Частное ИМХО

Выделение категорий участников торгов не должно вводить в заблуждение по поводу их рыночного потенциала: уже не первый раз мы видим, как крупные трейды частных клиентов существенно меняют рыночную динамику, на это раз – на опционном деске Сбербанка

05.09.2011

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

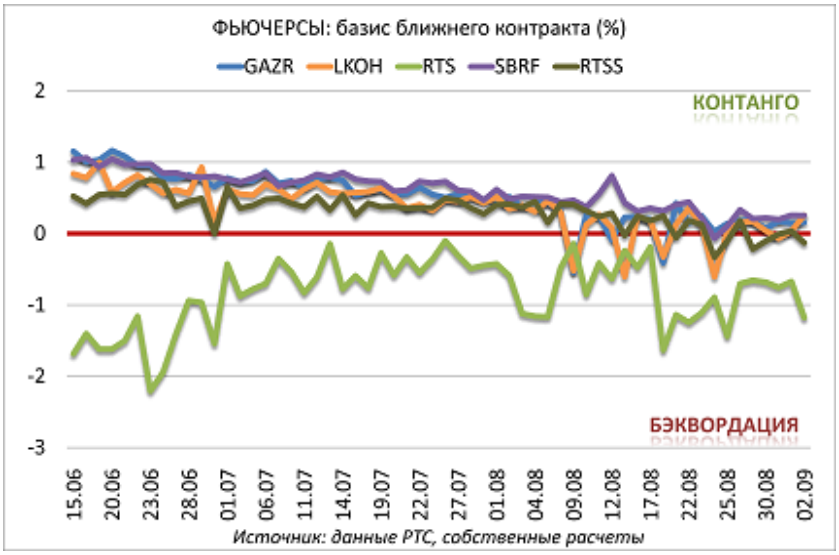
Опционы: профиль открытого интереса по страйкам.....8

Опционы: соотношение опционов PUT и CALL 13

Термины и методика расчетов.....14

Фьючерсы: базис ближнего контракта

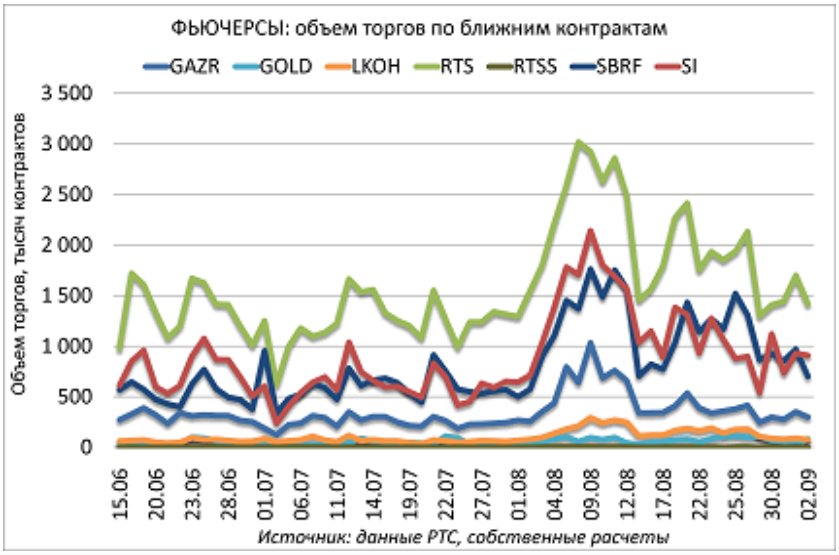
На диаграмме представлена динамика базиса пяти наиболее ликвидных фьючерсных контрактов. Положительные значения соответствуют ситуации контанго, отрицательные – бэквордации.



Источник: данные РТС, собственные расчеты

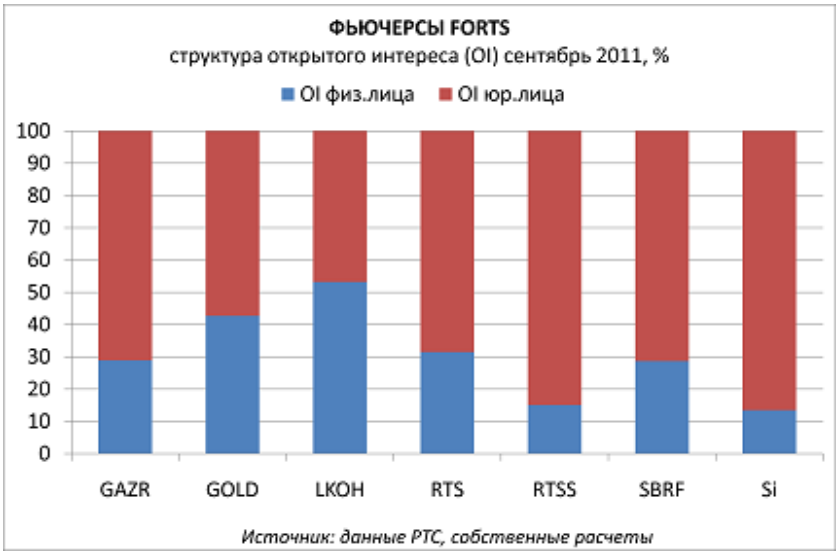
Движения рынка в зоне консолидации стали более сдержанными, позволяя базисам основных наиболее ликвидных фьючерсных контрактов сохранять состояние хрупкого контанго большую часть времени, отыгрывая при этом приближение даты экспирации. Традиционным исключением в зоне бэквордации остается фьючерс на индекс RTS, чье валютное исчисление корректирует его базис на величину курсовых колебаний.

Фьючерсы: динамика объемов торгов, цен закрытия и открытого интереса



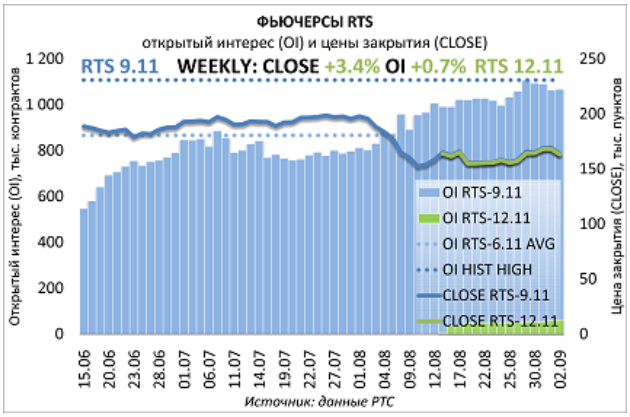
Обороты наиболее ликвидных фьючерсных контрактов в зоне консолидации рынка продолжали снижаться, возвращаясь к своим средним значениям за летний период. И лишь в контракте на доллар США по-прежнему ощущается нервозность и повышенная торговая активность.

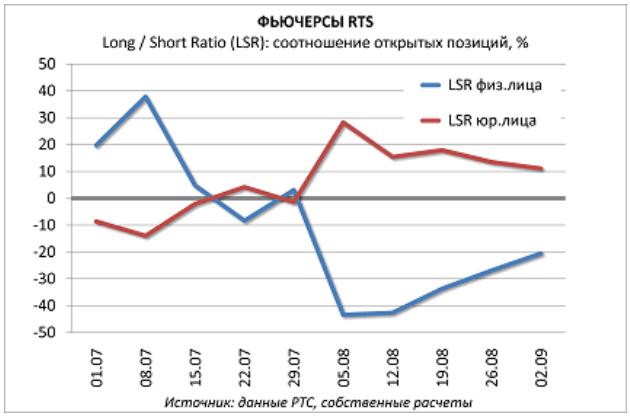
С 1 июля этого года по распоряжению ФСФР на сайте РТС стала доступна информация об открытых позициях по производным финансовым инструментам с разбивкой данных по физическим и юридическим лицам.



