Чужие сапоги натерли ноги

В отсутствие локальных драйверов рынка, очередная пересдача страшилок международного масштаба оказалась неспособна придать импульс отечественному рынку производных, призванному материализовать всевозможные риски торгуемых активов

06.08.2012

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 5

Опционы: динамика премий 6

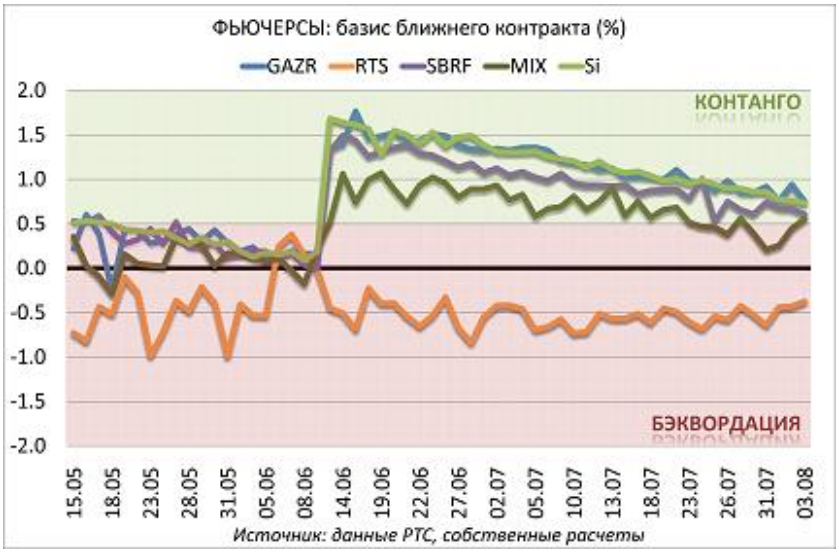
Опционы: профиль открытого интереса по страйкам 7

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.



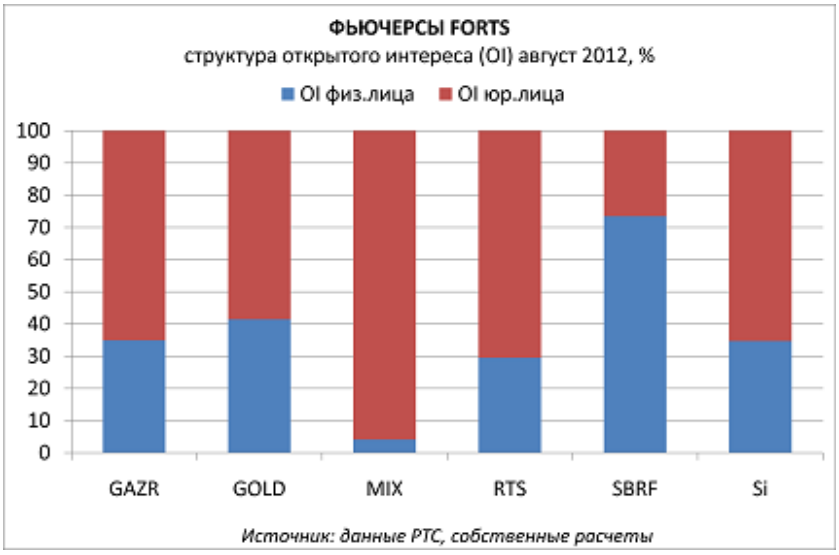
Хотя в начале минувшей недели рынок не принес сюрпризов, из прежней обоймы базисов сентябрьских наиболее ликвидных фьючерсных контрактов в зоне контанго в эти дни неожиданно выпал фьючерс на индекс ММВБ, показав в моменте значения базиса на уровне +0,2%, но затем благополучно вернулся в общий диапазон. Базис фьючерса RTS по-прежнему остается в зоне бэквордации на 0,4% ниже текущих значений индекса.

Фьючерсы: динамика объемов торгов, цен закрытия и открытого интереса



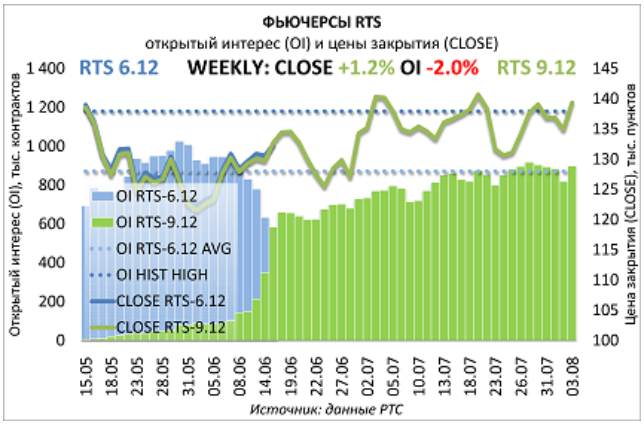
Обороты наиболее ликвидных контрактов фондовой секции на фоне дрейфующего в прежнем диапазоне рынка в первую половину недели держались заметно ниже своих средних значений. Торговая активность контракта на золотую тройскую унцию и фьючерса на доллар США также вплоть до четверга оставалась ниже среднего уровня за последний квартал. Лишь в последние дни недели на всех срочных площадках развернулось некоторое оживленное.

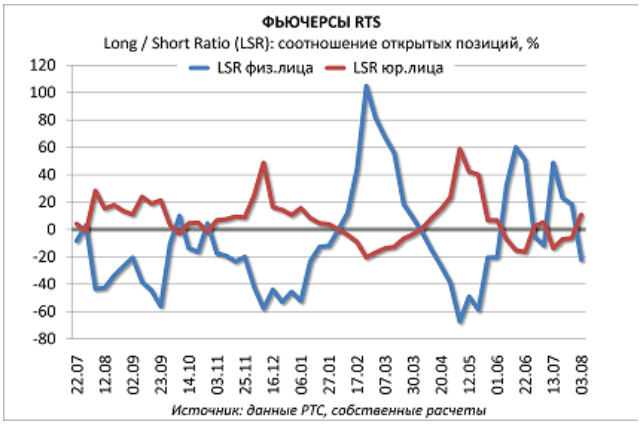
С 1 июля 2011 года по распоряжению ФСФР стала доступна информация об открытых позициях по производным финансовым инструментам с разбивкой данных по физическим и юридическим лицам.



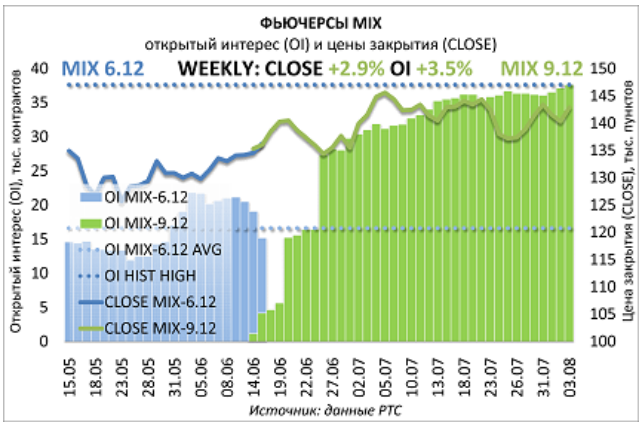
В начале августа сохранилось прежнее соотношение позиций в наиболее ликвидных фьючерсных контрактах между группами участников торгов. Лидером симпатий частных трейдеров остается фьючерс на акции Сбербанка, тогда как институциональные клиенты продолжают доминировать в контрактах на индексы, валюту и золото.

