

Торг неуместен

Обороты срочных контрактов остаются существенно ниже своих прошлогодних значений. Острую нехватку ликвидности как на фондовом, так и на срочном рынке отмечают в эти дни многие наблюдатели.

23.01.2012

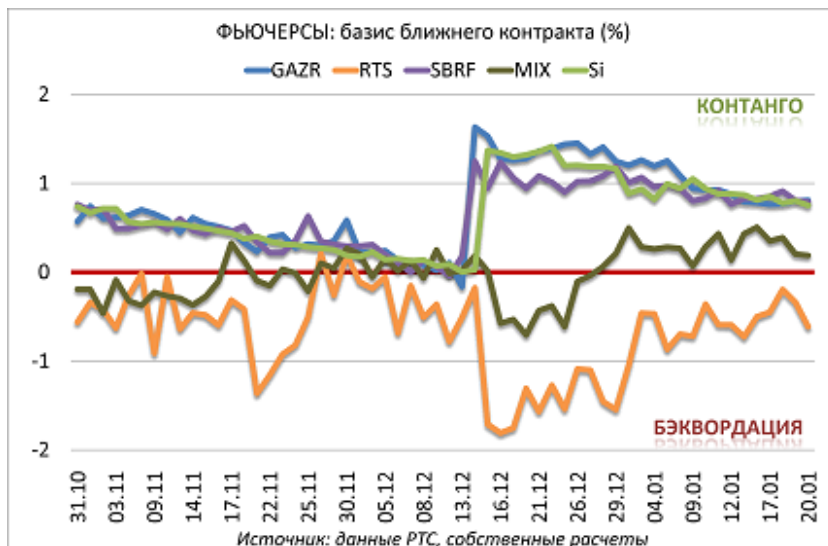
Алексей Берзин

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.



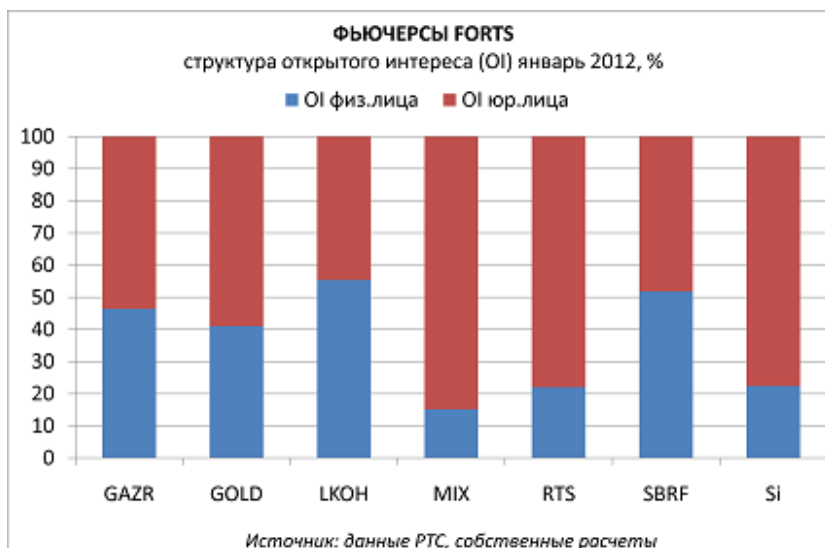
Базисы мартовских, наиболее ликвидных фьючерсных контрактов сохранили консолидированные значения в районе +0.8% контанго, за исключением базисов индексных фьючерсов, которые также оставались в своих прежних диапазонах, составляющих от +0.2% до +0.4% контанго фьючерса на индекс ММВБ и от -0.2% до -0.6% бэквордации фьючерса на индекс RTS.

Фьючерсы: динамика объемов торгов, цен закрытия и открытого интереса



Обороты наиболее ликвидных фьючерсных контрактов фондового рынка зафиксировали достигнутый на прошлой неделе уровень без дальнейшего восстановления. Действительно, острую нехватку ликвидности как на фондовом, так и на срочном рынке отмечают в эти дни многие наблюдатели. Обороты как фьючерса на доллар США, так и контракта на золотую тройскую унцию также были существенно ниже своих прошлогодних значений.

