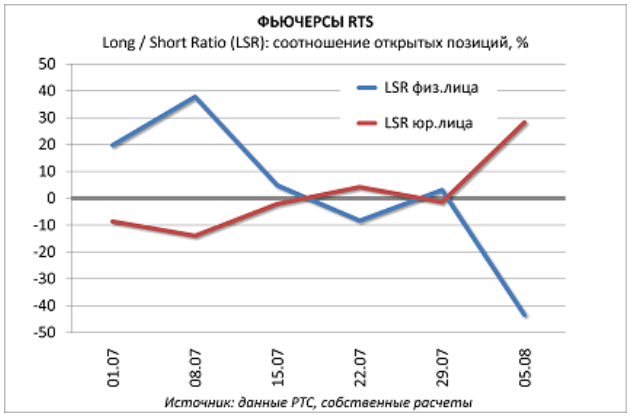
С 1 июля этого года по распоряжению ФСФР на сайте РТС стала доступна информация об открытых позициях по производным финансовым инструментам с разбивкой данных по физическим и юридическим лицам.



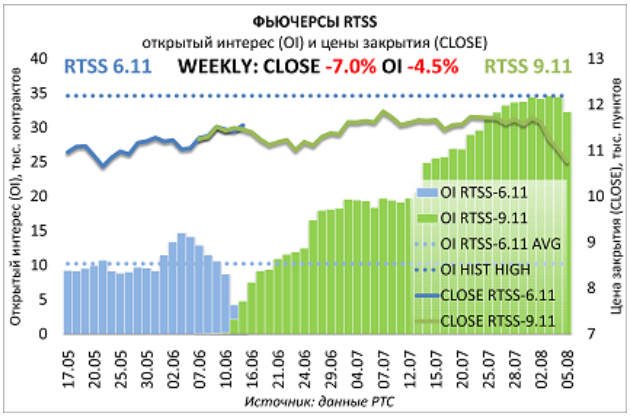
По итогам первой недели августа месяца соотношение позиций между выделяемыми категориями участников торгов заметно изменилось. Минимальная доля позиций физ.лиц (19%) по-прежнему представлена в контрактах на индекс RTS Standard, тогда как максимальная доля публики в контрактах на золото возросла до 62% и заметно снизилась в других контрактах. Помимо этого, значимым индикатором рынка производных является соотношение длинных и коротких позиций этих групп участников торгов по каждому контракту (см. далее).

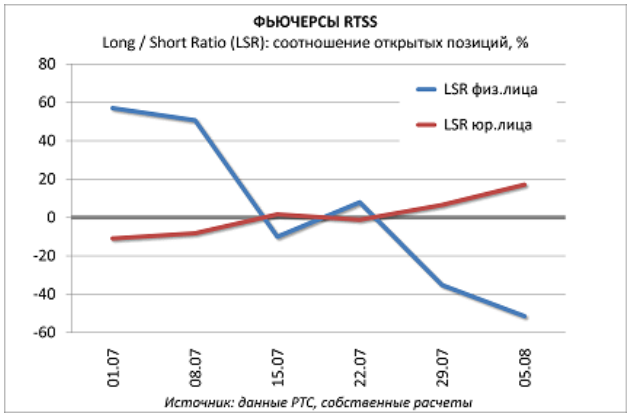
Ниже на диаграммах представлена динамика фьючерсных контрактов: цены закрытия CLOSE, открытого интереса OI и соотношения открытых позиций Long / Short Ratio (LSR) по группам участников торгов, где WEEKLY – итоги последней недели, OI (код фьючерса) AVG – среднее значение OI за последний месяц до истечения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



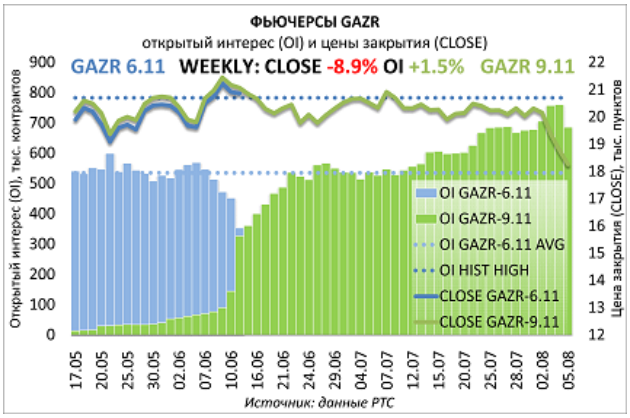


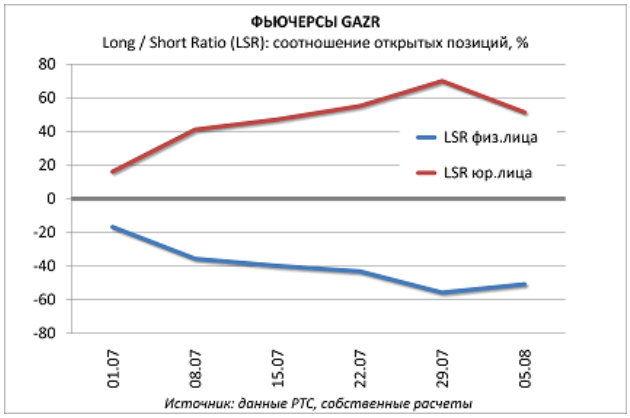
Веселые распродажи во второй половине минувшей недели (-9.1%) явно добавили драйва ранее скучному рынку: на площадке лидирующего по оборотам фьючерса на индекс RTS публика вела активные продажи против институциональных клиентов, Long / Short Ratio которых за неделю столь же стремительно возрос на фоне общего роста открытых позиций (+7.2%).



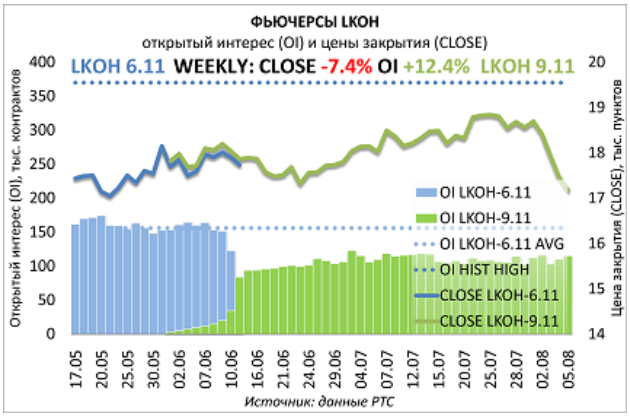


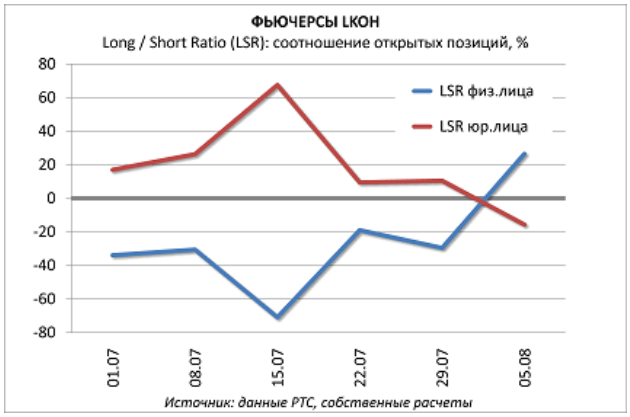
Фьючерс на индекс RTS Standard встретил снижение котировок (-7.0%) ростом открытых позиций до нового исторического максимума, который в последний торговый день обернулся снижением OI даже относительно уровня предыдущей недели (-4.5%). Здесь мы вновь видим продажи физических лиц против покупок институциональных клиентов, доля которых в этом контракте является доминирующей.



