Золото не в золото, не побыв под молотом

На фоне унылого рикошета фондовых производных в стенах очередного ценового коридора даже скромный рост мировых цен на золото выглядит многообещающе, хотя и встречен в своих срочных контрактах пока весьма скептически

27.08.2012

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

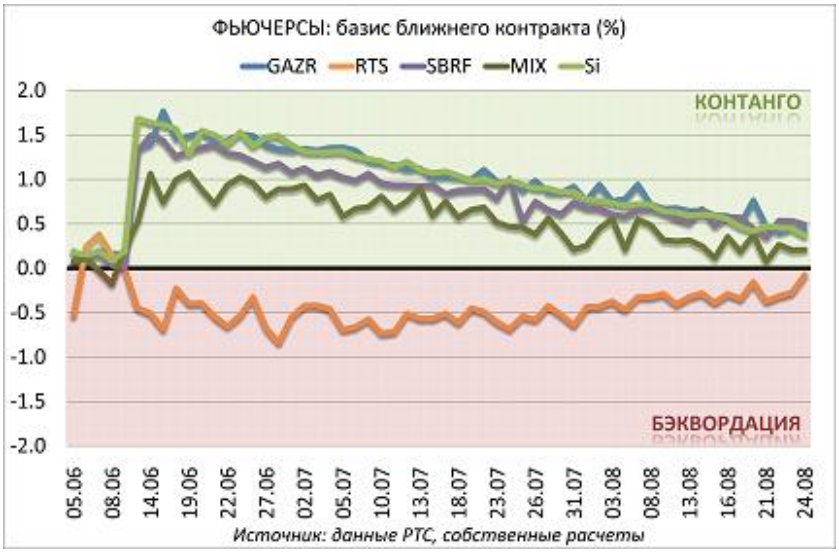
Опционы: профиль открытого интереса по страйкам.....7

Опционы: соотношение опционов PUT и CALL 12

Термины и методика расчетов.....13

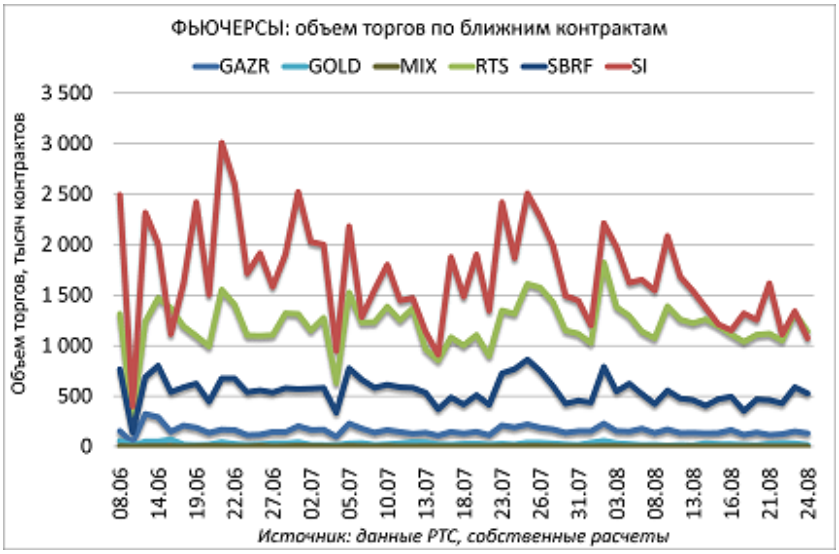
Фьючерсы: базис ближнего контракта

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



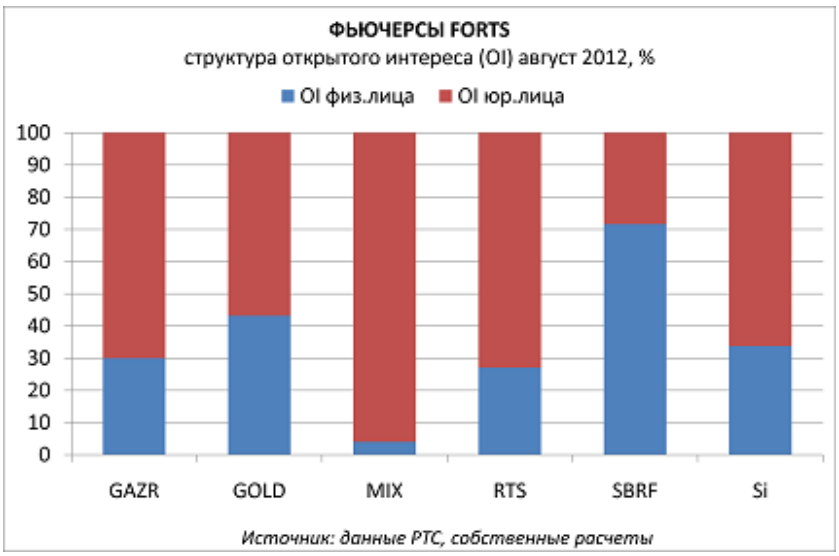
Базисы сентябрьских наиболее ликвидных фьючерсных контрактов, несмотря на вялую динамику рынка, выглядели беспокойнее обычного, продвигаясь к нулевой отметке с разных сторон. В зоне контанго в эти дни диапазон значений составил от 0.1% фьючерса на индекс ММВБ до 0.8% фьючерса на акции Газпром, а в зоне бэквордации фьючерс на индекс RTS поспешно поднялся до -0.1% от текущих значений индекса.

Фьючерсы: динамика объемов торгов, цен закрытия и открытого интереса



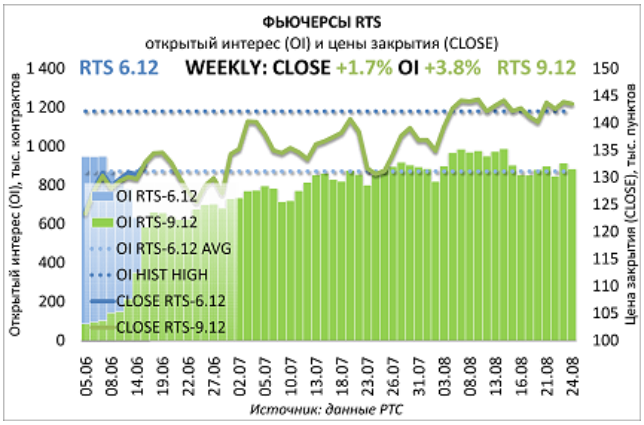
В отсутствие новых торговых идей обороты наиболее ликвидных контрактов фондовой секции в целом оставались ощутимо ниже своих средних значений за последний квартал. Торговая активность контракта на доллар США в эти дни также выглядела достаточно бледно, а вот обороты фьючерса на золотую тройскую унцию на прорыве длительного ценового диапазона заметно возросли.