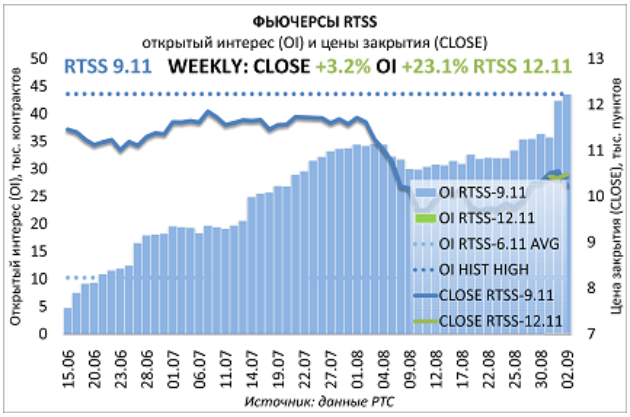
По итогам первых дней сентября доли участников торгов по рассматриваемым в нашем обзоре фьючерсным контрактам относительно августа месяца практически не изменились. Как и ранее наибольшая доля позиций частных трейдеров сохраняется в контракте на акции Лукойл, наименьшая – в контрактах на доллар США и индекс RTS Standard.

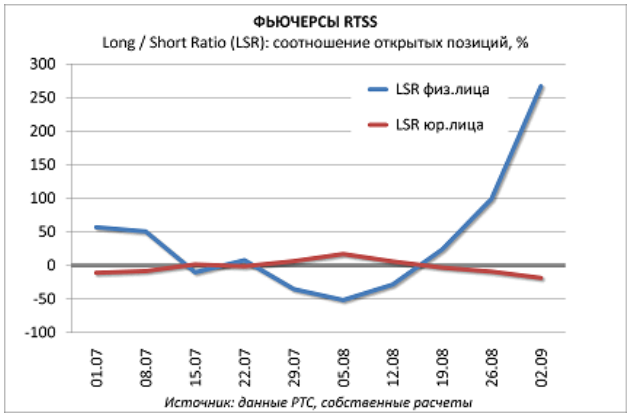
Ниже на диаграммах представлена динамика фьючерсных контрактов: цены закрытия CLOSE, открытого интереса OI и соотношения открытых позиций Long / Short Ratio (LSR) по группам участников торгов, где WEEKLY – итоги последней недели, OI (код фьючерса) AVG – среднее значение OI за последний месяц до истечения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



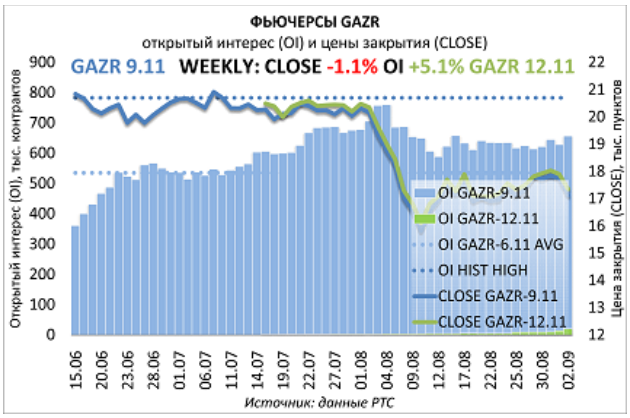


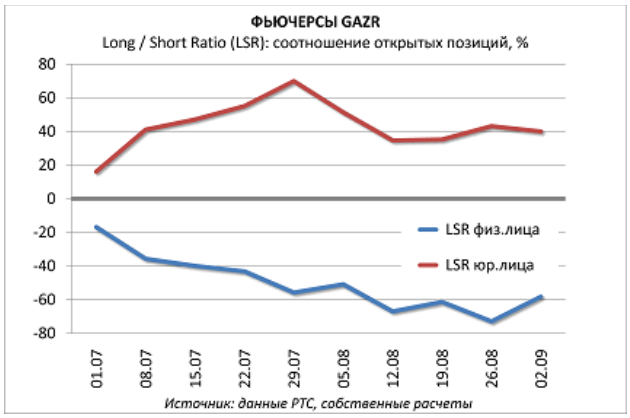
Попытка выхода вверх из зоны консолидации (+3.4%) слабо повлияла на позиции в сентябрьском контракте на индекс RTS в целом (+0.7%), где судя по динамике Long / Short Ratio сохранилась прежняя тенденция, в которой преобладали активные покупки публики против продаж юридических лиц.



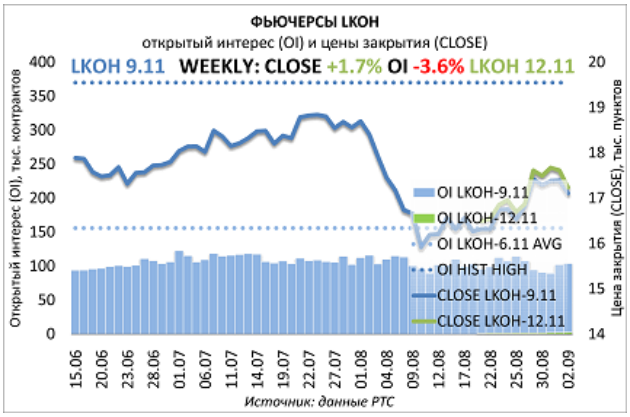


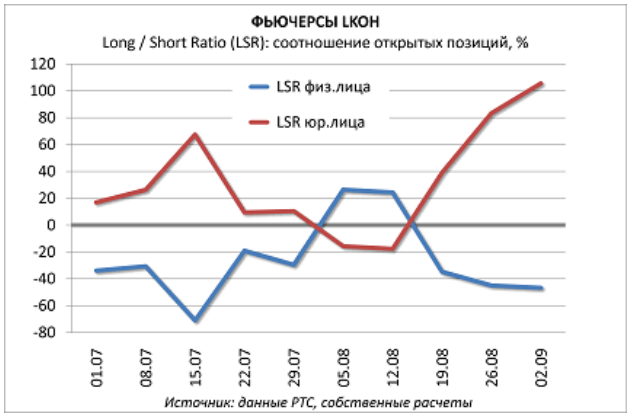
В аналогичной ситуации рыночной динамики (+3.2%) на площадке фьючерса на индекс RTS Standard продолжали нарастать темпы активного наращивания позиций (+23.1%), которое вновь вывело OI контракта на новый исторический максимум, при поддержке агрессивных покупок малочисленной (в составе OI контракта) группы физических лиц.



