Размах на рубль, удар на копейку

Идея прорыва верхней границы проторгованного диапазона не получила поддержки и окончательно затерялась в новом флэте на фоне угасающих оборотов срочного рынка

20.08.2012

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 6

Опционы: динамика премий.....7

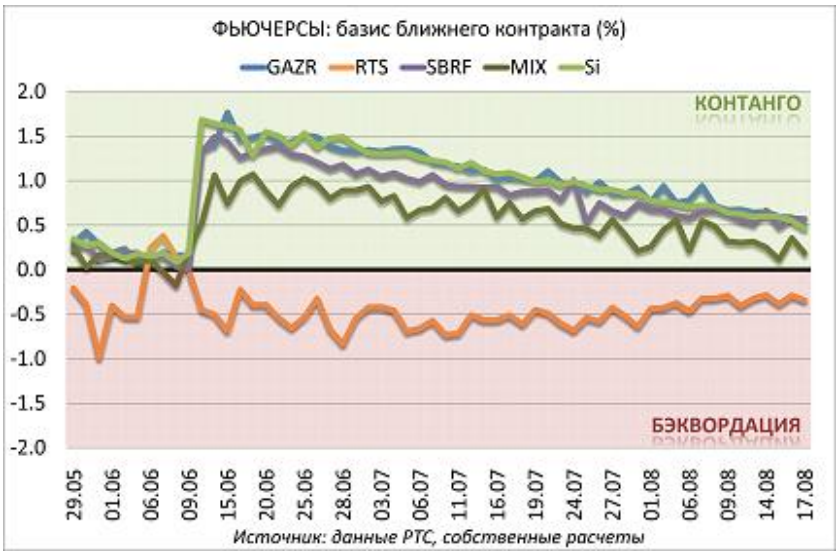
Опционы: профиль открытого интереса по страйкам.....8

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.



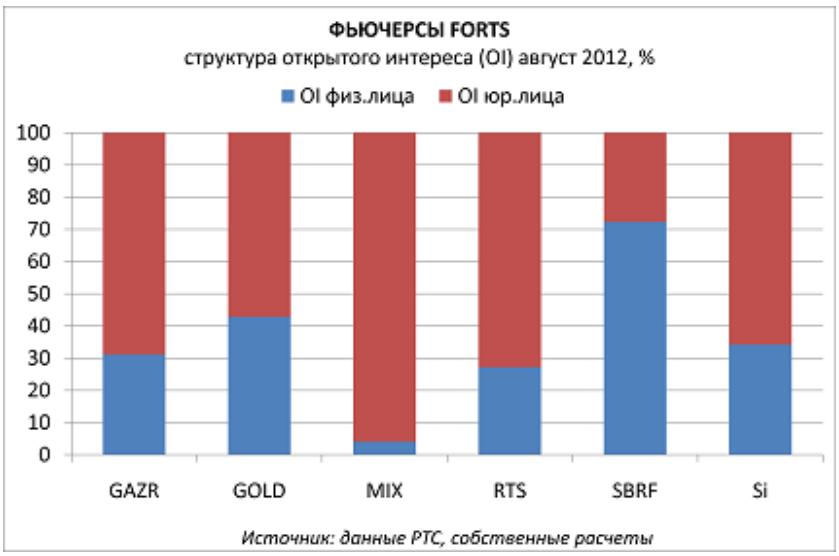
Базисы сентябрьских наиболее ликвидных фьючерсных контрактов планомерно теряли свою временную стоимость, продвигаясь к нулевой отметке с разных сторон. В зоне контанго в эти дни базис фьючерса на индекс ММВБ оставался наиболее нестабилен в общем диапазоне значений от 0.2% до 0.6%. Базис фьючерса на индекс RTS на удивление стойко сохраняет бэквордацию на уровне -0.3% от текущих значений индекса.

Фьючерсы: динамика объемов торгов, цен закрытия и открытого интереса



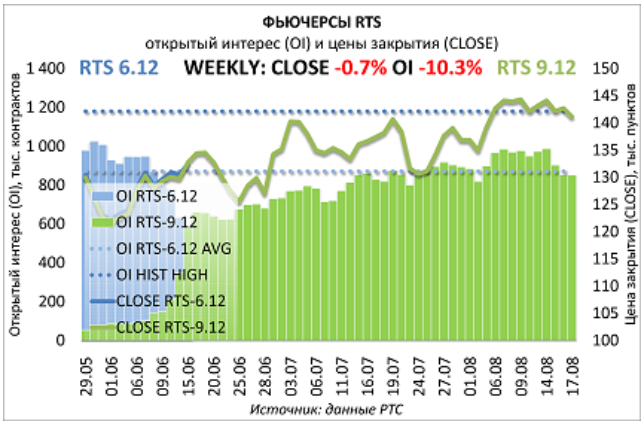
Идея прорыва верхней границы проторгованного диапазона не получила поддержки и окончательно затерялась в новом флэте на фоне угасающих оборотов наиболее ликвидных контрактов фондовой секции, которые опускались все ниже своих средних значений. Торговая активность контракта на золотую тройскую унцию и фьючерса на доллар США в эти дни также стремительно угасала в рыночном вакууме.

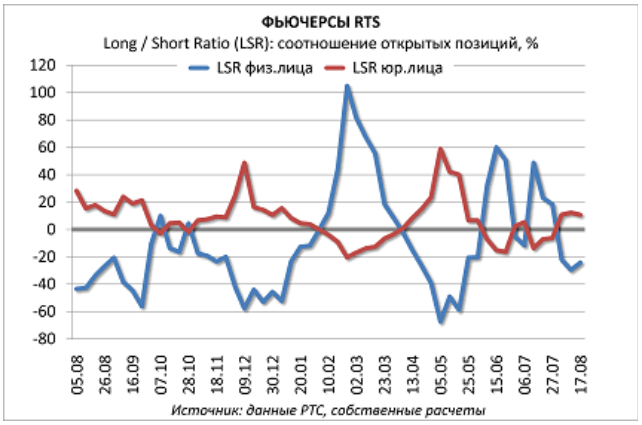
С 1 июля 2011 года по распоряжению ФСФР стала доступна информация об открытых позициях по производным финансовым инструментам с разбивкой данных по физическим и юридическим лицам.



