Наказание рублем

26.01.2009

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 4

Опционы: объем торгов по сериям 5

Опционы: динамика премий 5

Опционы: профиль открытого интереса по страйкам 7

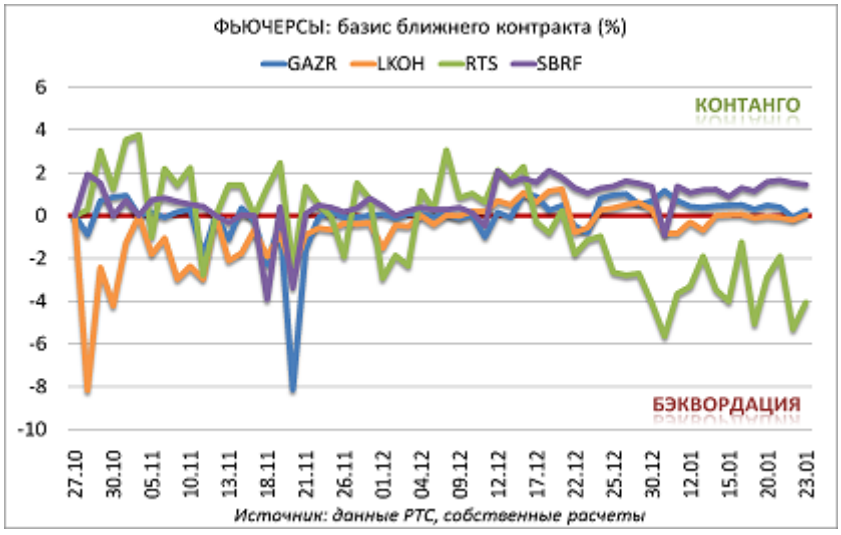
Опционы: соотношение опционов PUT и CALL 9

Термины и методика расчетов 10

Основные темы недели: набор критической массы во фьючерсах (новые максимумы открытого интереса), проблемы с реализацией идеи валютного хэджа рублевых портфелей, ожидаемый рост волатильности, продолжающаяся стагнация в опционных сериях как препятствие для реализации опционных стратегий, неожиданно крупные сделки в опционах CALL.

Фьючерсы: базис ближнего контракта

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



За минувшую неделю уверенно держал контанго фьючерс на акции Сбербанка, фьючерсы Лукойл и Газпром сдержанно двигались около нулевых значений, и лишь базис фьючерса на индекс РТС энергично бился в зоне бэквордации.

В условиях девальвации рубля подобная динамика индексного фьючерса неудивительна. Действительно, с поправкой на ограничение коротких продаж мы наблюдаем дефицит рабочих арбитражных идей в спреде «фьючерс РТС / наличный актив или устойчивая пара / валютный хэдж рубль / доллар», и величина бэквордации фьючерса на индекс РТС в такой ситуации не является ориентиром для торговых стратегий.

Фьючерсы: динамика объемов торгов, цен закрытия и открытого интереса



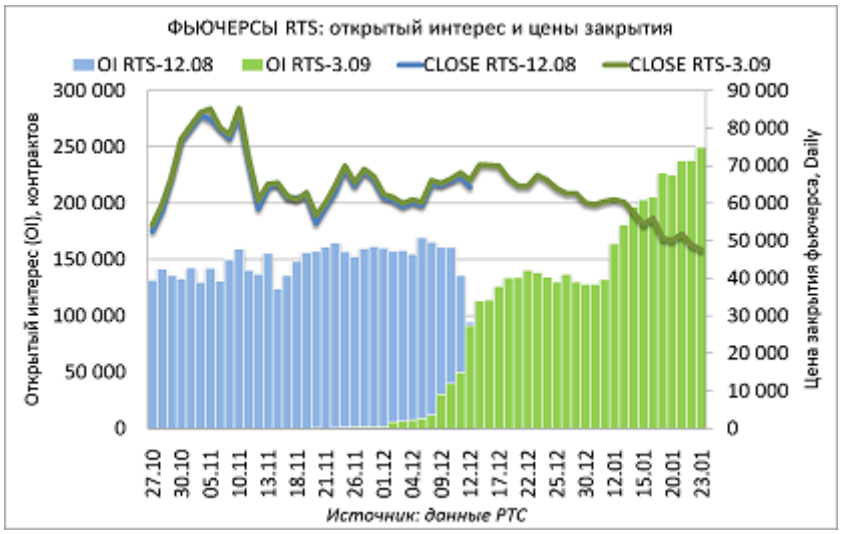
Первые две торговые недели года доставили спекулянтам немало хлопот. Даже далекие от валютного рынка игроки искали идеи защиты своих портфелей от натиска бивалютной корзины, когда рублевые активы стали терять свои очертания в недрах валютного коридора. Вот почему в этом выпуске мы решили добавить данные по фьючерсу на золото и на доллар США.

Действительно, еще осенью можно было купить относительно дешевые опционы CALL на доллар США у маркет-мейкера, без труда рассчитав величину и стоимость хэджа, и на этом успокоиться до экспирации. Совсем иная ситуация складывалась в последнее время – стоимость валютного хэджа резко возросла, при этом ликвидность в опционных сериях исчезающее мала. Между тем мы видим, что фьючерс на курс «рубль / доллар» был в первых рядах по объему торгов с начала года: пик пришелся на 20 января, после чего последовал резкий спад. Предполагаем, что за этой динамикой скорее всплеск валютных спекуляций, нежели хэджирование валютного риска по рублевым портфелям: сегодня это слишком дорогой и волатильный контракт для такой цели.