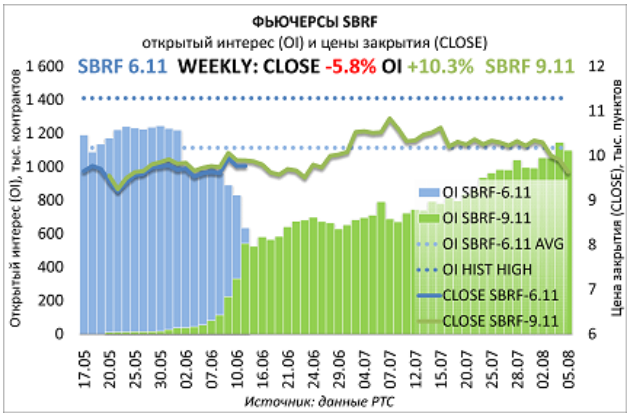


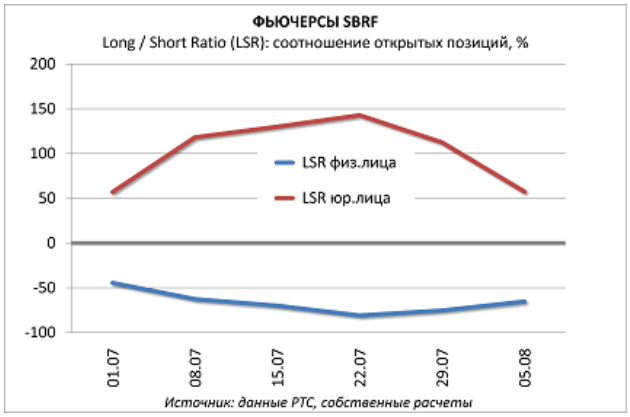
Стремительно развивающийся даунтренд (-8.9%) ощутимо встряхнул сентябрьский контракт на акции Газпром, где величина открытых позиций в эти дни едва не достигла предыдущего исторического максимума, но затем риск переноса позиций снизил темпы роста до скромных значений (+1.5%). В отличие от предыдущих контрактов, как показывает динамика Long / Short Ratio, здесь на минувшей неделе доминировали продажи юридических лиц против покупок публики.



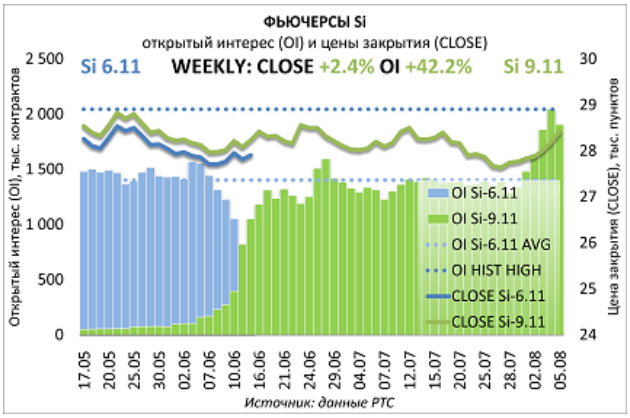


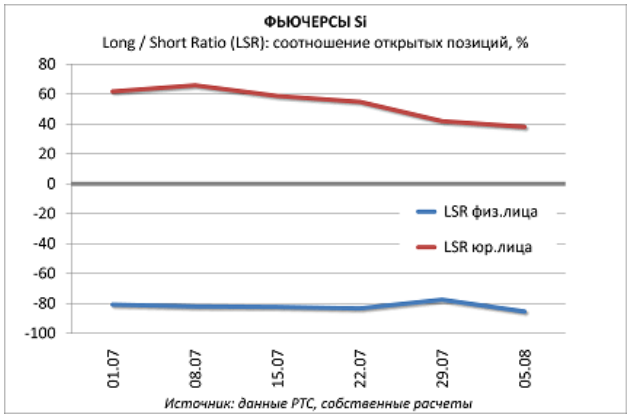
Небольшая слабость базисного актива фьючерса на акции Лукойл на предыдущей неделе в итоге обернулась сильным движением вниз (-7.4%), которое было активно поддержано динамикой открытых позиций (+12.4%), где доминировали покупки физических лиц против продаж институциональных клиентов.



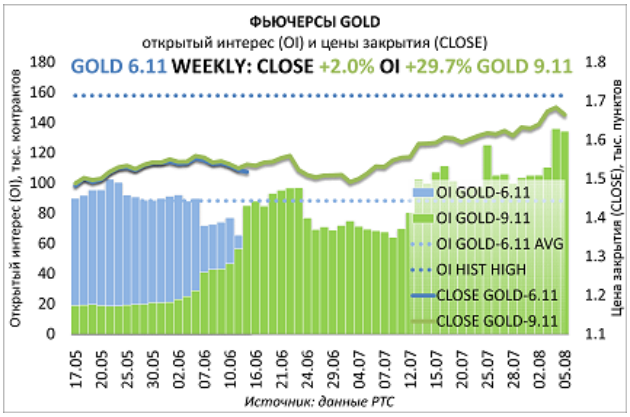


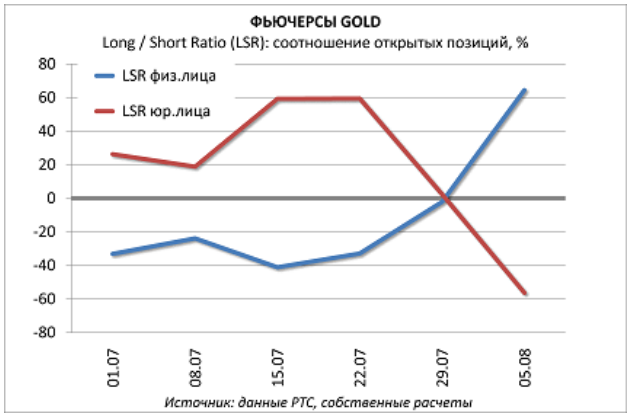
Снижение котировок сентябрьского контракта на акции Сбербанка на общем фоне выглядит наиболее сдержанным, хотя и это движение получило достойную поддержку в динамике открытых позиций (+10.3%). Пресловутый «стратегический лонг» институциональных клиентов за минувшую неделю был существенно скорректирован за счет новых коротких позиций, которые открывались против покупок публики.