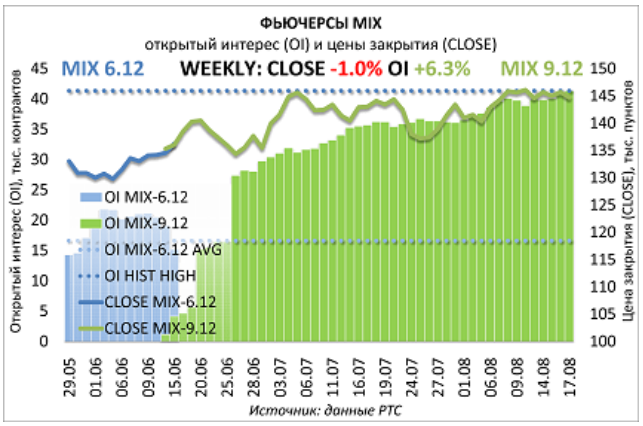
В первой половине августа сохранилось прежнее соотношение позиций в наиболее ликвидных фьючерсных контрактах между группами участников торгов. Лидером симпатий частных трейдеров остается фьючерс на акции Сбербанка, тогда как институциональные клиенты продолжают доминировать в контрактах на индексы, валюту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

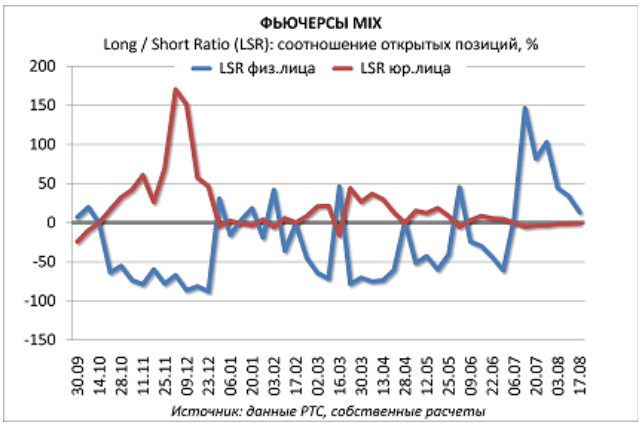
Ниже на диаграммах представлена динамика фьючерсных контрактов: цены закрытия CLOSE, открытого интереса OI и соотношения открытых позиций Long / Short Ratio (LSR) по группам участников торгов, где WEEKLY – итоги последней недели, OI (код фьючерса) AVG – среднее значение OI за последний месяц до истечения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



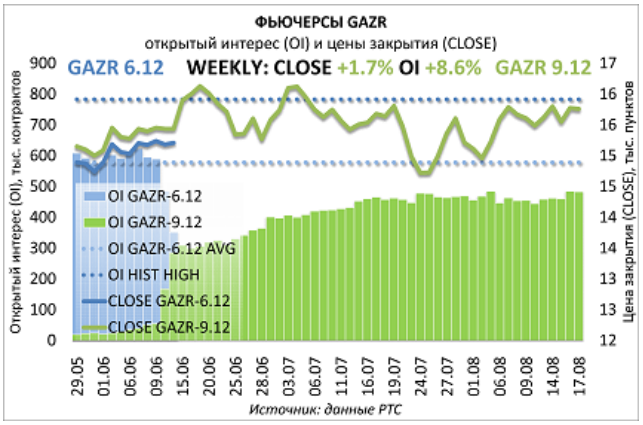


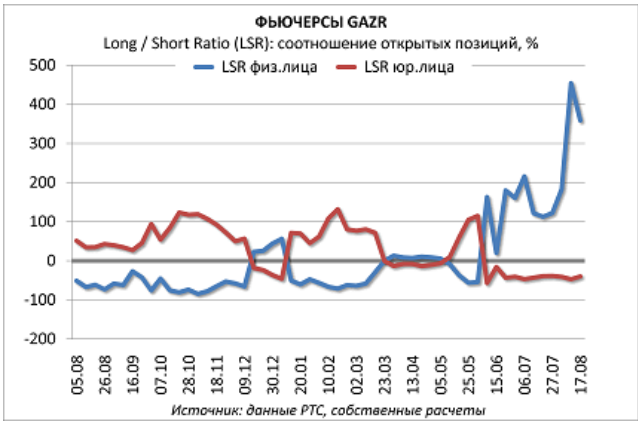
В то время как новый рыночный импульс угас так и не успев развернуться (-0.7%), разочарование участников торгов обернулось стремительной утратой позиций в сентябрьском контракте на индекс RTS (-10.3%). Судя по динамике Long / Short Ratio, сдержанная инициатива вновь принадлежала частным трейдерам, среди которых в эти дни доминировали покупатели.



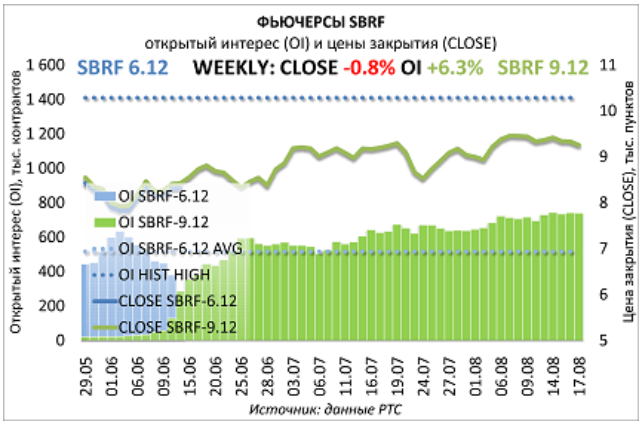


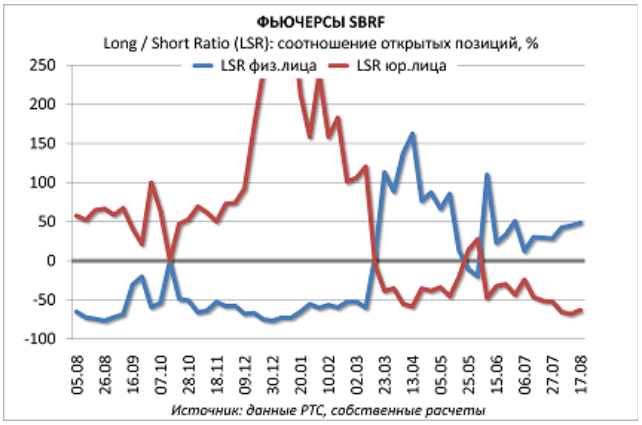
В то же время сентябрьский контракт на индекс ММВБ, показав сопоставимую ценовую динамику (-1.0%), продолжал невозмутимо наращивать позиции (+6.3%), вновь обновив в эти дни свой исторический максимум OI. Такую динамику контракта, а также величину OI в 2.5 раза превышающую среднее значение за последний месяц июньского фьючерса, вероятно можно объяснить растущей популярностью рыночно нейтральных стратегий, в частности индексного арбитража. Между тем изменения в балансе позиций Long / Short Ratio показали, что малочисленная публика по-прежнему была активна на стороне продаж, на фоне невозмутимых нейтральных позиций институциональных клиентов.