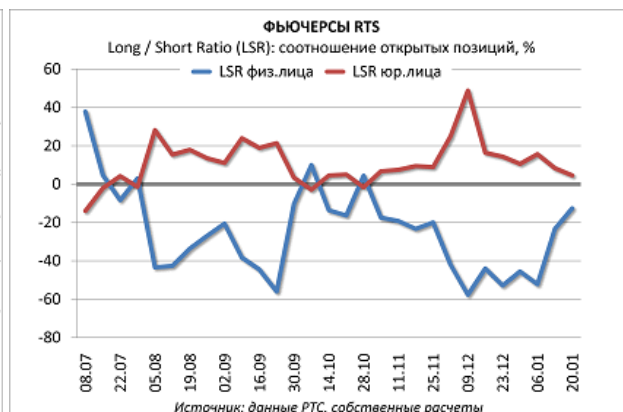
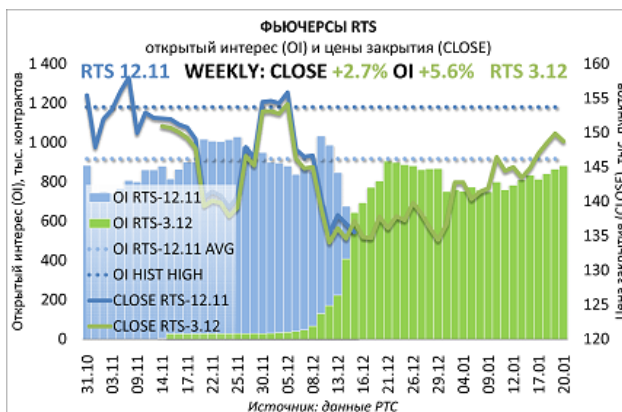
С 1 июля этого года по распоряжению ФСФР на сайте РТС стала доступна информация об открытых позициях по производным финансовым инструментам с разбивкой данных по физическим и юридическим лицам.



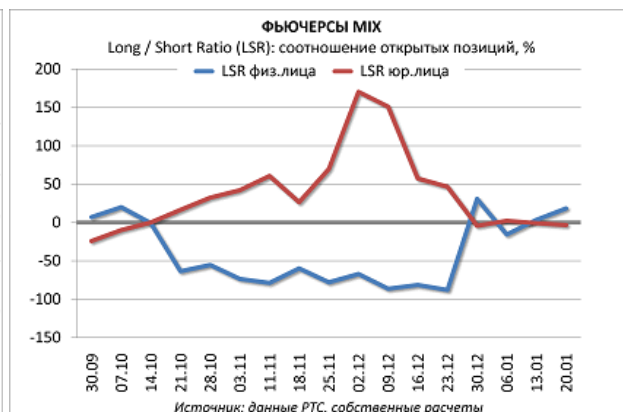
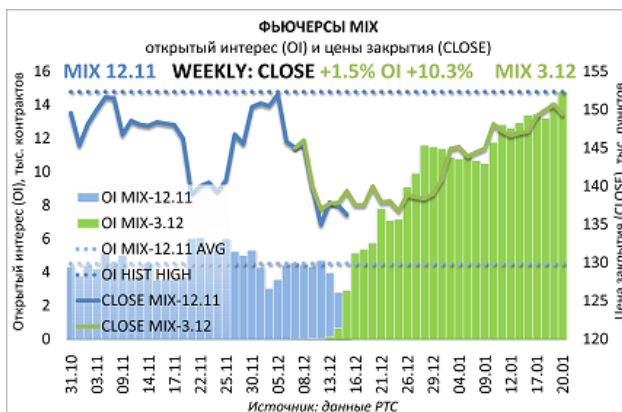
В январе произошли значимые изменения в распределении позиций между группами участников торгов: ощутимо возросла доля частных трейдеров в контрактах на акции Газпром и Лукойл, и снизилась в контрактах на индекс ММВБ. Таким образом, вновь подтвердились прежние приоритеты публики в производных на акции, в то время 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.