Стремительный рост курса доллара США к рублю (+2.4%) был поддержан беспрецедентными объемами торгов и выходом величины OI на новый исторический максимум (+42.2%). С другой стороны несколько озадачивает тот факт, что судя по динамике Long / Short Ratio среди всех участников преобладали продажи этого контракта.

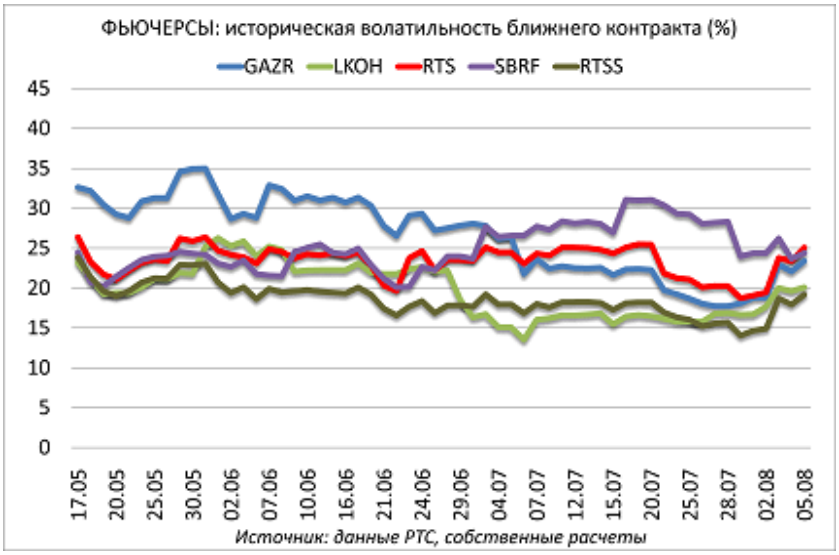




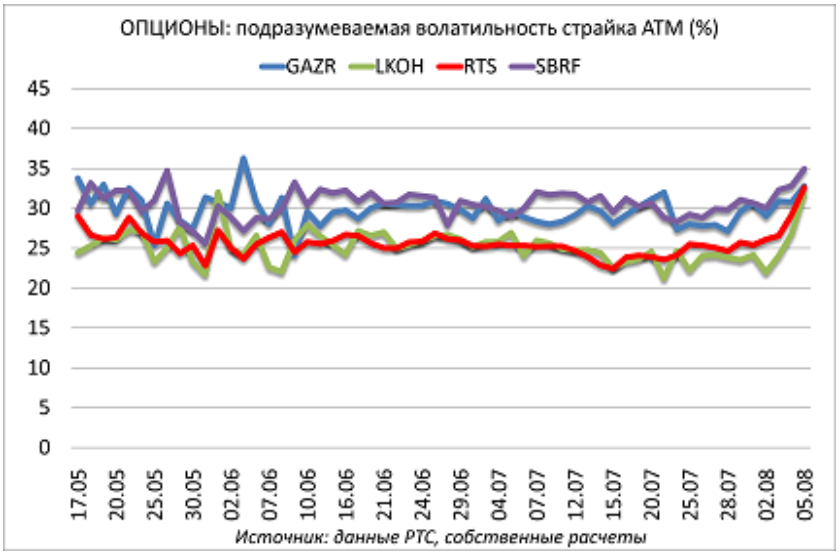
Новый исторический максимум котировок на золотую тройскую унцию (+2.0%) вновь существенно перетряхнул позиции участников торгов, которые продолжали стремительно нарастать (+29.7%) с сохранением прежнего тренда, включающего агрессивные покупки публики против продаж институциональных игроков.

Фьючерсы: историческая и подразумеваемая волатильность

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



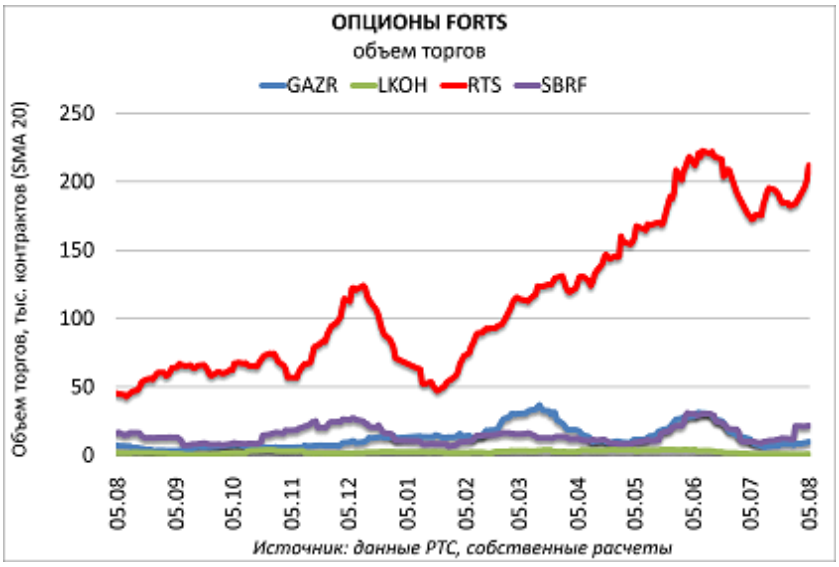
На фоне активных распродаж во второй половине минувшей недели значения 20-дневных серий исторической волатильности наиболее ликвидных фьючерсных контрактов ощутимо возросли, за исключением фьючерса на акции Сбербанка, HV которого пока сохранилась на прежнем уровне. Новый диапазон значений наблюдаемой группы: от 19% HV фьючерса на индекс RTS Standard до 25% HV фьючерса на индекс RTS.



Еще более остро реагировала на распродажи последних дней подразумеваемая волатильность (IV) центральных страйков (ATM) ведущих опционных серий, которая наконец поддержала динамику HV и показала существенный рост во всех наблюдаемых сериях. При этом диапазон значений рассматриваемой группы оказался весьма компактным: от 32% IV серий Лукойл и индекса RTS до 35% IV серии Сбербанка.

Опционы: объем торгов по сериям

Начиная с этого обзора объемы торгов (контрактов) пересчитаны по всем котируемым сериям опционов (ранее – только по квартальным) наиболее ликвидных фьючерсов в виде 20-дневной скользящей средней.