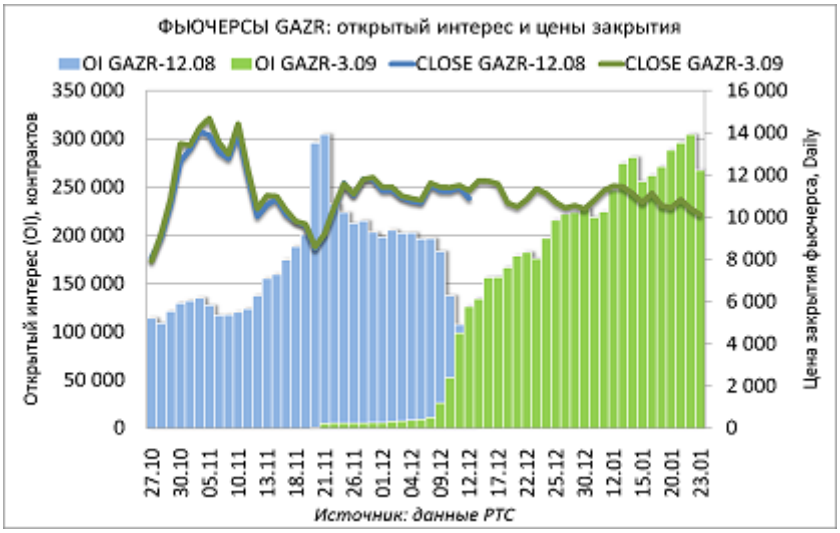
В это же время существенного всплеска активности на торгах по фьючерсу на золото не наблюдалось: слабо предсказуемая динамика инструмента за последний год не позволяет рассматривать его как альтернативу для игроков, набивших руку на индексе и рублевых активах, и уж тем более как хэдж рублевых активов. Вот почему спекулянты рублевой зоны зачастую оставались наедине со стремительно дешевеющим рублевым портфелем.

По-прежнему вблизи трехмесячных максимумов объемы торгов по фьючерсу на индекс РТС, на акции Газпром и Сбербанк, последний из которых ставит новые рекорды на фоне драматичного снижения котировок за последнюю неделю.

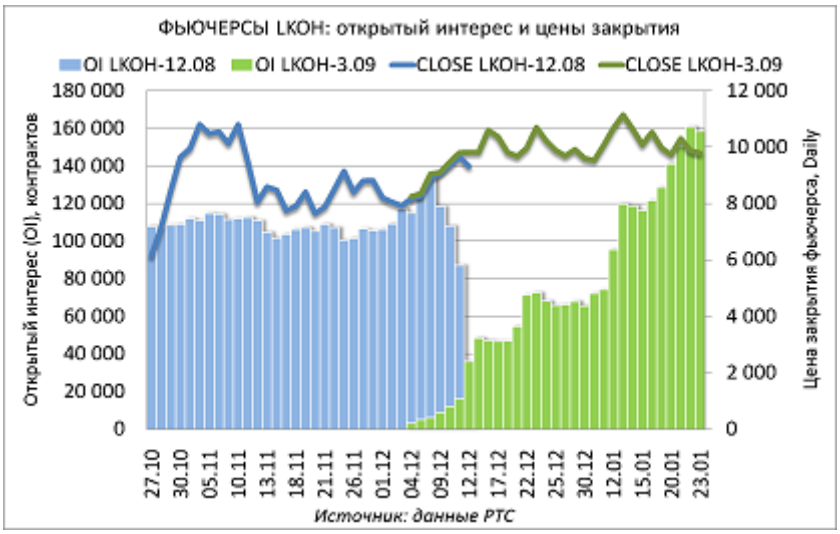
Ниже на диаграммах представлена динамика фьючерсных контрактов: цены закрытия и открытый интерес.



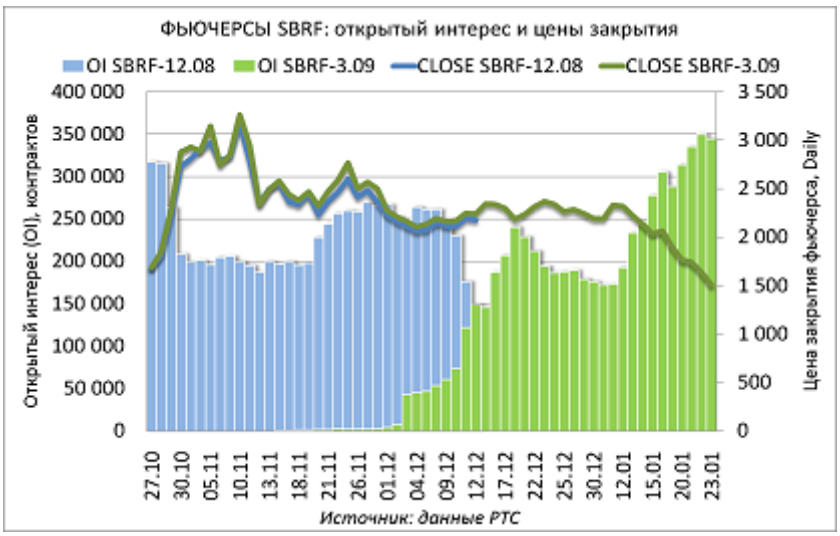
Снижение котировок «голубых фишек», усиленное ослаблением рубля формировали нисходящий тренд фьючерса на индекс РТС, который привлек на рынок как новых игроков, так и стимулировал наращивание существующих позиций: открытый интерес берет новую высоту одну за другой. Напомним, последний раз такие значения OI по этому инструменту мы видели накануне приостановки торгов на FORTS 18 сентября 2008 года.