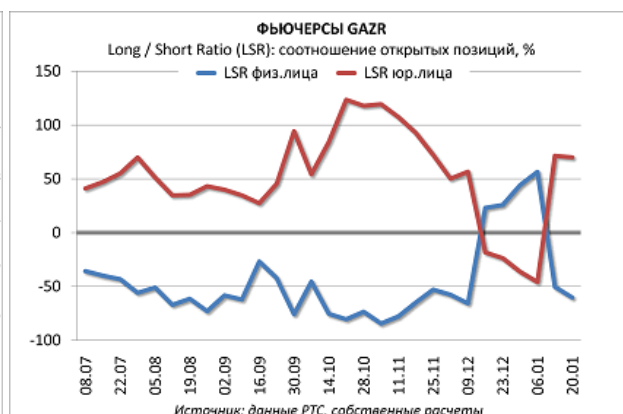
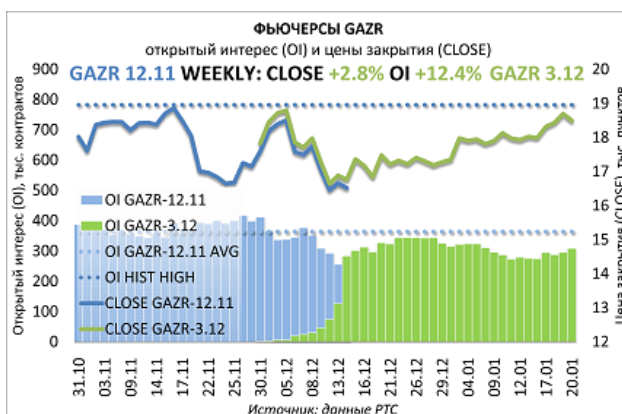
Еженедельный обзор срочного рынка SmartFORTS



В то время как новая попытка роста развивается удачнее чем предыдущая (+2.7%), мартовский контракт на индекс RTS продолжает наращивать открытые позиции (+5.6%), величина которых наконец достигла среднего значения OI за последний месяц декабрьского контракта. Динамика позиций Long / Short Ratio сохранила прежний тренд, в котором доминировали решительные покупки частных трейдеров против активных продаж юридических лиц.

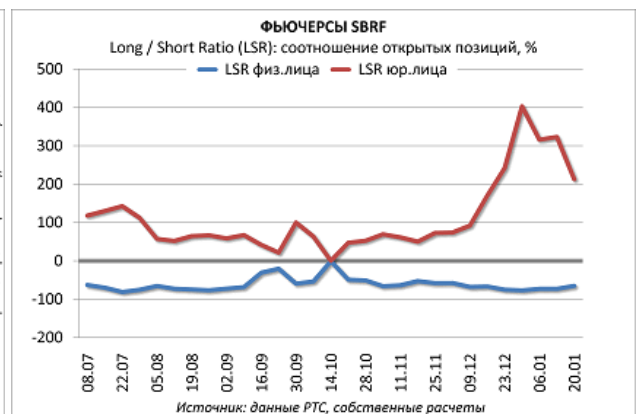
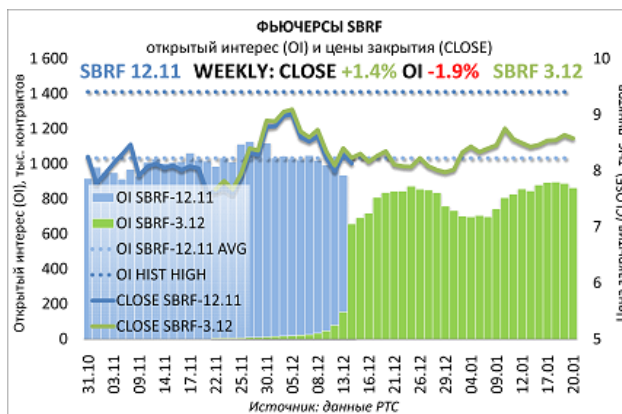


Новый шаг к прежним максимумам котировок (+1.5%) мартовский контракт на индекс ММВБ вновь подкрепил ощутимым приростом новых позиций (+10.3%), величина которых обновила прежний исторический максимум OI. И вновь, несмотря на существенный рост позиций, динамика Long / Short Ratio в эти дни отразила лишь доминирующие покупки малочисленной публики.

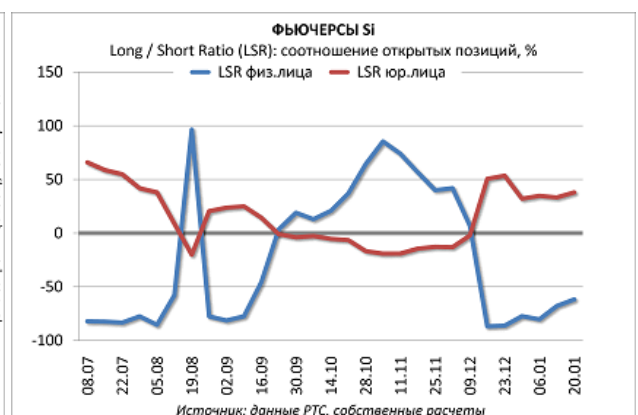
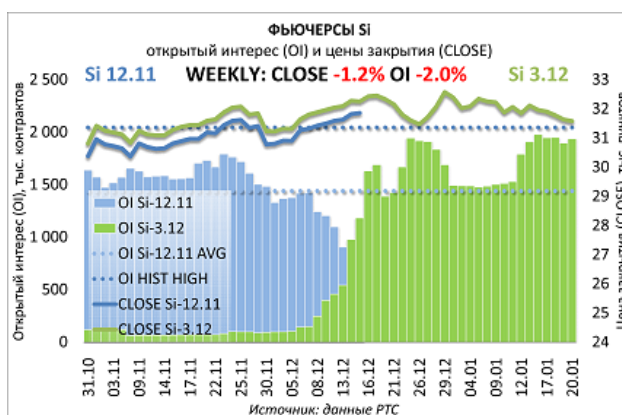