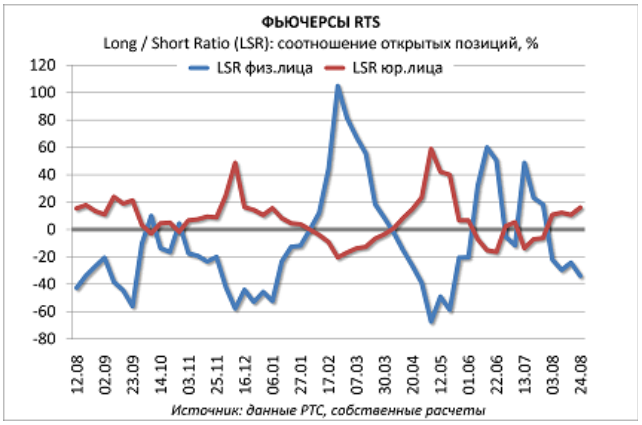
С 1 июля 2011 года по распоряжению ФСФР стала доступна информация об открытых позициях по производным финансовым инструментам с разбивкой данных по физическим и юридическим лицам.



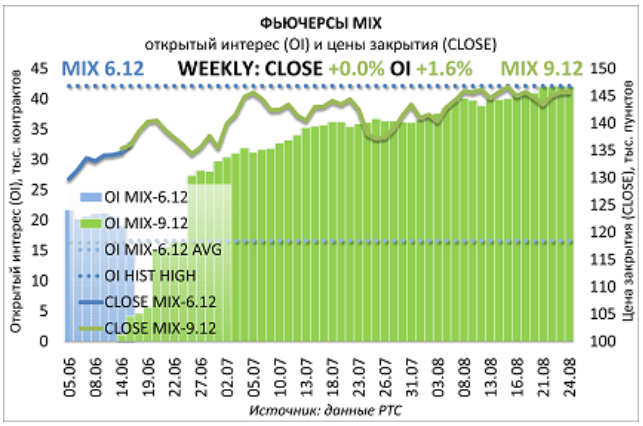
В августе сохранилось прежнее соотношение позиций в наиболее ликвидных фьючерсных контрактах между группами участников торгов, лишь в открытых позициях фьючерса на акции Газпром заметно снизилась доля публики. Лидером симпатий частных трейдеров остается фьючерс на акции Сбербанка, тогда как институциональные клиенты продолжают доминировать в контрактах на индексы, валюту и золото.

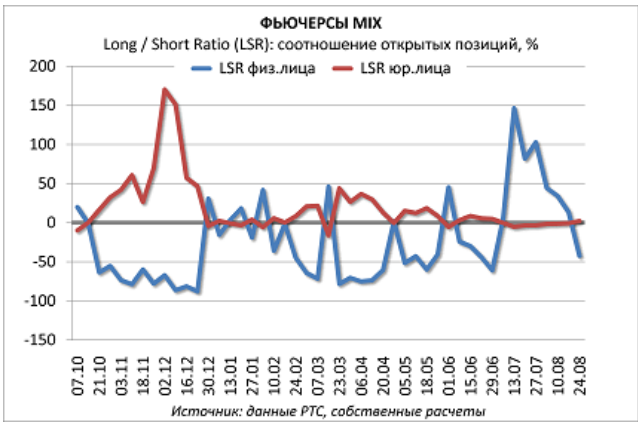
Ниже на диаграммах представлена динамика фьючерсных контрактов: цены закрытия CLOSE, открытого интереса OI и соотношения открытых позиций Long / Short Ratio (LSR) по группам участников торгов, где WEEKLY – итоги последней недели, OI (код фьючерса) AVG – среднее значение OI за последний месяц до истечения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



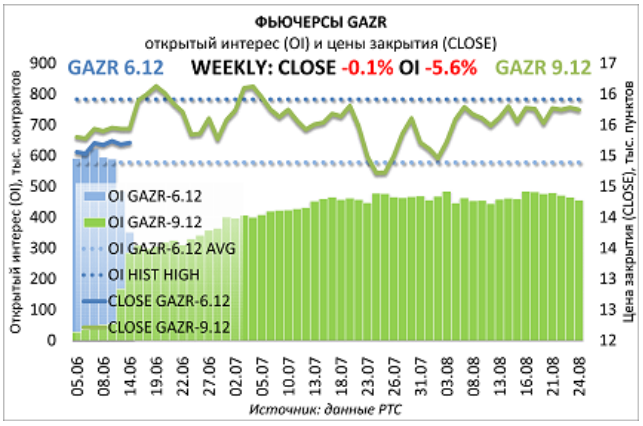


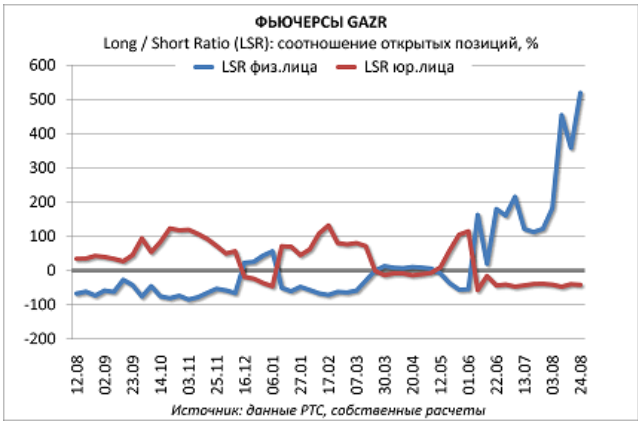
Неделя, проведенная в основном у верхней границы прежнего диапазона консолидации (+1.7%), способствовала частичному восстановлению позиций в сентябрьском контракте на индекс RTS (+3.8%). Судя по динамике Long / Short Ratio, в эти дни частные трейдеры были более склонны к продажам от верхней границы диапазона, на что юридические лица откликнулись сдержанными покупками.



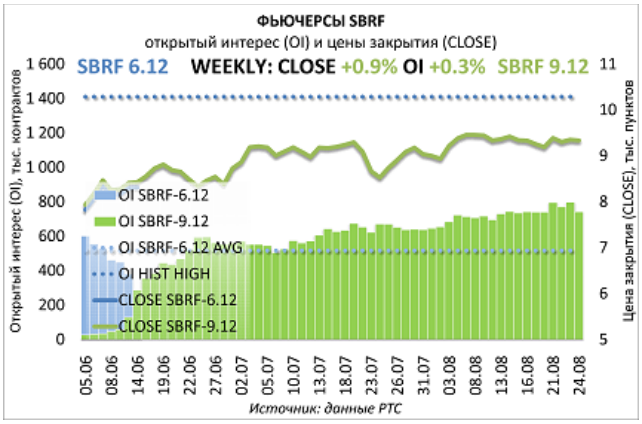


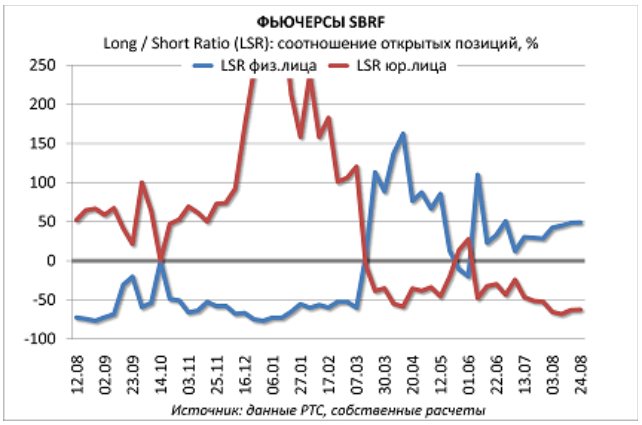
В отсутствие какой-либо ценовой динамики базисного актива сентябрьского контракта на индекс ММВБ (+0.01%), неудержимый прирост его открытых позиций получил продолжение, хотя и сбавил прежний темп (+1.6%), что не помешало в эти дни вновь обновить исторический максимум, в 2.5 раза превысив среднее значение OI за последний месяц июньского фьючерса. Изменения в балансе позиций Long / Short Ratio показали, что малочисленная публика с новым напором выступила на стороне продаж, едва поколебав нейтральные позиции институциональных клиентов.