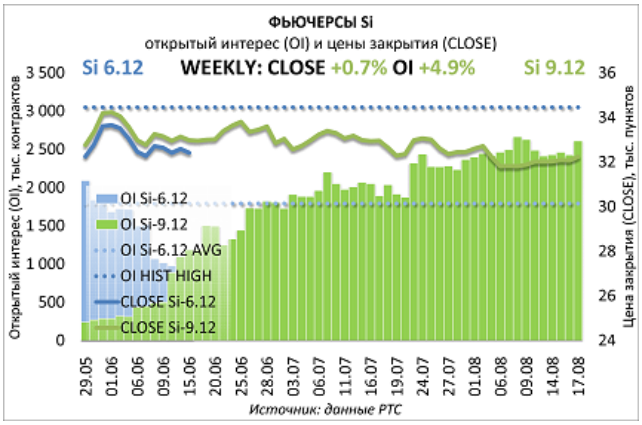


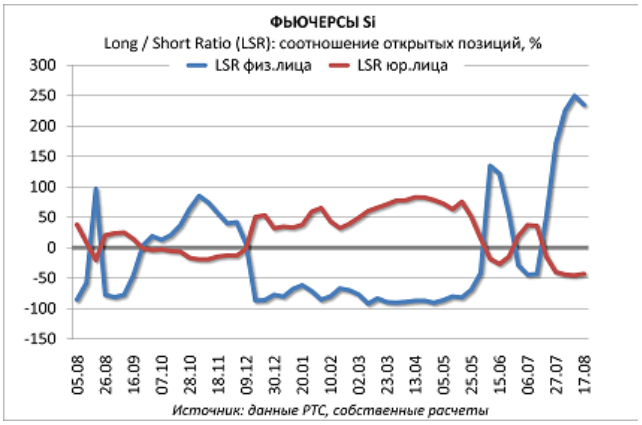
Отставая от широкого рынка, сентябрьский фьючерс на акции Газпром не реализовал притязаний на выход из границ прежнего диапазона и потому продолжил свой рост (+1.7%), что на фоне общей коррекции было воспринято с оптимизмом и подкреплено восстановлением открытого интереса (+8.6%). Судя по динамике баланса Long / Short Ratio, частные трейдеры перешли к распродаже позиций, сократив «стратегический лонг» от предыдущих максимальных значений за всю историю наблюдений.



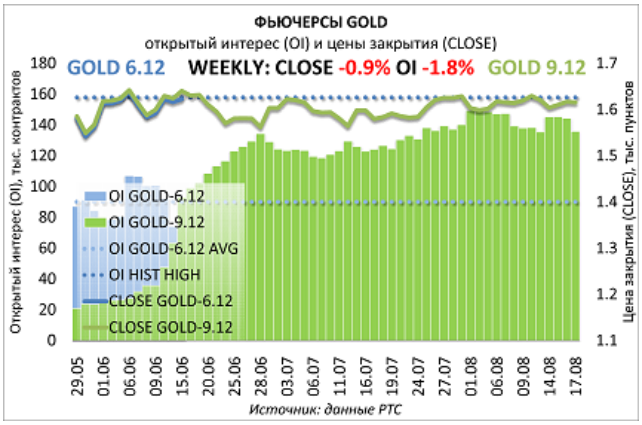


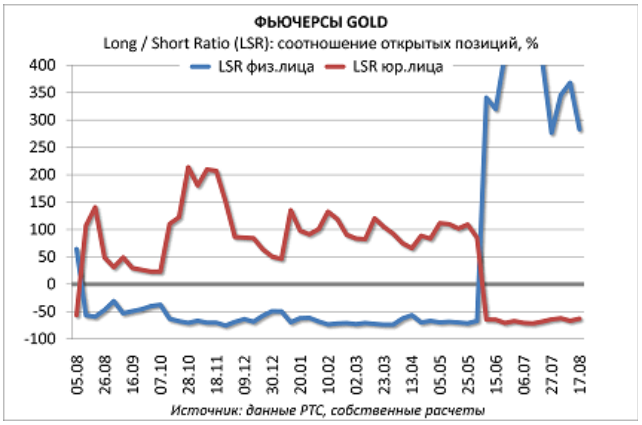
Наиболее популярный у частных трейдеров сентябрьский фьючерс на акции Сбербанка столь же бесславно завершил неделю в новом боковике (-0.8%), что однако не помешало ему вновь укрепить свои позиции ожиданиями более значительных перспектив (+6.3%). Баланс позиций в группах участников торгов Long / Short Ratio за эти дни изменился незначительно: здесь по-прежнему среди публики доминируют длинные позиции, среди институциональных клиентов - короткие.





Относительная стабильность курса российского рубля к доллару США (+0.7%) на протяжении недели не давала оснований для пересмотра позиций, но в последний день обернулась неожиданным приростом позиций в сентябрьском контракте на эту валютную пару (+4.9%). Динамика баланса позиций Long / Short Ratio на этот раз показала сдержанные распродажи малочисленной группы частных трейдеров, сформировавших за последнее время максимально «длинную» позицию за всю историю наблюдений.

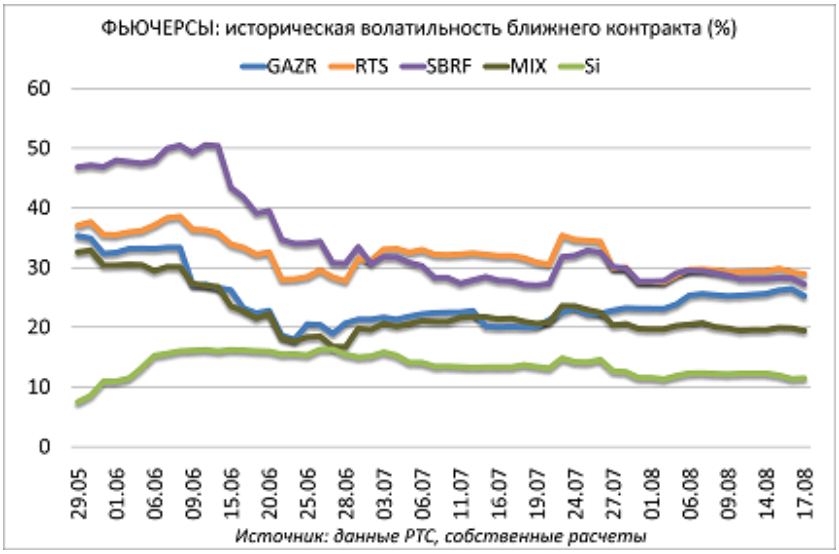




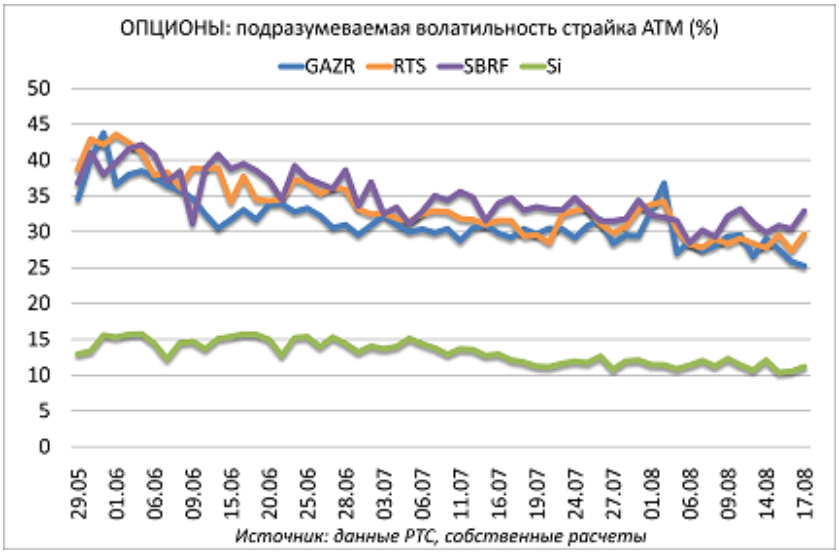
В то время как цены на золото вновь отступили от верхней границы длительного диапазона консолидации (-0.9%), величина открытых позиций в сентябрьском контракте на золотую тройскую унцию традиционно возросла, но к концу недели утратила не только новые позиции, но и опустилась ниже уровня предыдущей недели (-1.8%). Изменения в балансе Long / Short Ratio зафиксировали новый этап распродаж позиций «стратегического лонга» малочисленной 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.