Выступив в этот раз не менее достойно в ценовой динамике (+2.8%) мартовский фьючерс на акции Газпром вернул себе часть прежних позиций (+12.4%). Динамика Long / Short Ratio за последнюю неделю не была столь впечатляющей: она лишь подтвердила смену парадигмы участников торгов, в которой доминирующие длинные позиции юридических лиц вновь противостоят коротким позициям частных трейдеров.

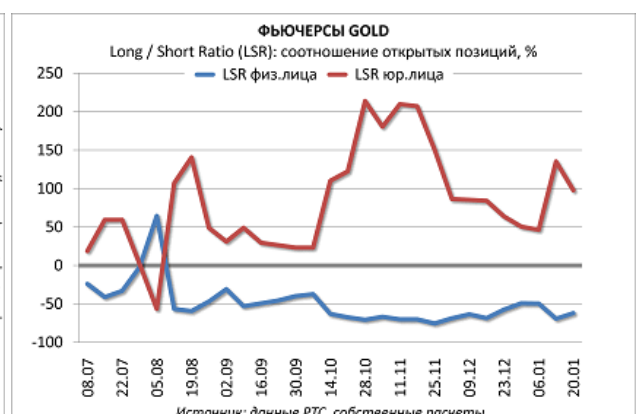
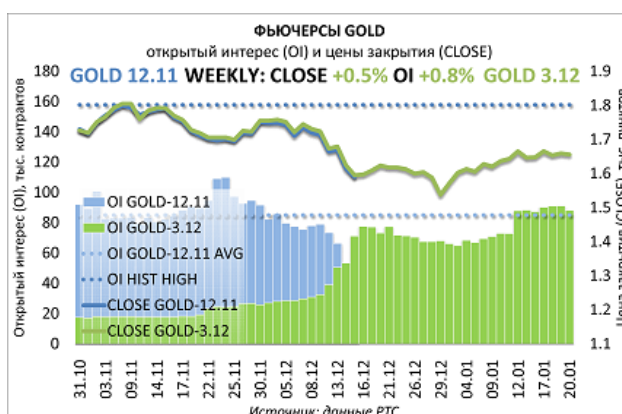
Еженедельный обзор срочного рынка SmartFORTS



Показав в эти дни рост немногим хуже рынка (+1.4%) мартовский фьючерс на акции Сбербанка уже успел потерять часть восстановленных ранее позиций (-1.9%), величина которых остается ниже среднего значения за последний месяц декабрьского контракта. В динамике Long / Short Ratio за последнюю неделю доминировали продажи со стороны институциональных клиентов.



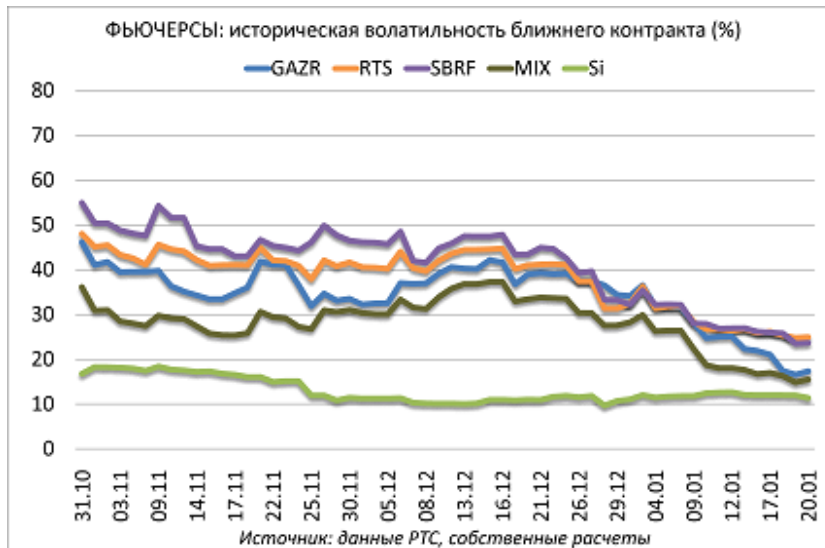
Рост отечественного фондового рынка на минувшей неделе закономерно поддержал дальнейшее снижение курса доллара США по отношению к российскому рублю (-1.2%), а вместе с ним сдержанно снижалась и величина открытых позиций в этом мартовском контракте (-2.0%). В динамике Long / Short Ratio при этом по-прежнему выделялись доминирующие покупки малочисленной публики.



