Скрипка и немножко Форекс

09.02.2009

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 6

Опционы: профиль открытого интереса по страйкам 8

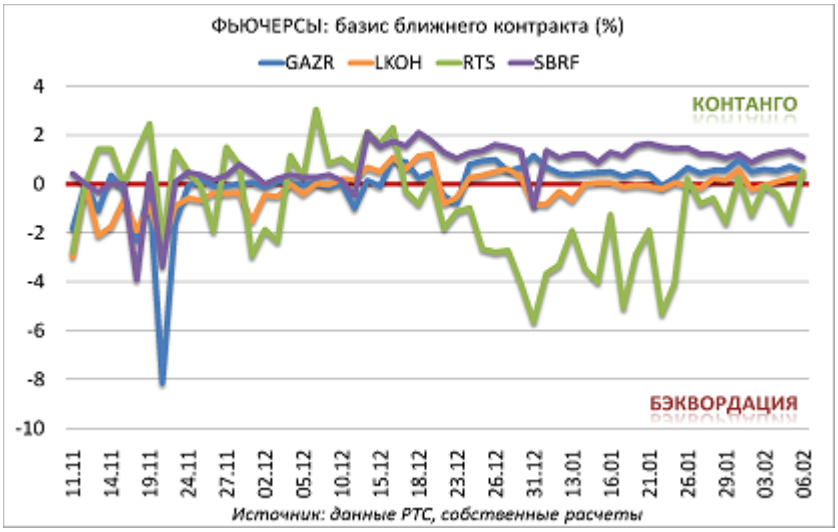
Опционы: соотношение опционов PUT и CALL 9

Термины и методика расчетов 10

Основные темы недели: новые валютные контракты FORTS; второй пик фьючерса на золото; спокойный рынок и время снижают опционные премии, но ликвидность оставляет желать лучшего; крупная ставка CALL в серии Сбербанка.

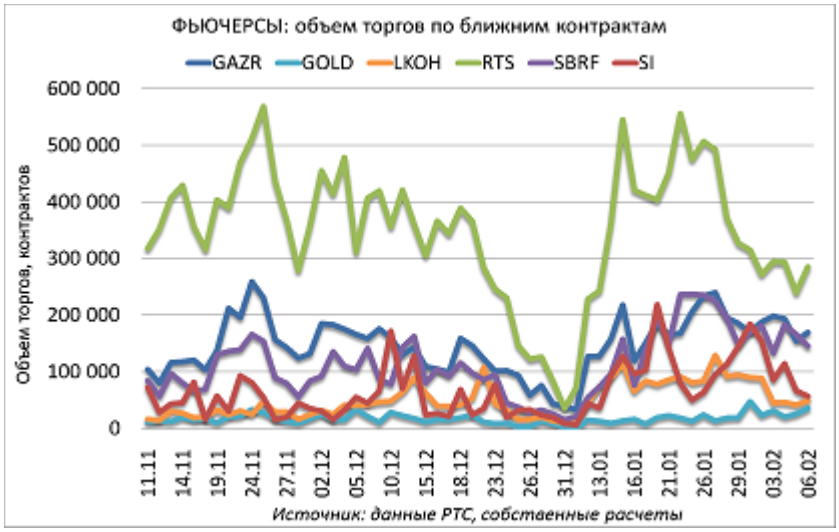
Фьючерсы: базис ближнего контракта

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



Минувшая неделя не изменила состояние базиса рассматриваемых контрактов. Сохраняют небольшие значения контанго фьючерсы Сбербанк и Газпром, около нулевых значений базиса торгуется фьючерс Лукойл, и в диапазоне минус 2% - 0% колебался базис фьючерса на индекс РТС, символично закрывшись в пятницу с минимальным значением контанго.

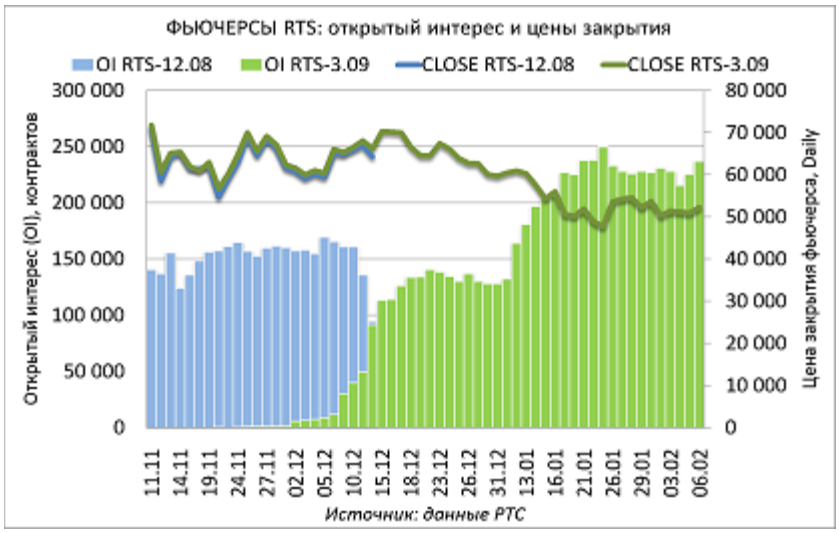
Фьючерсы: динамика объемов торгов, цен закрытия и открытого интереса



Объемы торгов по фьючерсу на индекс РТС на прошлой неделе были ниже средних за последние три месяца: игроки явно устали играть движения рынка с поправкой на валютный курс. По-прежнему высоки объемы на торгах фьючерсами на акции Газпром и Сбербанк. Существенно снизились торговые обороты фьючерса на акции Лукойл и фьючерса на доллар США. А вот торговля фьючерсами на золото на прошлой неделе переживала новый подъем.

