Золотая лихорадка

02.02.2009

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: контанго возвращается, новая интрига в контракте на доллар США, «ударная» пятница в контракте на золото, опционные премии движутся к вменяемым уровням, но ликвидность оставляет желать лучшего, игроки продолжают наращивать позиции 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 по-прежнему уверенно сохраняли пусть и небольшую величину контанго фьючерсы Сбербанк и Газпром. К концу недели их ряды в зоне контанго пополнил фьючерс Лукойл. Базис фьючерса на индекс РТС заметно сократил величину бэквордации, а в понедельник и пятницу мы даже видели его закрытие в зоне минимального контанго.

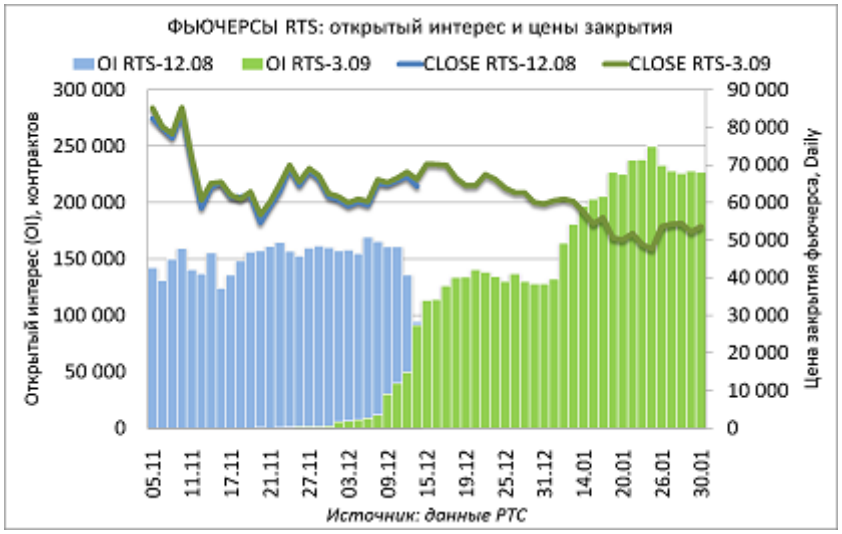
Фьючерсы: динамика объемов торгов, цен закрытия и открытого интереса



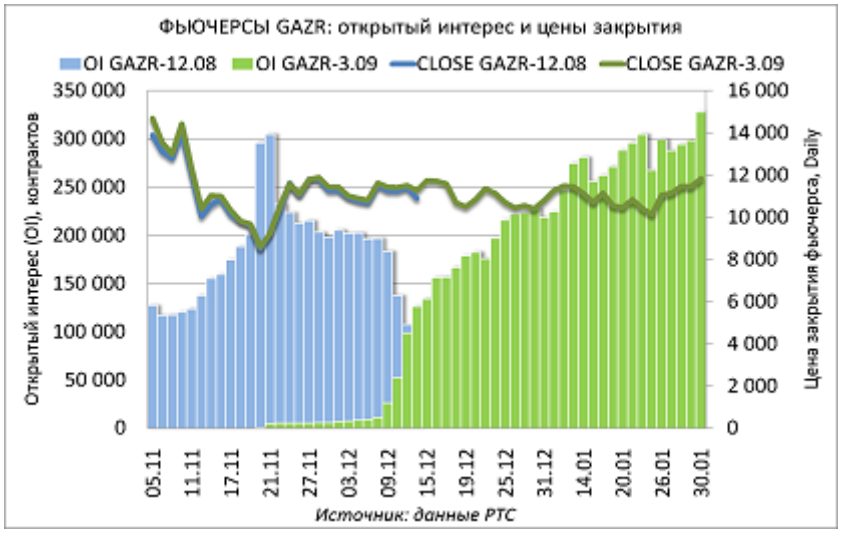
Объемы торгов по фьючерсам на акции Газпром, Лукойл и Сбербанк на прошлой неделе вновь находились вблизи максимальных значений за последние три месяца. В последние три дня объемы торгов по фьючерсу на индекс РТС существенно сократились, на фоне новых всплесков активности в торговле фьючерсами на золото и доллар США.