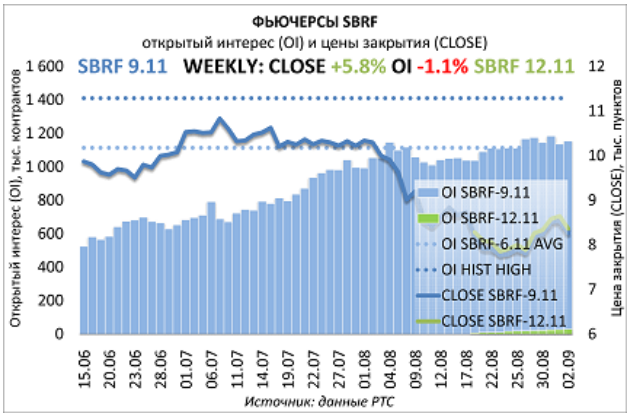


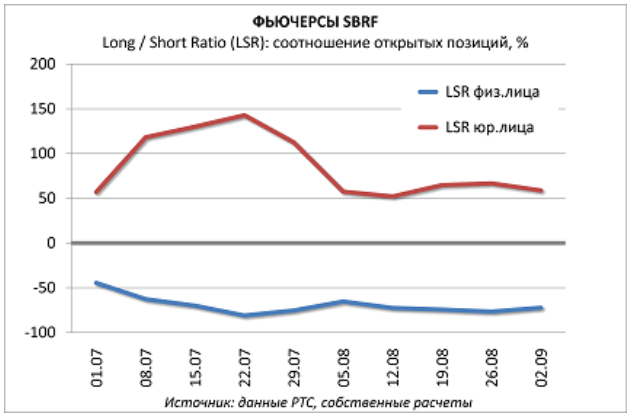
Наиболее трагичное завершение попытки выхода из зоны консолидации (-1.1%) лишь придало уверенности участникам торгов в сентябрьском контракте на акции Газпром, которые ощутимо усилили свои позиции (+5.1%), подтверждая динамикой Long / Short Ratio доминирующие покупки публики против сдержанных продаж институциональных клиентов.



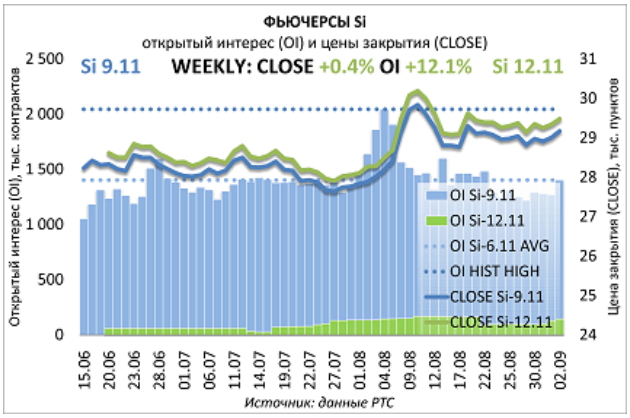


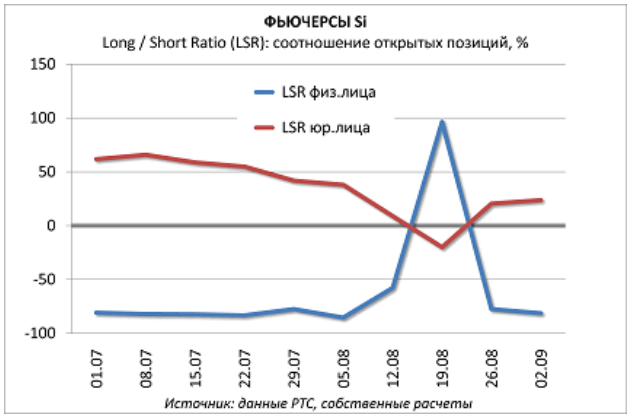
Сохранив прежний потенциал роста фьючерс на акции Лукойл тем не менее на этот раз оказался хуже рынка (+1.7%), и после впечатляющей динамики OI утратил часть прежних позиций (-3.6%), где с прежним напором продолжались агрессивные покупки юридических лиц, поднимая Long Short Ratio на новую высоту.



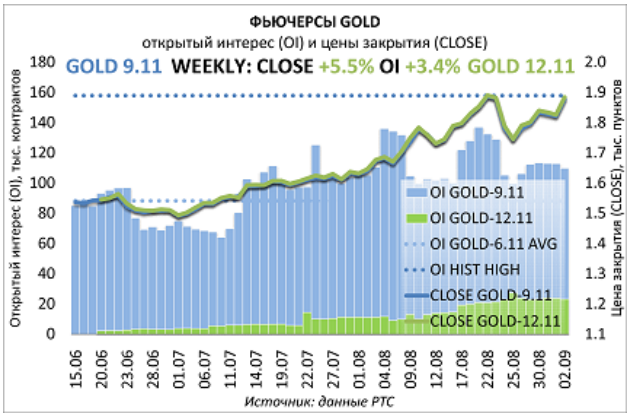


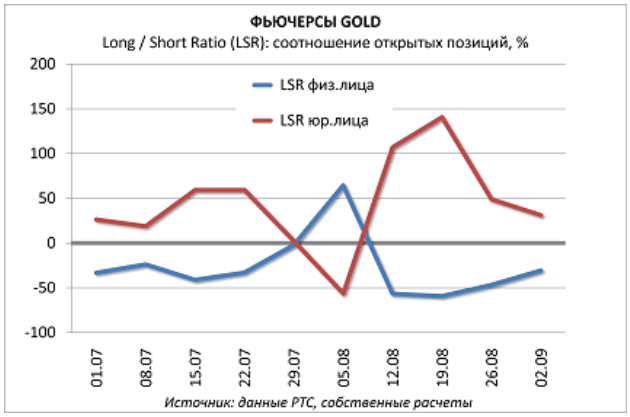
Неожиданно наибольший потенциал роста показал на минувшей неделе сентябрьский контракт на акции Сбербанка (+5.8%), что несколько обескуражило участников торгов, сокративших свои позиции (-1.1%), без существенного пересмотра прежнего баланса Long / Short Ratio в обеих группах участников торгов.





На площадке фьючерса на доллара США едва наметившийся выход вверх из зоны консолидации (+0.4%) нашел живой отклик в динамике открытых позиций (+12.1%), но баланс Long / Short Ratio в группах участников торгов на этот раз почти без изменений сохранился на уровнях предыдущей недели.

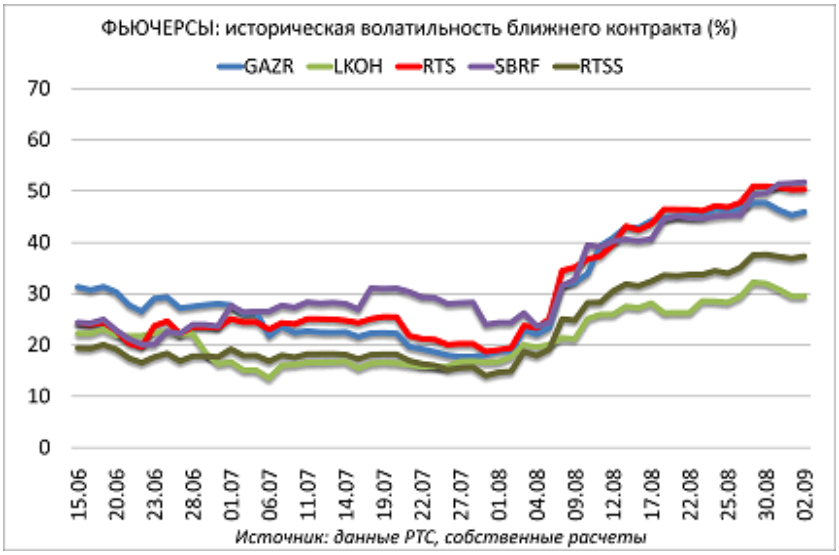




Отыграв мощную коррекцию предыдущей недели, котировки фьючерса на золотую унцию вновь подступили к своим историческим вершинам (+5.5%), получив на этот раз весьма сдержанную (по меркам контракта) поддержку в динамике открытых позиций (+3.4%) на фоне сдержанных продаж институциональных клиентов против покупок публики.