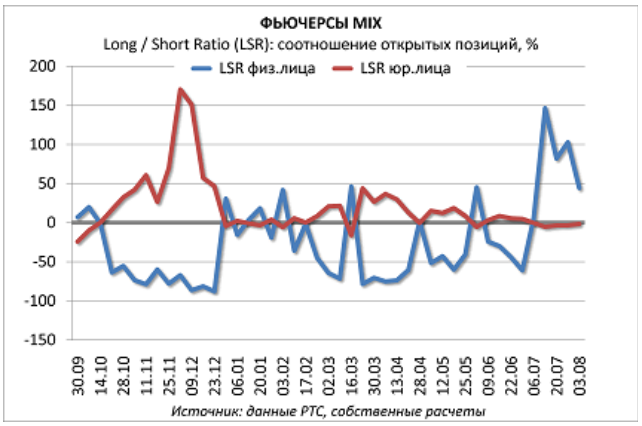
Ниже на диаграммах представлена динамика фьючерсных контрактов: цены закрытия CLOSE, открытого интереса OI и соотношения открытых позиций Long / Short Ratio (LSR) по группам участников торгов, где WEEKLY – итоги последней недели, OI (код фьючерса) AVG – среднее значение OI за последний месяц до истечения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



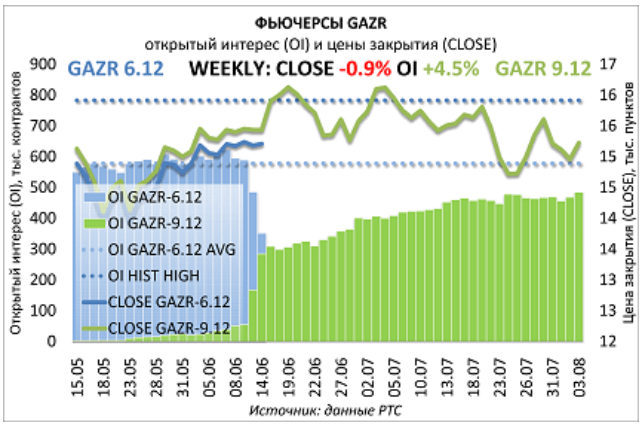


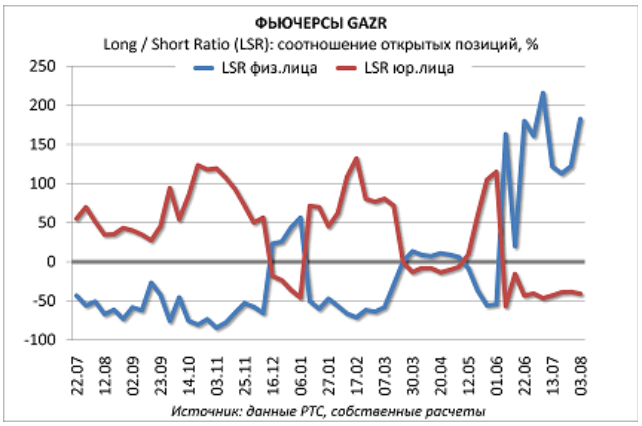
Возвращение в границы изрядно проторгованного диапазона консолидации (+1.2%) негативно отразилось на величине открытых позиций в сентябрьском контракте на индекс RTS (-2.0%). Судя по динамике Long / Short Ratio, частные трейдеры после небольшого перерыва вновь проявили недюжинную активность, выступив с массовыми продажами, противостояли которым доминирующие покупки юридических лиц.



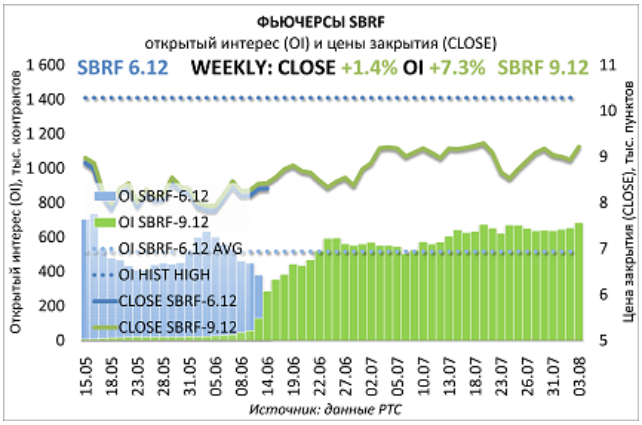


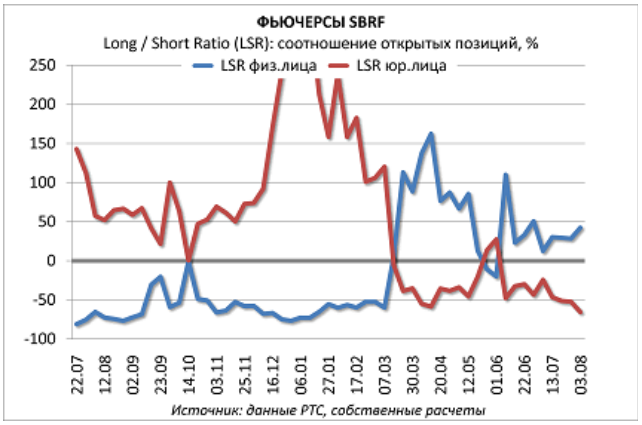
В то же время сентябрьский контракт на индекс ММВБ ничуть не пострадал в унылом боковике (+2.9%), и даже продолжал наращивать позиции (+3.5%), вновь обновив в эти дни свой исторический максимум OI. Изменения в балансе позиций Long / Short Ratio показали, что малочисленная публика с новым напором выступила на стороне продаж, в то время как группа институциональных клиентов сохранила прежнюю невозмутимость вблизи нейтральных значений.