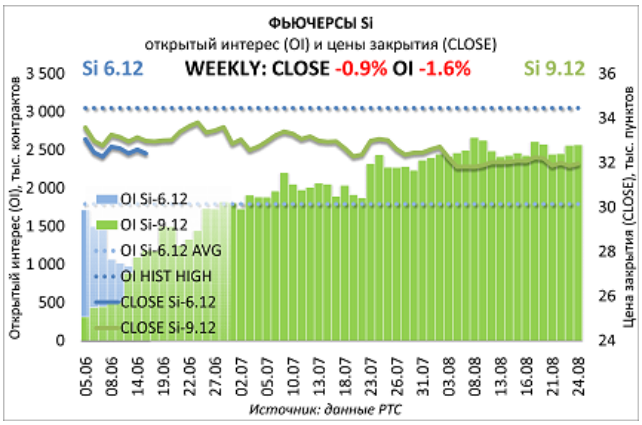


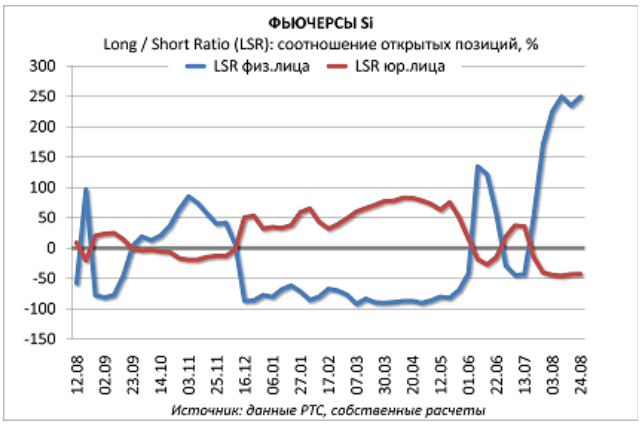
Сохранив ценовой уровень предыдущей недели (-0.1%), сентябрьский фьючерс на акции Газпром тем не менее успел растерять часть позиций (-5.6%). В то же время динамика баланса Long / Short Ratio показала агрессивные покупки частных трейдеров, которые вновь вывели «стратегический лонг» этой группы на новый максимум за всю историю наблюдений.



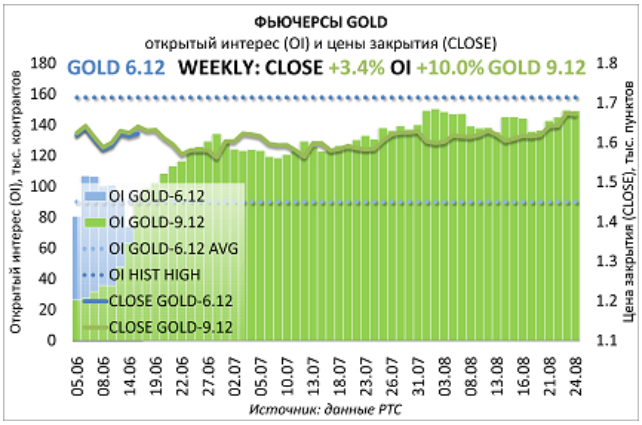


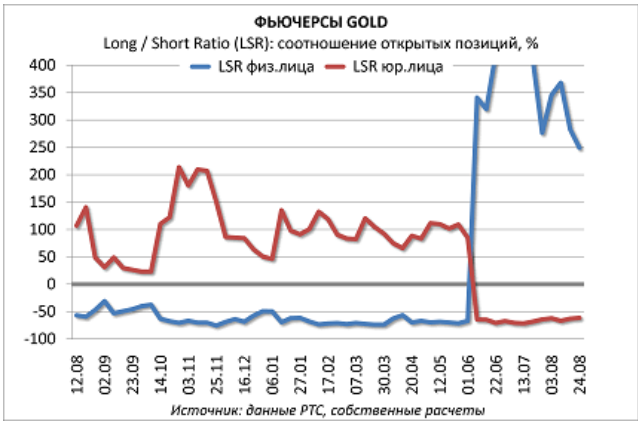
Вялая ценовая динамика сентябрьского фьючерса на акции Сбербанка (+0.9%) была стоически воспринята участниками торгов, которые сохранили величину открытых позиций на уровне предыдущей недели (+0.3%). Баланс позиций в группах участников торгов Long / Short Ratio также сохранился на прежних уровнях без значимых колебаний.





Относительная стабильность курса российского рубля к доллару США (-0.9%) сопровождалась на протяжении недели небольшими колебаниями котировок и величины открытых позиций в сентябрьском контракте на эту валютную пару (-1.6%) без выраженной динамики. В то же время, судя по балансу позиций Long / Short Ratio, малочисленная группа частных трейдеров за эти дни восстановила свою максимально «длинную» позицию за всю историю наблюдений.