В отношении фьючерса на золото следует отметить как рекордные объемы торгов, так и величину открытого интереса по состоянию на закрытие последнего торгового дня января. Можно только выдвигать гипотезы: связаны ли между собой капиталы в оборотах по этим контрактам или же это случайное совпадение. Безусловно, торговля фьючерсом на индекс РТС по-прежнему осложнена неустойчивым курсом рубля, который вносит свою динамику в конъюнктуру индекса и его производных. Но в то же время рынки валюты и золота настолько специфичны, что вряд ли их можно рассматривать как торговые альтернативы фондовому индексу, хотя в данной ситуации он и могут казаться более предсказуемыми. Если часть спекулянтов решала в моменте отыграть некую фундаментальную идею на этих рынках то это, безусловно, очень рискованная операция. Причем краткосрочный успех в этом начинании представляет еще большую опасность, создавая иллюзию что «все рынки одинаковы». Как говорил один из «магов рынка»: «Глупость, которая однажды удалась, от этого не перестает быть глупостью». Так или иначе, предостережение новым игрокам, прибывающим на рынки валюты и золота, будет в текущей ситуации вполне уместным.

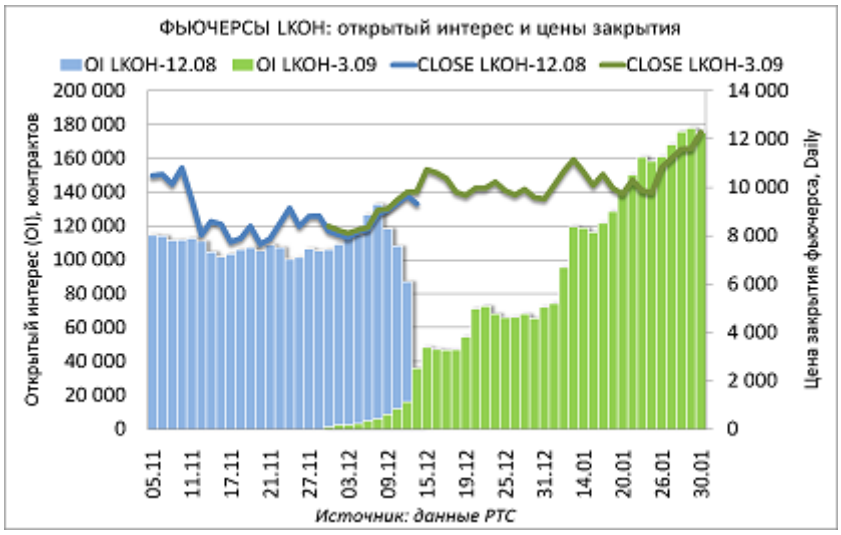
Ниже на диаграммах представлена динамика фьючерсных контрактов: цены закрытия и открытый интерес.



Боковой тренд, по-прежнему осложненный колебаниями валютного курса рубля, небольшие потери относительно закрытия в предыдущую пятницу, а затем стабильная величина открытого интереса на фоне сокращения объема торгов – таким предстает клиническая картина фьючерса на индекс РТС за минувшую неделю. Напомним, что значения OI по этому инструменту вблизи своих максимумов для двух последних контрактов.

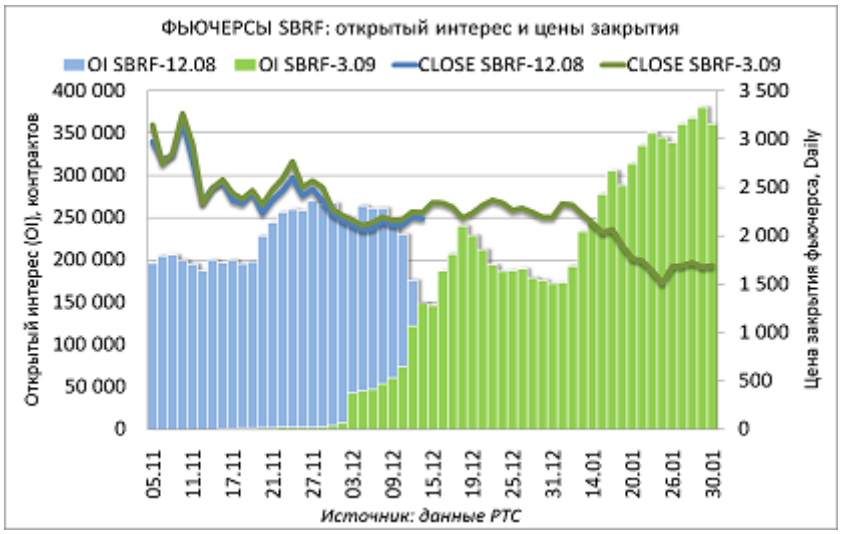


Оживление в торговле и рост открытого интереса продолжается среди фьючерсов на акции «голубых фишек». Так фьючерс на акции Газпром прибавил в цене за неделю 17%, а открытый интерес устремился к новым высотам. Но до рекордов еще далеко: ранее значение OI по фьючерсу GAZR-9.08 доходило до 700 тысяч контрактов. Вместе с тем, этот контракт вполне можно рассматривать как достойную альтернативу для игроков, утомленных курсовыми колебаниями индексного фьючерса.