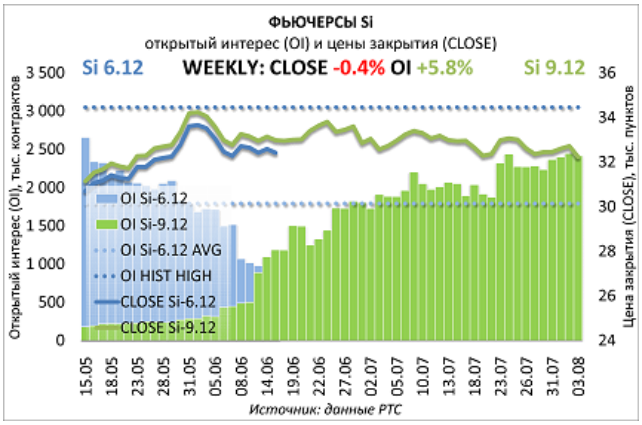


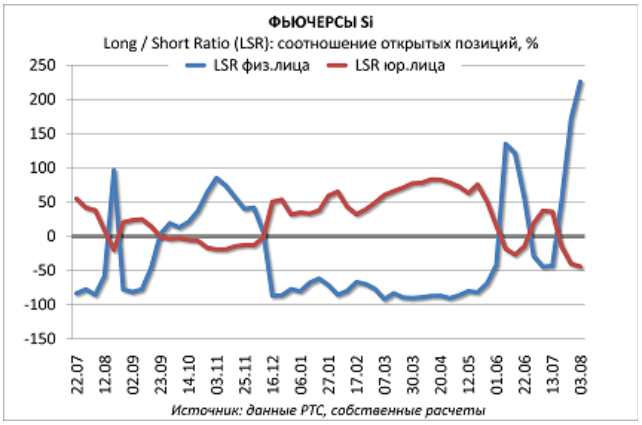
В отличие от других рассматриваемых контрактов, сентябрьский фьючерс на акции Газпром выглядит откровенно слабо и по-прежнему тяготеет к нижней границе диапазона (-0.9%), что однако не стало преградой для дальнейшего прироста позиций (+4.5%), величина которых все еще заметно ниже среднего значения OI за последний месяц июньского контракта. После двухнедельного штиля баланс Long / Short Ratio наконец всколыхнули доминирующие покупки частных трейдеров.



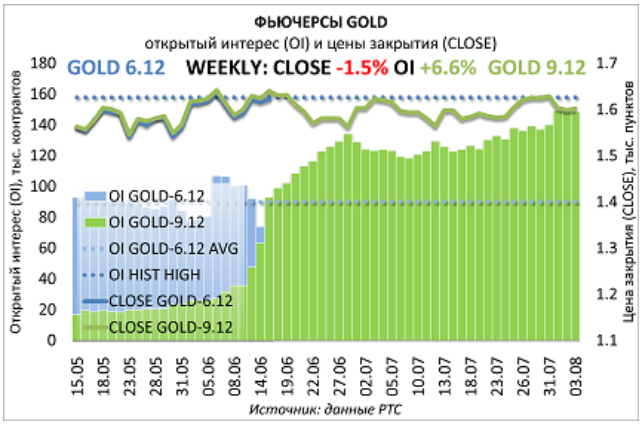


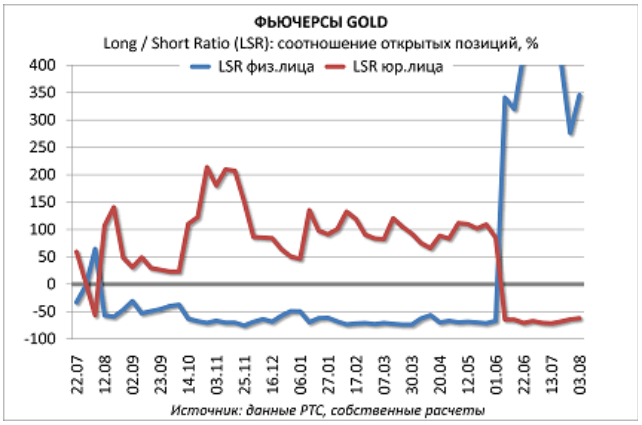
Уверенное восстановление котировок сентябрьского фьючерса на акции Сбербанка (+1.4%) наконец было подкреплено динамикой открытых позиций (+7.3%). Изменения в балансе Long / Short Ratio при этом показали сдержанную активность публики на стороне покупок против доминирующих продаж институциональных клиентов.





Небольшие колебания курса российского рубля к доллару США в прежнем диапазоне консолидации (-0.4%) лишь снизили темпы роста открытых позиций в сентябрьском контракте на эту валютную пару (+5.8%), но не остановили этот процесс. При этом в динамике баланса позиций Long / Short Ratio мы вновь увидели агрессивные покупки частных трейдеров против доминирующих продаж юридических лиц.

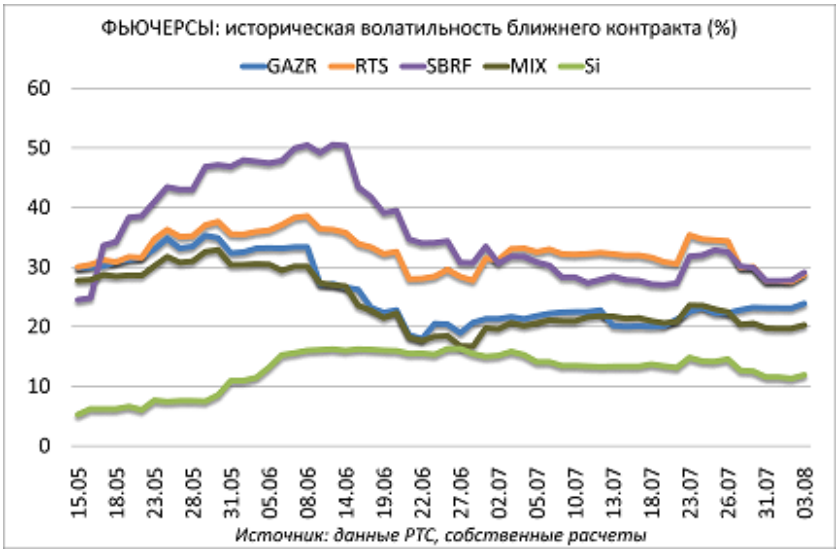




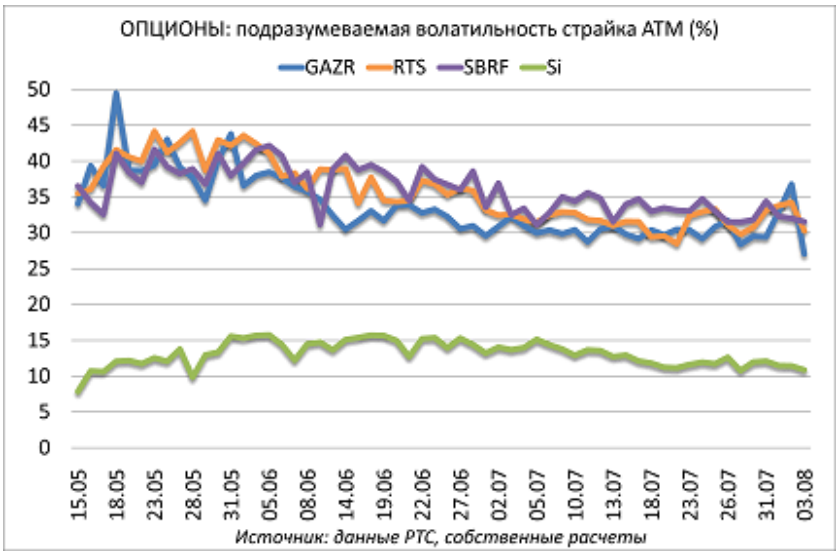
Мировые цены на золото продолжали дрейфовать в прежнем диапазоне консолидации (-1.5%), но и здесь инвесторы нашли повод для дальнейшего роста позиций по сентябрьскому контракту на тройскую унцию (+6.6%), величина которых уже более чем в 1,6 раза превышает средний уровень OI за последний месяц июньского фьючерса, приближаясь к своим историческим вершинам. Изменения в балансе Long / Short Ratio показали частичное восстановление позиций в рамках «стратегического лонга» малочисленной публики после двухнедельных распродаж.