Фьючерсы: историческая и подразумеваемая волатильность

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



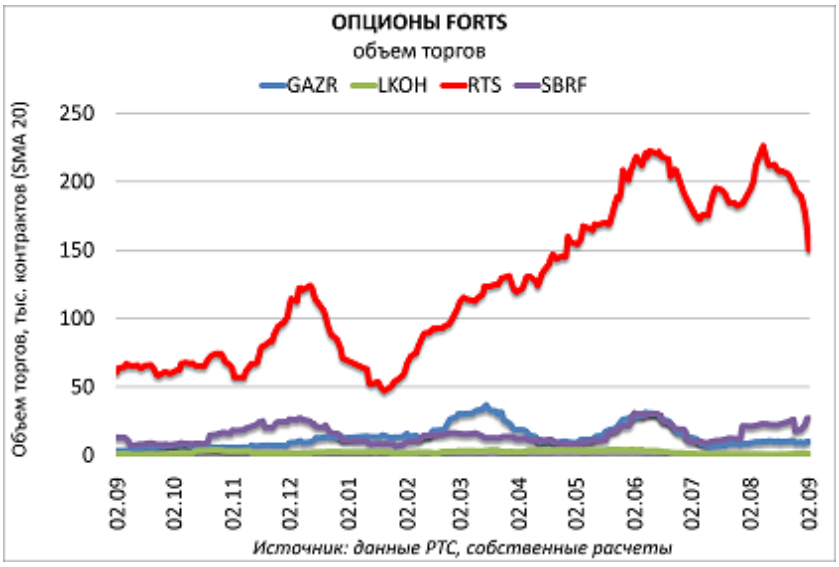
Неудачная попытка выхода вверх из зоны консолидации в целом сохранила значения 20-дневных серий исторической волатильности наиболее ликвидных фьючерсных контрактов на уровнях предыдущей недели, за исключением упорно растущей HV фьючерса на акции Сбербанка. Диапазон значений наблюдаемой группы вновь расширился: от 30% HV фьючерса на акции Лукойл до 52% HV фьючерса на акции Сбербанка.



Подразумеваемая волатильность (IV) центральных страйков (ATM) в большинстве ведущих опционных серий продолжала уверенно снижаться, сформировав новый диапазон значений рассматриваемой группы: от 32% IV серии Лукойл до 41% IV серии Сбербанка.

Опционы: объем торгов по сериям

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

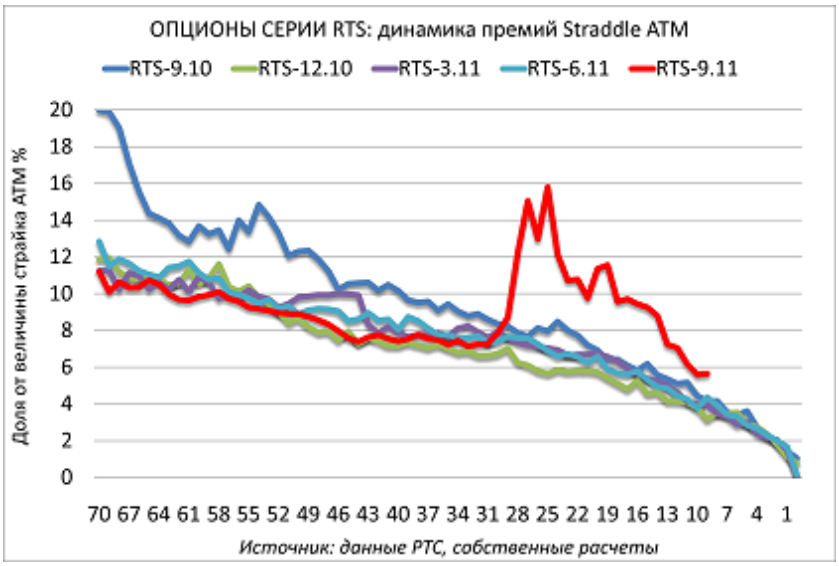


Обороты на ведущих опционных досках на минувшей неделе в целом показали сдержанный рост либо сохранили уровень предыдущей недели, за исключением серий Сбербанка, где небывало крупная по нынешним временам сделка в сентябрьской серии на стороне CALL «вне денег» подняла обороты деска без малого втрое выше среднего значения за последний месяц.

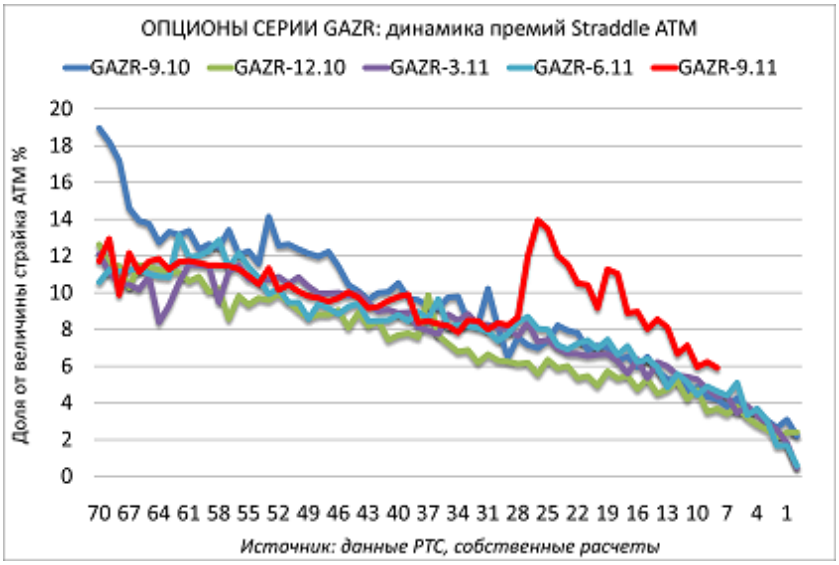
Опционы: динамика премий

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.

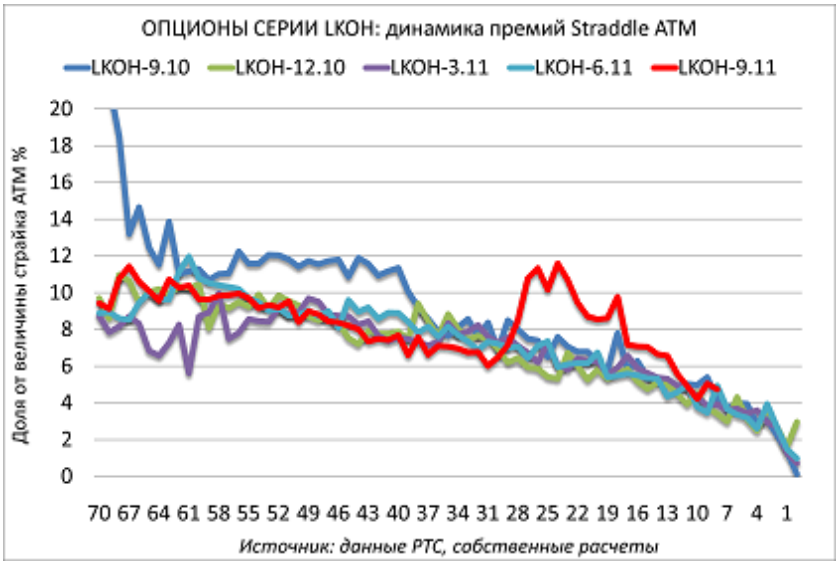
Чтобы корректно сравнить величины опционных премий, в том числе между разными сериями, мы нормировали их на величину текущего (на каждый день) страйка ATM. Вот почему сумма премий Straddle ATM обозначена на наших графиках в виде % от страйка ATM. По оси времени отложено число торговых дней, оставшихся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