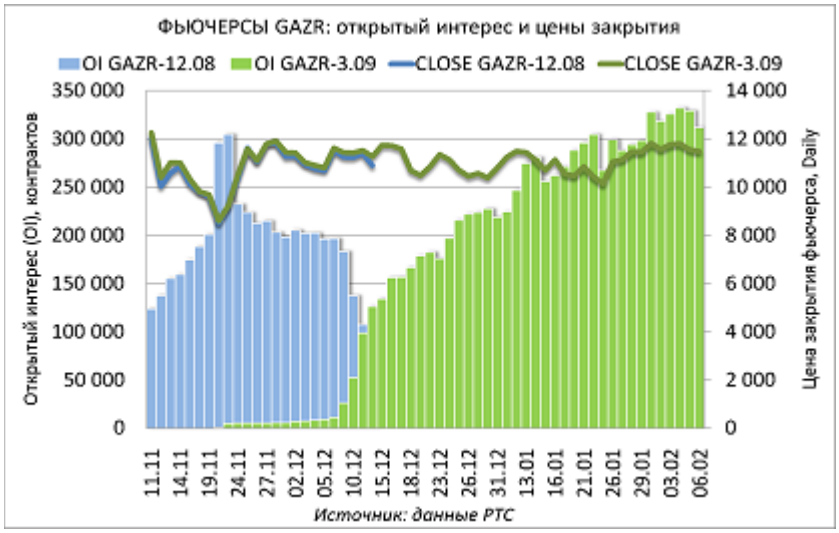
Заметным событием прошлой недели стало начало торгов на площадке FORTS новых валютных контрактов на пары евро/доллар и евро/рубль. Торги стартовали весьма активно, контракты оказались востребованы и, судя по всему, имеют хорошие перспективы на будущее. Тем не менее, следует понимать, что рынки золота и валюты весьма специфичны. Они не могут служить альтернативой для слепого копирования торговых стратегий, испытанных ранее на производных инструментах фондового рынка. Кроме того, «плечо» новых контрактов 1:25 недвусмысленно напоминает о величине риска торговых операций с этими инструментами.

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



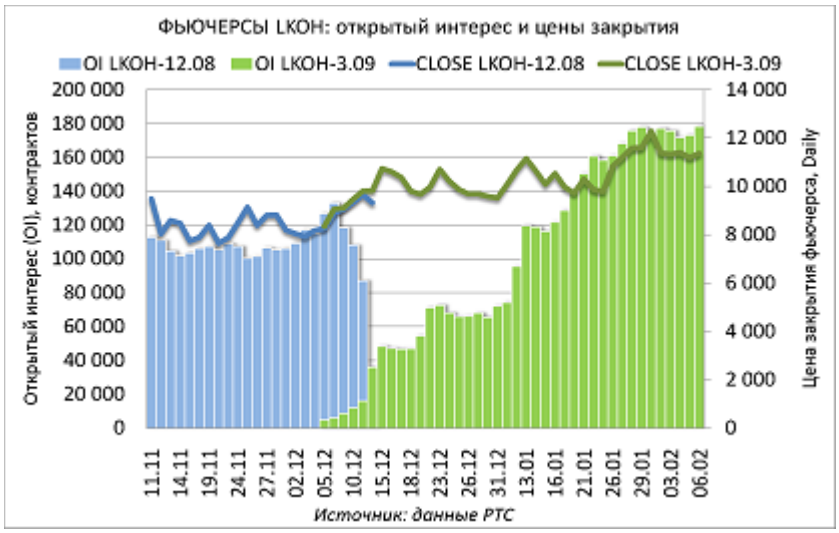
Боковой тренд в рамках валютного коридора продолжает изматывать своей неопределенностью участников торгов на площадке фьючерса на индекс РТС. Напомним, что значения OI по этому инструменту вблизи своих максимумов для двух последних контрактов, но лишь на уровне 42% от своих исторических максимальных значений.