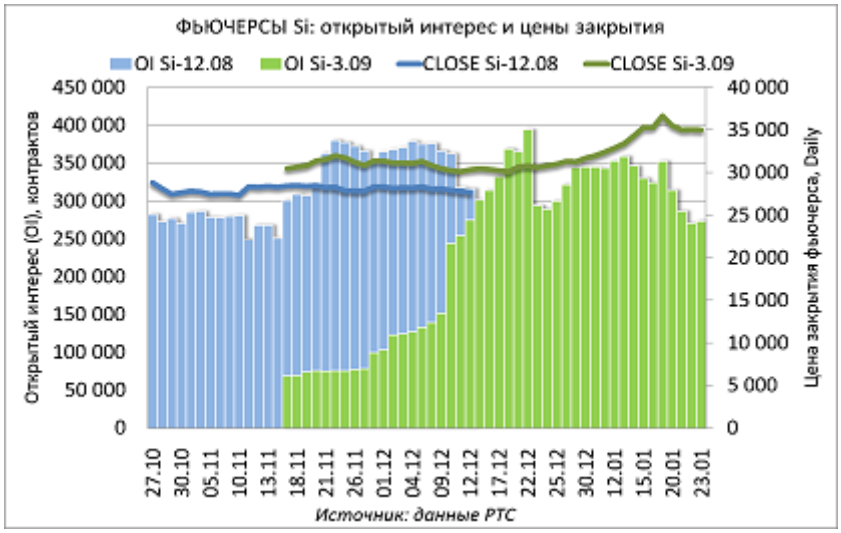
Оживление в торговле и рост открытого интереса наблюдается и среди фьючерсов на акции «голубых фишек». Так OI фьючерса на акции Газпром успел вернуться к «переломному» максимуму своих значений 21 ноября прошлого года и затем потерять 12% за последний торговый день.



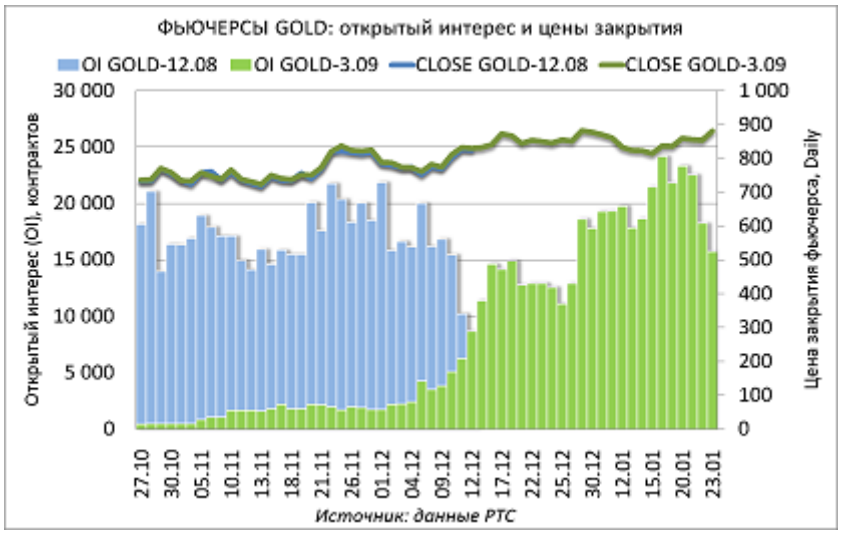
Фьючерс на акции Лукойл не ведал таких значений открытого интереса начиная с последнего декабрьского контракта. Поскольку на этом фоне не происходило существенной ценовой динамики, вполне вероятно мы наблюдаем набор критической массы для последующего движения.



Также беспрецедентные (для двух последних контрактов) значения открытого интереса явил миру на прошлой неделе фьючерс на акции Сбербанка. Сильный нисходящий тренд базисного актива привлек как спекулянтов, так, возможно, и некоторую часть хэджа долгосрочных инвесторов. Действительно, динамика движения и текущие уровни стали большой неожиданностью для многих игроков.



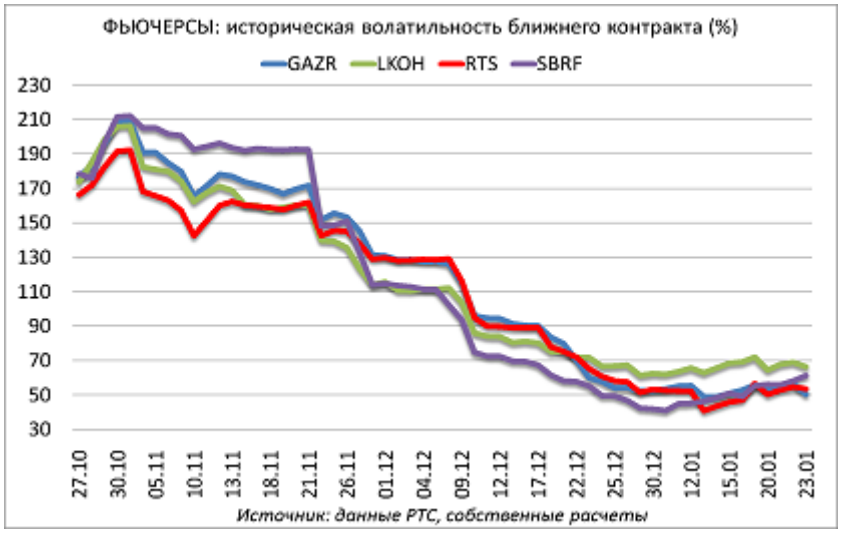
И, наконец, герой недели – контракт на доллар США. Мы видим, что максимум открытого интереса приходился на 22 декабря , который затем не стремился к новым рекордам следом за ценовым трендом. Причем текущие уровни не являются беспрецедентными для контракта: например, 16 сентября прошлого года величина открытого интереса составляла без малого 500 тысяч контрактов. За последнюю неделю контракт потерял 22% OI и явно взял передышку.