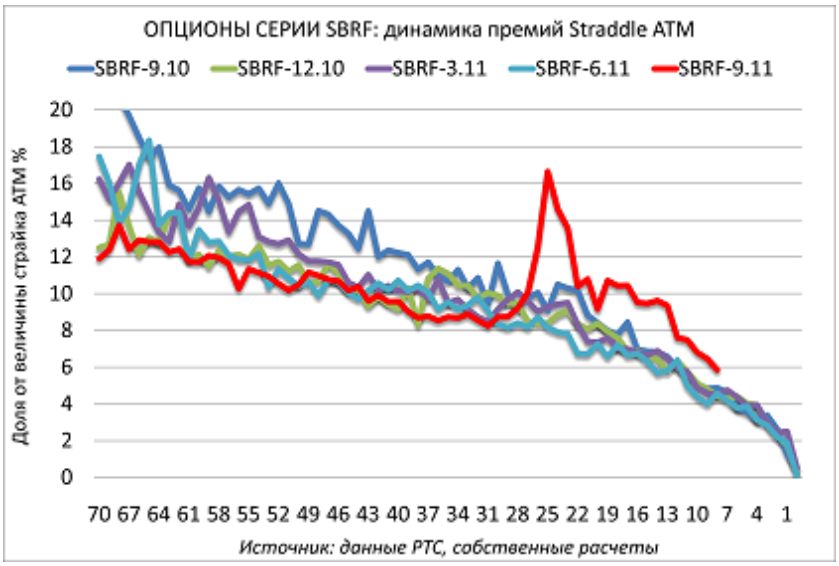
Премии Straddle ATM сентябрьской серии индекса RTS продолжали стремительно снижаться, преодолев к концу недели уровень 6% от величины центрального страйка, но по-прежнему оставались выше диапазона значений предыдущих квартальных серий на рассматриваемой глубине исторических данных.



Премии центрального Straddle сентябрьской серии Газпром за последние дни также продолжали снижаться, зафиксировав к концу минувшей недели новый уровень: 6% от величины страйка ATM, что хотя и с меньшим отрывом, но по-прежнему выше диапазона премий предыдущих квартальных серий этого базисного актива.



Премии центрального Straddle сентябрьской серии Лукойл первыми из рассматриваемых серий вернулись в диапазон значений предыдущих квартальных серий, где колебались в верхней его части на уровне от 4% до 5% величины страйка ATM.



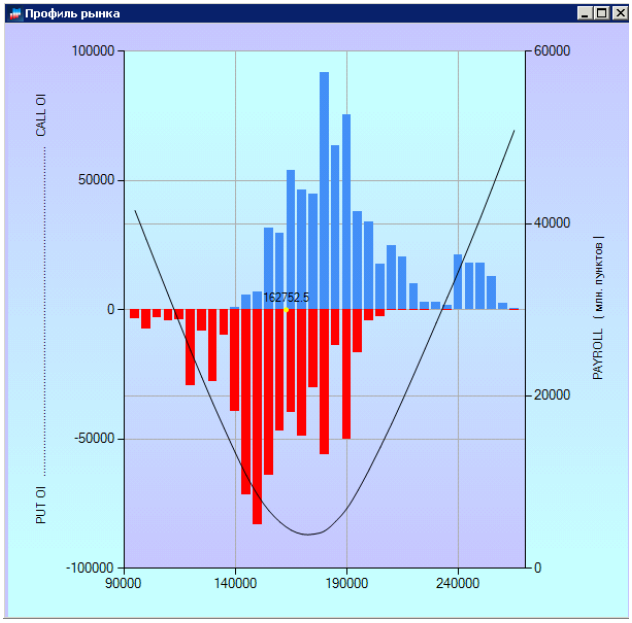
Премии Straddle ATM сентябрьской серии Сбербанка после небольшой передышки восстановили прежние темпы снижения, стремительно преодолев уровень 6% от величины центрального страйка, но так и не смогли вернуться в диапазон премий предыдущих квартальных серий в сопоставимый период до экспирации.

Опционы: профиль открытого интереса по страйкам

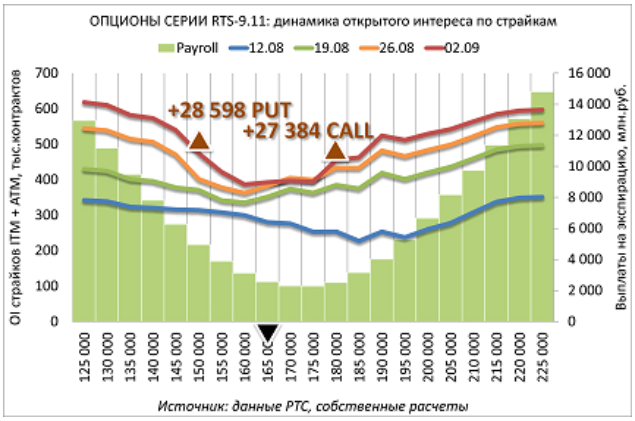
Оценить и наглядно представить динамику открытого интереса по страйкам в течение жизни серии опционов – непростая задача. Протестировав различные варианты, мы предлагаем использовать профиль открытого интереса. Для каждого страйка опционной серии профиль представляет собой сумму всех длинных и коротких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

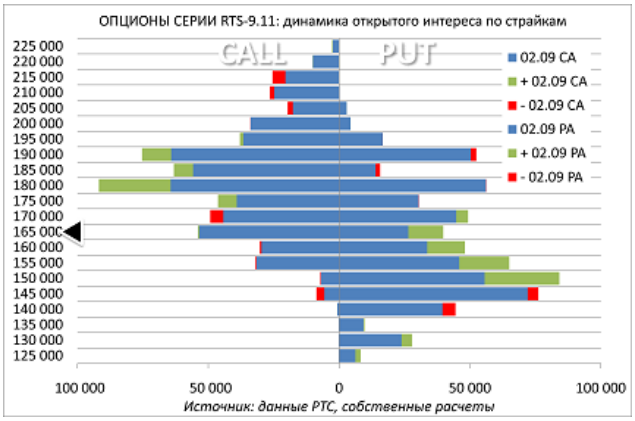
Дополнительный профиль открытого интереса опционных серий (горизонтальные гистограммы в правой колонке) выполняет свою задачу: более наглядно представить динамику последней недели торгов. Трактуются его значения очень просто: открытый интерес по опционам CALL откладывается влево, по опционам PUT вправо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



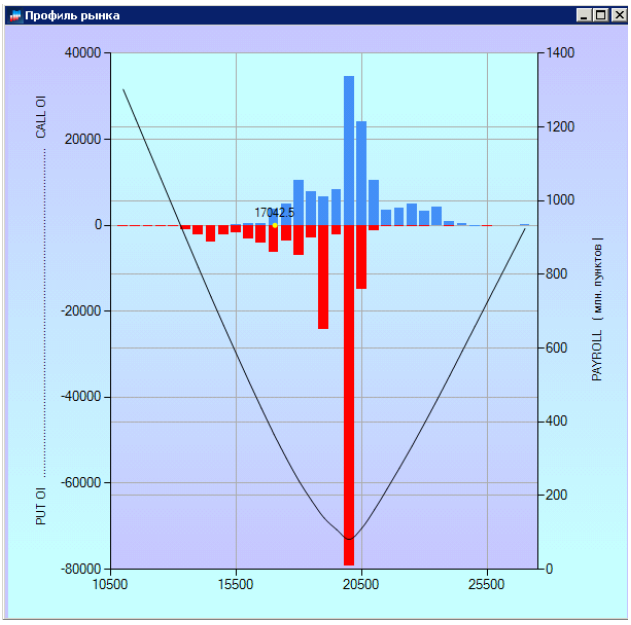
Источник: данные РТС, терминал SmartDeskPRO - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.