Исторический максимум OI: 565,808 09.09.2008 RTS-9.08



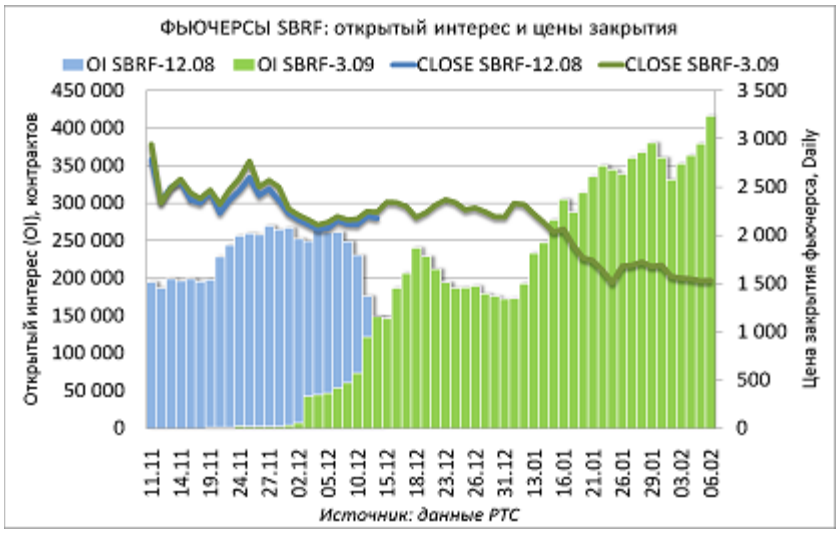
Высокие обороты на торгах фьючерсом на акции Газпром поддерживают высокий открытый интерес, но не продемонстрировали за минувшую неделю существенной ценовой динамики. Напомним, что этот контракт вполне можно рассматривать как достойную альтернативу для игроков, утомленных курсовыми колебаниями индексного фьючерса.

Исторический максимум OI: 697,316 27.08.2008 GAZR-9.08



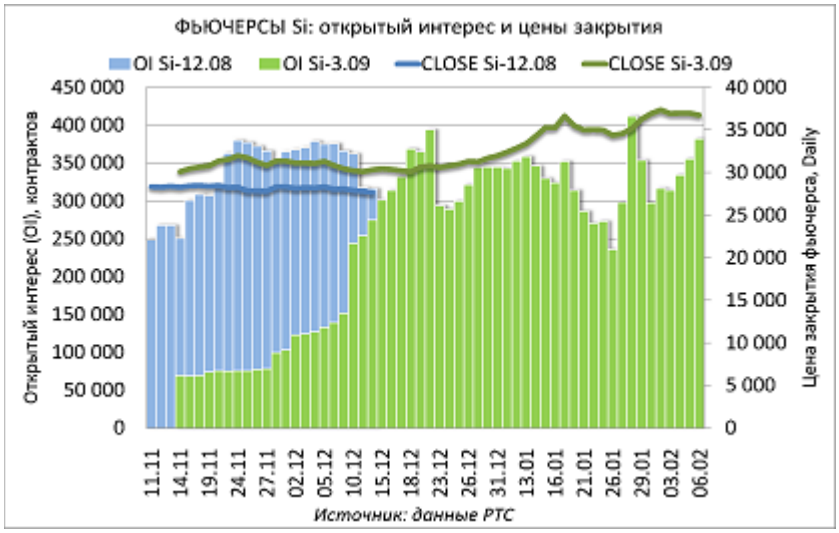
Фьючерс на акции Лукойл по итогам недели оставался в ценовом дрейфе. Судя по небольшим объемам торгов и сохранению открытого интереса игроки сохраняют сформированные ранее позиции и ожидают дальнейшего развития событий.

Исторический максимум OI: 369,922 10.09.2008 LKOH-9.08



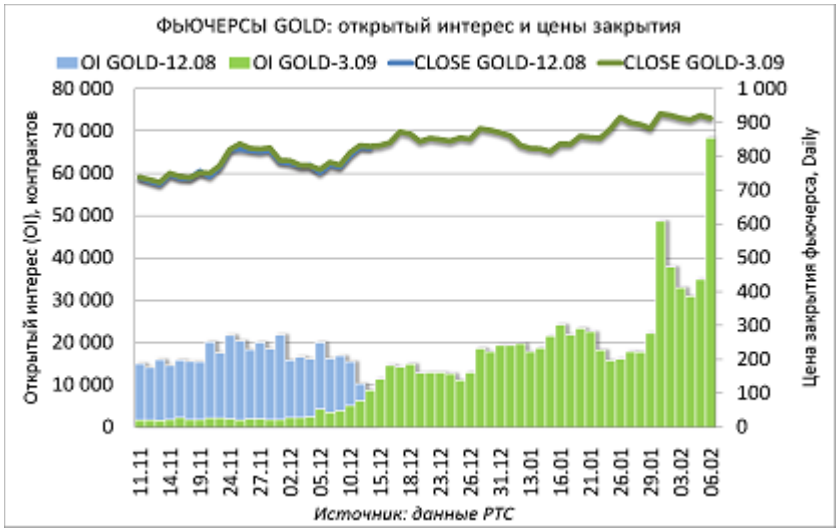
Фьючерс на акции Сбербанка на минувшей неделе торговался на прежнем ценовом уровне, но сумел привлечь новых игроков, ожидающих, что последующее движение не заставит себя долго ждать: открытый интерес по контракту отыграл коррекцию понедельника и к пятнице устремился к новым высотам.