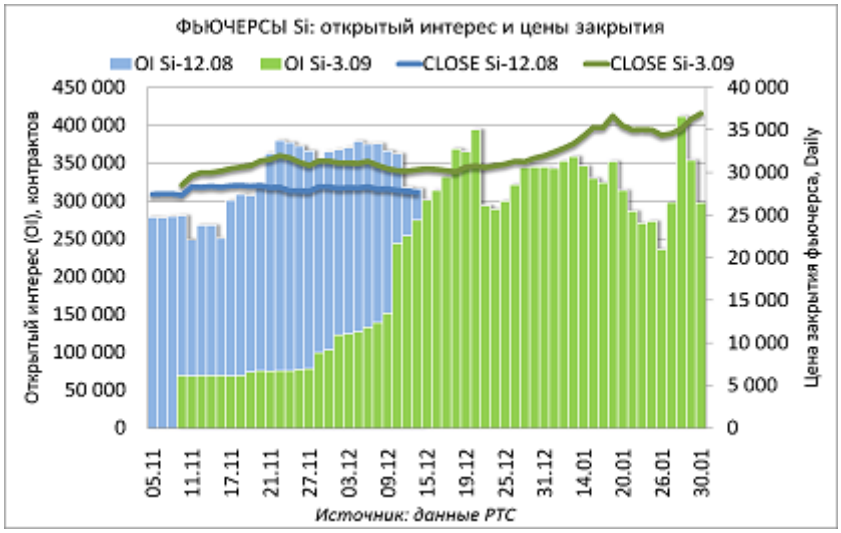


Фьючерс на акции Лукойл вырос в цене по итогам недели на 25%, при этом открытый интерес возрос лишь на 16,6 тысяч контрактов. Логично предположить, что часть игроков фиксировала прибыль с участием «догоняющих» это ценовое движение.

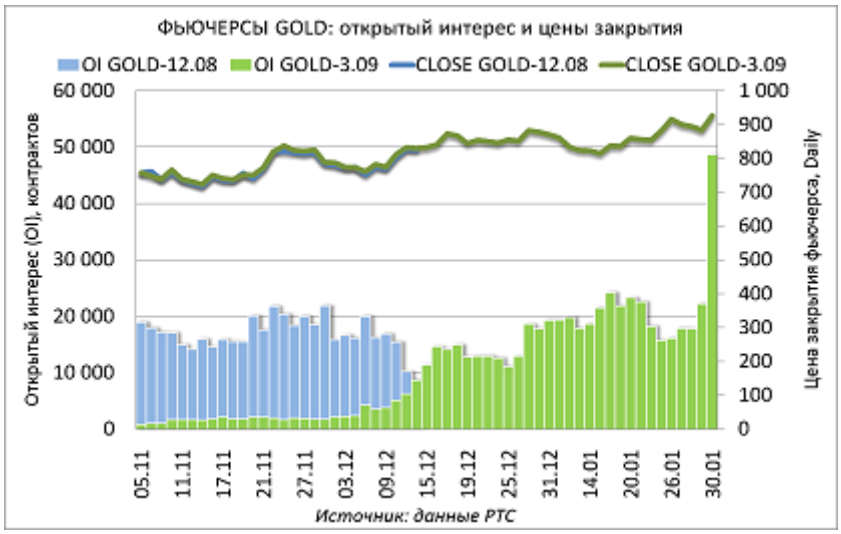
Для оценки текущих значений OI в качестве сравнения приведем фьючерс LKOH-9.08, максимум открытого интереса по которому составлял без малого 370 тысяч контрактов.



Сильный нисходящий тренд базисного актива фьючерса на акции Сбербанка на минувшей неделе фиксировал достигнутые ранее уровни. Сохраняется беспрецедентная (для двух последних контрактов) величина открытого интереса. Вместе с тем максимальное значение OI по фьючерсу SBRF-9.08 достигало в свое время 856 тысяч контрактов, и текущее значение составляет лишь 42% от этой величины.