Фьючерсы: историческая и подразумеваемая волатильность

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



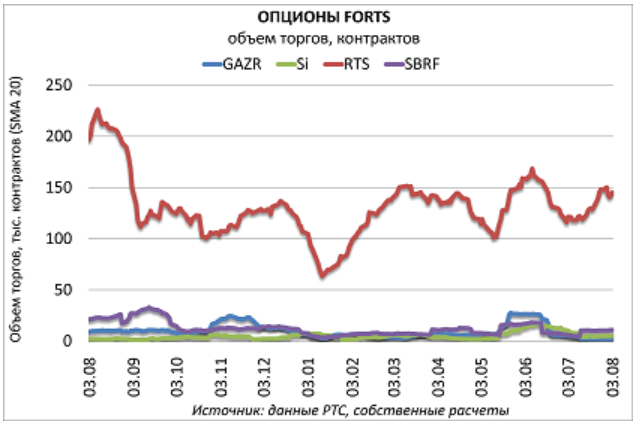
Унылое окучивание рынка в границах прежнего диапазона консолидации способствовало снижению 20-дневных серий исторической волатильности наиболее ликвидных фьючерсных контрактов, за исключением более ретивого фьючерса на акции Газпром, в диапазоне фондовой секции от 20% HV фьючерса на индекс ММВБ до 29% HV фьючерсов на индекс RTS и акции Сбербанка. HV фьючерса на доллар США в эти дни также была склонна к снижению, достигнув 12%.

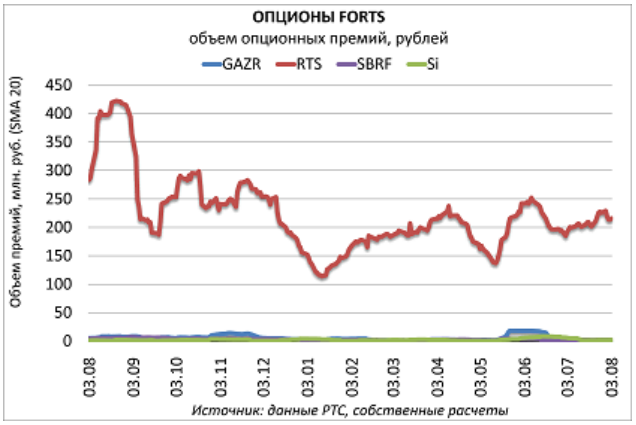


Убывающая ликвидность ведущих десков фондовой секции в эти дни породила колебания подразумеваемой волатильности (IV) центральных страйков (ATM), которые зачастую возникали даже без видимых оснований, показав весьма противоречивые итоги недели в диапазоне от 27% IV серии Газпром до 32% IV серии Сбербанка. Подъем IV деска фьючерса на доллар США также в итоге обернулся возвратом на прежний уровень 11%.

Опционы: объем торгов по сериям

Объемы торгов и объемы опционных премий рассчитаны по всем котируемым сериям опционов (включая месячные и квартальные серии) наиболее ликвидных фьючерсов в виде 20-дневной скользящей средней. Объем опционных премий представляет собой произведение объема торгов (контрактов) на величину средневзвешенной цены в рублевом выражении, что является альтернативным показателям объема торгов в рублях, рассчитываемого биржей как произведение физического объема торгов опционных десков и величины страйков в рублевом выражении.



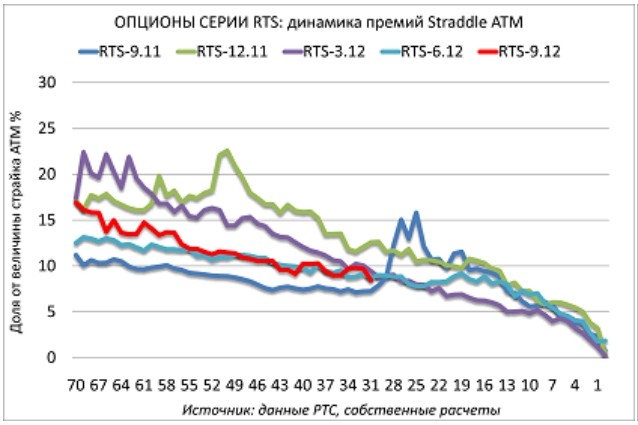


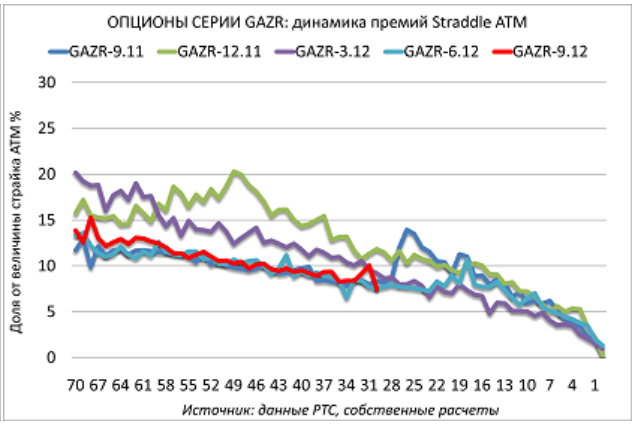
Даже лидирующие опционные дески показали на минувшей неделе серьезное снижение торговой активности. Так после непродолжительного роста обороты опционных серий индекса RTS вернулись на уровень средней, а на деске фьючерса на доллар США оказалась вдвое ниже этой величины. Колебания оборотов стагнирующих опционных серий Газпрома и Сбербанка и вовсе не заслуживают упоминания.

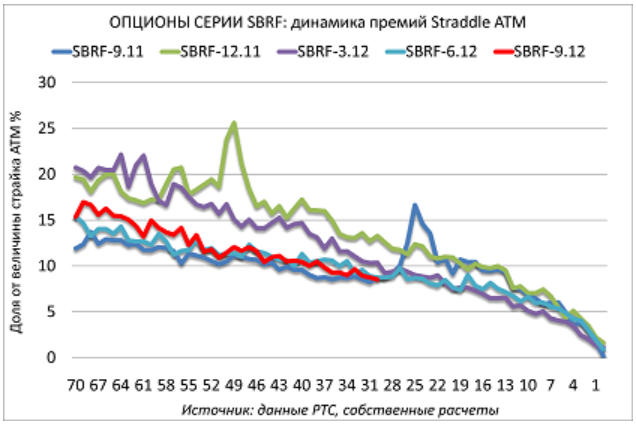
Опционы: динамика премий

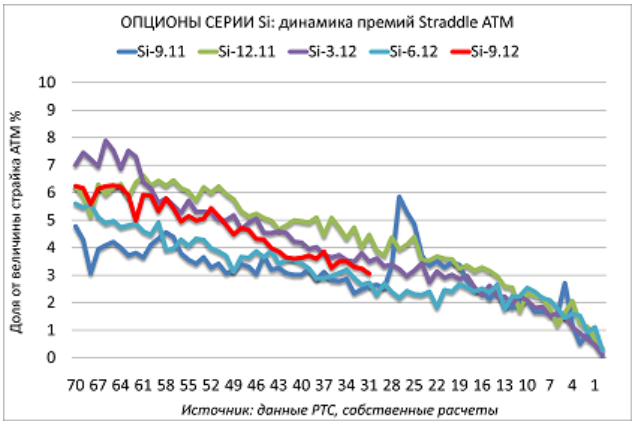
Ниже мы предлагаем оценить динамику опционных премий, поскольку одна лишь динамика подразумеваемой волатильности (IV) не всегда наглядно отражает эту величину. Для этого мы использовали цены закрытия опционов центрального (ATM) страйка. Поскольку страйк ATM при движении базисного актива изменяется дискретно, 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.