Исторический максимум OI: 855,728 04.08.2008 SBRF-9.08



Торги фьючерсом на доллар США на прошлой неделе проходили относительно спокойно: на убывающих объемах и без существенной (относительно предыдущих недель) ценовой динамики, величина открытого интереса изменялась волнообразно. Возможно, часть игроков тестировала в последние дни новые валютные контракты FORTS.

Исторический максимум OI: 609,918 02.07.2008 Si-9.08



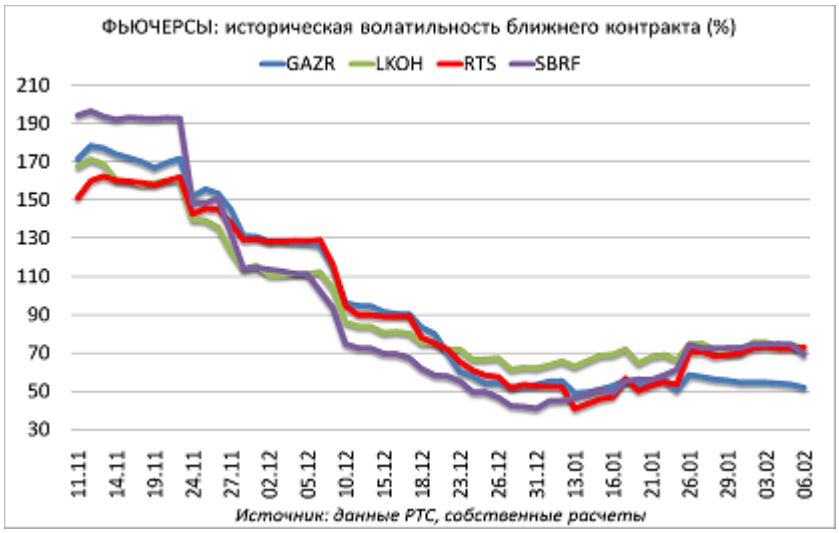
В последний торговый день вновь были зафиксированы крупные объемы торгов и новый максимум открытого интереса по фьючерсу на золото. Вместе с тем, все познается в сравнении: контракт по уровню OI (равно как и представленные выше контракты) лишь выходит на уровень 40-50% от своих прежних максимальных значений.

Исторический максимум OI: 157,896 23.06.2008 GOLD-9.08

Интересная особенность контракта на золото: открытие крупных позиций в пятницу на выходные (пик OI второй раз за последние две недели) существенно увеличивает риски, но, судя по всему, отвечает торговой стратегии участников торгов.

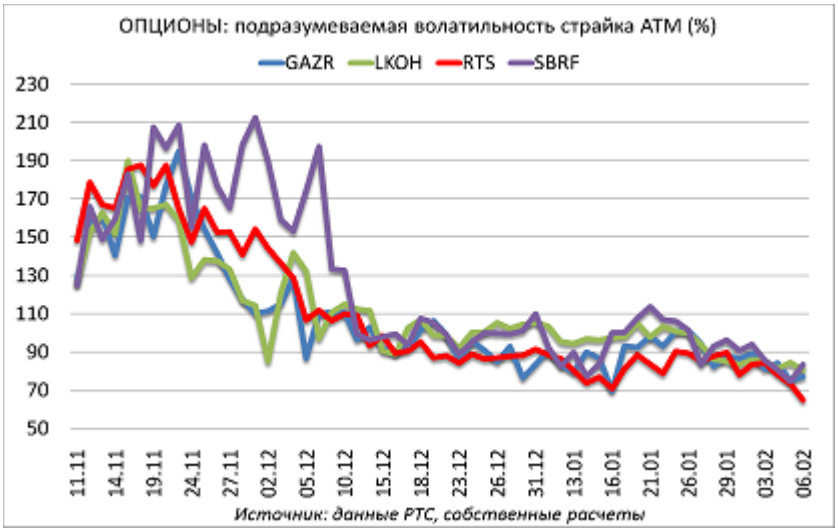
Фьючерсы: историческая и подразумеваемая волатильность

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. Значения, которые еще год назад считались экстремальными, сегодня оцениваются как относительно низкие.

К сожалению, в оценке будущих значений волатильности этот факт не добавляет определенности: единственно в чем мы смогли убедиться за это время – диапазон этих значений может быть достаточно широк, а возвращение к среднему может не приносить желаемый результат в торговой стратегии, когда само среднее выходит на новый уровень.



В отсутствие существенной динамики на рынке диапазон колебаний подразумеваемой волатильности центрального страйка ATM во всех рассматриваемых сериях за последнюю неделю несколько угас и сохранялся на уровне 80%. Лишь опционный деск серии индекса РТС от безыдейности стагнировал до уровня ниже 70% подразумеваемой волатильности.