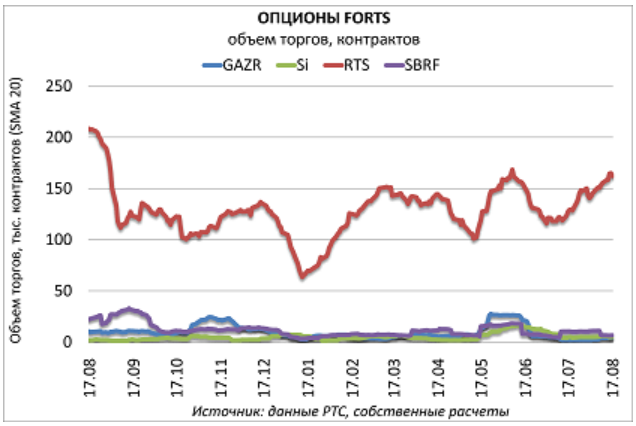
За верхней границей прежнего диапазона консолидации рыночный пыл выродился в новый унылый флэт, на фоне которого значения 20-дневных серий исторической волатильности наиболее ликвидных фьючерсных контрактов сохранились на прежнем уровне и в прежнем диапазоне фондовой секции: от 19% HV фьючерса на индекс ММВБ до 29% HV фьючерса на индекс RTS. HV фьючерса на доллар США в эти дни оказалась чуть ниже 12%.

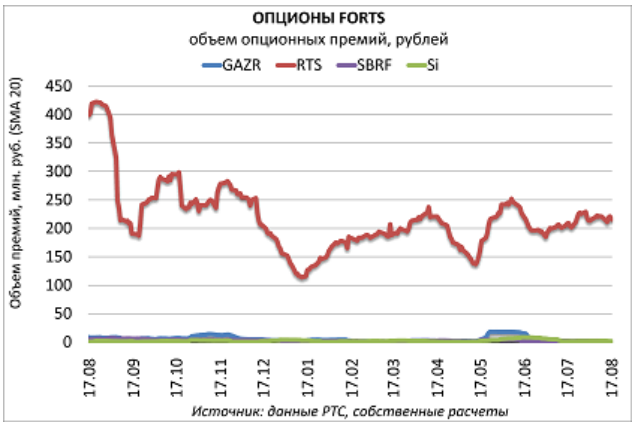


Подразумеваемая волатильность (IV) центральных страйков (ATM) наиболее ликвидных десков фондовой секции в целом также оставалась на прежних уровнях, за исключением IV серии Газпром, которая решительно снизилась, расширив диапазон наблюдаемой группы: от 25% IV серии Газпром до 33% IV серии Сбербанка. IV деска фьючерса на доллар США колебалась в эти дни в прежнем диапазоне, предпринимая попытки снижения до 10%.

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.



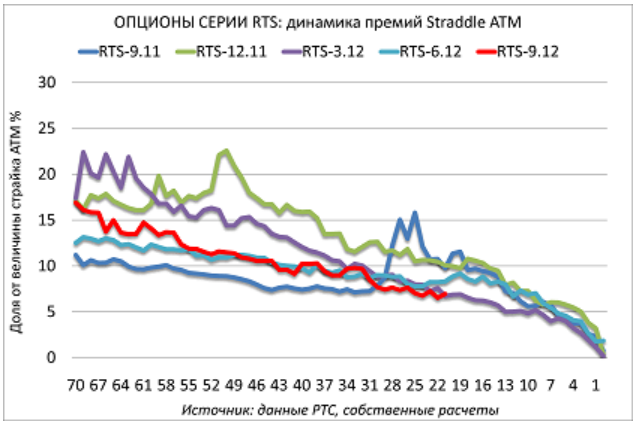


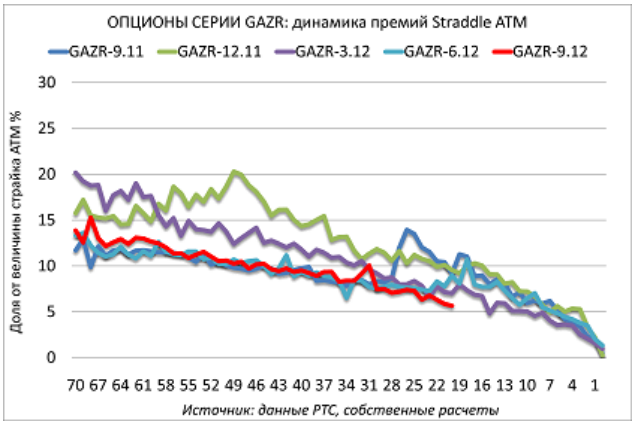
Новые разочарования, которые преподнесла рыночная динамика базисных активов на минувшей неделе, обернулись тем, что и без того скудные объемы ведущих опционных десков вновь утратили шансы на восстановление. Обороты опционных серий индекса RTS, сократившись, едва удержались на среднем уровне, тогда как торговая активность на деске фьючерса на доллар США не собрала и половины средних значений за последний месяц. Стагнирующие опционные серии Газпрома и Сбербанка после символического оживления вернулись в свое прежнее коматозное состояние.