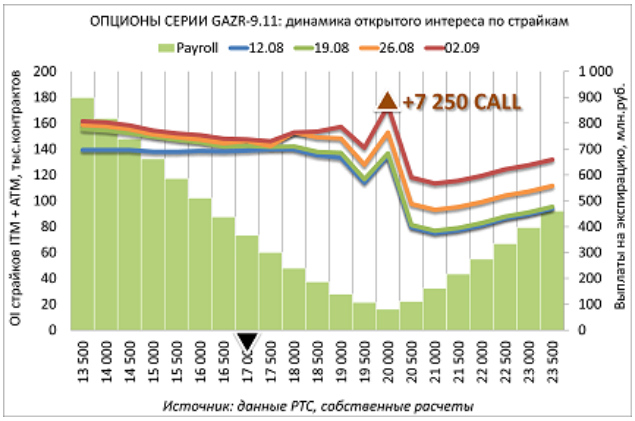


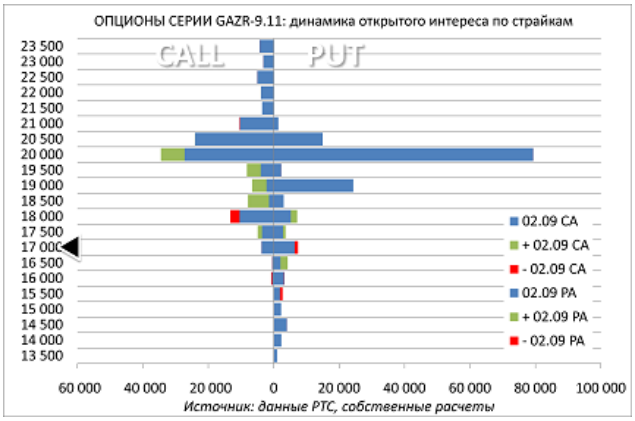
Обороты опционных серий индекса RTS несколько восстановились после предыдущего снижения, но оставались на треть ниже средних значений за последний месяц. В соотношении по объемам торгов расширили свое доминирование опционы PUT (PCR by Volume за неделю 149%), а лидерами по динамике открытого интереса в сентябрьской серии стали **150,000** страйк (рост OI за неделю составил +28,598 контрактов PUT) и **180,000** страйк (рост OI за неделю составил +27,384 контрактов CALL). Динамика Long / Short Ratio опционных серий индекса RTS на минувшей неделе оставалась нейтральной: баланс длинных и коротких позиций различных групп участников торгов практически не изменился. Профиль открытого интереса сентябрьской серии продолжает адаптироваться к текущим котировкам базисного актива, новые позиции формируют нарастающее сопротивление как стороны нижних, так и со стороны верхних страйков. Между тем заметно сократился разрыв текущих котировок базисного актива и минимума функции Payroll, который по-прежнему ожидает экспирацию серии в диапазоне **170,000 – 175,000** страйков.

Опционный деск серии GAZR-9.11 исполнение 14.09.2011



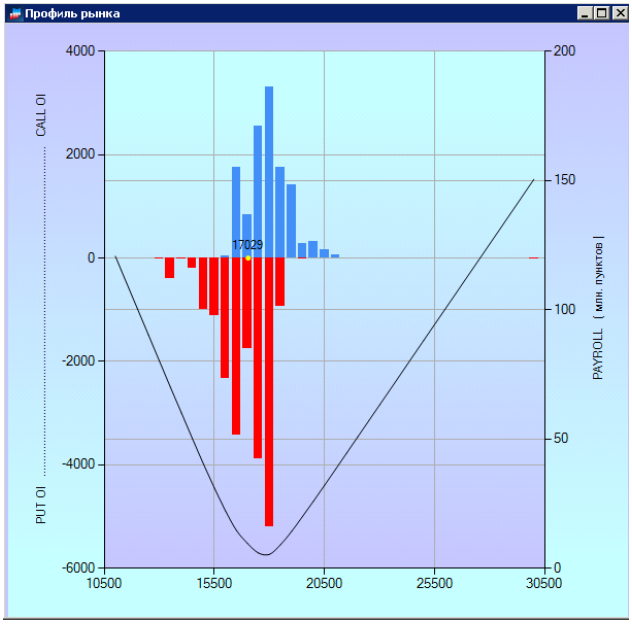
Источник: данные РТС, терминал SmartDeskPRO - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.



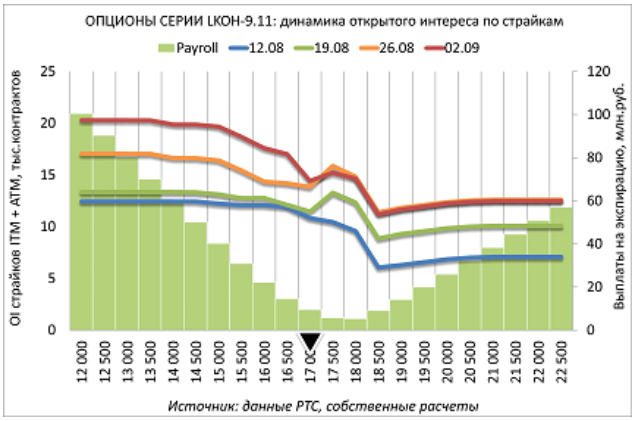


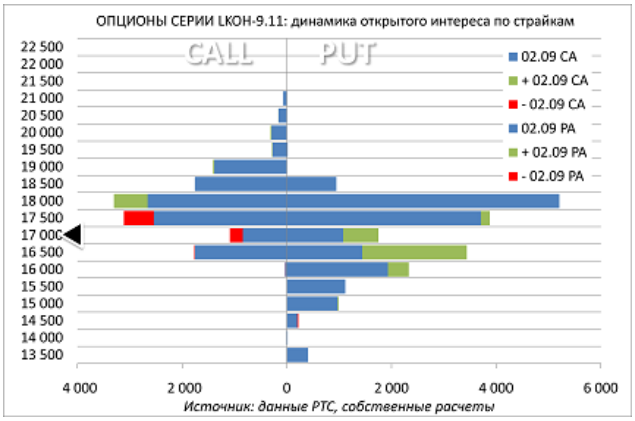
Торговая активность опционных серий Газпром заметно оживилась, показав рост оборотов вдвое относительно предыдущей недели, что в полтора раза выше невзрачной средней величины за последний месяц. В соотношении по объемам торгов сохранился и усилился ощутимый перевес на стороне опционов CALL (PCR by Volume за неделю 21%), а лидером по динамике открытого интереса в сентябрьской серии стал **20,000** страйк (рост OI за неделю составил +7,250 контрактов CALL). При этом, судя по динамике Long / Short Ratio, рост длинных позиций CALL преобладал на стороне институциональных клиентов и развернулся против продаж публики. Между тем профиль открытого интереса сентябрьской серии изменился незначительно: текущие котировки базисного актива остаются глубоко за линией обороны нижнего опционного барьера, с прежним отрывом от минимума функции Payroll, ожидающего экспирацию серии в **20,000** страйке.