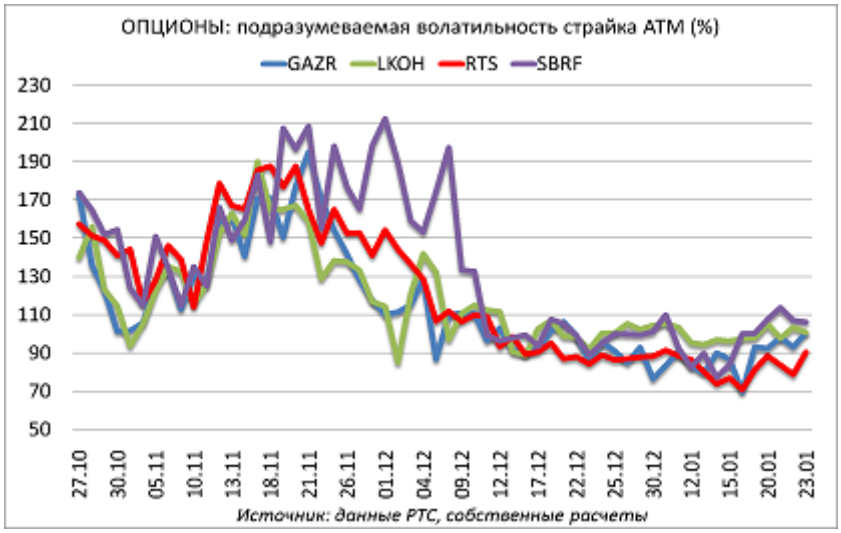
Контракт на золото, как мы уже отмечали выше, на фоне бивалютной истерии не показал существенной динамики в объемах торгов. Относительно представленных выше контрактов эти объемы незначительны, и даже от этих уровней за последнюю неделю контракт потерял 35% открытого интереса. Во многом остается «темной лошадкой» для отечественных спекулянтов: с одной стороны классический биржевой контракт, с другой – слабо предсказуемая динамика.

Фьючерсы: историческая и подразумеваемая волатильность

Ниже на рисунках представлено сравнение историческая (HV) и подразумеваемая (IV) волатильности по четырем наиболее ликвидным фьючерсным контрактам FORTS.



Как мы отмечали в предыдущем обзоре, январь – месяц сюрпризов в рыночной динамике и не стоит ждать от него снижения волатильности. Действительно, прошедшая неделя показала, что праздник на улице торговцев волатильностью продолжается. Историческая волатильность за 20-дневный период еще не успела отреагировать, но явно не дает надежды увидеть более низкие значения в ближайшие недели.



Игроки, которые сумели заметить снижение подразумеваемой волатильности центрального страйка ATM в сериях РТС и Газпром до 70% (мы отмечали эту возможность в предыдущем обзоре) наверняка использовали эти уровни для покупки и были хорошо вознаграждены по итогам прошедшей недели: наиболее ликвидные опционные серии вновь торгуются в диапазоне 90-100% волатильности.

Опционы: объем торгов по сериям

Объемы торгов (контрактов) рассчитаны по квартальным сериям опционов наиболее ликвидных фьючерсов в виде 20-дневной скользящей средней.

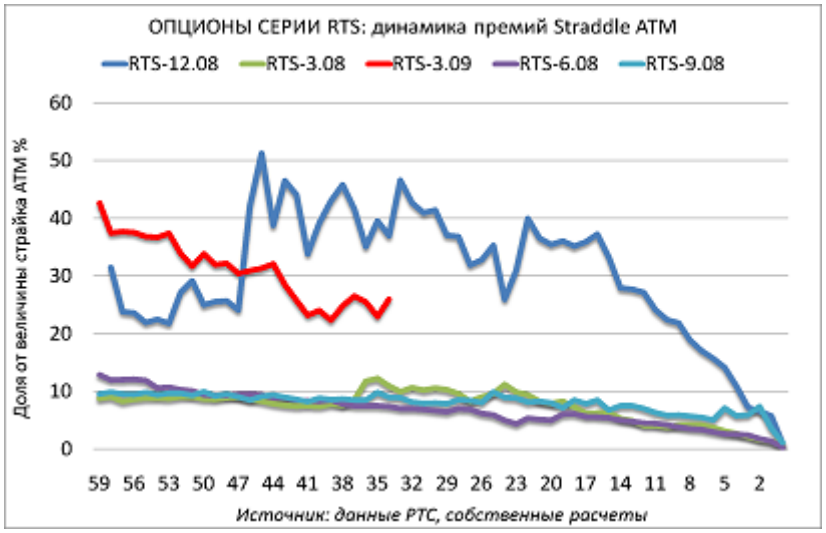


К сожалению, здравые и перспективные торговые идеи по-прежнему встречают проблемы реализации на уровне ликвидности: даже в традиционно ведущих опционных сериях объемы торгов сохраняются вблизи своих минимальных значений за последний год. Этот факт также стоит учитывать при оценке традиционных индикаторов опционного рынка, представленных ниже.