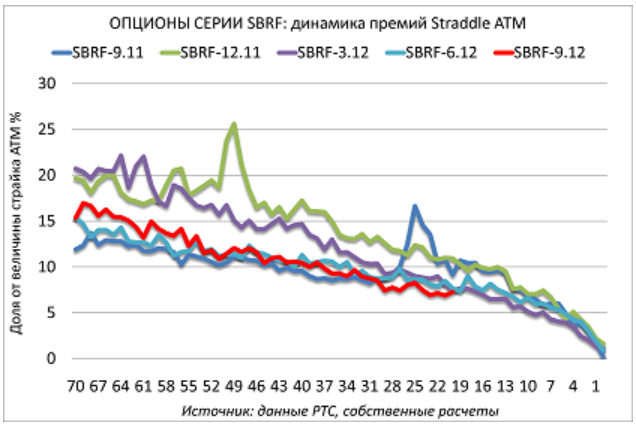
Опционы: динамика премий

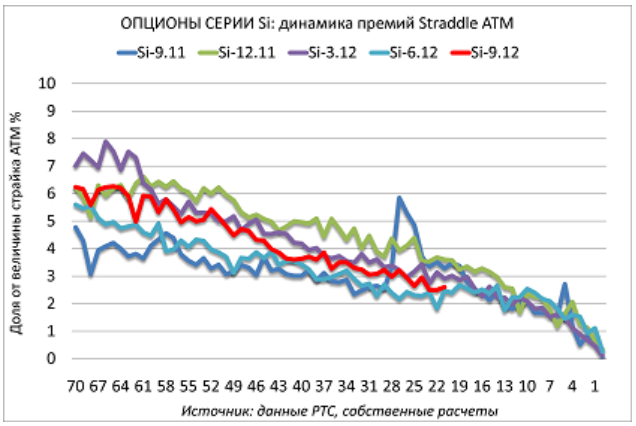
Ниже мы предлагаем оценить динамику опционных премий, поскольку одна лишь динамика подразумеваемой волатильности (IV) не всегда наглядно отражает эту величину. Для этого мы использовали цены закрытия опционов центрального (ATM) страйка. Поскольку страйк ATM при движении базисного актива изменяется дискретно,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









Премии центральных Straddle сентябрьских серий фондовой секции продолжили снижение, обновляя свои исторические минимумы относительно предыдущих серий, хотя темпы этого снижения весьма различались. Так если премии серий RTS и Сбербанка лишь едва перешагнули рубеж 7% от величины центрального страйка, то премии серии Газпром устремились еще ниже и сходу преодолели уровень 6%. Премии Straddle ATM опционного деска фьючерса на доллар США закрепились на уровне 2.5% от величины центрального страйка, подступив к нижней границе диапазона премий своих предыдущих серий.

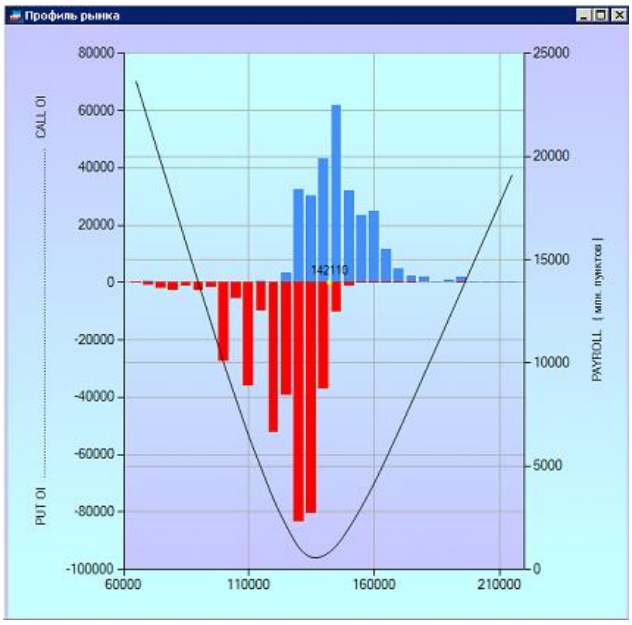
Опционы: профиль открытого интереса по страйкам

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.

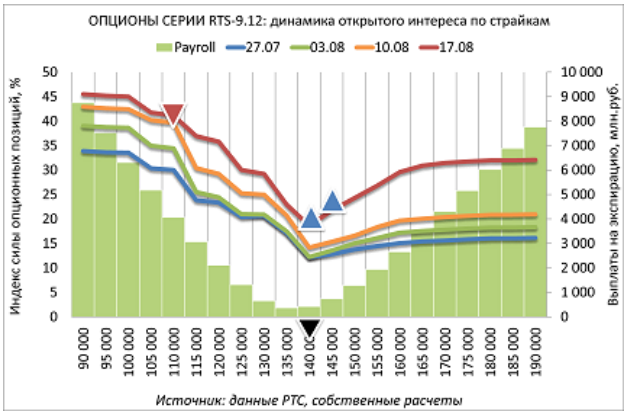
Дополнительный профиль открытого интереса опционных серий (горизонтальные гистограммы) выполняет свою задачу: более наглядно представить динамику последней недели торгов. Трактуются его значения очень просто: открытый интерес каждого страйка по опционам CALL откладывается влево, по опционам PUT - вправо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

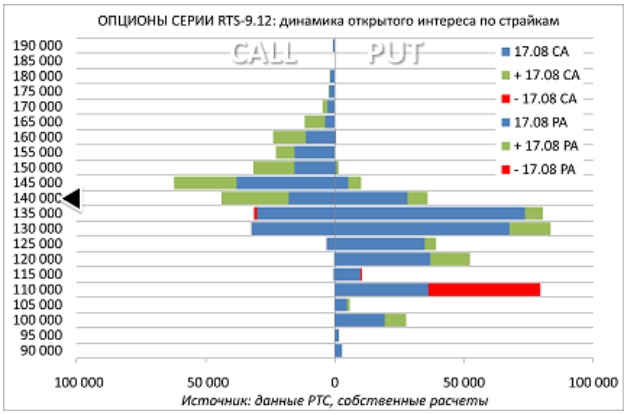
Помимо этого, представляя профиль открытого интереса, мы решили отказаться от простой суммы позиций опционов PUT и CALL со статусом ATM и ITM на каждом страйке (левая шкала первой диаграммы), которая сама по себе малоинформативна, в пользу ее отношения к величине открытых позиций базисного актива. Например, 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



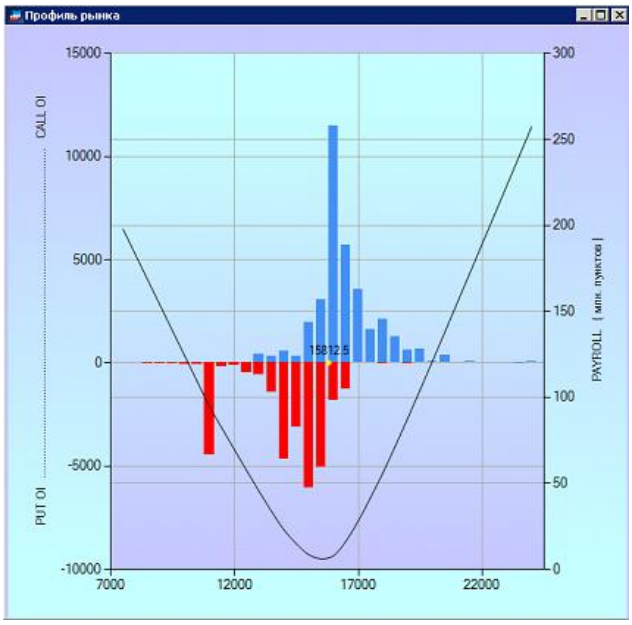
Источник: данные РТС, терминал [SmartDeskPRO](#) - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.