Опционы: объем торгов по сериям

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

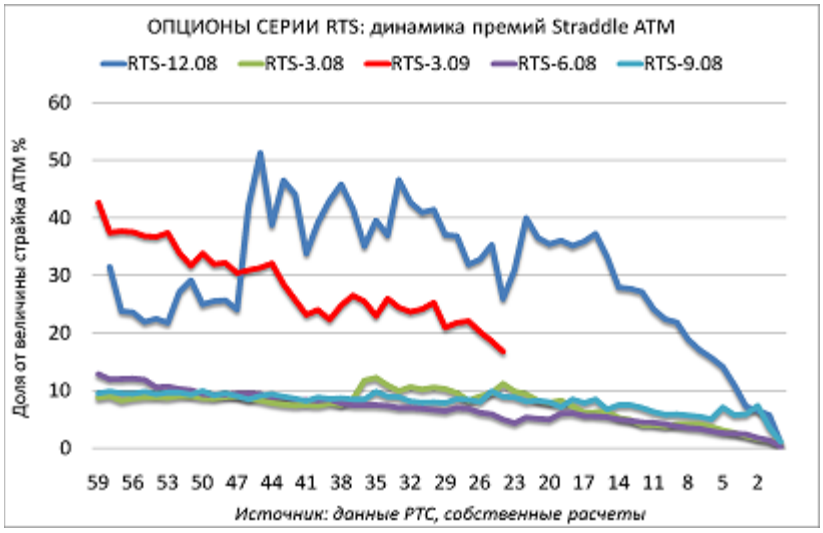


За минувшую неделю мы не увидели новых идей на деска ведущих опционных серий: объемы торгов сохраняются вблизи своих минимальных значений за последний год. Вновь напомним, что этот факт нужно учитывать при оценке традиционных индикаторов опционного рынка, представленных ниже. Вместе с тем не обошлось без сюрпризов: рекордные дневные обороты были зафиксированы в четверг 5 февраля в серии Сбербанка.

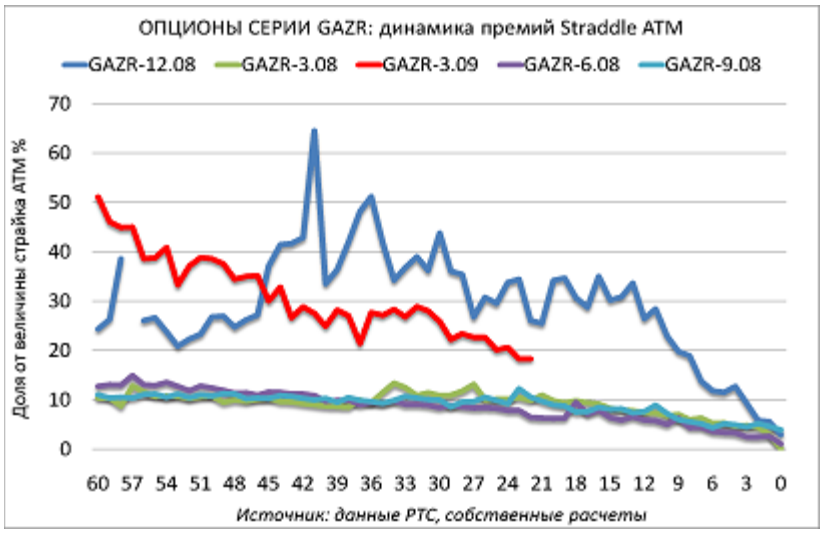
Опционы: динамика премий

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.

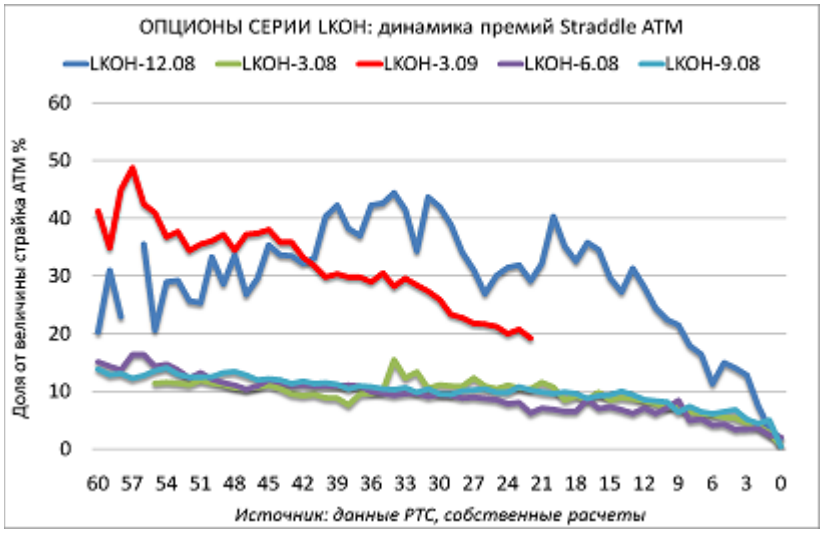
Чтобы корректно сравнить величины опционных премий, в том числе между разными сериями, мы нормировали их на величину текущего (на каждый день) страйка ATM. Вот почему сумма премий Straddle ATM обозначена на наших графиках в виде % от страйка ATM. По оси времени отложено число торговых дней, оставшихся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