Динамика премий центральных Straddle сентябрьских серий за последние дни во многом была обусловлена резким снижением ликвидности опционных десков, нежели рыночной динамикой базисных активов, когда в поисках встречного спроса премии нередко существенно отклонялись от справедливых значений. Тем не менее, премии серии Сбербанка за последние дни преодолели уровень 9%, на котором сохранились премии серии индекса RTS, тогда как серия Газпром финальным аккордом обновила исторический минимум диапазона предыдущих квартальных серий на уровне 7.5% от величины центрального страйка. Премии Straddle ATM опционного деска фьючерса на доллар США не смогли продвинуться далее 3% от величины центрального страйка, возвращаясь к средней части диапазона премий предыдущих серий этого деска.

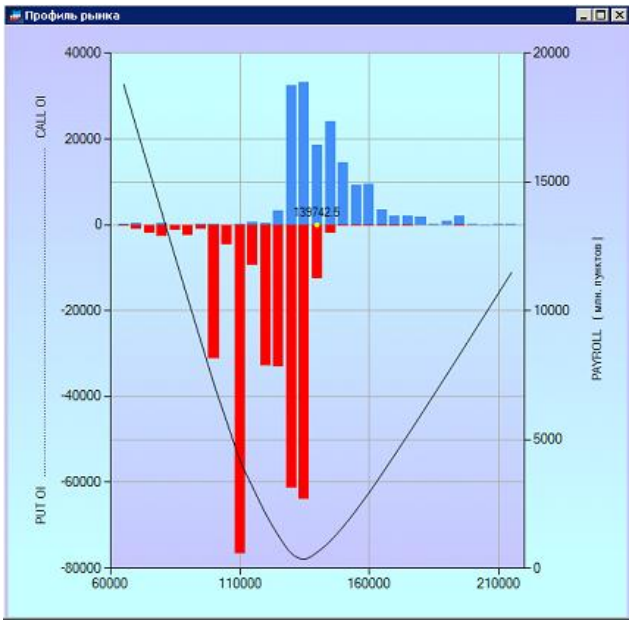
Опционы: профиль открытого интереса по страйкам

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 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.

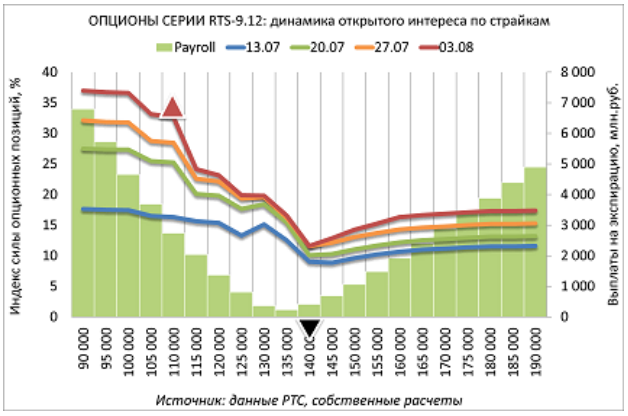
Дополнительный профиль открытого интереса опционных серий (горизонтальные гистограммы) выполняет свою задачу: более наглядно представить динамику последней недели торгов. Трактуются его значения очень просто: открытый интерес каждого страйка по опционам CALL откладывается влево, по опционам PUT - вправо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

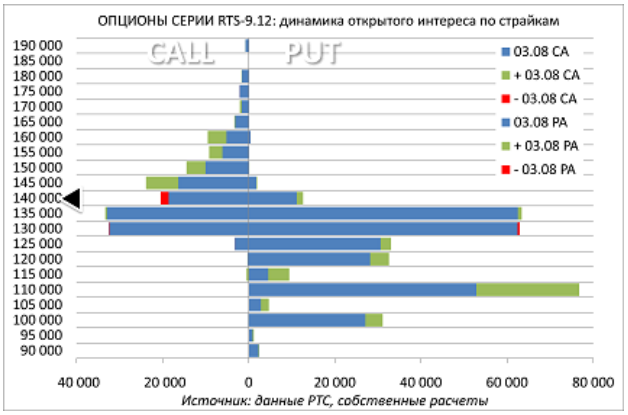
Помимо этого, представляя профиль открытого интереса, мы решили отказаться от простой суммы позиций опционов PUT и CALL со статусом ATM и ITM на каждом страйке (левая шкала первой диаграммы), которая сама по себе малоинформативна, в пользу ее отношения к величине открытых позиций базисного актива. Например, индекс силы опционных позиций 40% означает, что в этом страйке на динамику базисного актива будут оказывать влияние опционные позиции «в деньгах» и «на деньгах» совокупной величиной 40% от текущего значения OI фьючерсного контракта. Традиционная конфигурация профиля от этого не изменилась, а его значения стали более информативными.

Опционный деск серии RTS-9.12 исполнение 17.09.2012



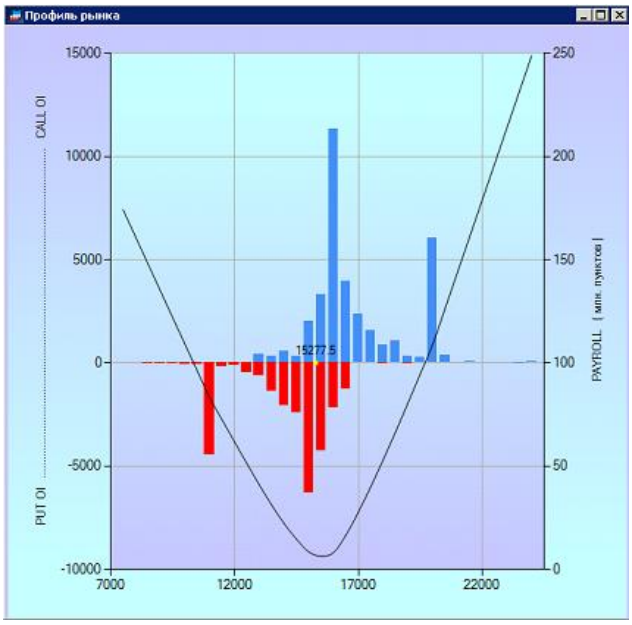
Источник: данные РТС, терминал SmartDeskPRO - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.