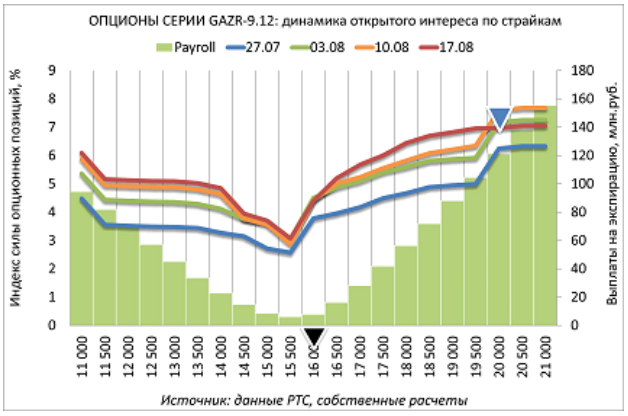


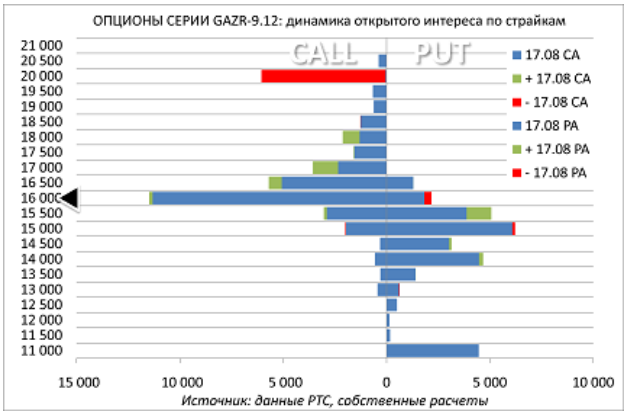
Обороты опционных серий индекса RTS вновь несколько сократились, но удержались на среднем уровне за последний месяц. По объемам торгов соотношение между опционами PUT и CALL было близко к нейтральным значениям (PCR by Volume за неделю 96%). Лидировали по динамике открытого интереса **110,000** страйк на стороне PUT и **140,000** и **145,000** страйки на стороне CALL. Повторяя события предыдущей недели, часть крупных позиций PUT, на этот раз в **110,000** страйке, вероятно была роллирована ближе к центральному. Изменения в балансе Long / Short Ratio за неделю показали, что с обеих сторон опционного деска публика выступала с активными покупками против доминирующих продаж юридических лиц. Профиль открытого интереса сентябрьской серии продолжал наращивать позиции вокруг центрального страйка, тем самым повышая значимость точки минимальных выплат Payroll, ожидающей экспирацию серии в диапазоне **135,000 – 140,000** страйков.

Опционный деск серии GAZR-9.12 исполнение 14.09.2012



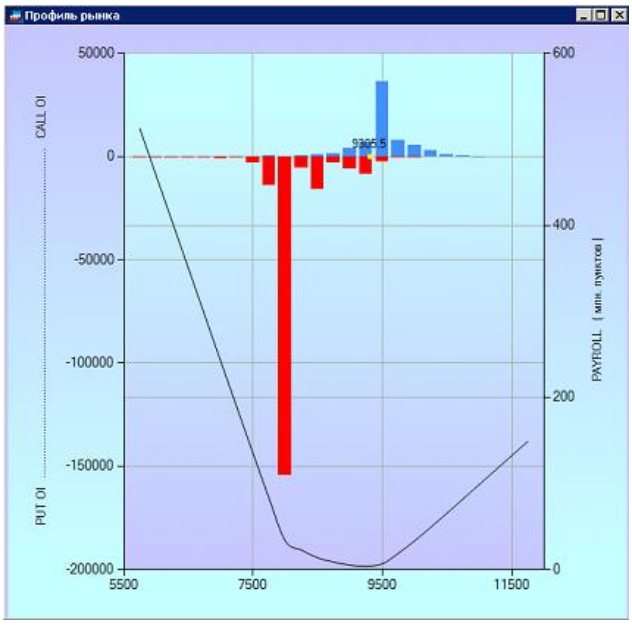
Источник: данные РТС, терминал SmartDeskPRO - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.



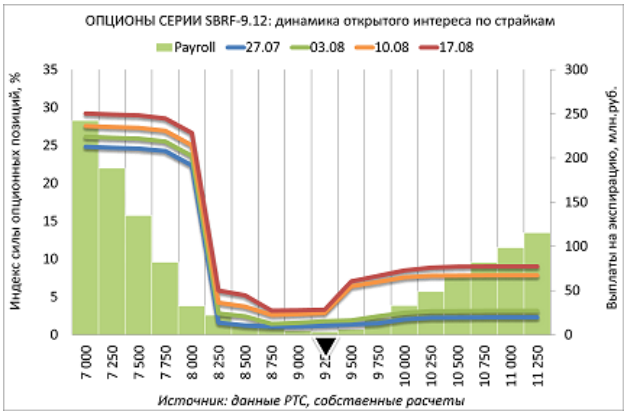


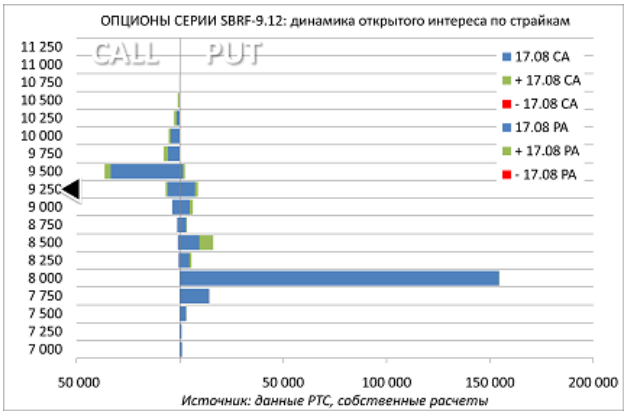
Обороты стагнирующих опционных серий Газпром относительно предыдущей недели сократились вдвое, что соответствует невзрачным средним значениям за последний месяц. Соотношение по объемам торгов показывает мощное доминирование опционов CALL (PCR by Volume за неделю 37%), где лидером по динамике открытого интереса в связи с ликвидацией крупной позиции стал **20,000** страйк. Судя по динамике баланса позиций Long / Short Ratio за эти дни, с обеих сторон опционного деска с небольшим перевесом доминировали продажи частных трейдеров против встречных покупок институциональных клиентов. Профиль открытого интереса сентябрьской серии, несмотря на серьезные потери в дальнем страйке «вне денег», показал сдержанный прирост позиций CALL. Тем не менее, низкий индекс силы даже на лидирующих страйках серии не составляет серьезных преград для базисного актива, текущие котировки которого обитают возле минимума функции Payroll, ожидающего экспирацию серии около **15,500** страйка.