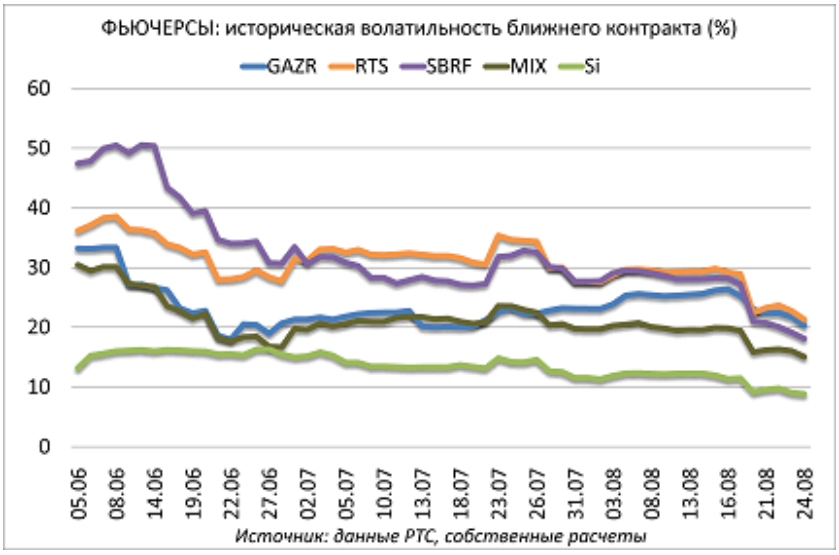




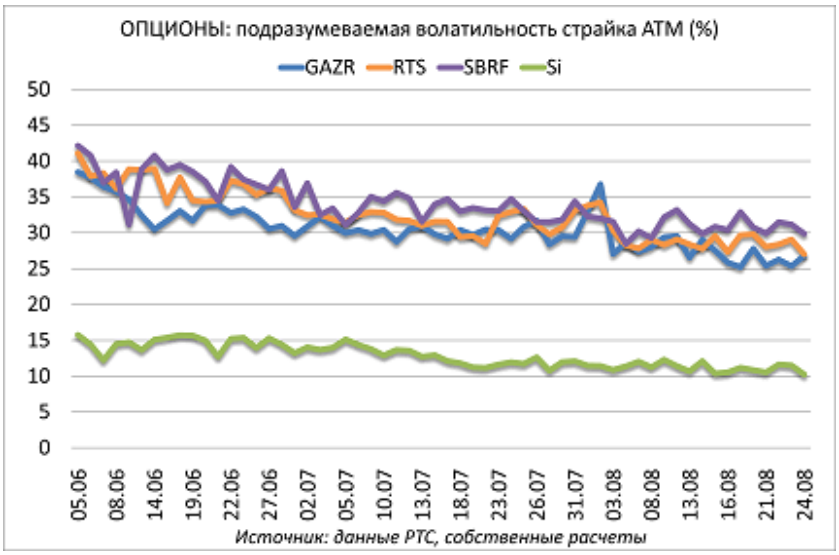
Прорыв верхней границы длительного диапазона консолидации (+3.4%), увлек за собой новые позиции в сентябрьском контракте на золотую тройскую унцию (+10.0%). При этом изменения в балансе Long / Short Ratio вновь показали волну распродаж «стратегического лонга» малочисленной публики: либо фиксирующей долгожданную прибыль от лонга, либо занимающей рискованные позиции против тренда.

Фьючерсы: историческая и подразумеваемая волатильность

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



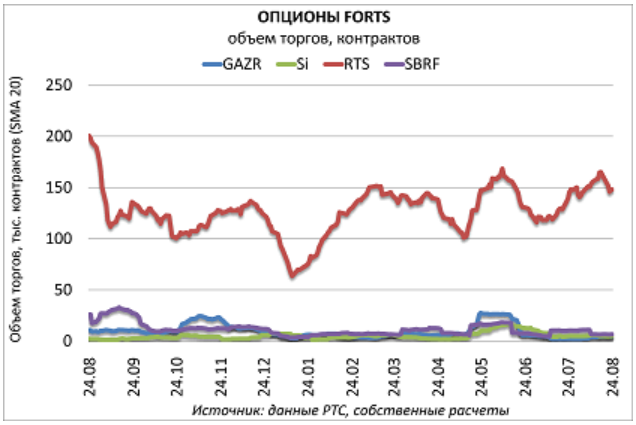
Еще одна неделя безынициативной торговли в границах прежнего диапазона ощутимо снизила значения 20-дневных серий исторической волатильности наиболее ликвидных фьючерсных контрактов, которые переместились в новый диапазон фондовой секции: от 15% HV фьючерса на индекс ММВБ до 21% HV фьючерса на индекс RTS. HV фьючерса на доллар США в эти дни также ощутимо снизилась, впервые преодолев рубеж 9%.

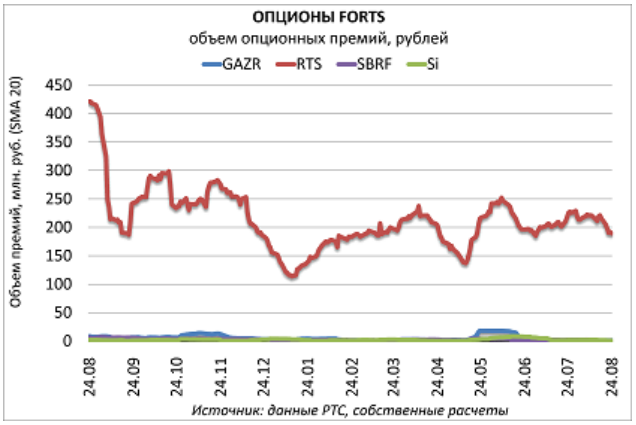


Подразумеваемая волатильность (IV) центральных страйков (ATM) наиболее ликвидных десков фондовой секции, за исключением IV серии Газпром, также оценивалась заметно ниже, сформировав новый диапазон значений наблюдаемой группы: от 27% IV серии Газпром и RTS до 30% IV серии Сбербанка. IV деска фьючерса на доллар США колебалась в эти дни в прежнем диапазоне от 10% до 12%.

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.



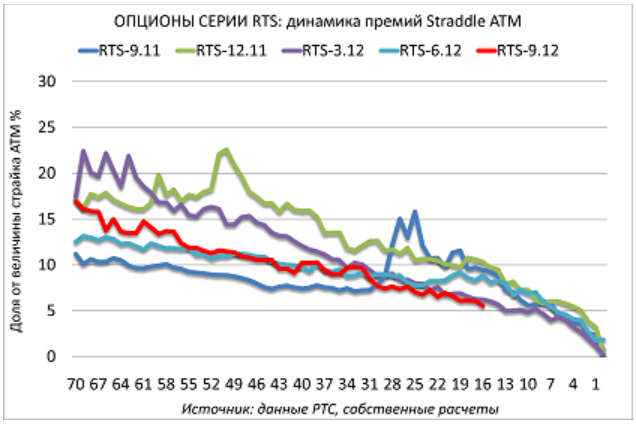


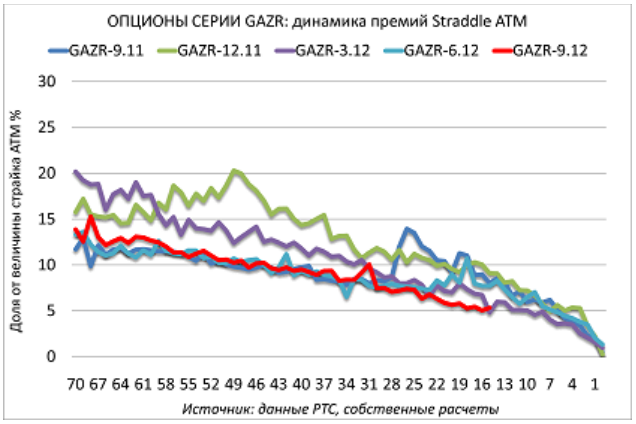
Вялая рыночная динамика базисных активов продолжала довлеть над тающими объемами ведущих опционных десков. Обороты опционных серий индекса RTS продолжали сокращаться, оказавшись почти на треть ниже среднего уровня за последний месяц. Немногочисленные сделки на стагнирующих опционных досках Газпрома и Сбербанка едва поддерживали торговую статистику. И лишь на деске фьючерса на доллар США торговая активность решительно возросла, почти вдвое превысив средние значения за последний месяц, обернувшись на поверку чередой сомнительных сделок.