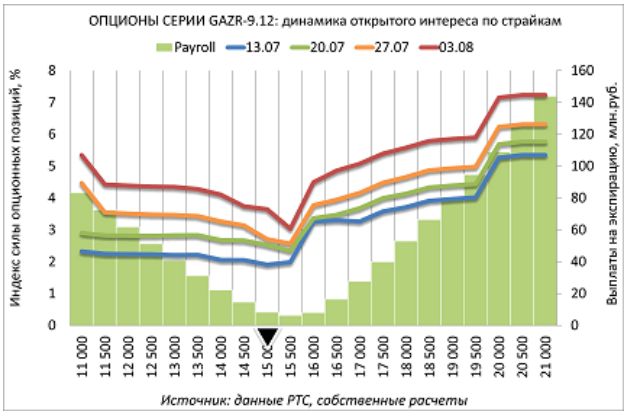


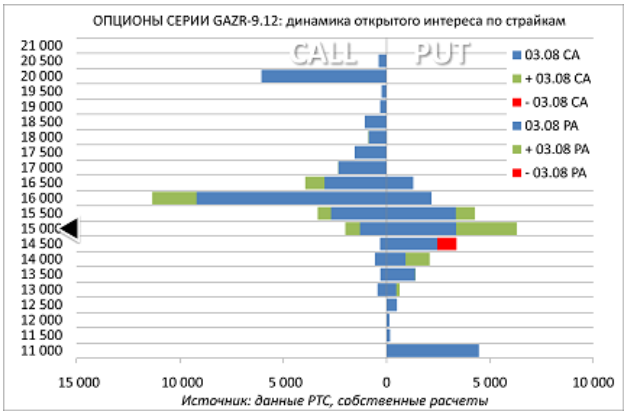
После непродолжительного роста обороты опционных серий индекса RTS вернулись на уровень средних значений за последний месяц. В соотношении по объемам торгов доминировали опционы PUT (PCR by Volume за неделю 141%), среди которых лидировал по динамике открытого интереса **110,000** страйк. Изменения в балансе Long / Short Ratio за неделю показали, что публика на этот раз активно продавала опционы PUT при поддержке доминирующих покупок юридических лиц. Профиль открытого интереса сентябрьской серии сдержанно наращивал позиции в страйках «вне денег», в целом сохраняя свою прежнюю конфигурацию. Котировки фьючерсного контракта остались на прежних рубежах - чуть выше минимума функции Payroll, ожидающего экспирацию серии на границах ближайшего опционного барьера в **135,000** страйке.

Опционный деск серии GAZR-9.12 исполнение 14.09.2012



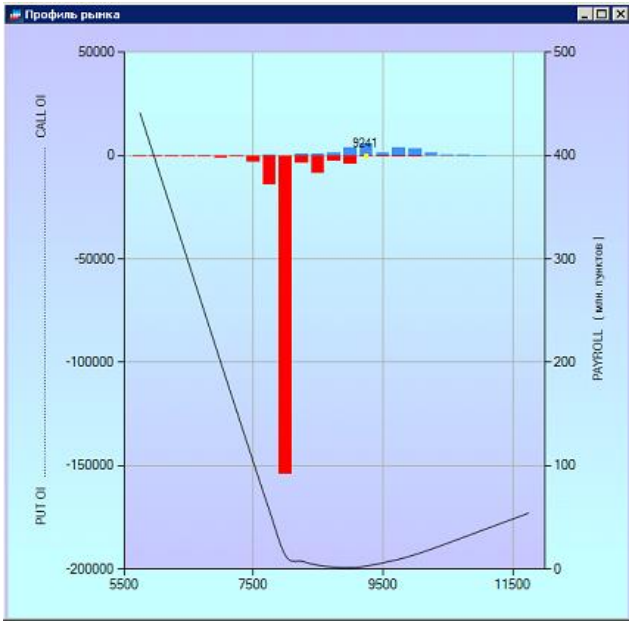
Источник: данные РТС, терминал SmartDeskPRO - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.

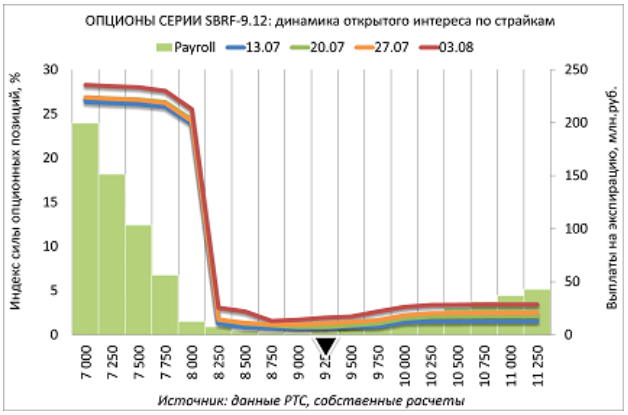


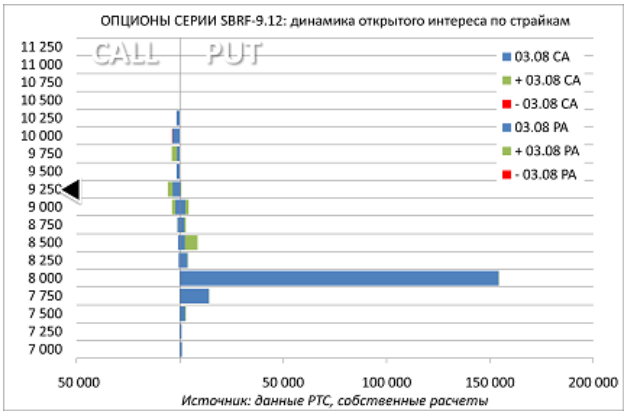


Обороты стагнирующих опционных серий Газпром вновь символически возросли и были в полтора раза выше невзрачной средней величины за последний месяц. По итогам немногочисленных сделок в соотношении по объемам торгов доминировали опционы CALL (PCR by Volume за неделю 89%), без значимых лидеров по динамике открытого интереса в отдельных страйках. Динамика баланса позиций Long / Short Ratio в эти дни сложилась весьма занимательная: частные трейдеры выступили с активными покупками с обеих сторон опционного деска, которые были поддержаны доминирующими продажами институциональных клиентов. Профиль открытого интереса сентябрьской серии тем временем, хотя и немного нарастил позиции, сохранил прежнюю конфигурацию, а вот текущие котировки базисного актива оказались ниже минимума функции Payroll, который ожидает экспирацию серии около **15,500** страйка.