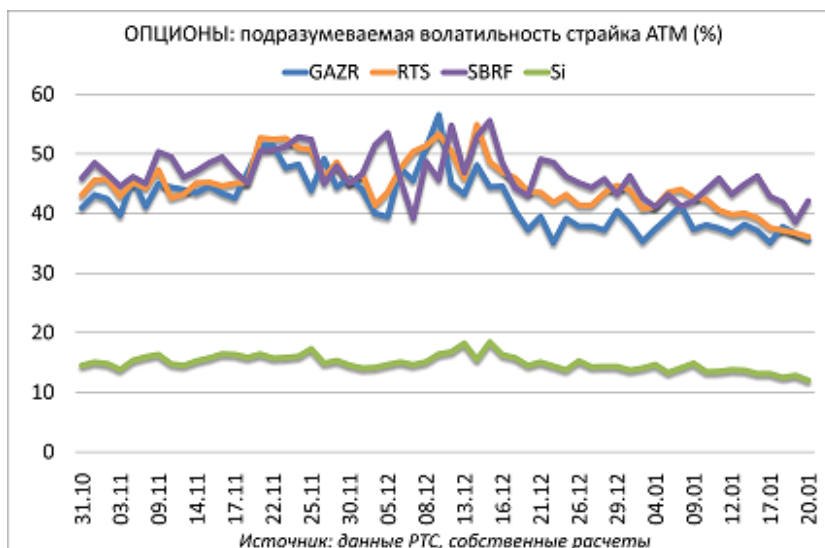
Оставаясь в границах нового диапазона консолидации (+0.5%), мартовский контракт FORTS на золотую тройскую унцию показал на вечерней сессии в пятницу 13 января мощный сквиз вниз на 50 долларов, что однако не поколебало позиции участников торгов, величина которых по итогам недели практически не изменилась (+0.8%). В динамике Long / Short Ratio за эти дни можно различить активные продажи институциональных клиентов против доминирующих покупок частных трейдеров.

Фьючерсы: историческая и подразумеваемая волатильность

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



Последовательный, хотя и сдержанный, рост рынка на минувшей неделе поддержал дальнейшее снижение значений 20-дневных серий исторической волатильности наиболее ликвидных фьючерсных контрактов, которые вновь обновили свои квартальные минимумы HV. Диапазон значений наблюдаемой группы фондовой секции к концу недели составил: от 16% HV фьючерса на индекс ММВБ до 25% HV фьючерса на индекс RTS.