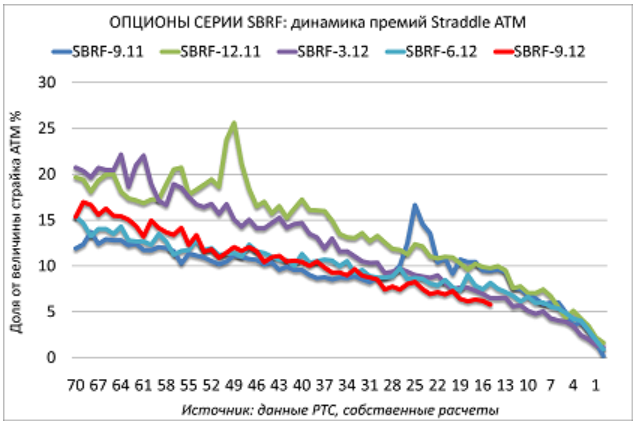
Опционы: динамика премий

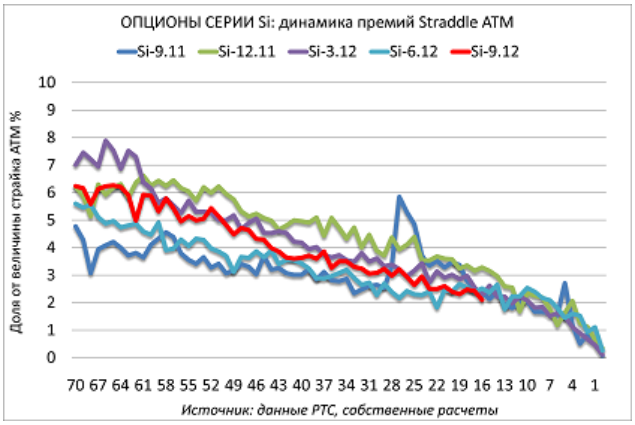
Ниже мы предлагаем оценить динамику опционных премий, поскольку одна лишь динамика подразумеваемой волатильности (IV) не всегда наглядно отражает эту величину. Для этого мы использовали цены закрытия опционов центрального (ATM) страйка. Поскольку страйк ATM при движении базисного актива изменяется дискретно, 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 продолжали снижаться, обновляя свои исторические минимумы относительно предыдущих серий. Лидирующие потери временной стоимости вновь показали премии серии Газпром, достигнув к концу минувшей недели уровня 5%, тогда как премии серий RTS и Сбербанка снизились лишь до 6% от величины центрального страйка. Премии Straddle ATM опционного деска фьючерса на доллар США в последний торговый день составляли уже 2% от величины центрального страйка, при этом они впервые в этой серии вышли к нижней границе диапазона и даже обновили исторический минимум!

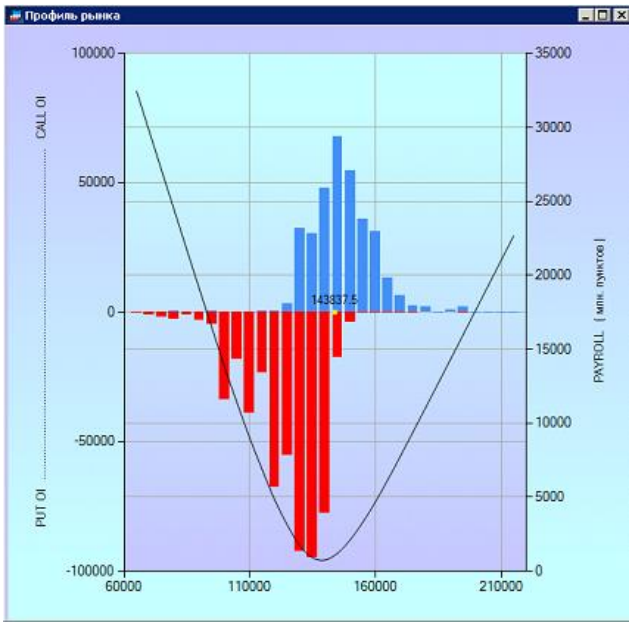
Опционы: профиль открытого интереса по страйкам

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.

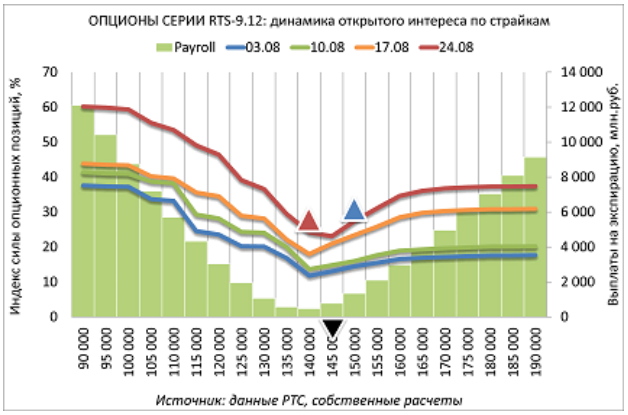
Дополнительный профиль открытого интереса опционных серий (горизонтальные гистограммы) выполняет свою задачу: более наглядно представить динамику последней недели торгов. Трактуются его значения очень просто: открытый интерес каждого страйка по опционам CALL откладывается влево, по опционам PUT - вправо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

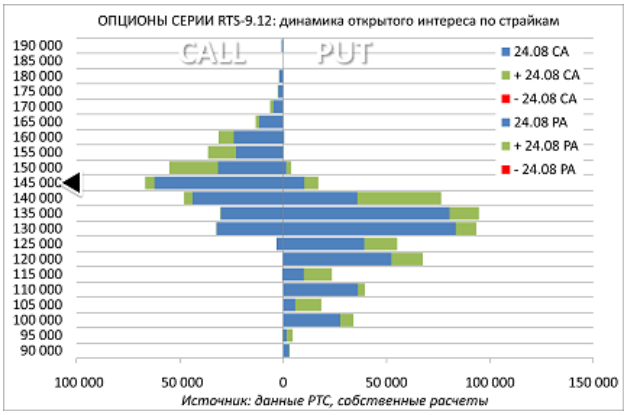
Помимо этого, представляя профиль открытого интереса, мы решили отказаться от простой суммы позиций опционов PUT и CALL со статусом ATM и ITM на каждом страйке (левая шкала первой диаграммы), которая сама по себе малоинформативна, в пользу ее отношения к величине открытых позиций базисного актива. Например,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



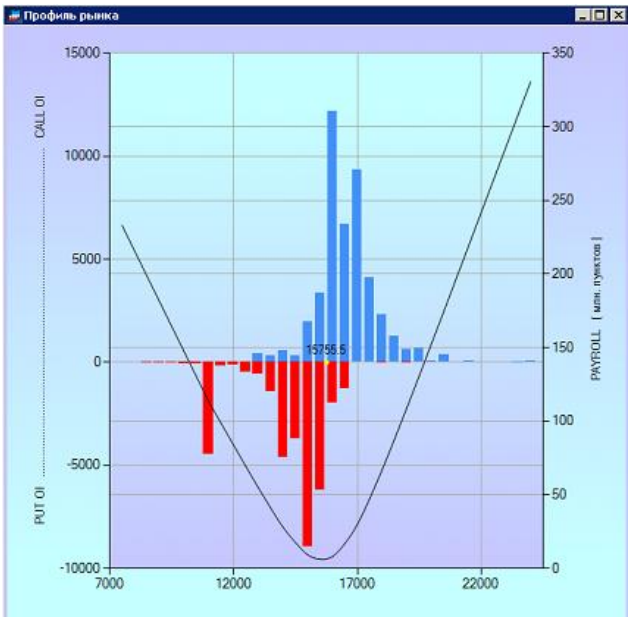
Источник: данные РТС, терминал [SmartDeskPRO](#) - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.