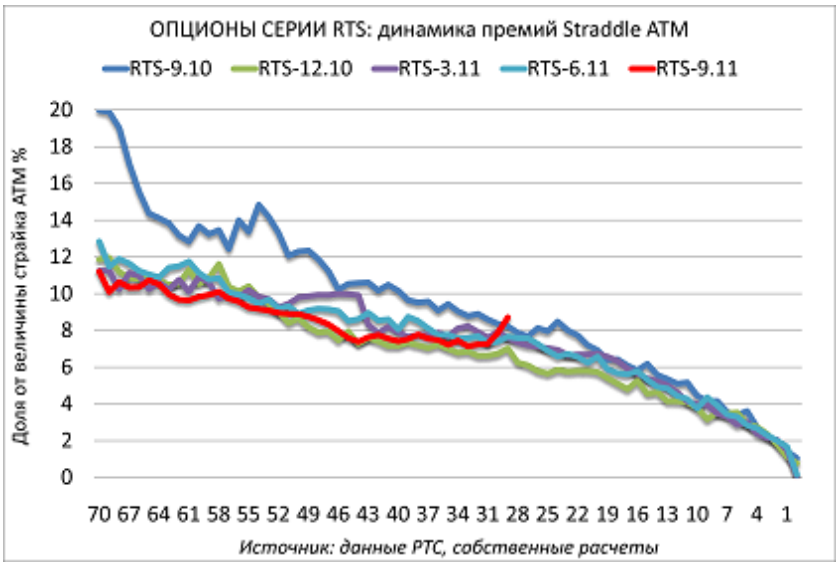


На минувшей неделе лишь серии индекса RTS показали существенный рост торговой активности, тогда как положительная динамика объемов в сериях Газпром и Лукойл имеет пока символические значение: им едва удалось оторваться от годовых минимумов. Объемы опционного деска Сбербанка после взлета торговой активности на предыдущей неделе столь же стремительно сократились.

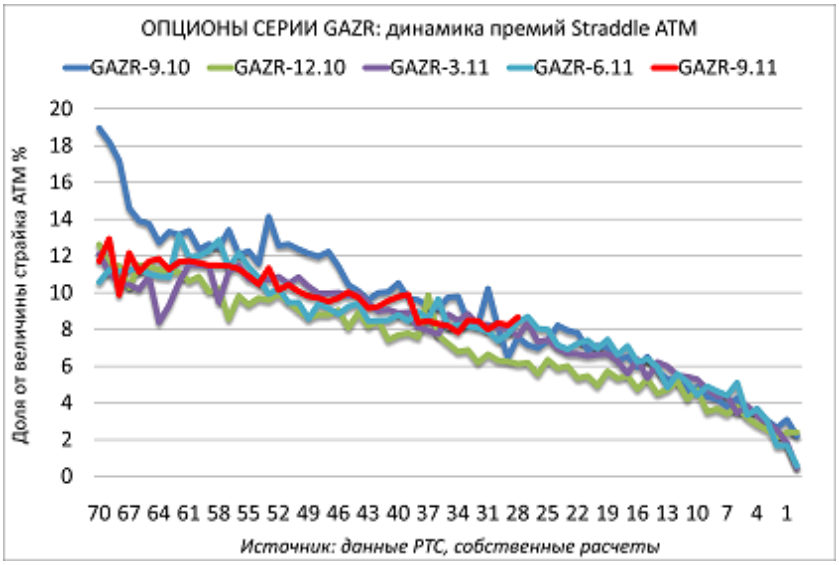
Опционы: динамика премий

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.

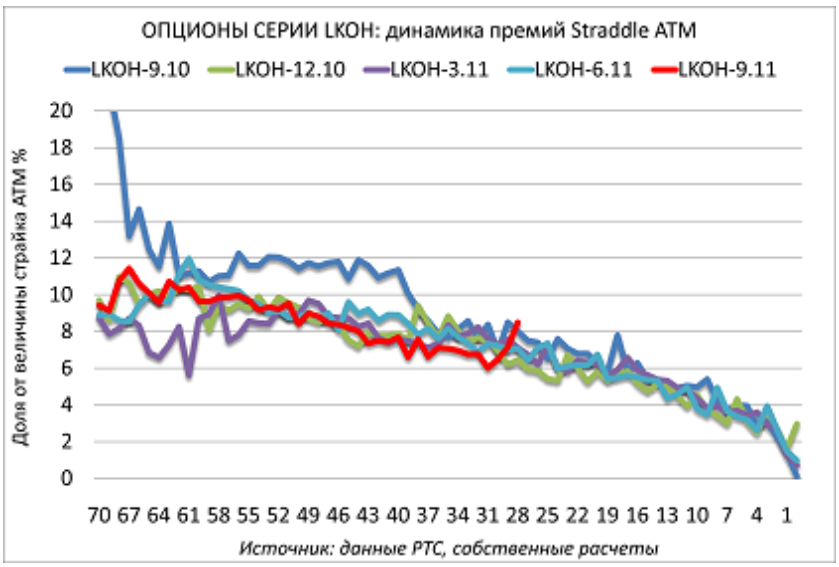
Чтобы корректно сравнить величины опционных премий, в том числе между разными сериями, мы нормировали их на величину текущего (на каждый день) страйка ATM. Вот почему сумма премий Straddle ATM обозначена на наших графиках в виде % от страйка ATM. По оси времени отложено число торговых дней, оставшихся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



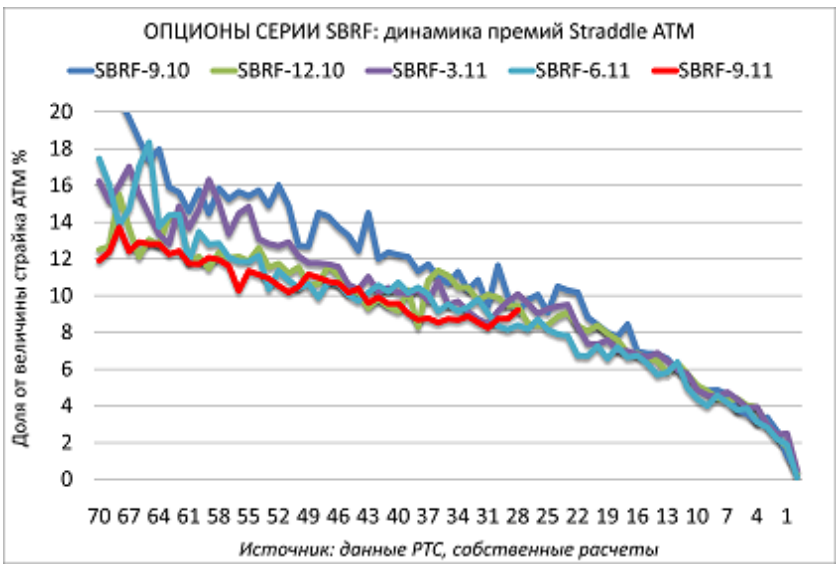
Премии Straddle ATM сентябрьской серии индекса RTS к концу минувшей недели существенно возросли, стремительно превысив уровень 8% от величины центрального страйка, и показав максимальные значения относительно предыдущих квартальных серий в сопоставимый период до экспирации.



Премии центрального Straddle сентябрьской серии Газпром за последние дни оставались на прежнем уровне: выше 8% от величины страйка ATM, оставаясь в верхней части диапазона премий предыдущих квартальных серий этого базисного актива.



На малоликвидном опционном деске сентябрьской серии Лукойл премии центрального Straddle установили двойной рекорд: протестировав уровень 6% и взлетев выше 8% от величины страйка ATM, показав тем самым новый исторический минимум и максимум относительно диапазона премий предыдущих квартальных серий.