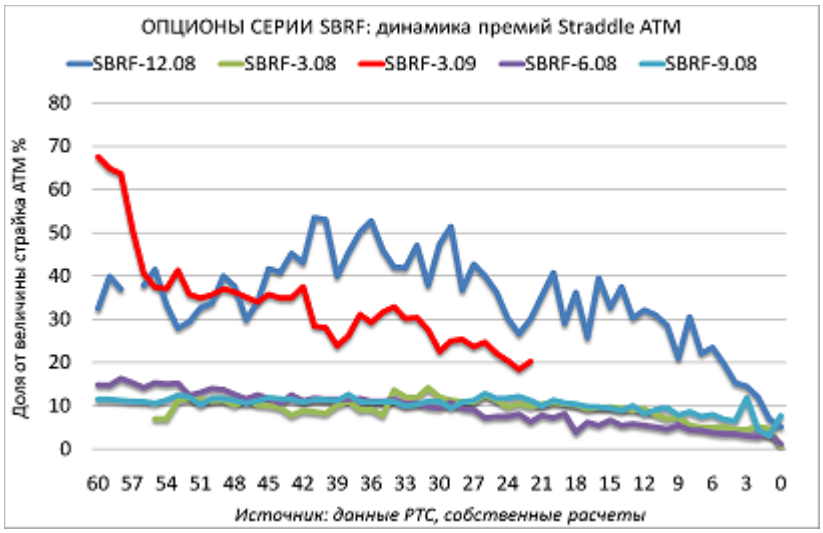
Значения премий Straddle ATM опционной серии индекса РТС уверенно пробили вниз уровень 20% от величины центрального страйка и положили начало неизбежному тренду последних недель до истечения.



Медленно и нерешительно опускаются ниже уровня 20% от страйка ATM премии центрального Straddle опционной серии Газпром. Ликвидность оставляет желать лучшего, но рыночная ситуация не оставляет выбора: скудный ручеек спроса оживает только на этих уровнях премий.



Премии центрального Straddle опционной серии Лукойл также тестировали уровень 20% от страйка ATM в течение прошлой недели.



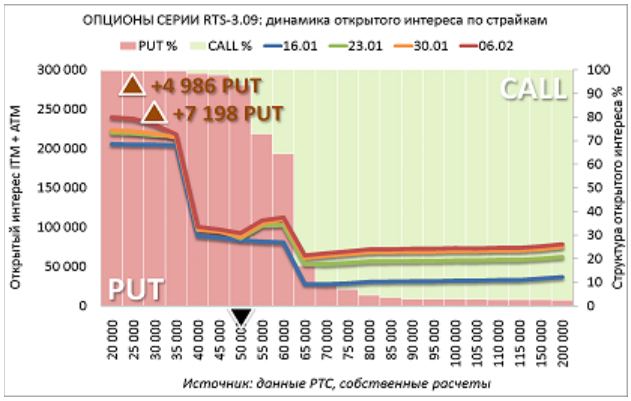
Тот же уровень премий Straddle ATM в размере 20% центрального страйка пока остается минимально допустимым для опционной серии Сбербанка.

Итак, рыночная ситуация и последние недели перед экспирацией запустили неизбежный процесс снижения премий опционных серий. 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

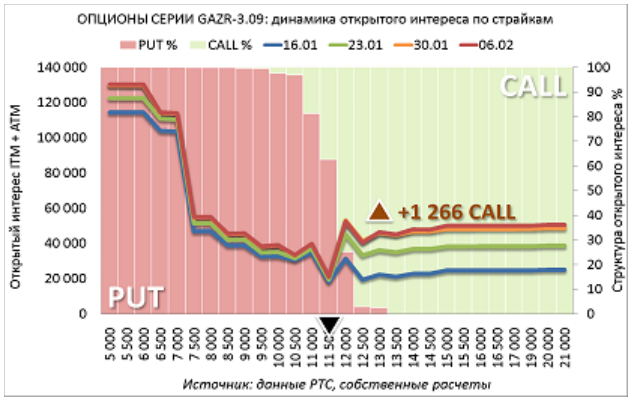
Оценить и наглядно представить динамику открытого интереса по страйкам в течение жизни серии опционов – непростая задача. Протестировав различные варианты, мы предлагаем использовать профиль открытого интереса. Для каждого страйка опционной серии профиль представляет собой сумму всех длинных и коротких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

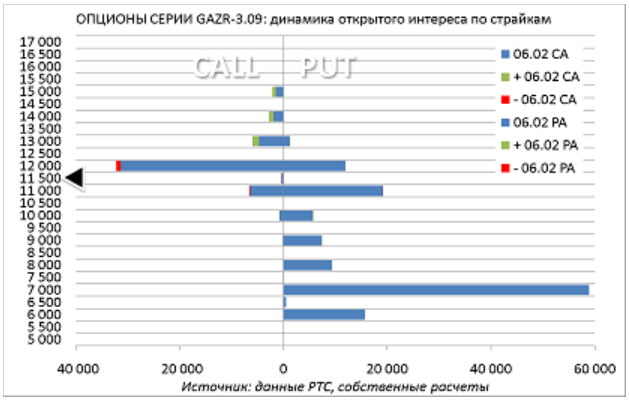
Дополнительный профиль открытого интереса опционных серий (горизонтальные гистограммы в правой колонке) выполняет свою задачу: более наглядно представить динамику последней недели торгов. Трактуются его значения очень просто: открытый интерес по опционам CALL откладывается влево, по опционам PUT вправо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