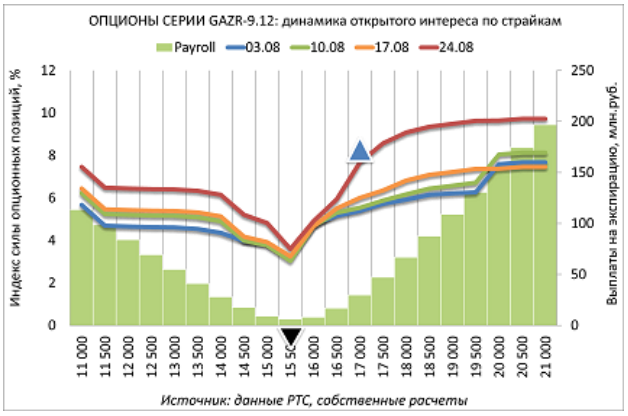


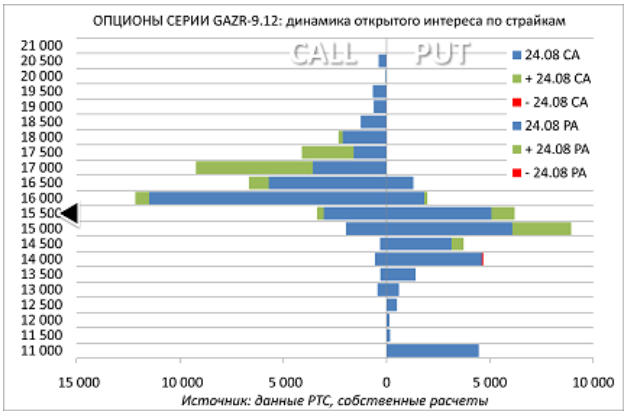
Обороты опционных серий индекса RTS продолжали сокращаться, оказавшись почти на треть ниже среднего уровня за последний месяц. В соотношении по объемам торгов доминировали опционы PUT (PCR by Volume за неделю 121%), а лидерами по динамике открытого интереса стали ближайшие страйки «вне денег»: **140,000** страйк на стороне PUT и **150,000** страйк на стороне CALL. Изменения в балансе Long / Short Ratio за неделю показали, что с обеих сторон деска публика перешла к активным продажам опционов против доминирующих покупок юридических лиц. Профиль открытого интереса сентябрьской серии в целом сохранил прежнюю конфигурацию, в которой сглаженные линии нарастающего сопротивления не содержат выраженных опционных барьеров. В отсутствие значимых движений базисного актива дальнейшее наращивание позиций вокруг статичного центрального страйка повышает значимость точки минимальных выплат Payroll, ожидающей экспирацию серии в районе **140,000** страйка.

Опционный деск серии GAZR-9.12 исполнение 14.09.2012



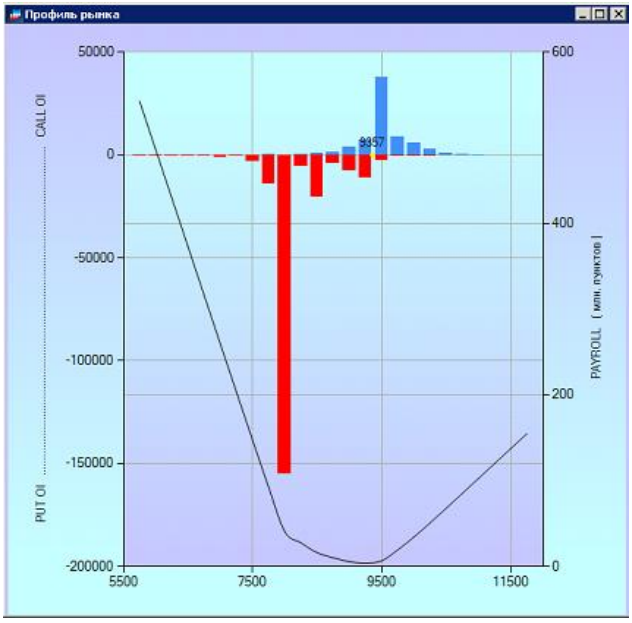
Источник: данные РТС, терминал SmartDeskPRO - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.



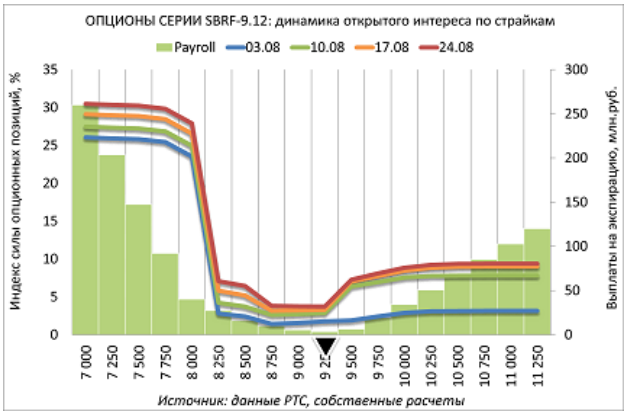


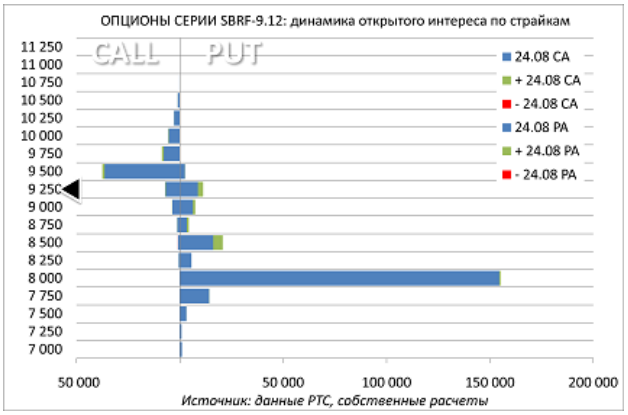
Обороты стагнирующих опционных серий Газпром вновь оказались ниже невзрачных средних значений за последний месяц. По итогам немногочисленных сделок соотношение по объемам торгов сохранилось на стороне опционов CALL (PCR by Volume за неделю 52%), где лидером по динамике открытого интереса стал **17,000** страйк. На фоне низкой торговой активности баланс позиций Long / Short Ratio показал незначительные колебания вблизи своих прежних значений. Благодаря новым позициям в профиле открытого интереса сентябрьской серии сформировался потенциальный опционный барьер в **17,000** страйке, хотя индекс силы на уровне 8% от величины OI базисного актива и три недели до экспирации оставляют мало шансов на то, чтобы сформировать здесь серьезное сопротивление. Текущий центральный страйк тем временем остается возле минимума функции Payroll, ожидающего экспирацию серии в районе **15,500** страйка.