Опционный деск серии SBRF-9.12 исполнение 14.09.2012



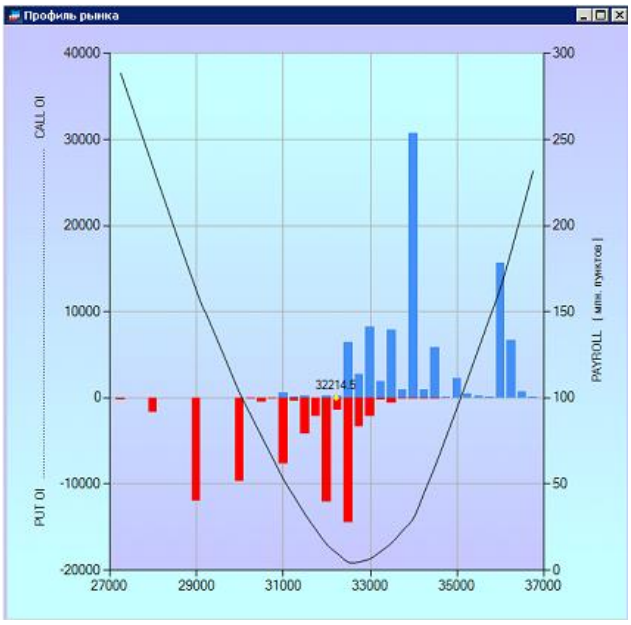


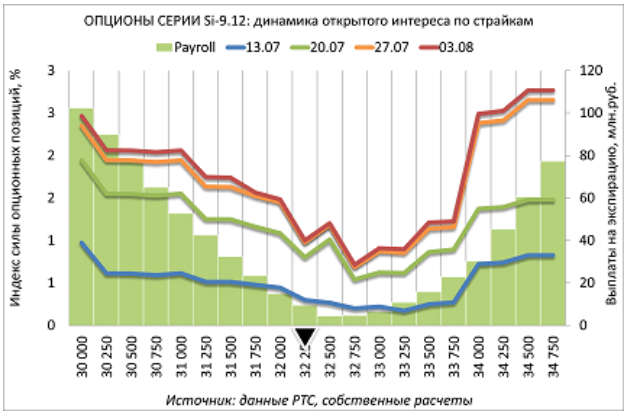


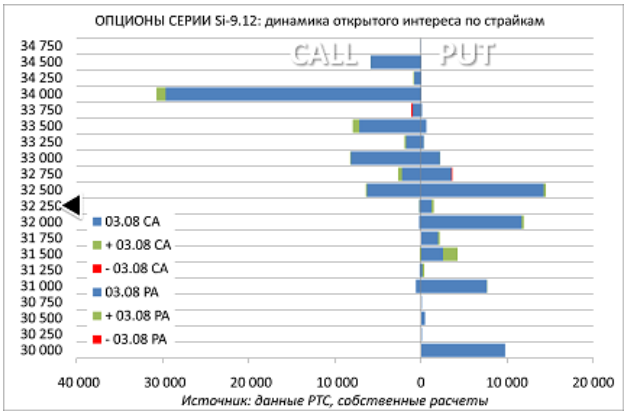
Источник: данные РТС, терминал SmartDeskPRO - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.

Опционный деск Сбербанка вновь выглядел откровенно слабо с оборотами почти на треть ниже среднего значения за последний месяц. По итогам немногочисленных сделок соотношение по объемам торгов между опционами PUT и CALL оставалось вблизи паритетных значений (PCR by Volume за неделю 94%), без значимых лидеров по динамике открытого интереса в отдельных страйках. Изменения в балансе открытых позиций Long / Short Ratio показали, что за минувшую неделю основной тон с обеих сторон деска задавали продавцы: публика на стороне CALL и юридические лица на стороне PUT. Профиль открытого интереса сентябрьской серии, целиком определяемый последней крупной сделкой, сохранился в прежней конфигурации, где доминируют позиции PUT в **8,000** страйке. На просторах протяженного минимума профиля в диапазоне прочих страйков серии ориентиром для текущих котировок базисного актива остается минимум функции Payroll, ожидающий экспирацию серии в границах **8,750 – 9,000** страйков.

Опционный деск серии Si-9.12 исполнение 17.09.2012





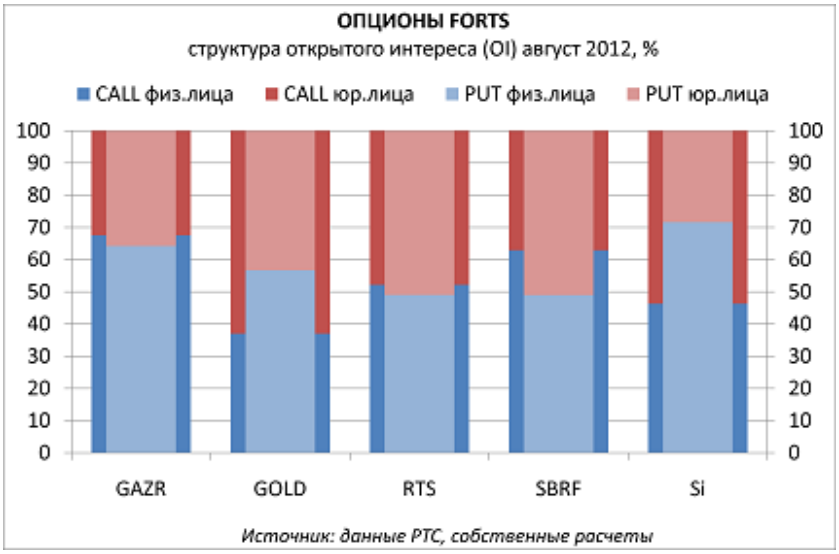


Источник: данные РТС, терминал [SmartDeskPRO](#) - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.

Торговая активность на деске фьючерса на доллар США стремительно сократилась, показав обороты почти вдвое ниже средней величины за последний месяц. В соотношении по объемам торгов все также доминировали опционы CALL (PCR by Volume за неделю 82%), без значимых лидеров по динамике открытого интереса в отдельных страйках. Баланс позиций Long / Short Ratio на фоне низкой активности участников практически не изменился. В профиле открытого интереса сентябрьской серии самые крупные позиции CALL в **34,000 страйке** составляют лишь 3% OI фьючерсного контракта, и не способны оказать существенного влияния на его динамику. Слабость опционных позиций ставит также под сомнение и традиционный индикатор: минимум функции Payroll, расположенный в диапазоне **32,500 – 32,750** страйков.

Опционы: соотношение опционов PUT и CALL

С 1 июля 2011 года по распоряжению ФСФР стала доступна информация об открытых позициях по производным финансовым инструментам с разбивкой данных по физическим и юридическим лицам.

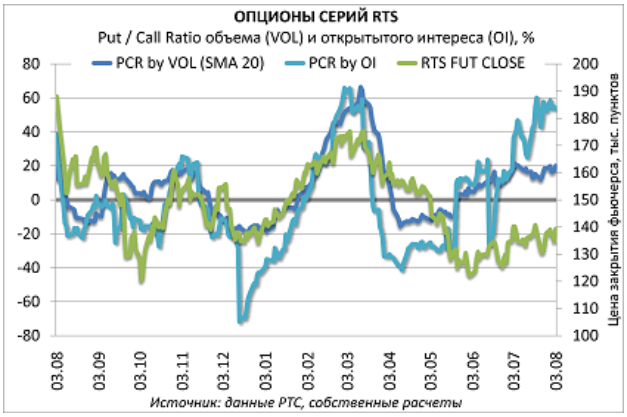


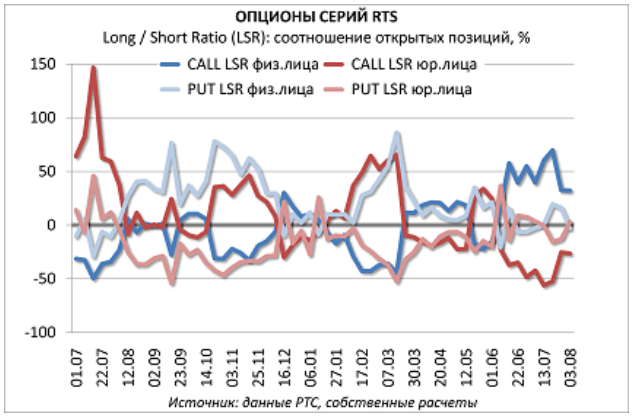
В начале августа соотношение позиций между выделяемыми категориями участников торгов вновь обновилось: доля частных трейдеров заметно снизилась на стороне опционов CALL на деске золотого контракта, и возросла также в позициях CALL на деске Сбербанка.