Опционный деск серии LKOH-9.11 исполнение 14.09.2011



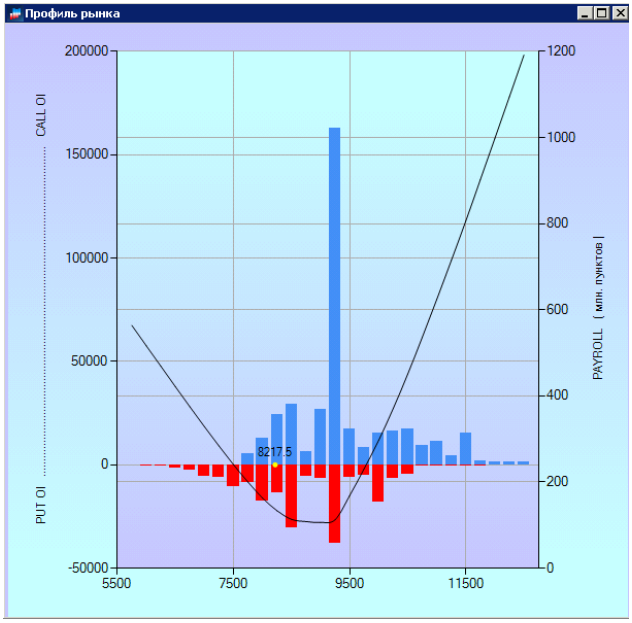
Источник: данные РТС, терминал SmartDeskPRO - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.



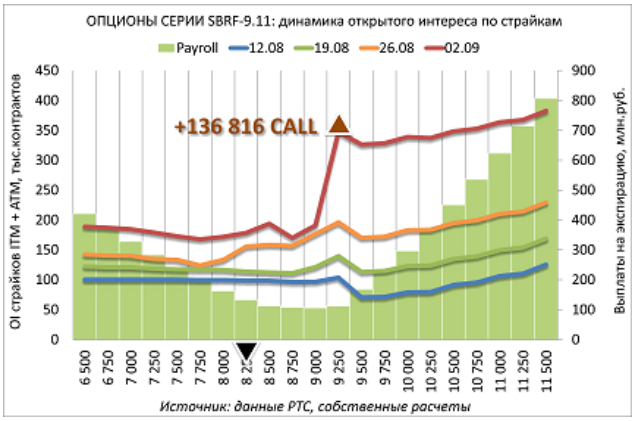


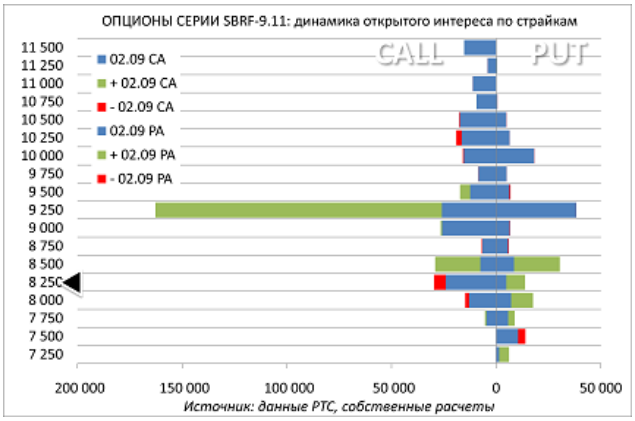
Скромные обороты опционных серий Лукойл сохранились на уровне предыдущей недели, что в полтора раза выше среднего значения за последний месяц. По итогам немногочисленных сделок с минимальным преимуществом по объемам торгов доминировали опционы PUT (PCR by Volume за неделю 110%), без явных лидеров по динамике открытого интереса в отдельных страйках. В динамике Long / Short Ratio сохранилась прежняя тенденция с доминирующими продажами опционов PUT институциональными клиентами против покупок публики, а вот на стороне опционов CALL на минувшей неделе сформировалась противоположная динамика. Напомним, что в целом величина открытых позиций сентябрьской серии остается на низком уровне и не способна оказать заметное влияние на динамику базисного актива, текущие котировки которого остаются за границей нижнего опционного барьера вблизи от минимума функции Payroll, ожидающего экспирацию серии в диапазоне **17,500 - 18,000** страйков.

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.

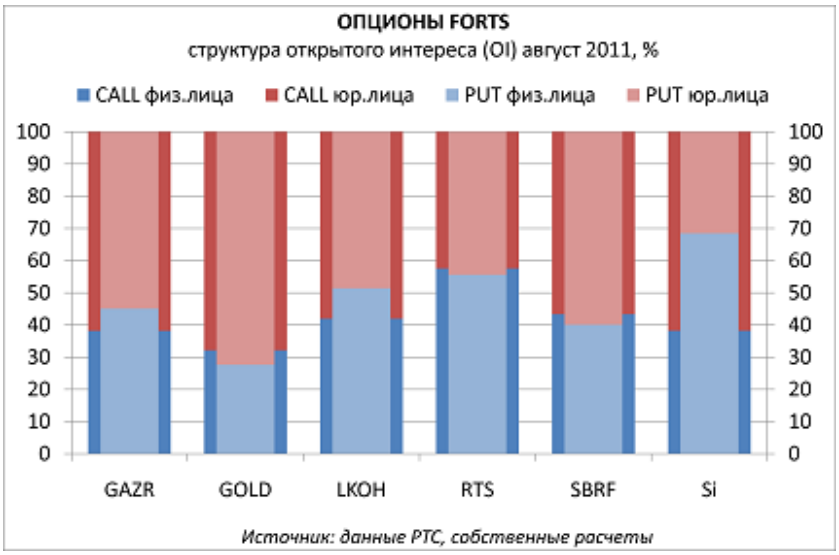




Объемы опционного деска Сбербанка продолжали стремительно нарастать, вновь показав двукратной рост относительно предыдущей недели, что без малого втрое выше среднего значения за последний месяц. Соотношение по объемам торгов с ощутимым перевесом сохранилось на стороне опционов CALL (PCR by Volume за неделю 43%), а лидером по динамике открытого интереса в сентябрьской серии стал **9,250** страйк (рост OI за неделю составил +136,816 контрактов CALL). Любопытно, что эта нетипично крупная по нынешним временам сделка перевернула баланс позиций Long / Short Ratio, который показал стремительный рост длинных CALL позиций физических лиц против продаж институциональных клиентов, и наоборот: продажу PUT институциональным покупателям. Иными словами, отнесение к той или иной категории участников торгов не должно вводить в заблуждение относительно их торгового потенциала: уже не первый раз мы видим, как крупные трейды частных клиентов существенно меняют рыночную динамику. Профиль открытого интереса сентябрьской серии благодаря основной сделке недели радикально адаптировался к новой ситуации, сформировав верхний опционный барьер на фоне протяженного минимума в нижних страйках. Текущие котировки базисного актива остаются в этой зоне, в то время как их разрыв с минимумом функции Payroll, ожидающим экспирацию в широком диапазоне **8,500 - 9,250** страйков, существенно сократился.

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.