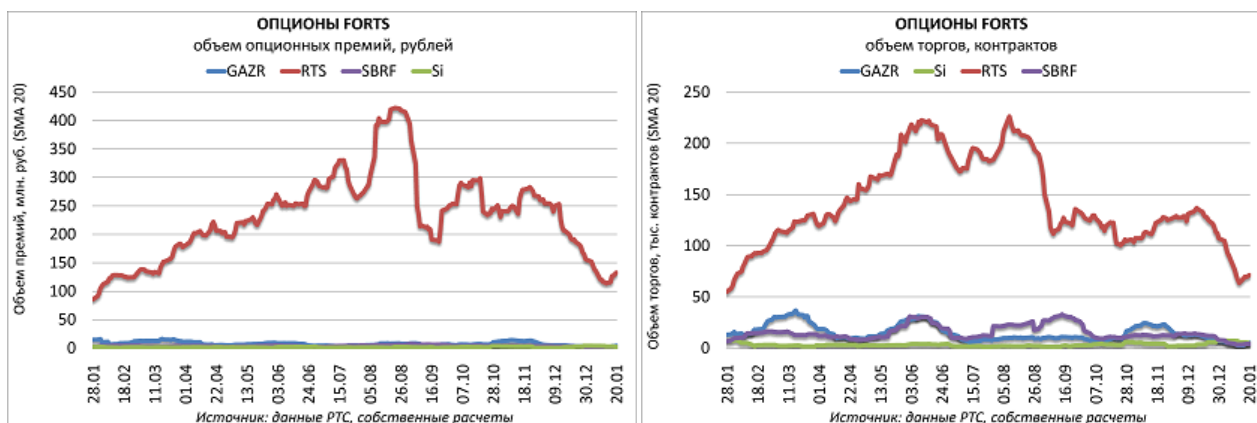


Подразумеваемая волатильность (IV) центральных страйков (ATM) в наиболее ликвидной серии индекса RTS также показала устойчивую тенденцию к снижению, чего нельзя сказать о других сериях, где разброс значений на тонком рынке затрудняет выявление какого-либо тренда в новом диапазоне: от 36% IV серии Газпром и индекса RTS до 42% IV серии Сбербанка.

IV серии фьючерса на доллар США тем временем также заметно снизилась 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 показателем объема торгов в рублях, рассчитываемого биржей как произведение физического объема торгов опционных десков и величины страйков в рублевом выражении.

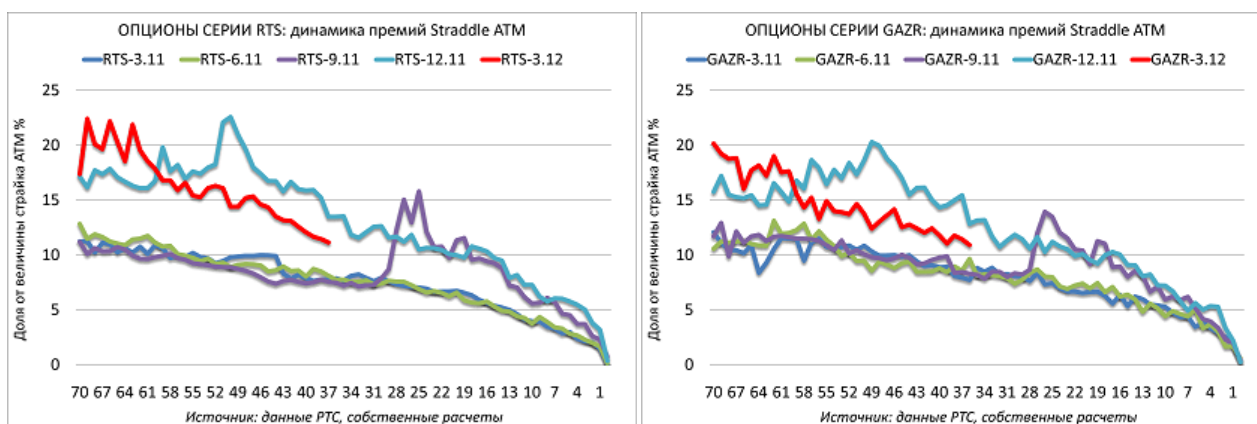


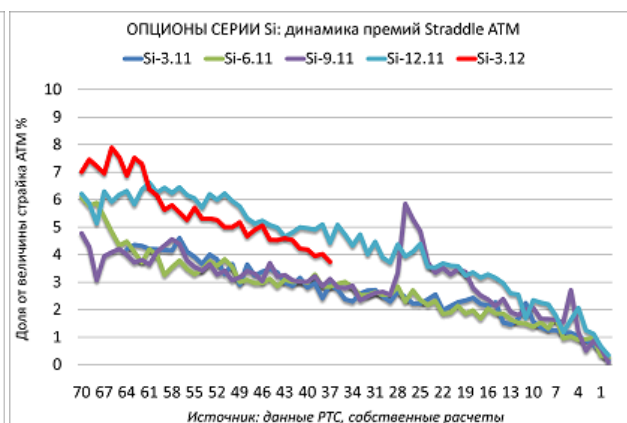
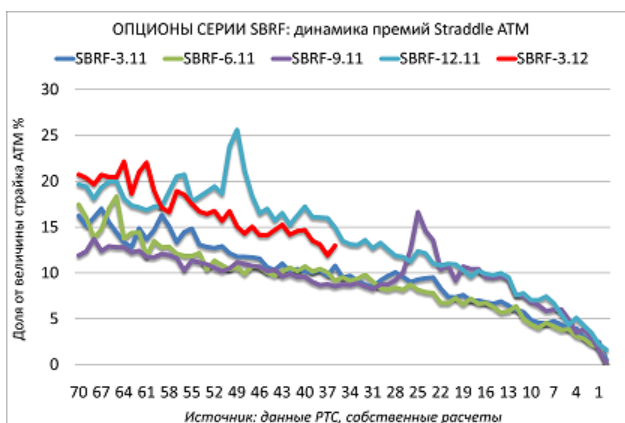
Объемы торгов на ведущих опционных десках, пережив в первую неделю января сжатие до годового минимума, после восстановления на предыдущей неделе оставались на прежних уровнях (дески индекса RTS, Сбербанка), либо продолжали нарастать (дески Газпрома и доллара США). При этом активность деска Газпрома была сосредоточена всего в паре-тройке крупных сделок с участием частных трейдеров, а темпы восстановления на опционном деске фьючерса на доллар США пока остаются весьма низкими.