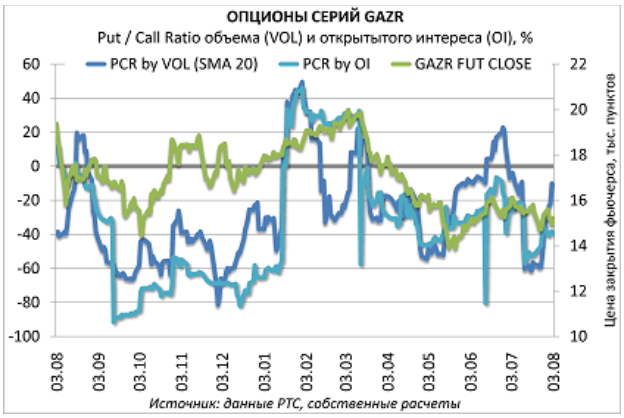
По-прежнему отличительной чертой в сегменте опционов FORTS остается существенная доля физических лиц, которая на отдельных сегментах рынка составляет более половины открытых позиций. Удивительно, но именно публика зачастую доминирует на стороне коротких опционных позиций (Long / Short Ratio ниже нуля), 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 десков.

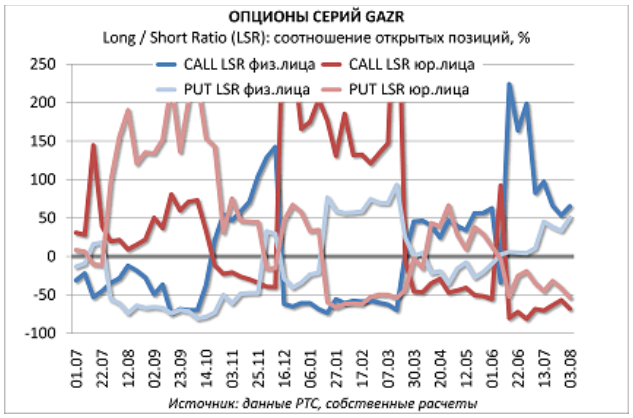
В нашем обзоре мы представляем соотношения опционов PUT и CALL (PUT CALL Ratio, PCR) по сериям четырех наиболее ликвидных фьючерсных контрактов (RTS, Газпром, Сбербанк, доллар США) в двух традиционных форматах: PCR by Volume (база для расчета – дневной объем торгов) и PCR by OI (база для расчета – текущее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

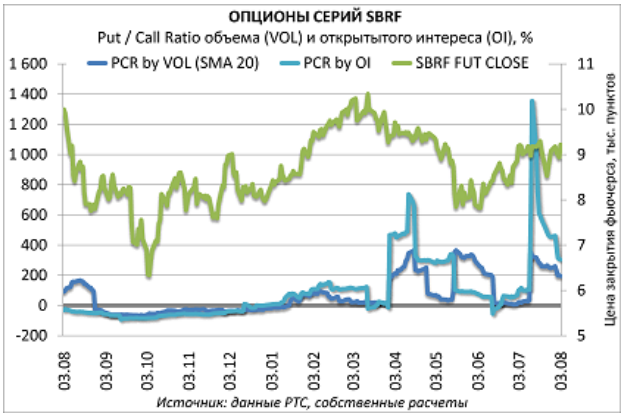
По нашему мнению на текущий момент эти индикаторы не выполняют своей прогностической задачи на рынке FORTS по двум причинам. Первая – это весьма низкий объем торгов в опционных сериях, о чем мы писали выше. Вторая причина – инфраструктурная: основные обороты в сегментах опционов, фьючерсов и наличного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

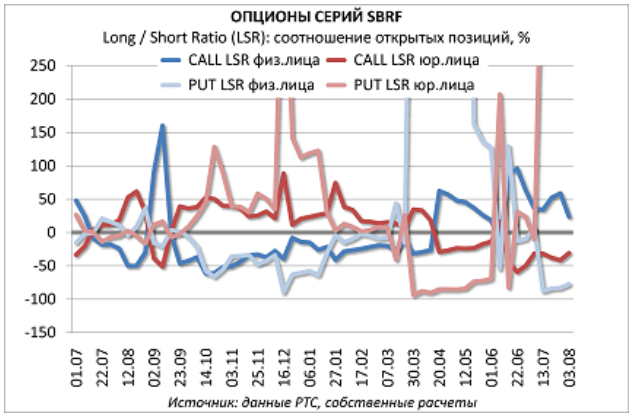


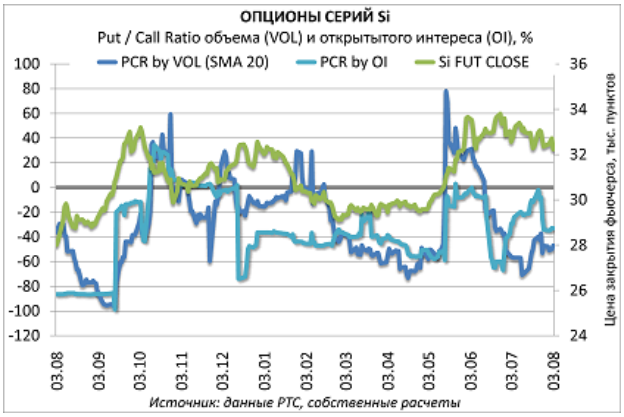


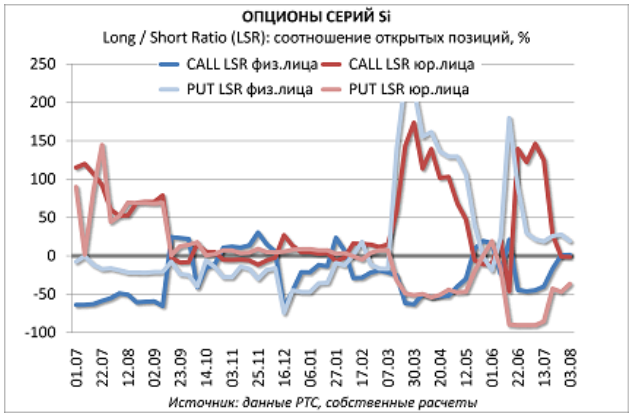












Термины и методика расчетов

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

Анастасия Комягина
начальник отдела

Анна Селина

Вадим Корчагин
ведущий специалист

Наталия Михуткина

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.