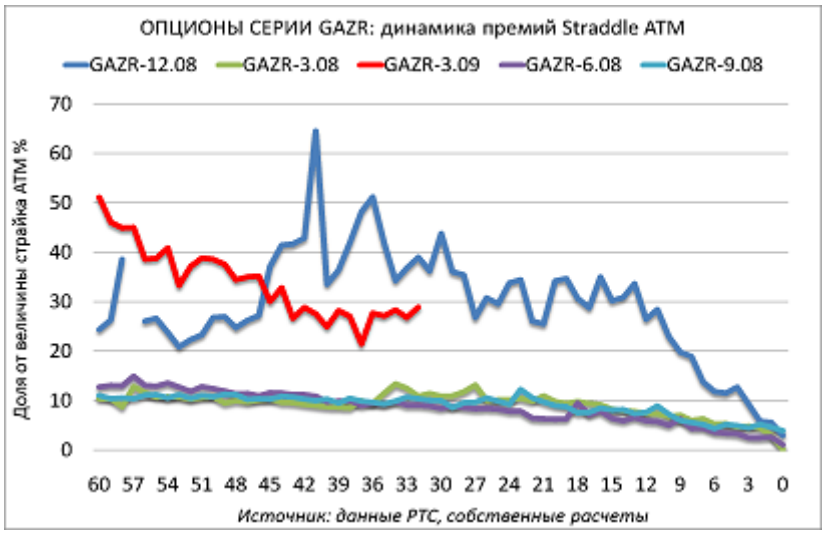
Опционы: динамика премий

Ниже мы предлагаем оценить динамику опционных премий, поскольку динамика подразумеваемой волатильности (IV) не всегда наглядно отражает эту величину. Для этого мы использовали цены закрытия опционов центрального (ATM) страйка. Поскольку страйк ATM при движении базисного актива изменяется дискретно, для расчета и анализа величины опционных премий логично использовать сумму премий опционов PUT и CALL (Straddle ATM), а не премии каждого типа опционов в отдельности. Премия опциона CALL, например, может резко измениться только за счет смены точки отсчета - центрального страйка - по мере движения базисного актива, в то время как сумма премий PUT и CALL не подвержена таким искажениям.

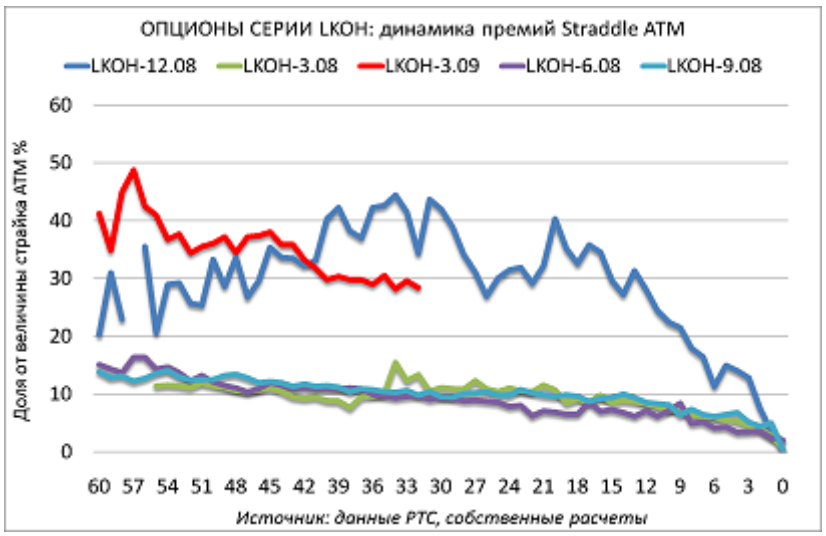
Чтобы корректно сравнить величины опционных премий, в том числе между разными сериями, мы нормировали их на величину текущего (на каждый день) страйка ATM. Вот почему сумма премий Straddle ATM обозначена на наших графиках в виде % от страйка ATM. По оси времени отложено число торговых дней, оставшихся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



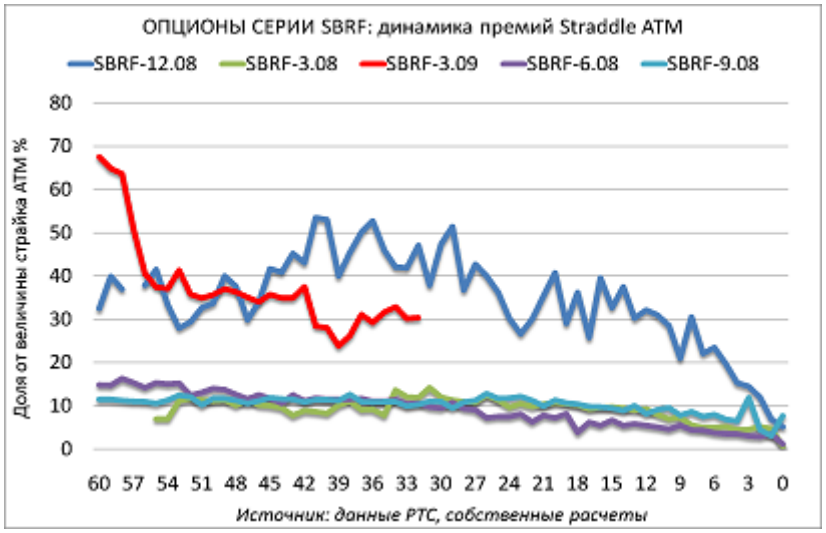
Премии Straddle ATM опционной серии индекса РТС на прошлой неделе колебались около уровня 25% от величины центрального страйка: существенно ниже значений декабрьской серии прошлого года, но по-прежнему достаточно высоко относительно всех предыдущих серий.



30% от страйка АТМ – так оценивает рынок (точнее – редкие гости опционного деска этой серии) текущую справедливую величину премий центрального Straddle опционной серии Газпром.



В отсутствие значимой торговой активности на той же величине 30% от страйка АТМ замерли премии центрального Straddle опционной серии Лукойл.



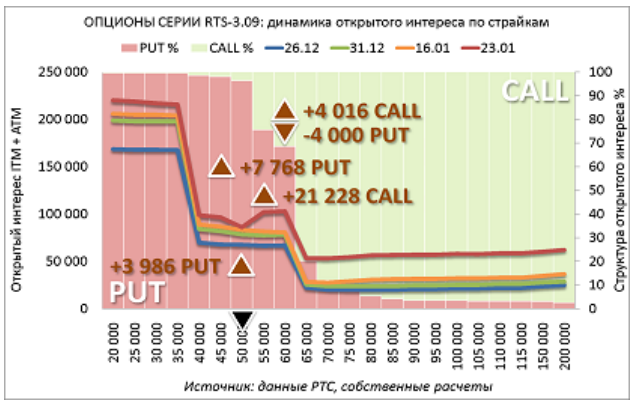
Динамичный даунтренд последней недели подлежащего актива не всколыхнул пустующий опционный деск серии Сбербанка: объемы торгов минимальные, премии Straddle ATM замерли на уровне уровне 30% от центрального страйка.