Опционный деск серии SBRF-9.12 исполнение 14.09.2012



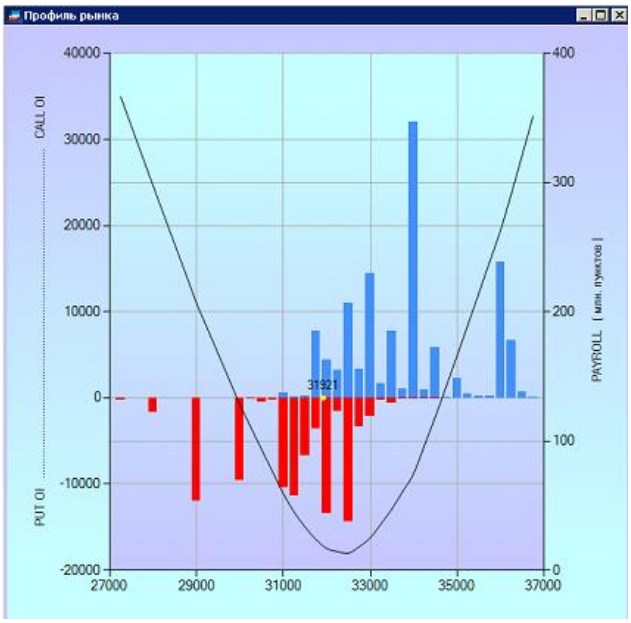
Источник: данные РТС, терминал SmartDeskPRO - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.



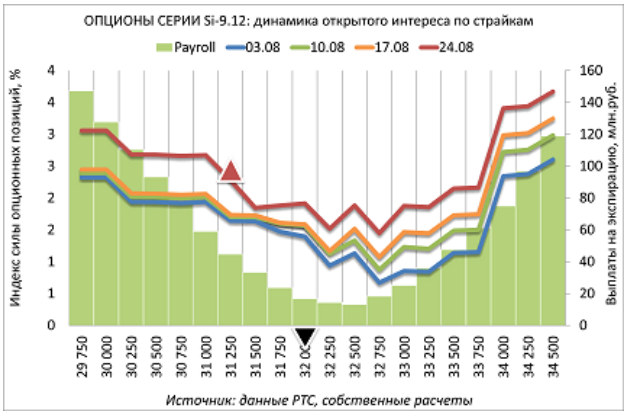


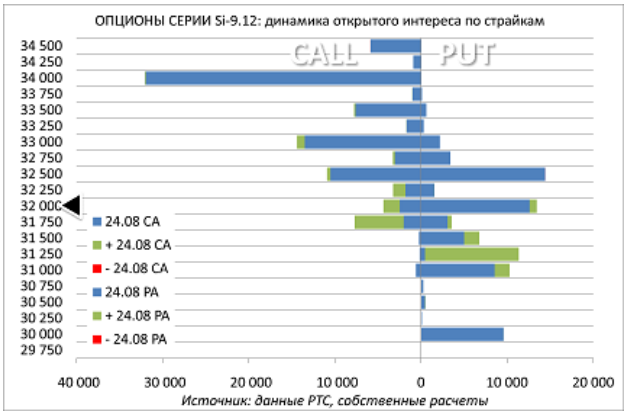
Новый виток снижения оборотов с результатами более чем на треть ниже невзрачного среднего за последний месяц стали очередным разочарованием на опционном деске Сбербанка. По итогам немногочисленных сделок в соотношении по объемам торгов ощутимо доминировали опционы PUT (PCR by Volume за неделю 184%), без значимых лидеров по динамике открытого интереса в отдельных страйках. Вполне логично, что при таком низком уровне торговой активности баланс открытых позиций Long / Short Ratio сохранился на уровнях предыдущей недели без значимых изменений. Профиль открытого интереса сентябрьской серии по-прежнему представлен доминирующими позициями PUT в **8,000** страйке, тогда как центральный страйк остается в 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.

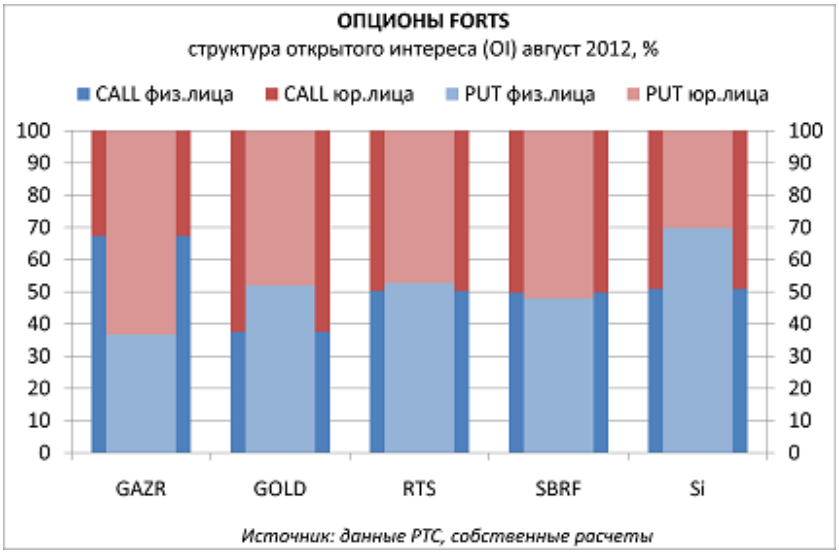




Торговая активность на деске фьючерса на доллар США решительно возросла, почти вдвое превысив средние значения за последний месяц. Судя по соотношению объемов торгов локомотивом роста вновь стали опционы CALL (PCR by Volume за неделю 66%), хотя лидером по динамике открытого интереса стал **31,250** страйк на стороне PUT. Доминирование опционов CALL было обусловлено оборотами в **32,500** страйке - где набранные в течение недели позиции CALL были тут же закрыты, а также таинственными оборотами **35,250** страйка, в котором 4,200 контрактов CALL 23 августа обернулись в течение дня, оставив величину OI этого страйка неизменной. Тем временем впервые за последний месяц на этой площадке изменился баланс позиций Long / Short Ratio: за минувшую неделю частные трейдеры были более активны в покупках опционов PUT против доминирующих продаж институциональных клиентов. Несмотря на последовательный прирост позиций, в профиле открытого интереса сентябрьской серии даже доминирующие позиции CALL в **34,000 страйке** составляют лишь около 3% OI фьючерсного контракта, и не способны оказать существенного влияния на его динамику. Слабость опционных позиций также ставит 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.

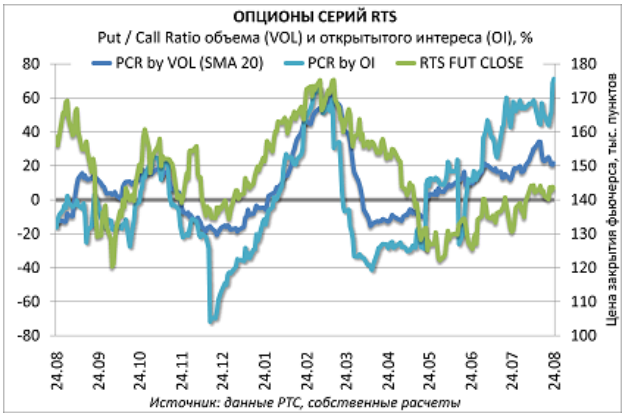


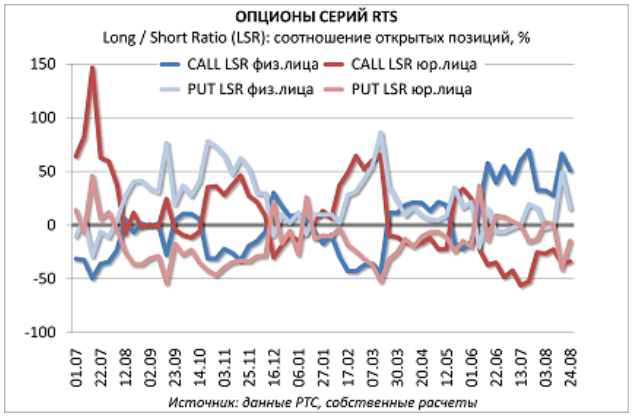
В августе сохранил свою значимость лишь один факт изменения баланса позиций между выделяемыми категориями участников торгов: неожиданно резко снизилась доля частных трейдеров в опционах PUT серий Газпрома, что вероятно связано с общим спадом торговой активности на этом деске. В остальном баланс позиций остается близок к значениям предыдущих периодов.