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 центральных Straddle мартовских серий ведущих опционных десков фондовой секции на минувшей неделе продолжили уверенное снижение, достигнув уровня 11% от ATM страйка на досках индекса RTS и Газпром и 12% от ATM страйка на доске более волатильного Сбербанка, перебираясь в среднюю часть диапазона премий предыдущих квартальных серий. Премии Straddle ATM опционного деска фьючерса на доллар США тем временем закрепились ниже 4% от величины центрального страйка, что также является средним значением на рассматриваемой глубине исторических данных.

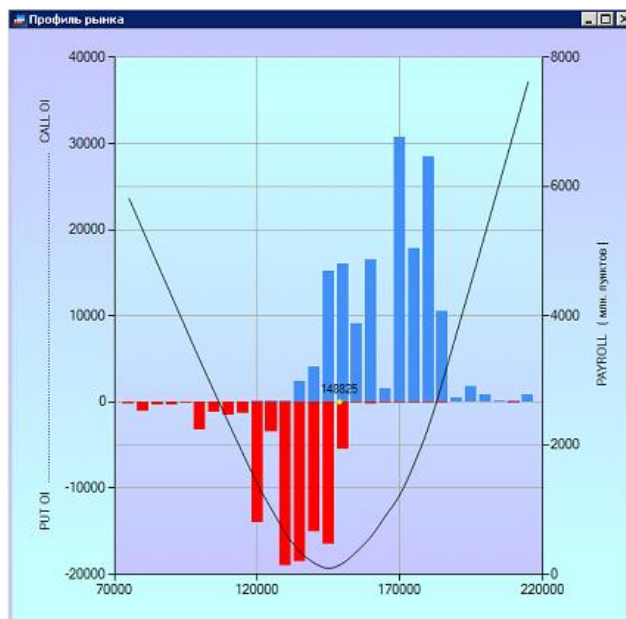
Опционы: профиль открытого интереса по страйкам

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 Payoff - величина выплат при экспирации на каждом страйке в млн. рублей.

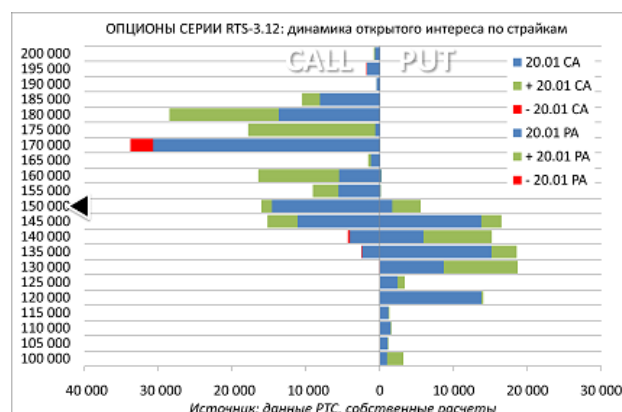
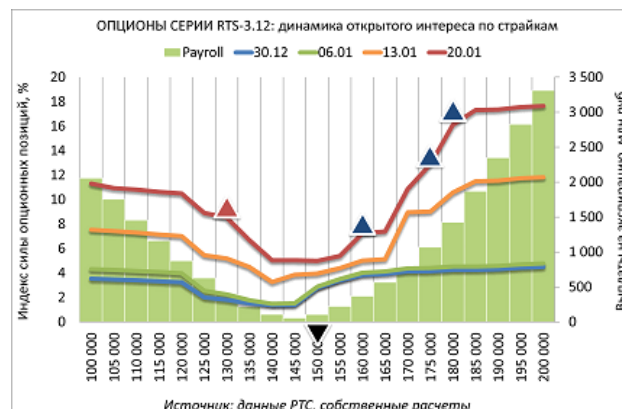
Дополнительный профиль открытого интереса опционных серий (горизонтальные гистограммы) выполняет свою задачу: более наглядно представить динамику последней недели торгов. Трактуются его значения очень просто: открытый интерес каждого страйка по опционам CALL откладывается влево, по опционам PUT - вправо 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-3.12 исполнение 15.03.2012