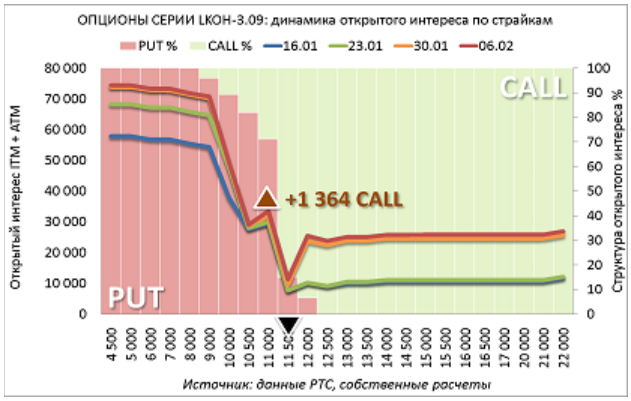


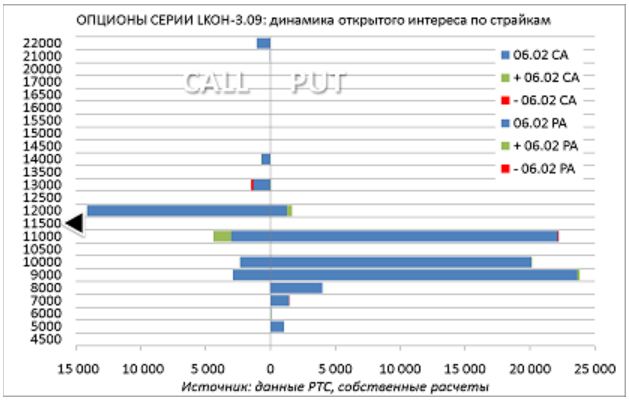
Минувшая неделя не принесла существенных изменений в профиль открытого интереса опционной серии РТС. Небольшая активность была отмечена только на стороне PUT: открытый интерес вырос на +4,986 контрактов PUT в страйке 25,000 и +7,198 PUT в страйке 30,000.



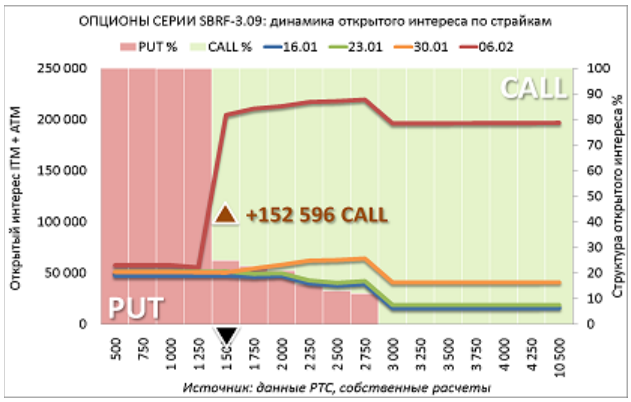


На прошлой неделе также не нашли для себя серьезных торговых идей игроки опционного деска серии Газпром. Здесь единственным значимым событием можно считать прирост открытого интереса +1,266 опционов CALL в 13,000 страйке.





В опционной серии Лукойл рост открытого интереса в страйке 11,000 в объеме +1,364 опционов CALL также стал единственным заметным событием.





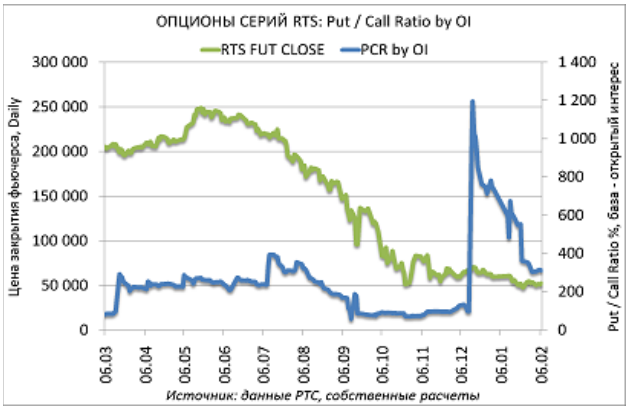
Четверг 5 февраля до неузнаваемости изменил профиль открытого интереса в опционной серии Сбербанка: на +152,596 контрактов CALL вырос за один день открытый интерес в центральном страйке 1500. Можно только догадываться об источнике и значимости причин, лежащих в основе этой сделки. Вместе с тем, хотим предостеречь участников торгов от поспешных решений «задрав штаны бежать за комсомолом»: в начале серьезного медвежьего тренда летом 2008 года мы видели столь же невероятные по объемам сделки в опционах CALL в ведущих опционных сериях. Иными словами, не следует трактовать подобные события как самодостаточные торговые сигналы.