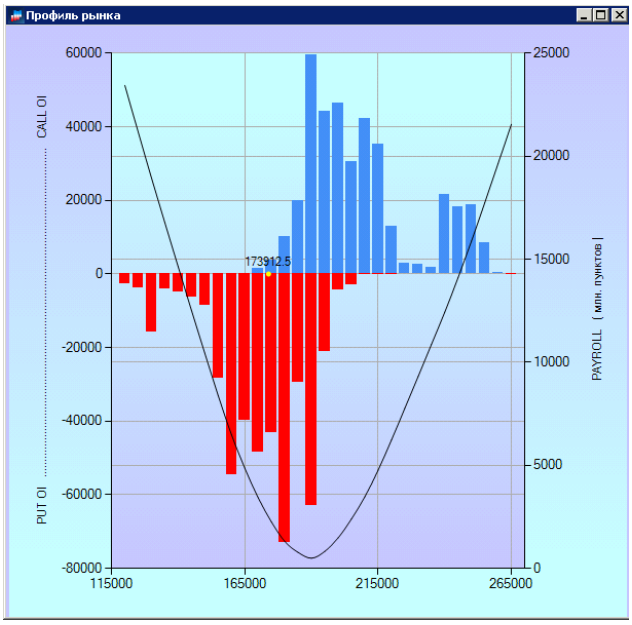
Премии Straddle ATM сентябрьской серии Сбербанка до последнего дня оставались в прежнем диапазоне, но затем вновь поднялись выше 9% от величины центрального страйка, что соответствует средней части диапазона премий предыдущих квартальных серий в сопоставимый период до экспирации.

Опционы: профиль открытого интереса по страйкам

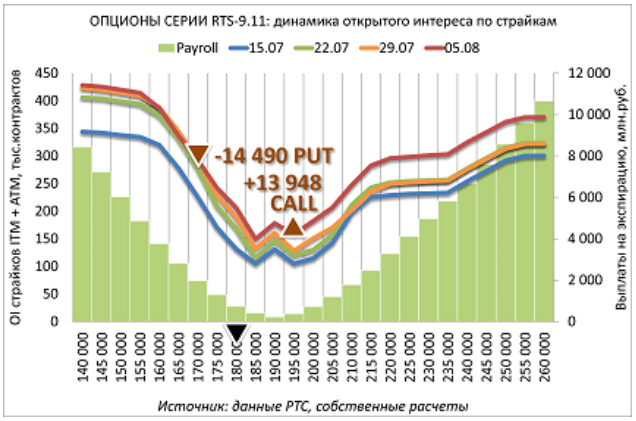
Оценить и наглядно представить динамику открытого интереса по страйкам в течение жизни серии опционов – непростая задача. Протестировав различные варианты, мы предлагаем использовать профиль открытого интереса. Для каждого страйка опционной серии профиль представляет собой сумму всех длинных и коротких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

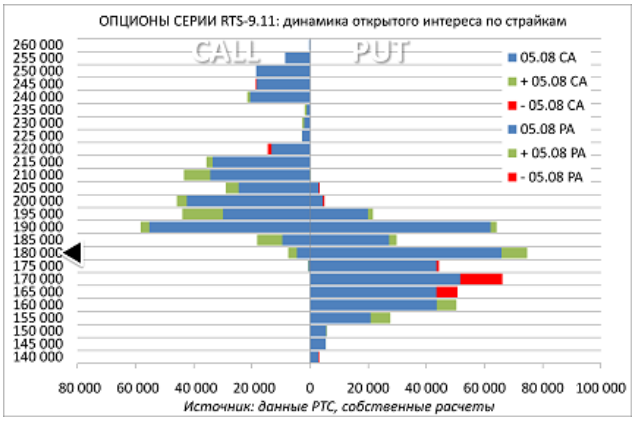
Дополнительный профиль открытого интереса опционных серий (горизонтальные гистограммы в правой колонке) выполняет свою задачу: более наглядно представить динамику последней недели торгов. Трактуются его значения очень просто: открытый интерес по опционам CALL откладывается влево, по опционам PUT вправо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



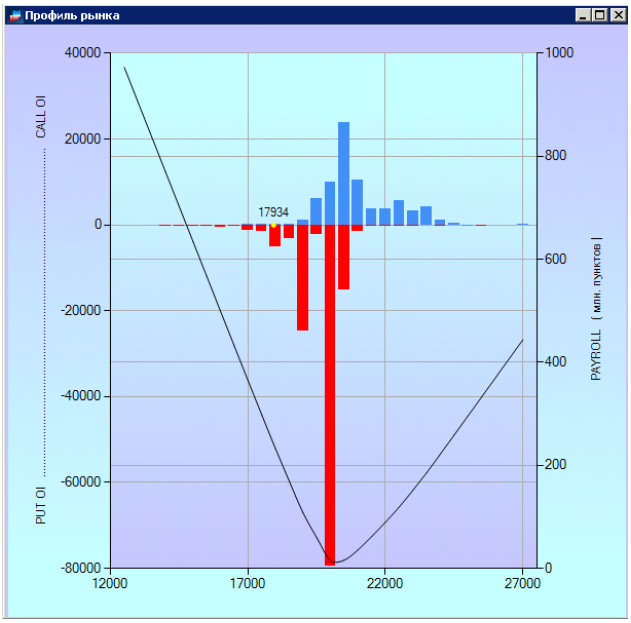
Источник: данные РТС, терминал SmartDeskPRO - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.