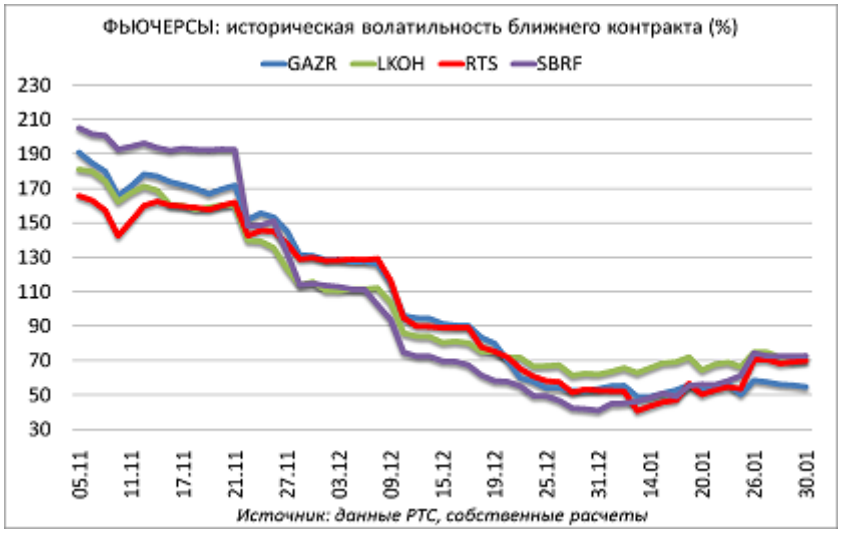
На среду прошлой недели, 28 января, пришелся новый пик открытого интереса по фьючерсу на доллар США. За последующие два дня OI потерял без малого 28% во время ценового движения контракта к новым максимумам. Участвовать в подобной переделке, возможно, почетно, но весьма накладно для тех, кто делает только первые шаги на валютном рынке.



Минувшая неделя для фьючерса на золото так бы и осталась заурядной, если бы не «ударная» пятница. За один день цена контракта подскочила на 5% на фоне беспрецедентных объемов торгов и сформированного по итогам дня открытого интереса. Причем незаурядная активность началась с первых минут торгов в виде сильной коррекции восходящего движения.

Фьючерсы: историческая и подразумеваемая волатильность

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



Значения 20-дневной исторической волатильности за минувшую неделю сохраняются на прежних уровнях для всех рассматриваемых контрактов. Подобный профиль диаграммы легко принять за стабилизацию волатильности и увидеть в нем базис нового «бычьего» тренда. Но значения по левой шкале быстро возвращают к реальности и предостерегают от подобных упрощений.



Диапазон колебаний подразумеваемой волатильности центрального страйка ATM во всех рассматриваемых сериях в последние торговые дни января составлял 80-90%, что несколько ниже значений предыдущей недели.

Опционы: объем торгов по сериям

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

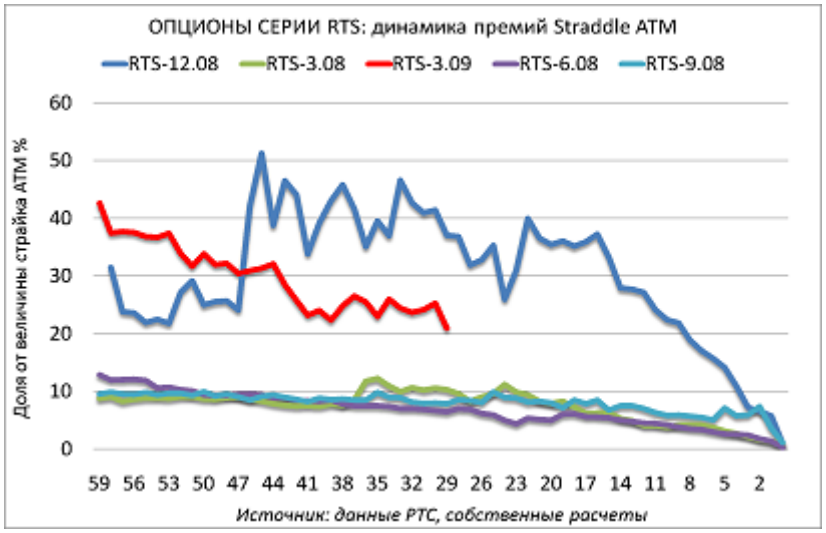


Минувшая неделя не вдохнула ликвидность в дески ведущих опционных серий: и хотя в целом заметно некоторое оживление, объемы торгов сохраняются вблизи своих минимальных значений за последний год. Вновь напомним, что этот факт нужно учитывать при оценке традиционных индикаторов опционного рынка, представленных ниже.