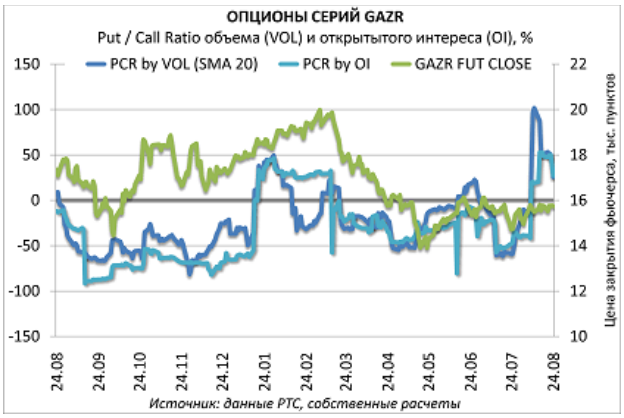
По-прежнему отличительной чертой в сегменте опционов FORTS остается существенная доля физических лиц, которая на отдельных сегментах рынка составляет более половины открытых позиций. Удивительно, но именно публика зачастую доминирует на стороне коротких опционных позиций (Long / Short Ratio ниже нуля),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

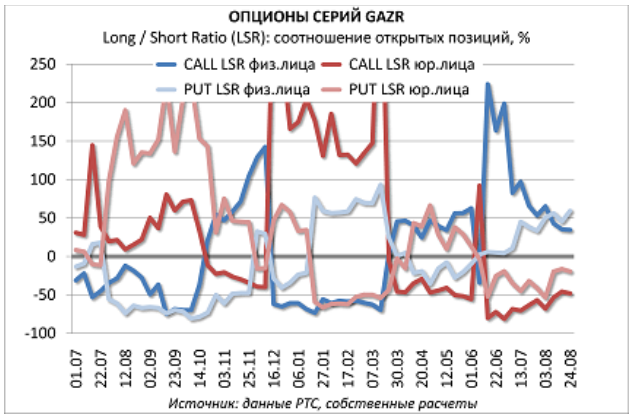
В нашем обзоре мы представляем соотношения опционов PUT и CALL (PUT CALL Ratio, PCR) по сериям четырех наиболее ликвидных фьючерсных контрактов (RTS, Газпром, Сбербанк, доллар США) в двух традиционных форматах: PCR by Volume (база для расчета – дневной объем торгов) и PCR by OI (база для расчета – текущее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

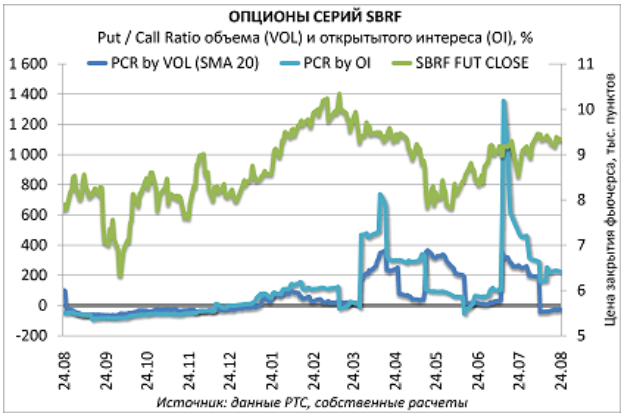
По нашему мнению на текущий момент эти индикаторы не выполняют своей прогностической задачи на рынке FORTS по двум причинам. Первая – это весьма низкий объем торгов в опционных сериях, о чем мы писали выше. Вторая причина – инфраструктурная: основные обороты в сегментах опционов, фьючерсов и наличного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

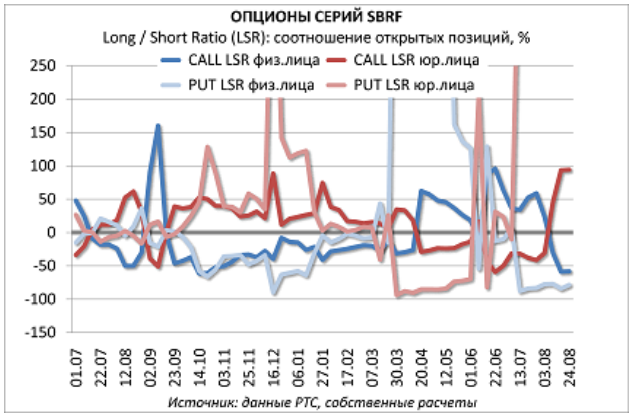


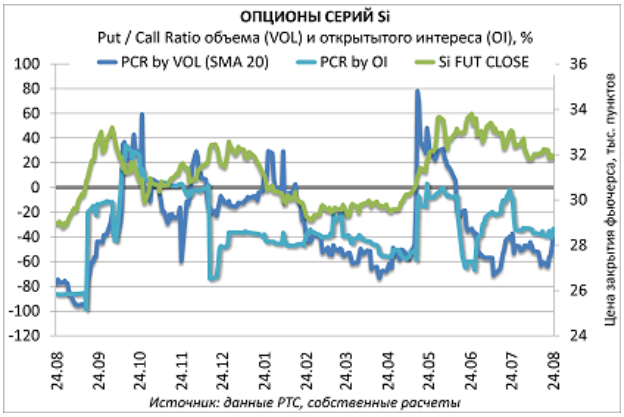


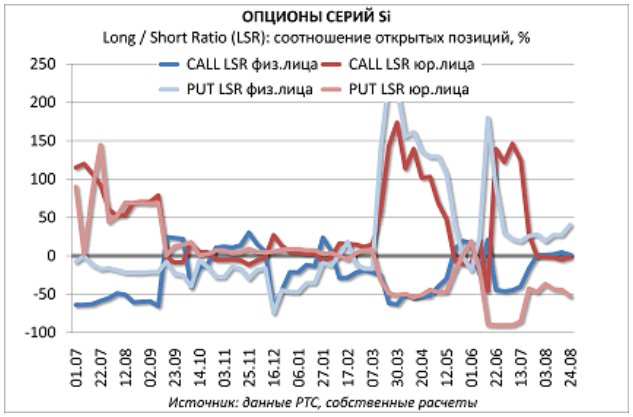












Термины и методика расчетов

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.