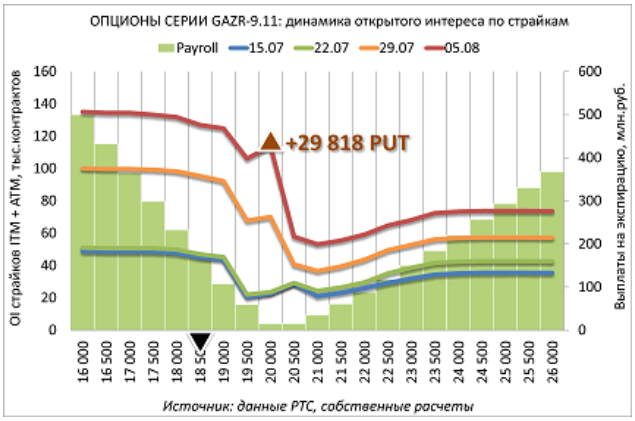


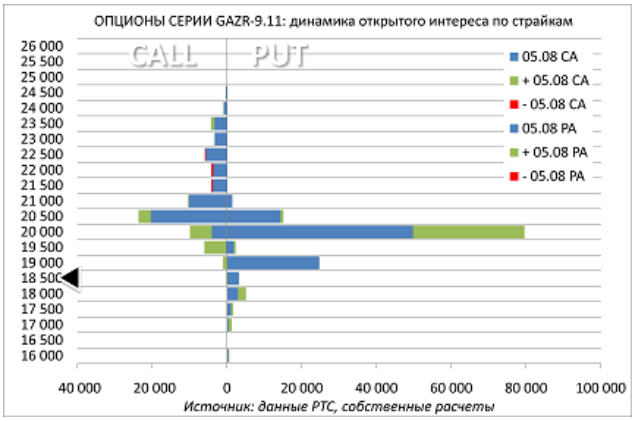
Обороты опционных серий индекса RTS возросли вдвое относительно предыдущей недели и были более чем в полтора раза выше средних значений за последний месяц. Соотношение по объемам торгов между опционами PUT и CALL было близко к состоянию паритета (PCR by Volume за неделю 103%), а лидерами по динамике открытого интереса в сентябрьской серии стали **170,000** страйк (снижение OI за неделю составило -14,490 контрактов PUT) и **195,000** страйк (рост OI за неделю составил +13,948 контрактов CALL). В целом на стороне покупателей доминировали физические лица (рост Long / Short Ratio см. раздел «Опционы: соотношение опционов PUT и CALL»). По итогам последних событий конфигурация профиля сентябрьской серии изменилась незначительно, хотя текущие котировки базисного актива тестируют нижнюю границу сопротивления и заметно отклонились от минимума функции Payroll, по-прежнему ожидающего экспирацию серии около **190,000** страйка.

Опционный деск серии GAZR-9.11 исполнение 14.09.2011



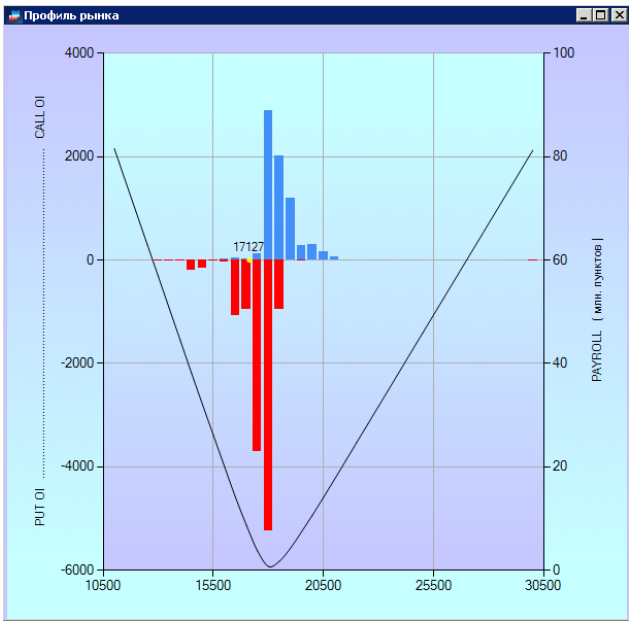
Источник: данные РТС, терминал SmartDeskPRO - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.



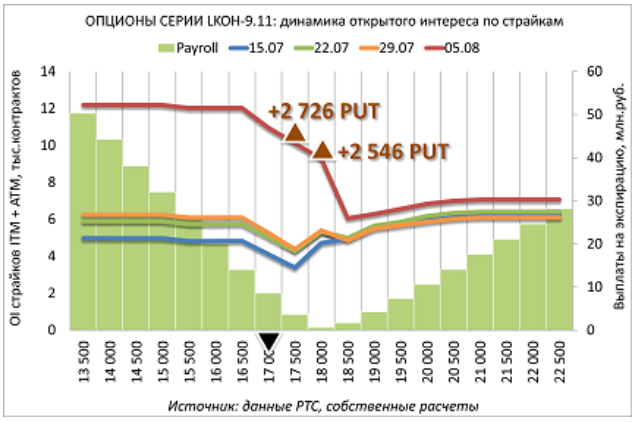


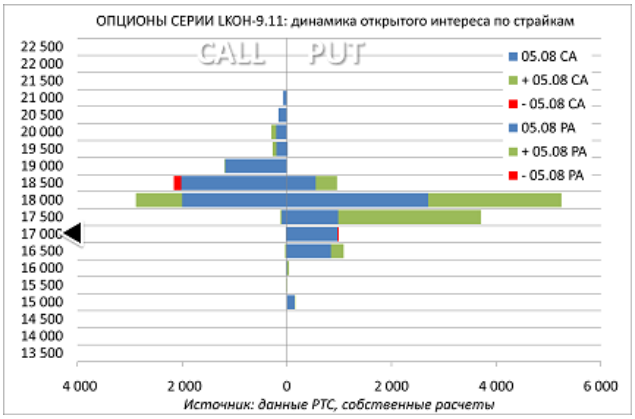
Торговая активность опционных серий Газпром показала символический рост, хотя в целом оставалась на прежнем невзрачном уровне, чуть выше средней величины за последний месяц. При этом соотношение по объемам торгов между опционами PUT и CALL было близко к состоянию паритета (PCR by Volume за неделю 106%), а лидером по динамике открытого интереса в сентябрьской серии вновь стал **20,000** страйк (рост OI за неделю составил +29,818 контрактов PUT). Активные покупки в этом страйке существенно повысили Long / Short Ratio опционов PUT юридических лиц и укрепили доминирующий нижний опционный барьер в **20,000** страйке в профиле открытого интереса сентябрьской серии. Между тем текущие котировки базисного актива находятся уже глубоко за линией сопротивления, сформировав также серьезную дивергенцию с минимумом функции Payroll, по-прежнему ожидающего экспирацию серии в диапазоне **20,000 - 20,500** страйков.

Опционный деск серии LKOH-9.11 исполнение 14.09.2011



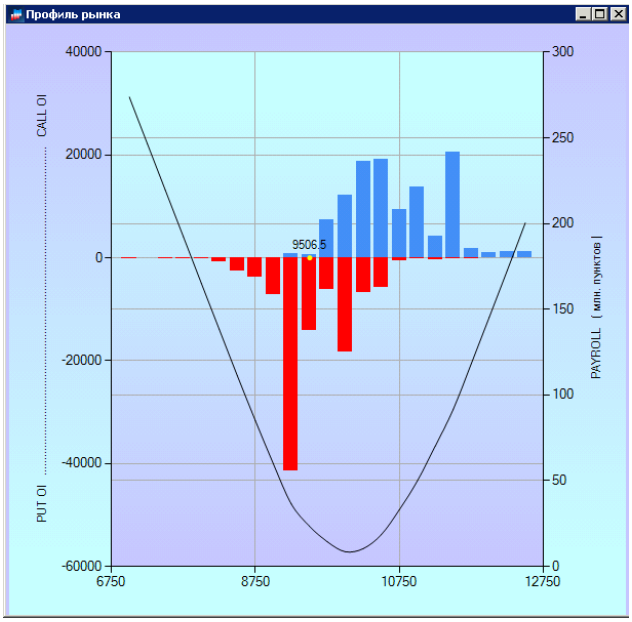
Источник: данные РТС, терминал SmartDeskPRO - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.