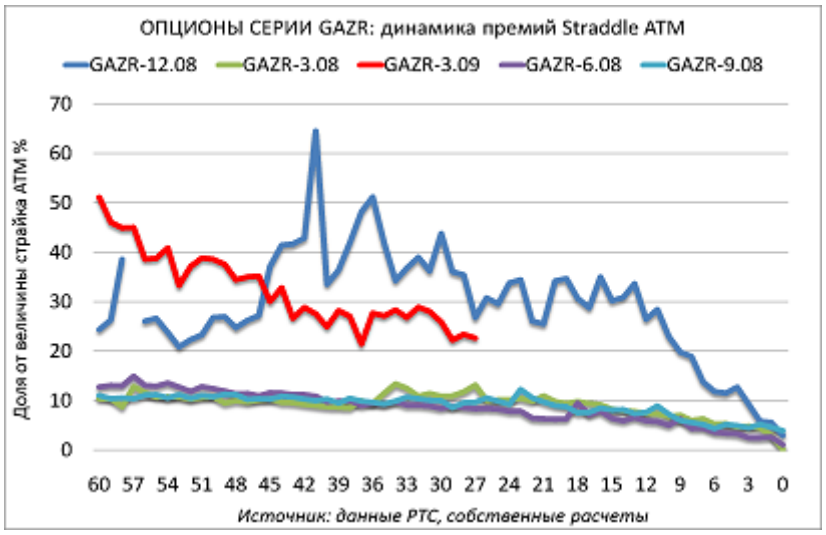
Опционы: динамика премий

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.

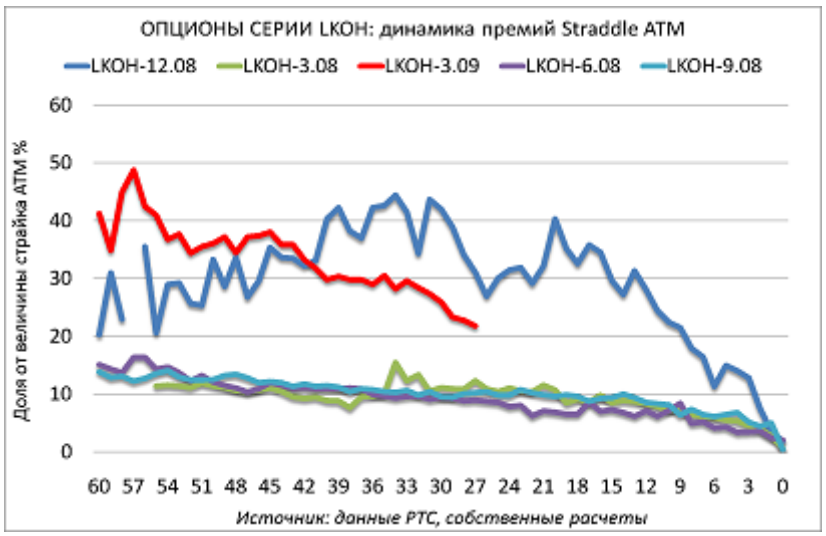
Чтобы корректно сравнить величины опционных премий, в том числе между разными сериями, мы нормировали их на величину текущего (на каждый день) страйка ATM. Вот почему сумма премий Straddle ATM обозначена на наших графиках в виде % от страйка ATM. По оси времени отложено число торговых дней, оставшихся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



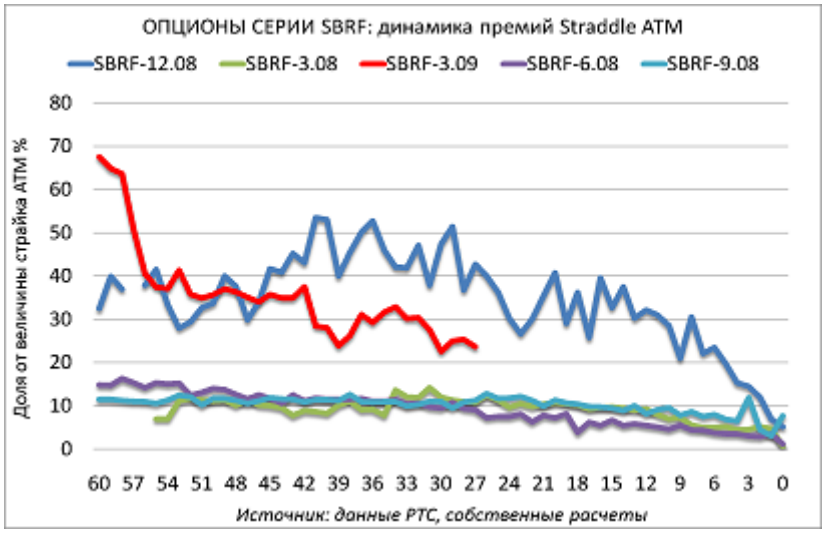
Премии Straddle ATM опционной серии индекса РТС облюбовали уровни 20-25% от величины центрального страйка, где и торговались в течение прошлой недели. Это существенно ниже значений декабрьской серии прошлого года, но по-прежнему достаточно высоко относительно всех предыдущих серий.



В диапазоне 20-30% от страйка АТМ искали текущую справедливую величину премии центрального Straddle опционной серии Газпром. При этом уровень около 20% сохранялся последние три торговых дня, что дает надежду на последующее снижение.



Также уверенно приближались к величине 20% от страйка АТМ в течение недели премии центрального Straddle опционной серии Лукойл.