Опционный деск серии SBRF-9.12 исполнение 14.09.2012



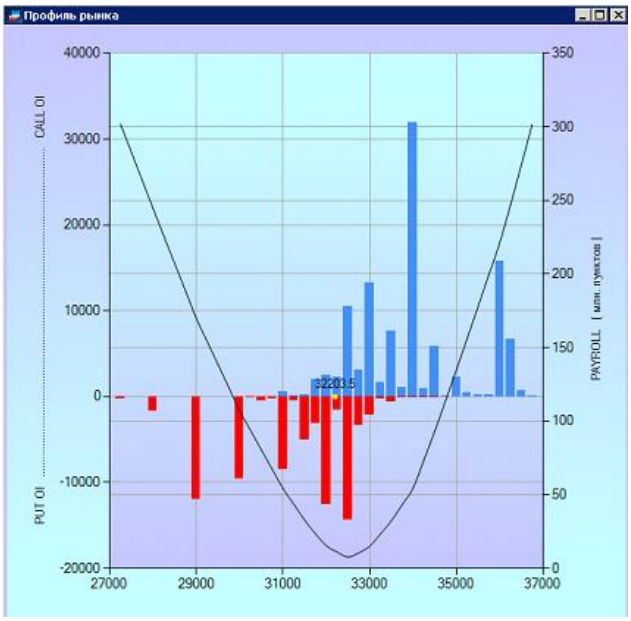
Источник: данные РТС, терминал SmartDeskPRO - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.



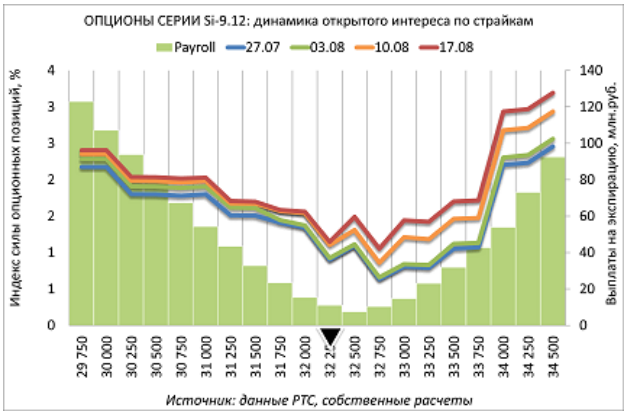


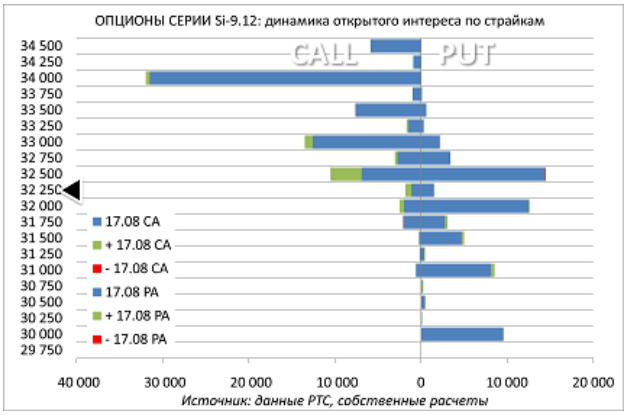
Нитевидный пульс опционного деска Сбербанка обернулся новым снижением оборотов, которые на этот раз оказались почти на треть ниже невзрачного среднего за последний месяц. По итогам немногочисленных сделок в соотношении по объемам торгов выделялись опционы PUT (PCR by Volume за неделю 132%), без значимых лидеров по динамике открытого интереса в отдельных страйках. Изменения в балансе открытых позиций Long / Short Ratio показали, что и здесь участники торгов заняли консолидированную позицию, когда с обеих сторон опционного деска продажи публики развивались против агрессивных покупок юридических лиц. Между тем в профиле открытого интереса сентябрьской серии по-прежнему доминируют единственные значимые позиции PUT в **8,000** страйке, а текущие котировки базисного актива тяготеют к зоне минимума функции Payroll, ожидающего экспирацию серии в диапазоне **9,000 – 9,500** 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.

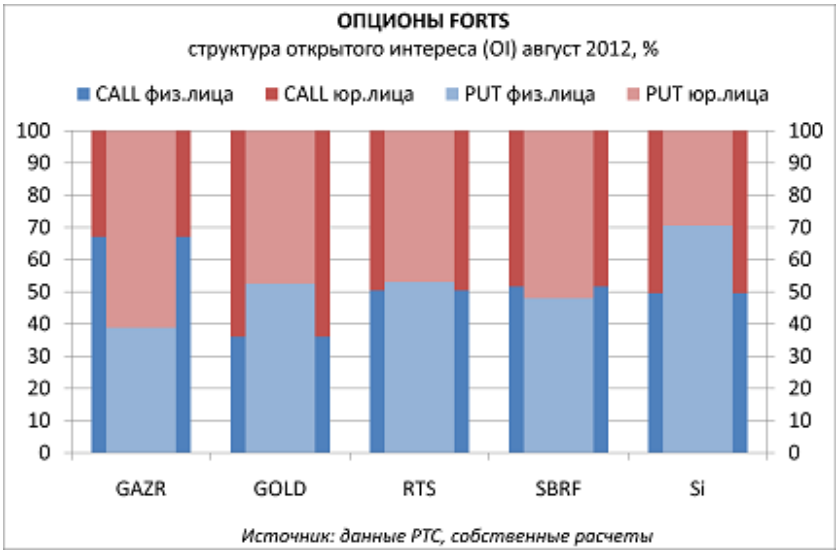




Торговая активность на деске фьючерса на доллар США вновь снизилась, едва достигнув половины средних значений за последний месяц. В соотношении по объемам торгов продолжали доминировать опционы CALL (PCR by Volume за неделю 69%), без явных лидеров по динамике открытого интереса в отдельных страйках. В условиях относительно стабильного валютного курса баланс позиций Long / Short Ratio третью неделю подряд остается вблизи своих прежних значений. Несмотря на последовательный прирост позиций, в профиле открытого интереса сентябрьской серии даже доминирующие позиции CALL в **34,000 страйке** составляют менее 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 районе **32,500** страйка.

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.

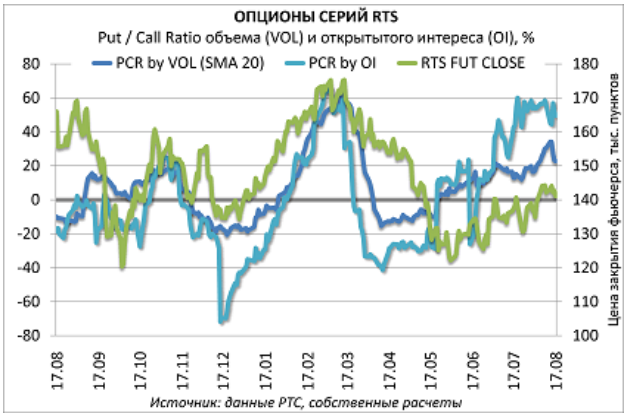


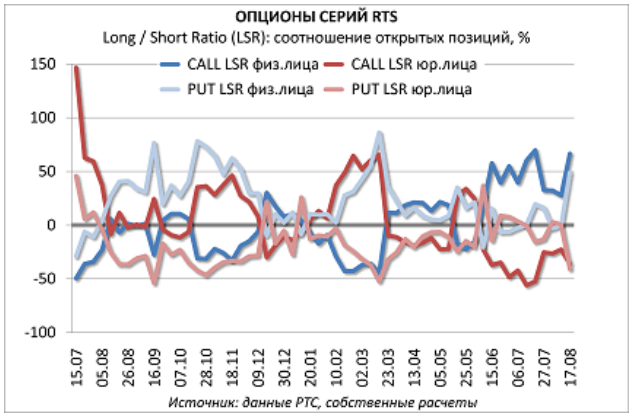
В первой половине августа в соотношении позиций между выделяемыми категориями участников торгов произошли значимые изменения: неожиданно и резко снизилась доля частных трейдеров в опционах PUT на деске Газпрома, а также в опционах CALL на деске золотого контракта.