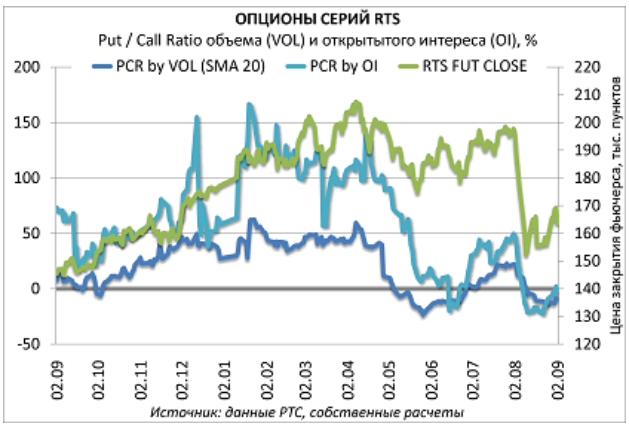


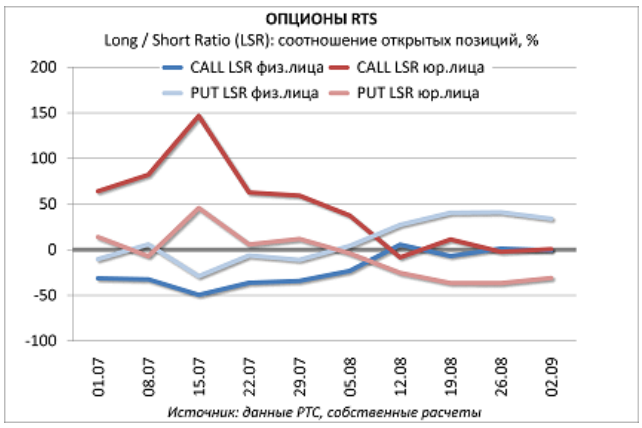
По итогам первых дней сентября соотношение позиций между выделяемыми категориями участников торгов подтвердило существенную долю физических лиц, которая, например, на наиболее ликвидном деске индекса RTS составляет более половины открытых позиций, а также подтверждено доминирование публики в позициях PUT на деска доллара США.

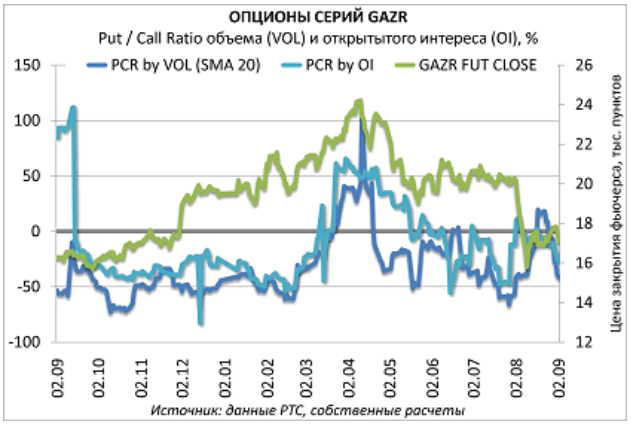
По-прежнему настораживает тот факт, что именно публика зачастую доминирует на стороне коротких опционных позиций (Long / Short Ratio ниже нуля), показывая готовность принимать на себя высокие риски, связанные с продажей опционов. Динамика показателя Long Short Ratio представлена далее вместе с обновленными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

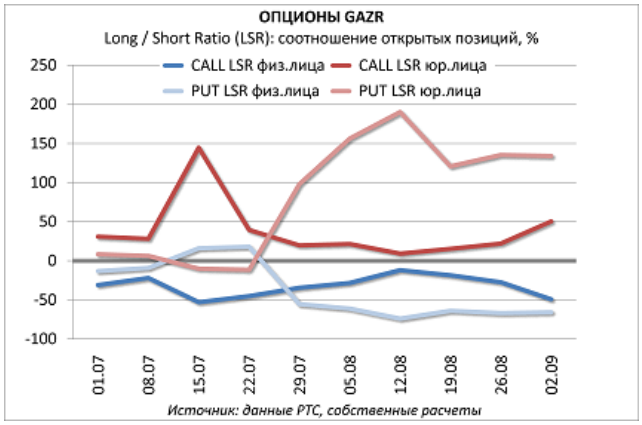
В нашем обзоре мы представляем соотношения опционов PUT и CALL (PUT CALL Ratio, PCR) по сериям четырех наиболее ликвидных фьючерсных контрактов (РТС, Газпром, Лукойл, Сбербанк) в двух традиционных форматах: PCR by Volume (база для расчета – дневной объем торгов) и PCR by OI (база для расчета – текущее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

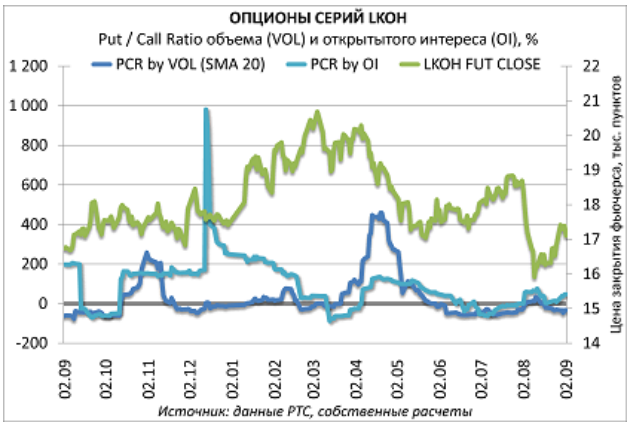
По нашему мнению на текущий момент эти индикаторы не выполняют своей прогностической задачи на рынке FORTS по двум причинам. Первая – это весьма низкий объем торгов в опционных сериях, о чем мы писали выше. Вторая причина – инфраструктурная: основные обороты в сегментах опционов, фьючерсов и наличного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

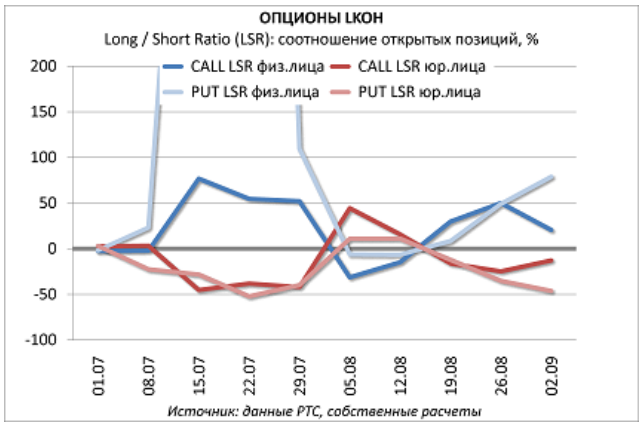


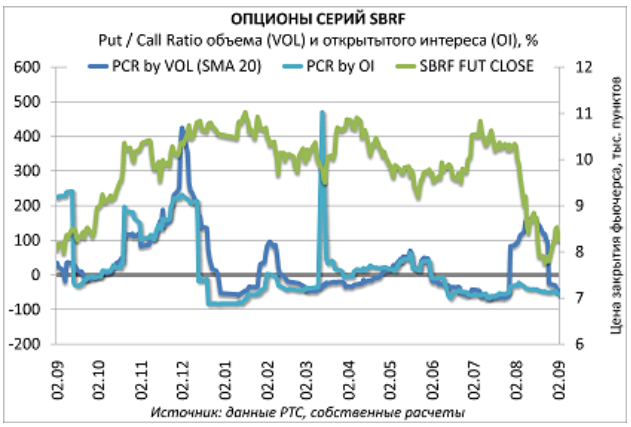


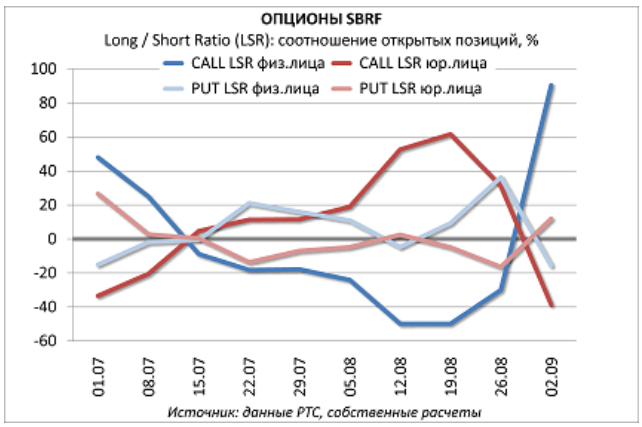












Термины и методика расчетов

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.