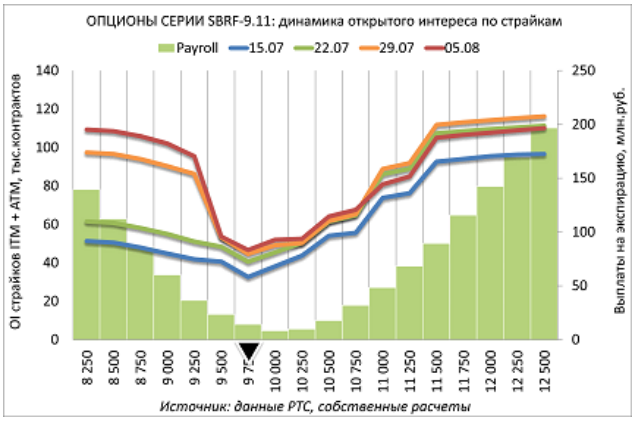


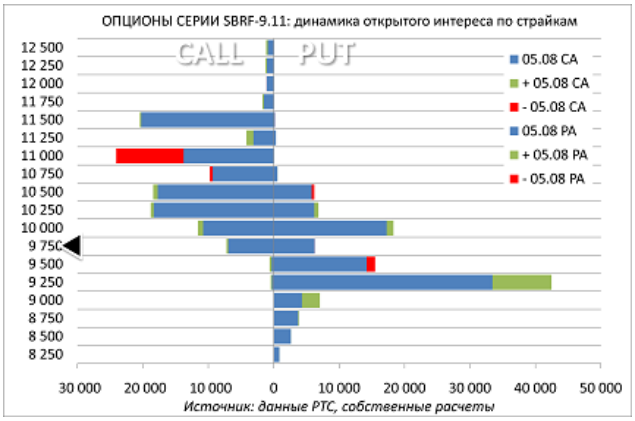


Хотя обороты опционных серий Лукойл относительно предыдущей недели возросли более чем втрое, на фоне прежних невзрачных значений вблизи годовых минимумов этот рост явно не поражает воображение. По итогам немногочисленных сделок по объемам торгов вновь доминировали опционы PUT (PCR by Volume за неделю 132%), а лидерами по динамике открытого интереса в сентябрьской серии стали **17,500** страйк (рост OI за неделю составил +2,726 контрактов PUT) и **18,000** страйк (рост OI за неделю составил +2,546 контрактов PUT). «Догоняющие» движение базисного актива новые позиции PUT были открыты физическими лицами против институциональных клиентов, что нашло свое отражение в соответствующей динамике показателя Long / Short Ratio этих групп. Вместе с тем, абсолютные значения открытых позиций сентябрьской серии показывают их истинную значимость: они по-прежнему не способны оказать влияние на динамику базисного актива, текущие котировки которого свободно находятся в глубине новых позиций и в стороне от минимума функции Payroll, все также ожидающего экспирацию серии в районе **18,000** страйка.

Опционный деск серии SBRF-9.11 исполнение 14.09.2011





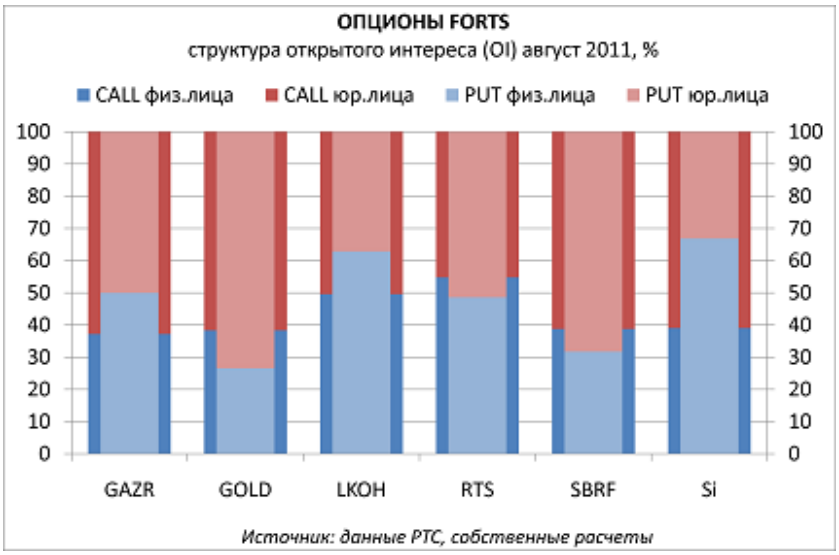


Источник: данные РТС, терминал SmartDeskPRO - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.

Объемы опционного деска Сбербанка после взлета торговой активности столь же стремительно сократились: вчетверо от предыдущей недели и вдвое ниже среднего значения за последний месяц. Соотношение по объемам торгов между опционами PUT и CALL было близко к состоянию паритета (PCR by Volume за неделю 105%), без существенных лидеров по динамике открытого интереса в отдельных страйках. Профиль открытого интереса сентябрьской серии на этом фоне изменился незначительно, лишь несколько укрепился его нижний опционный барьер в **9,250** страйке. Текущие котировки базисного актива находятся в зоне минимума профиля, но оказались чуть ниже минимума Payroll, по-прежнему ожидающего экспирацию серии в районе **10,000 – 10,250** страйков.

Опционы: соотношение опционов PUT и CALL

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.

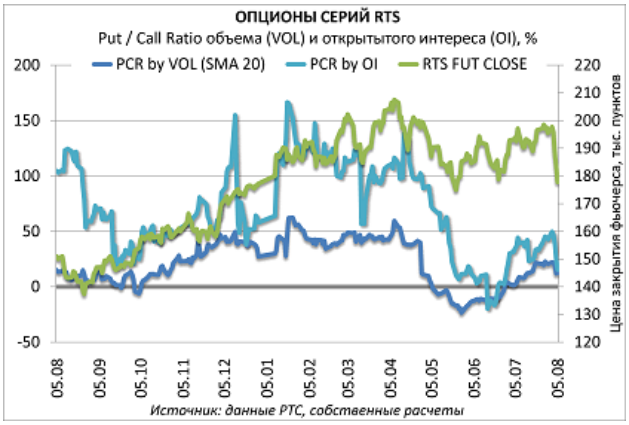


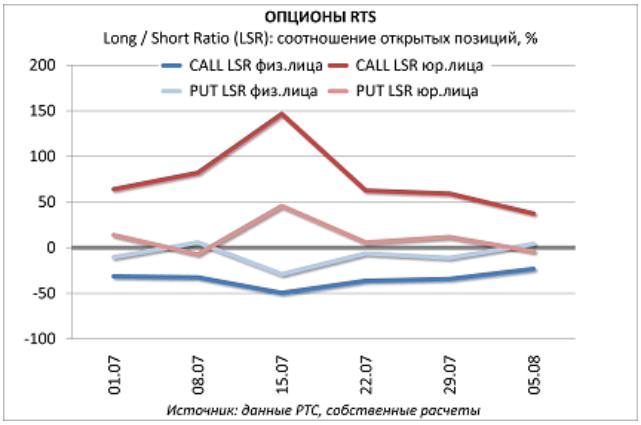
По итогам первых недель соотношение позиций между выделяемыми категориями участников торгов выявило существенную долю физических лиц, которая, например, на наиболее ликвидном деске индекса RTS составляет более половины открытых позиций CALL и PUT. Доминирование публики в позициях PUT на деска доллара США является нетипичным и характерно лишь для последнего периода на фоне низкой величины совокупных позиций.