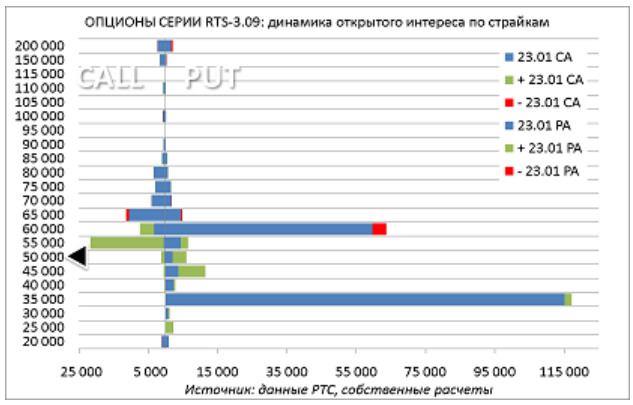
Наш взгляд на ситуацию прежний: если у вас не возникает желания продавать такие «переоцененные» опционы или такую высокую волатильность, вероятно, текущие премии можно признать «справедливыми».

Опционы: профиль открытого интереса по страйкам

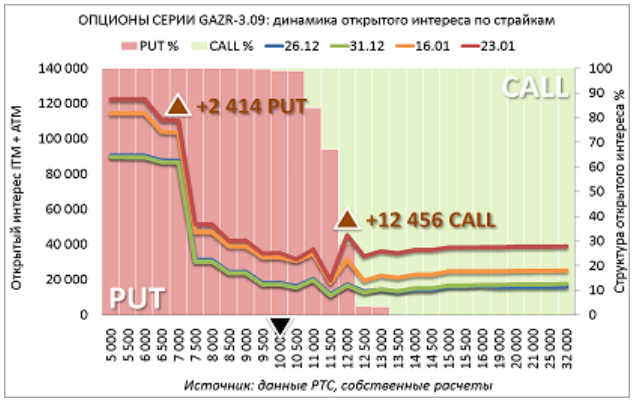
Оценить и наглядно представить динамику открытого интереса по страйкам в течение жизни серии опционов – непростая задача. Протестировав различные варианты, мы предлагаем использовать профиль открытого интереса. Для каждого страйка опционной серии профиль представляет собой сумму всех длинных и коротких позиций (OI) опционов PUT и CALL со статусом ATM и ITM. Другими словами это сумма опционных позиций к исполнению в случае экспирации на данном страйке сегодня. Принято считать, что базисный актив склонен «убегать» от высоких к низким значениям профиля, или, по крайней мере, с трудом преодолевает препятствия в виде высоких значений профиля («ступени»), 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 структура OI профиля на каждом страйке: соотношение опционов PUT и CALL. Теперь давайте посмотрим, что из этого получилось.

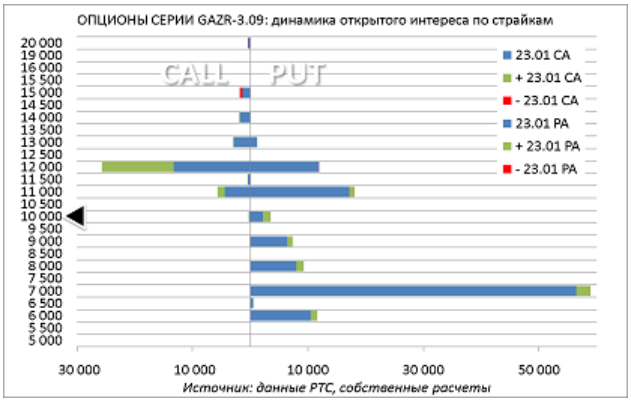
Начиная с этого выпуска, мы будем использовать дополнительный профиль открытого интереса опционных серий (горизонтальные гистограммы в правой колонке). Он призван выполнять свою задачу: более наглядно представить динамику последней недели торгов. Трактуются его значения очень просто: открытый интерес по опционам CALL откладывается влево, по опционам PUT вправо от вертикальной оси. При этом синий бар плюс зеленый соответствуют текущим значениям в случае роста открытого интереса (зеленый отражает величину приращения), и синий бар в случае снижения OI (красный бар отражает величину снижения) или при отсутствии динамики относительно закрытия предыдущей недели.



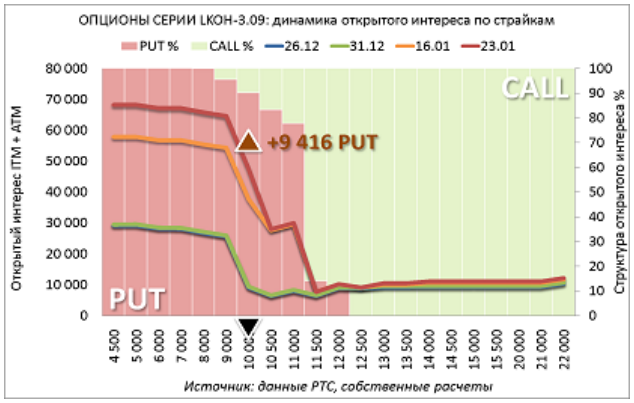


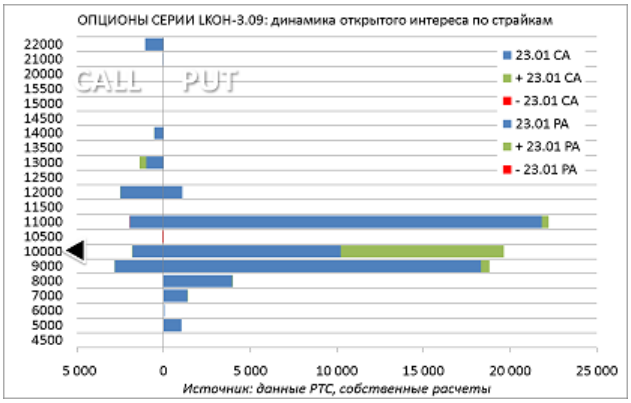
Характерной чертой минувшей недели в опционной серии РТС стала неожиданная активность в опционах CALL: на + 4016 контрактов вырос открытый интерес в 60000 страйке и на +21228 контрактов в 55000 страйке (все сделки биржевые). Следом за движением базисного актива несколько возрос открытый интерес по опционам PUT в страйках 55000, 50000 и 45000, и была закрыта часть позиций PUT в 60000 страйке.