Опционы: соотношение опционов PUT и CALL

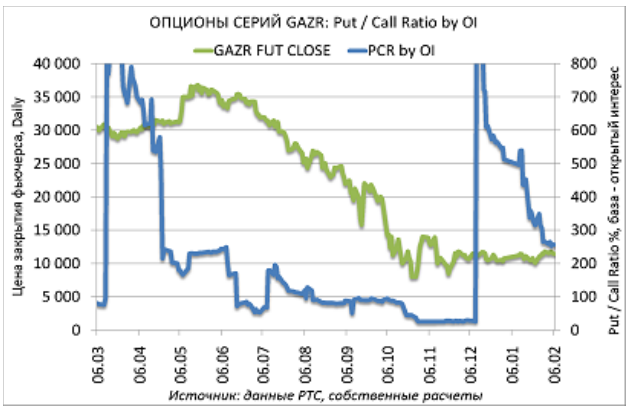
В нашем обзоре мы представляем соотношения опционов PUT и CALL (PUT CALL Ratio, PCR) по сериям четырех наиболее ликвидных фьючерсных контрактов (РТС, Газпром, Лукойл, Сбербанк) в двух традиционных форматах: PCR by Volume (база для расчета – дневной объем торгов) и PCR by OI (база для расчета – текущее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

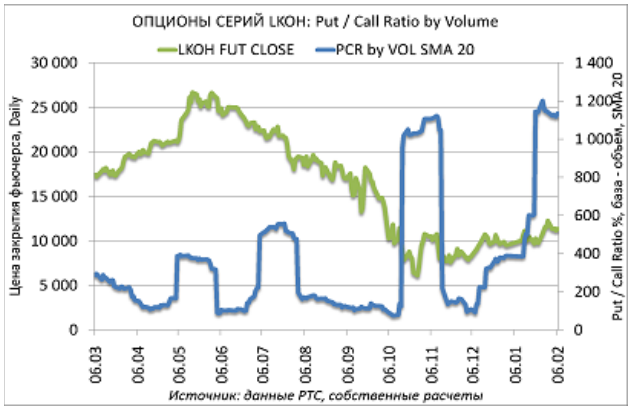
По нашему мнению на текущий момент эти индикаторы не выполняют своей прогностической задачи на рынке FORTS по двум причинам. Первая – это весьма низкий объем торгов в опционных сериях, о чем мы писали выше. Вторая причина – инфраструктурная: основные обороты в сегментах опционов, фьючерсов и наличного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

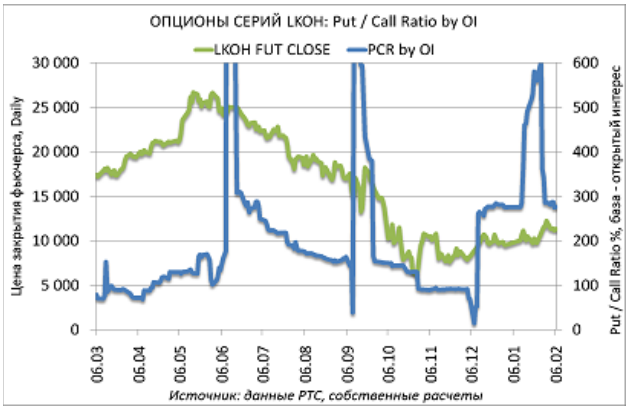


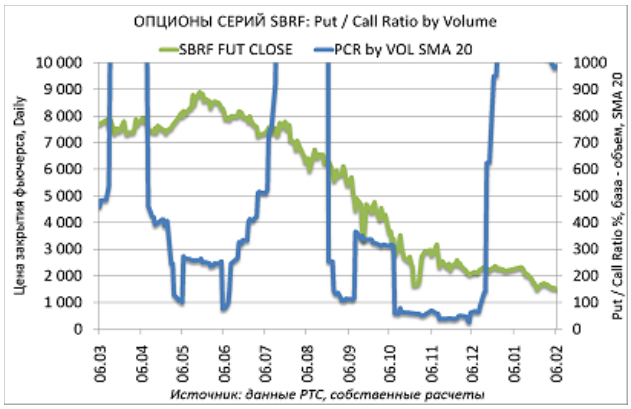


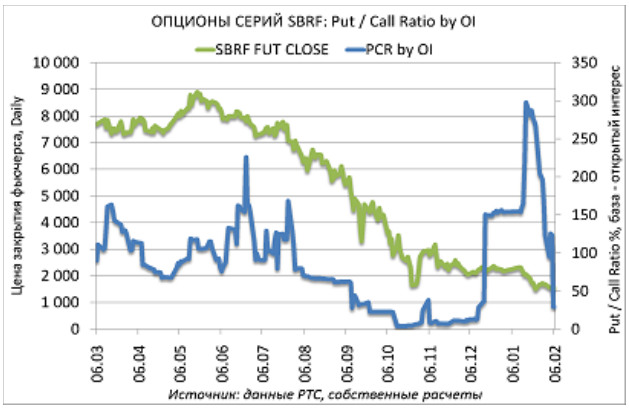












Термины и методика расчетов

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.