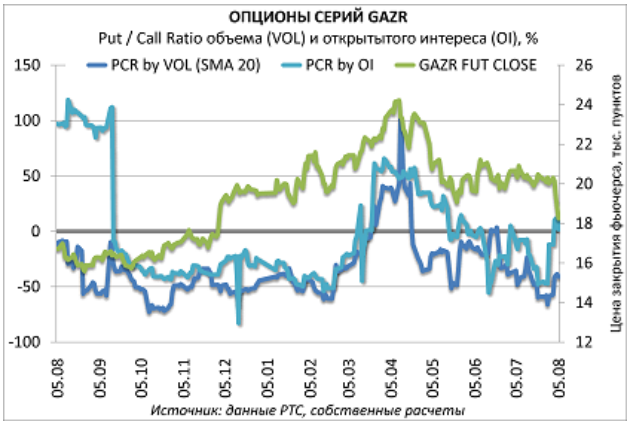
Кроме того, откровением стал тот факт, что именно публика зачастую доминирует на стороне коротких опционных позиций (Long / Short Ratio ниже нуля), показывая готовность принимать на себя высокие риски, связанные с продажей опционов. Динамика показателя Long Short Ratio представлена далее вместе с обновленными прежними коэффициентами PUT CALL Ratio, которые включают теперь в себя как квартальные, так и месячные серии опционов соответствующих деск.

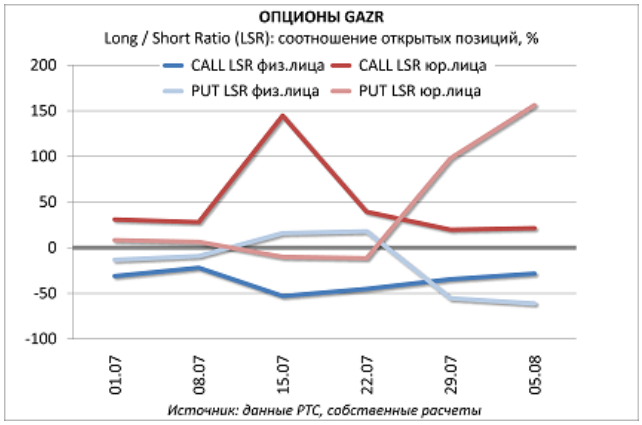
В нашем обзоре мы представляем соотношения опционов PUT и CALL (PUT CALL Ratio, PCR) по сериям четырех наиболее ликвидных фьючерсных контрактов (РТС, Газпром, Лукойл, Сбербанк) в двух традиционных форматах: PCR by Volume (база для расчета – дневной объем торгов) и PCR by OI (база для расчета – текущее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

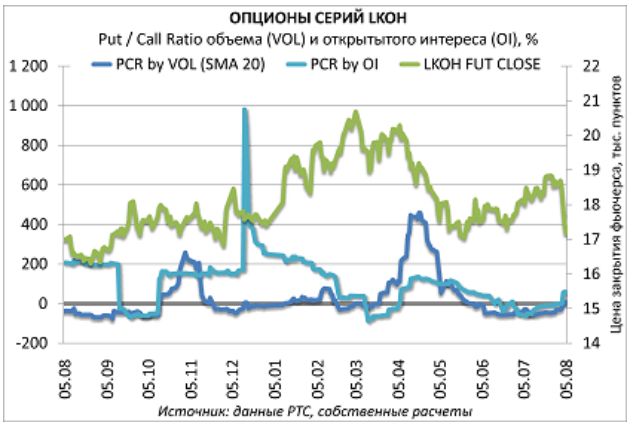
По нашему мнению на текущий момент эти индикаторы не выполняют своей прогностической задачи на рынке FORTS по двум причинам. Первая – это весьма низкий объем торгов в опционных сериях, о чем мы писали выше. Вторая причина – инфраструктурная: основные обороты в сегментах опционов, фьючерсов и наличного актива на российских биржах приходятся на разные группы участников торгов, когда срочный рынок скорее играет 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.

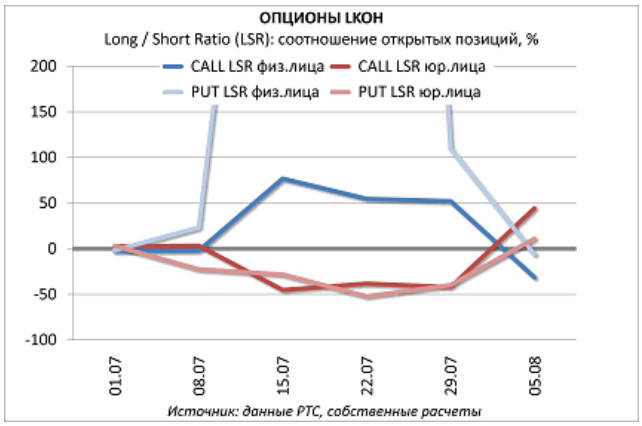


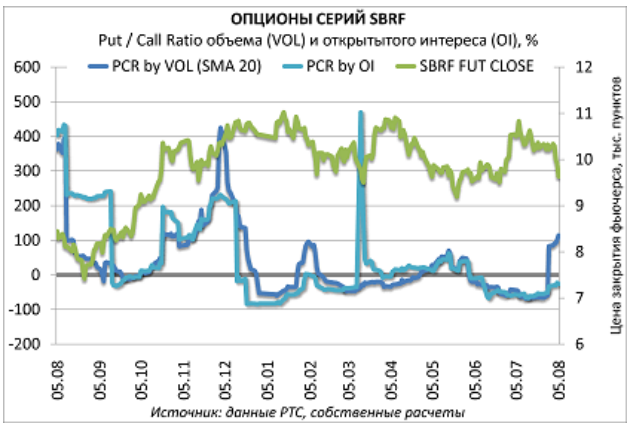


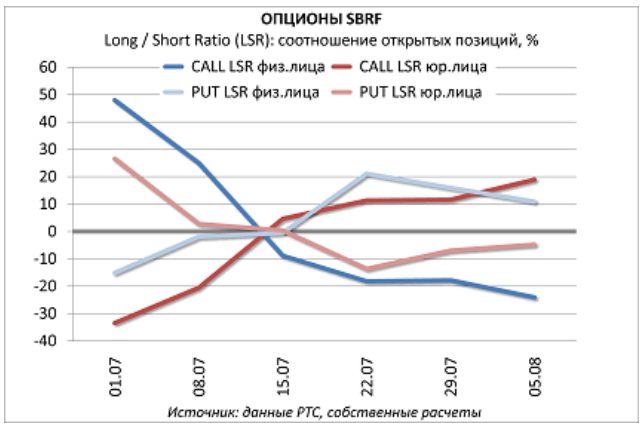












Термины и методика расчетов

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.