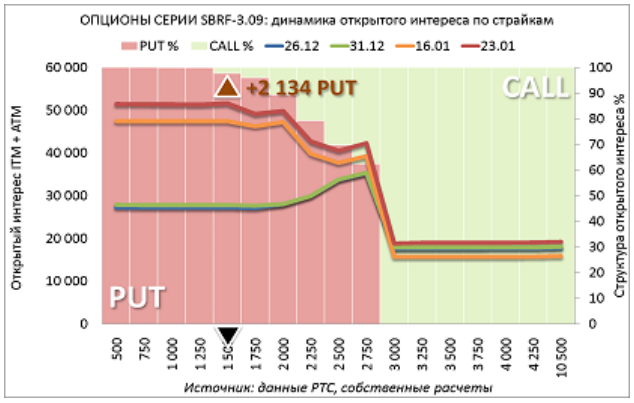


Существенную активность в опционах CALL также можно было заметить в опционной серии Газпром. Там за минувшую неделю открытый интерес в 12000 страйке возрос на +12456 контрактов. В зоне PUT прошло небольшое приращение по страйкам «вне денег», из которых самое крупное состоялось в страйке 7000 в объеме +2414 контрактов.





В опционной серии Лукойл единственным событием прошлой недели стал рост открытого интереса в центральном страйке 10000 опционов PUT в объеме +9416 контрактов.



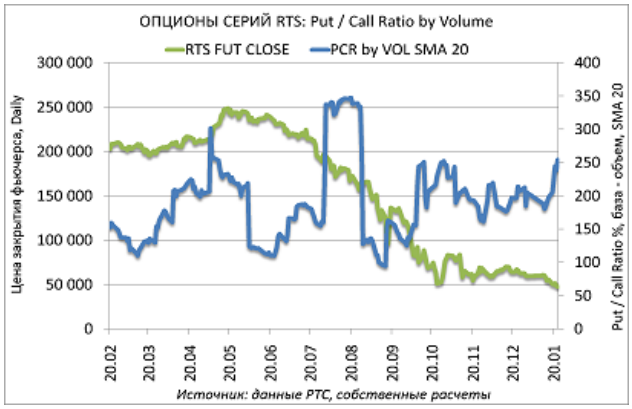


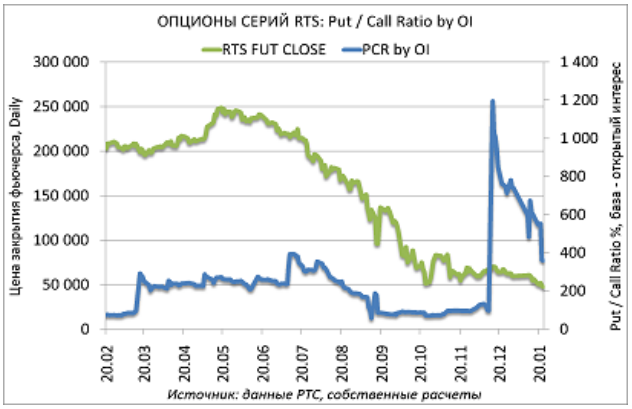
Как мы уже отмечали выше, активность в опционной серии Сбербанка была несопоставима с динамикой цены подлежащего актива. По итогам недели мы видим лишь небольшой приращение позиций по центральным страйкам, из которых наиболее существенное составило +2134 контрактов PUT в страйке 1500.

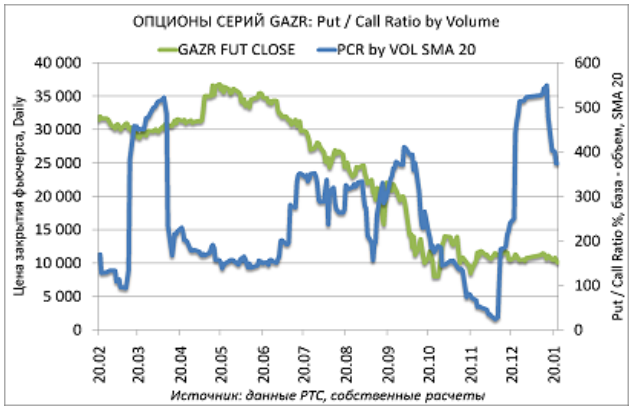
Опционы: соотношение опционов PUT и CALL

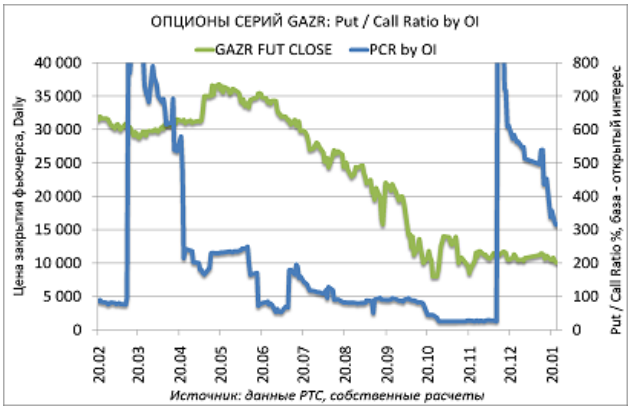
В нашем обзоре мы представляем соотношения опционов PUT и CALL (PUT CALL Ratio, PCR) по сериям четырех наиболее ликвидных фьючерсных контрактов (РТС, Газпром, Лукойл, Сбербанк) в двух традиционных форматах: PCR by Volume (база для расчета – дневной объем торгов) и PCR by OI (база для расчета – текущее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