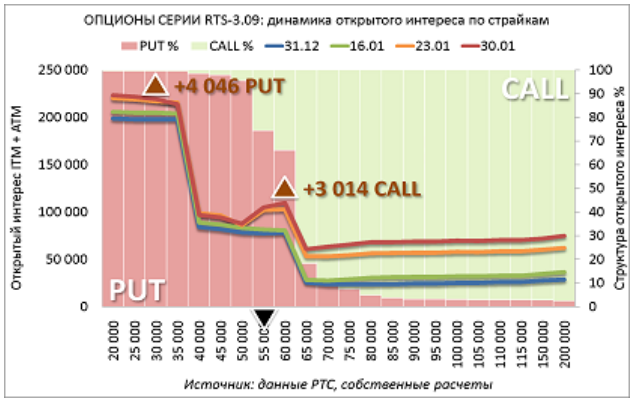
Тот же уровень 20% центрального страйка обживали последние торговые дни января премии Straddle ATM опционной серии Сбербанка.

В целом динамика премий дает надежду, что в последние недели перед экспирацией мы увидим их в зоне более вменяемых величин. Вместе с тем, по-прежнему предостерегаем от поспешной продажи «переоцененных» опционов или высокой волатильности: с учетом сохраняющейся неопределенности на рынке и текущей низкой ликвидности в опционном деске реализация торговой стратегии может оказаться гораздо сложнее, чем кажется на первый взгляд.

Опционы: профиль открытого интереса по страйкам

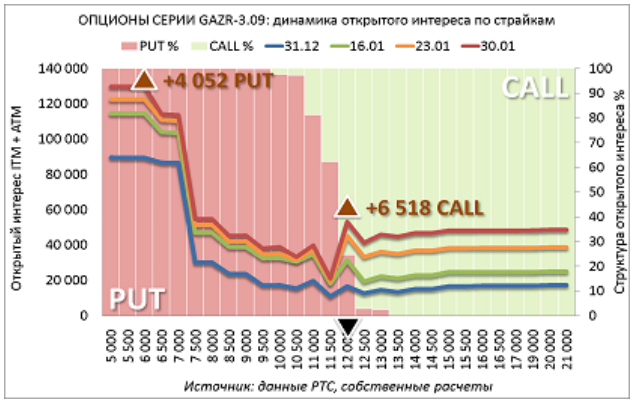
Оценить и наглядно представить динамику открытого интереса по страйкам в течение жизни серии опционов – непростая задача. Протестировав различные варианты, мы предлагаем использовать профиль открытого интереса. Для каждого страйка опционной серии профиль представляет собой сумму всех длинных и коротких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

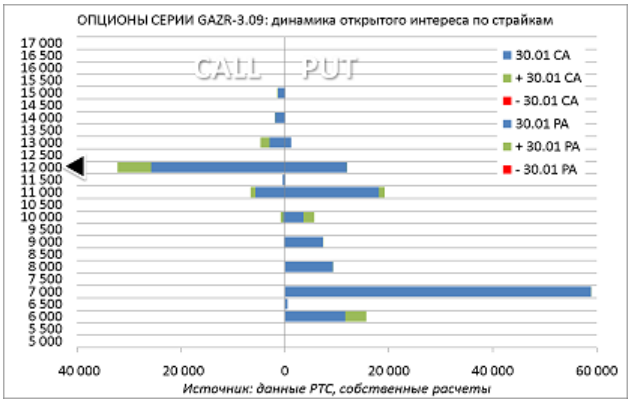
Дополнительный профиль открытого интереса опционных серий (горизонтальные гистограммы в правой колонке) выполняет свою задачу: более наглядно представить динамику последней недели торгов. Трактуются его значения очень просто: открытый интерес по опционам CALL откладывается влево, по опционам PUT вправо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