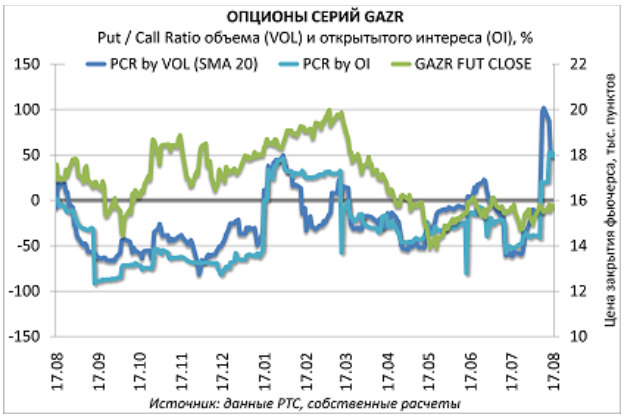
По-прежнему отличительной чертой в сегменте опционов FORTS остается существенная доля физических лиц, которая на отдельных сегментах рынка составляет более половины открытых позиций. Удивительно, но именно публика зачастую доминирует на стороне коротких опционных позиций (Long / Short Ratio ниже нуля),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

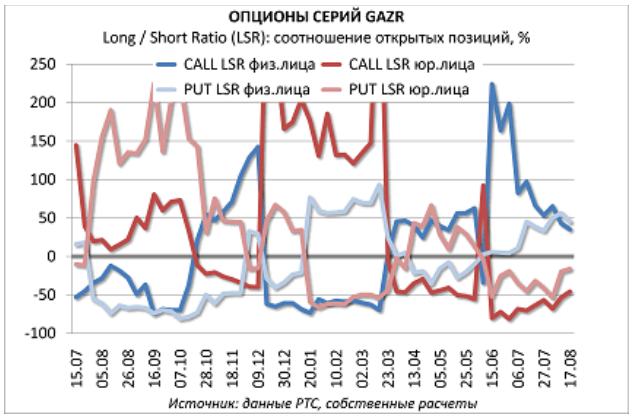
В нашем обзоре мы представляем соотношения опционов PUT и CALL (PUT CALL Ratio, PCR) по сериям четырех наиболее ликвидных фьючерсных контрактов (RTS, Газпром, Сбербанк, доллар США) в двух традиционных форматах: PCR by Volume (база для расчета – дневной объем торгов) и PCR by OI (база для расчета – текущее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

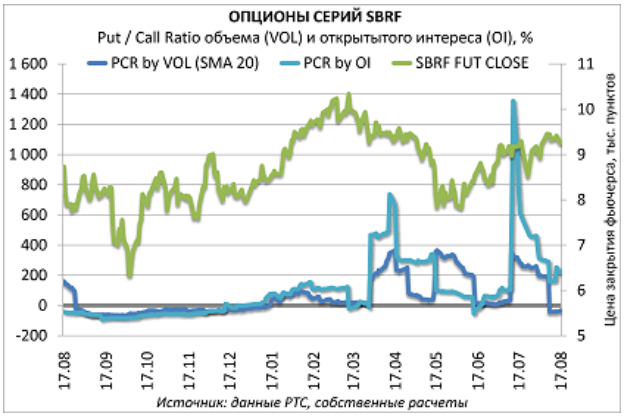
По нашему мнению на текущий момент эти индикаторы не выполняют своей прогностической задачи на рынке FORTS по двум причинам. Первая – это весьма низкий объем торгов в опционных сериях, о чем мы писали выше. Вторая причина – инфраструктурная: основные обороты в сегментах опционов, фьючерсов и наличного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

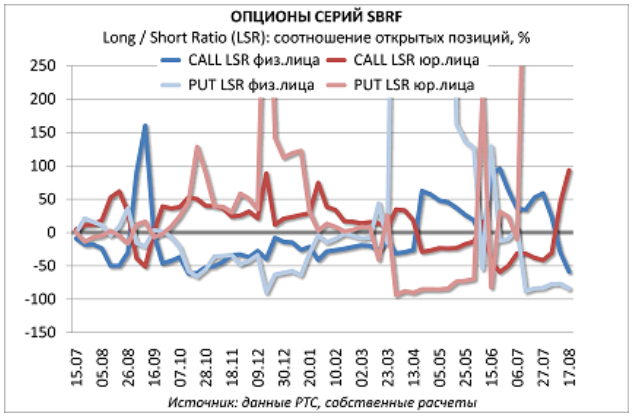


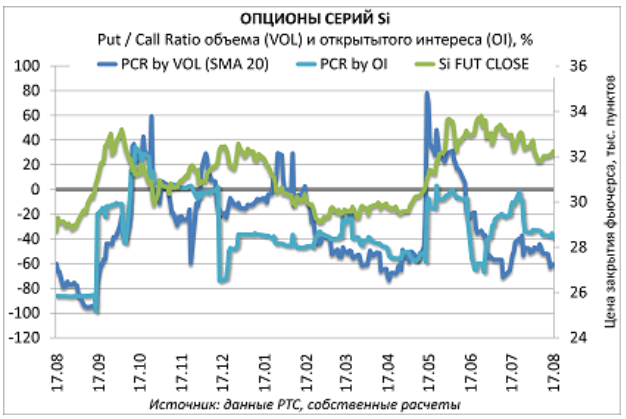


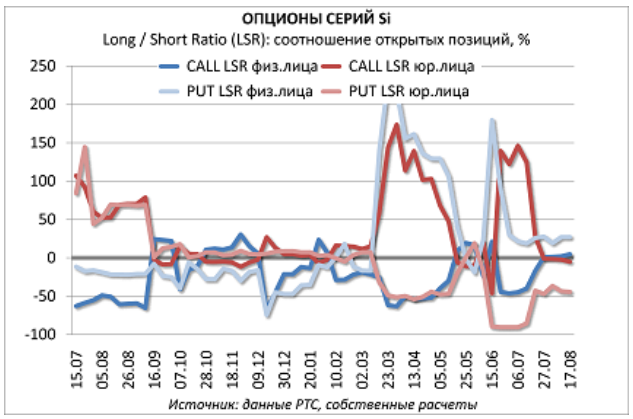












Термины и методика расчетов

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.