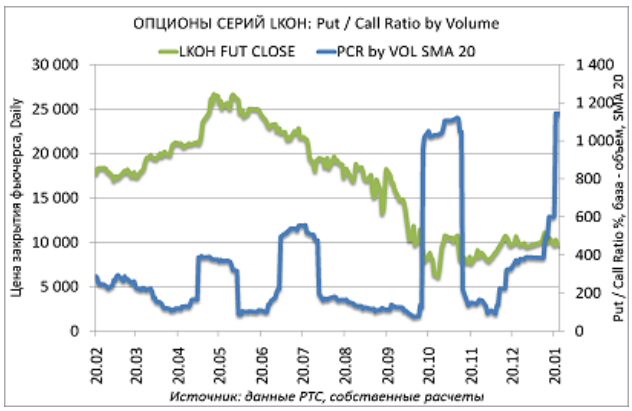
По нашему мнению на текущий момент эти индикаторы не выполняют своей прогностической задачи на рынке FORTS по двум причинам. Первая – это весьма низкий объем торгов в опционных сериях, о чем мы писали выше. Вторая причина – инфраструктурная: основные обороты в сегментах опционов, фьючерсов и наличного актива на российских биржах приходятся на разные группы участников торгов, когда срочный рынок скорее выполняет роль площадки для агрессивных спекуляций, чем для хеджирования инвестиционных портфелей. Вот почему индикаторы опционных серий не могут служить надежным инструментом для оценки динамики наличных активов.

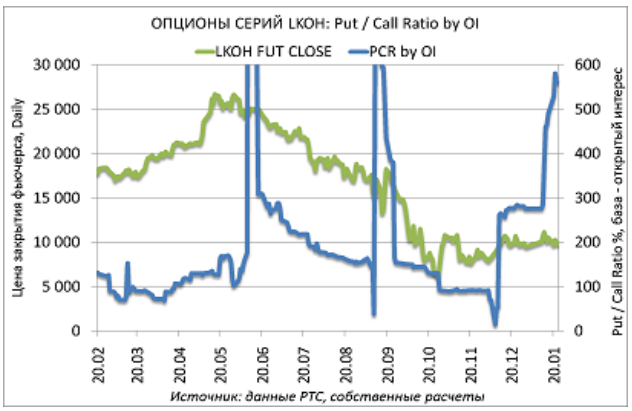


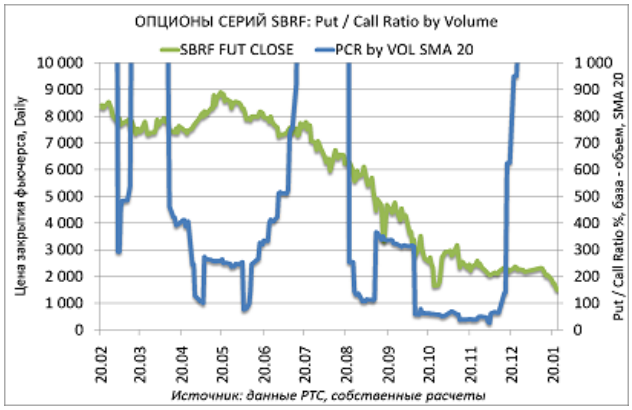


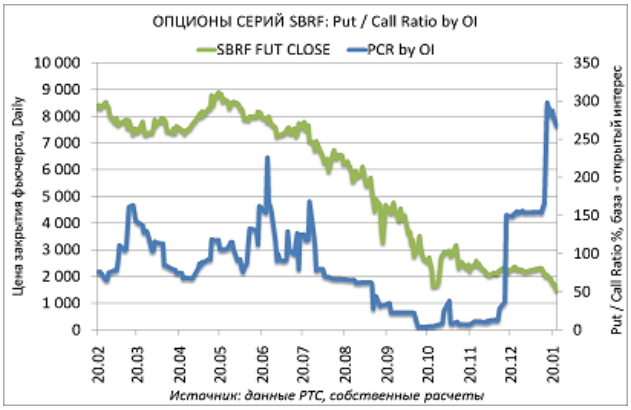












Термины и методика расчетов

Базис (Basis) - разница между фьючерсной и наличной ценами актива. Положительные значения (фьючерсная цена выше наличной цены) соответствуют ситуации *контанго*, отрицательные – *бэквордации*.

Цена закрытия (Close Price) – если не указано иное: цена последней сделки на закрытие дневной торговой сессии FORTS в 17:45 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 («ступени»), 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 отражена структура OI каждого страйка: соотношение опционов PUT и CALL.

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

Алексей Берзин
анализ срочного рынка

Сергей Егишянц
главный экономист, мировые рынки

Алексей Маликов
технический анализ

Дмитрий Солодин
ведущий аналитик, видеообзоры

Клиентский сервис

Телефоны в Москве: (495) 933 32 32, 933 32 35
Бесплатный федеральный номер: 8 800 200 32 35

Александр Кулебякин
начальник отдела

Антон Алехин

Татьяна Жук

Инвестиционная Компания «Ай Ти Инвест» (ЗАО)

125040, Москва, 3-я ул. Ямского поля, 28
(495) 933 32 32, 933 32 35
8 800 200 32 35

Электронная почта: sales@itinvest.ru
Официальный сайт: http://www.itinvest.ru

© ЗАО «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.