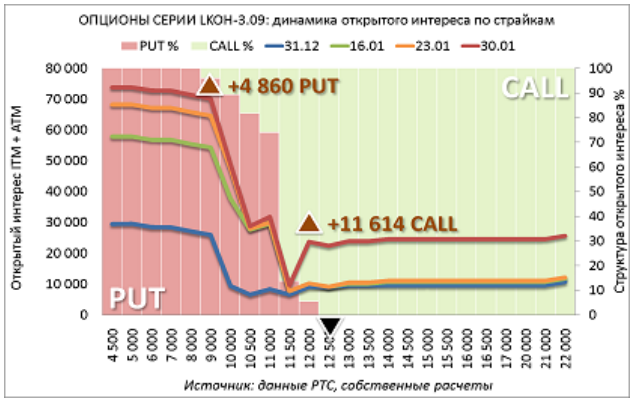


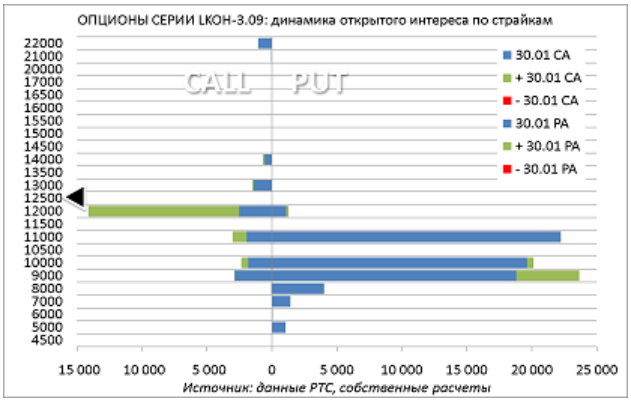
Минувшая неделя не принесла существенных изменений в профиль открытого интереса опционной серии РТС. Из наиболее заметной динамики по страйкам можно отметить прирост +4046 PUT в страйке 30000 и +3014 CALL в страйке 60000.



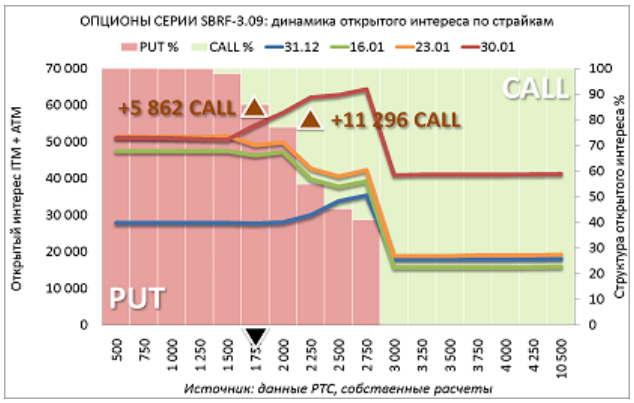


Изменения в опционной серии Газпром также были весьма скромными. Наиболее заметными стали наращивание позиций в центральном страйке 12000 в объеме +6518 CALL и +4052 PUT в страйке 6000.





В опционной серии Лукойл главным событием прошлой недели стал рост открытого интереса в страйке 12000 в объеме +11614 CALL контрактов. Помимо этого за последнюю неделю января возрос OI в страйке 9000 на +4860 опционов PUT.





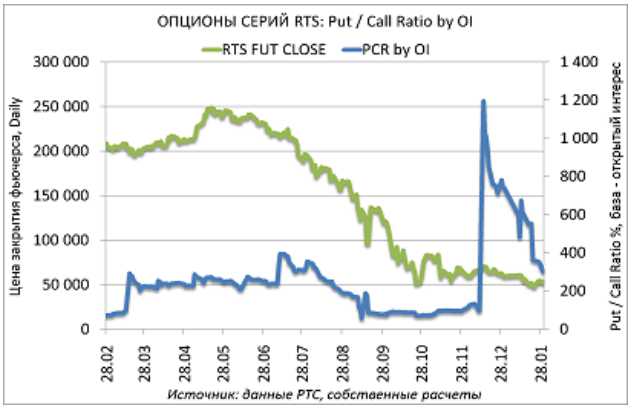
Неожиданное оживление в опционной серии Сбербанка: по итогам недели на +11296 контрактов CALL вырос открытый интерес в страйке 2250. Из других крупных движений следует отметить рост на +5862 PUT контрактов OI в страйке 1750.

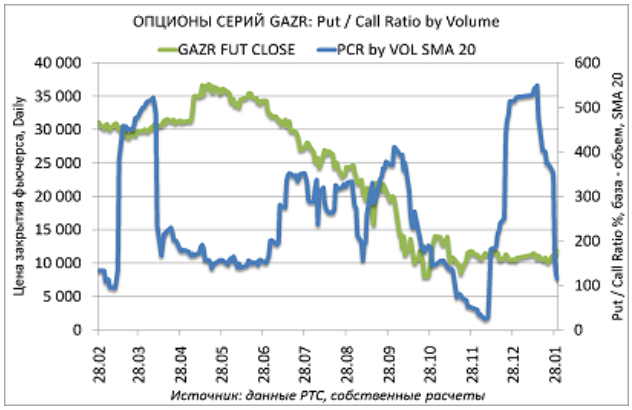
Опционы: соотношение опционов PUT и CALL

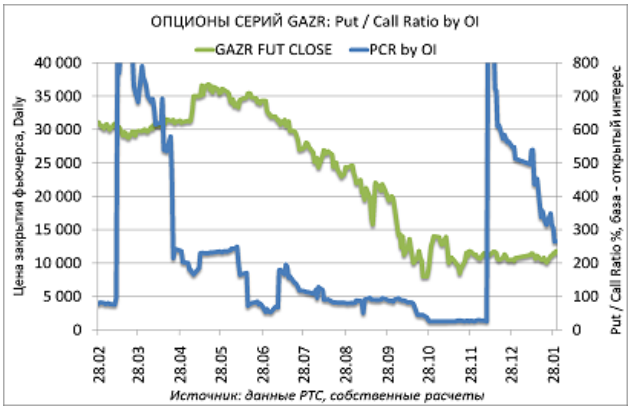
В нашем обзоре мы представляем соотношения опционов PUT и CALL (PUT CALL Ratio, PCR) по сериям четырех наиболее ликвидных фьючерсных контрактов (РТС, Газпром, Лукойл, Сбербанк) в двух традиционных форматах: PCR by Volume (база для расчета – дневной объем торгов) и PCR by OI (база для расчета – текущее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

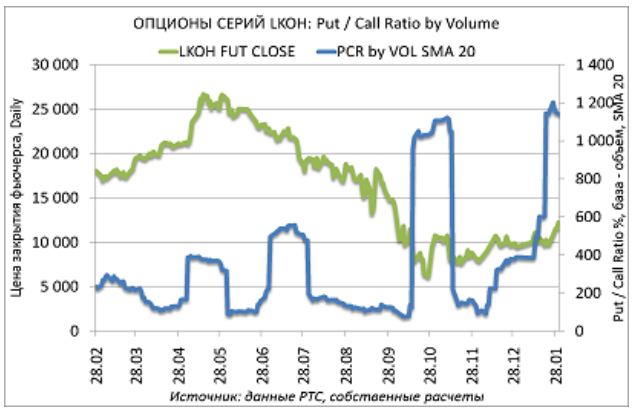
По нашему мнению на текущий момент эти индикаторы не выполняют своей прогностической задачи на рынке FORTS по двум причинам. Первая – это весьма низкий объем торгов в опционных сериях, о чем мы писали выше. Вторая причина – инфраструктурная: основные обороты в сегментах опционов, фьючерсов и наличного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

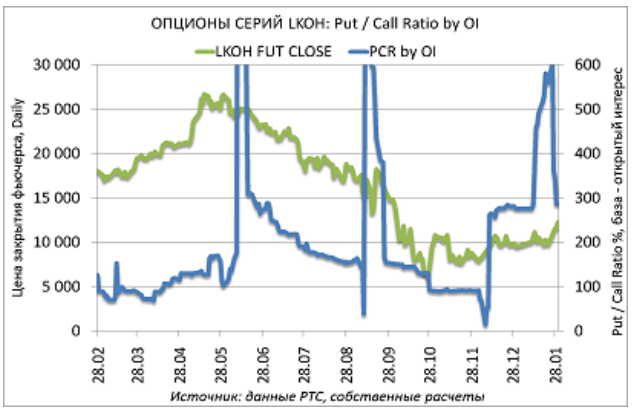


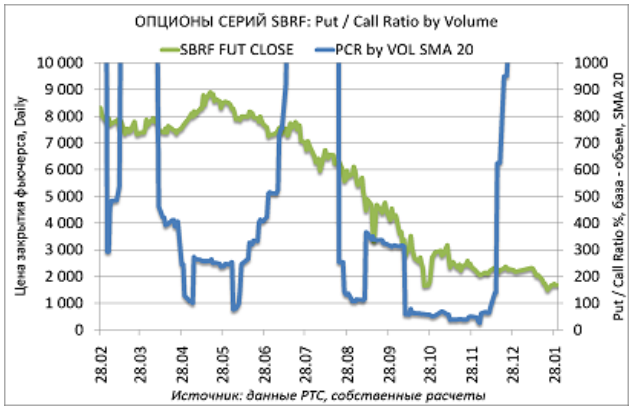


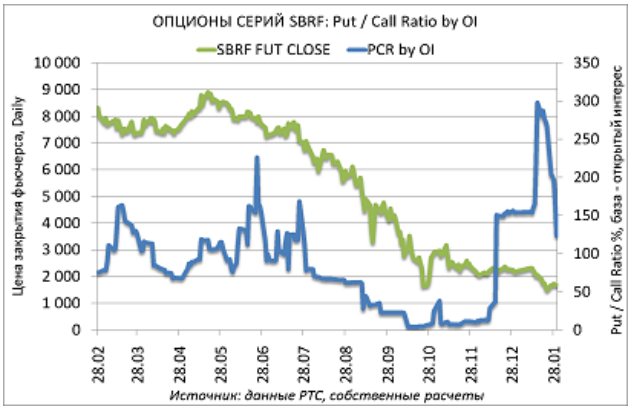












Термины и методика расчетов

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.