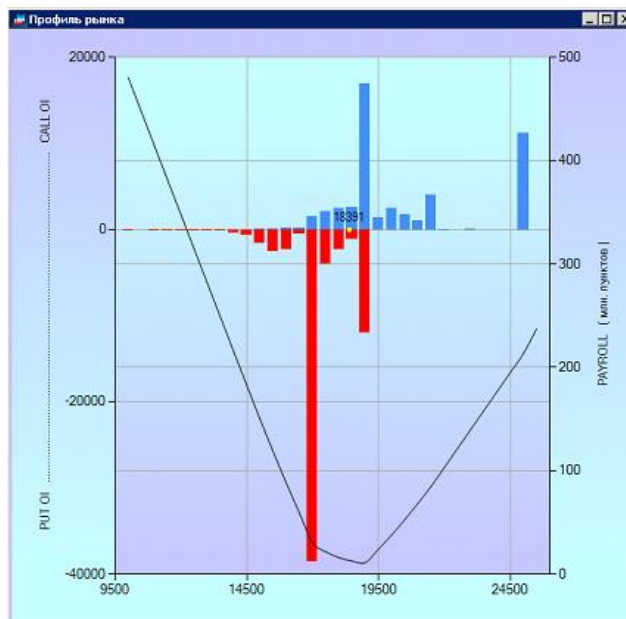


Источник: данные РТС, терминал [SmartDeskPRO](#) - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.

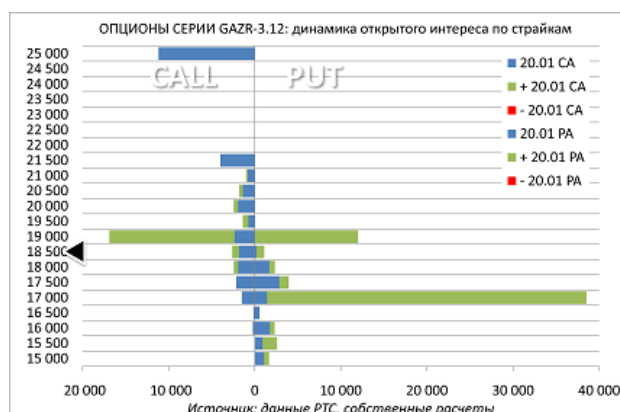
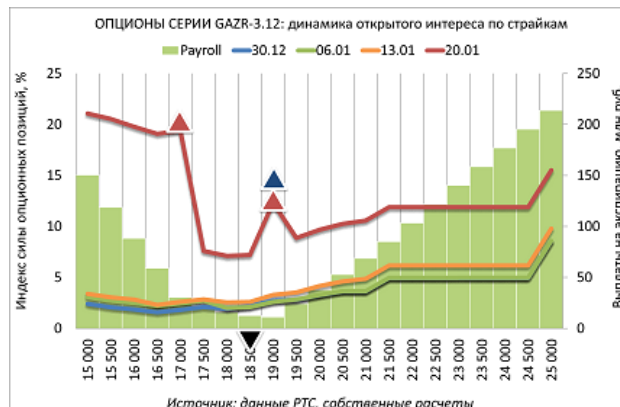


Обороты опционных серий индекса RTS сохранились на уровне предыдущей недели, что в полтора раза выше среднего значения за последний месяц. Соотношение по объемам торгов на этот раз установилось на стороне опционов CALL (PCR by Volume за неделю 75%), а лидерами по динамике открытого интереса стали позиции PUT в **130,000** страйке и позиции CALL в **160,000**, **175,000** и **180,000** страйках. В динамике Long / Short Ratio за последнюю неделю доминировали «бычьи» настроения институциональных клиентов (доминирующие покупки опционов CALL и продажи опционов PUT) против встречной «медвежьей» активности физических лиц. В профиле открытого интереса мартовской серии с новыми крупными позициями получил подтверждение потенциальный верхний опционный барьер в **170,000** страйке, хотя часть его позиций в эти дни была роллирована. Текущие котировки фьючерсного контракта остаются в широком диапазоне минимума профиля, а также вблизи минимума функции Payroll, ожидающего экспирацию серии в районе **145,000** страйка.

Опционный деск серии GAZR-3.12 исполнение 14.03.2012

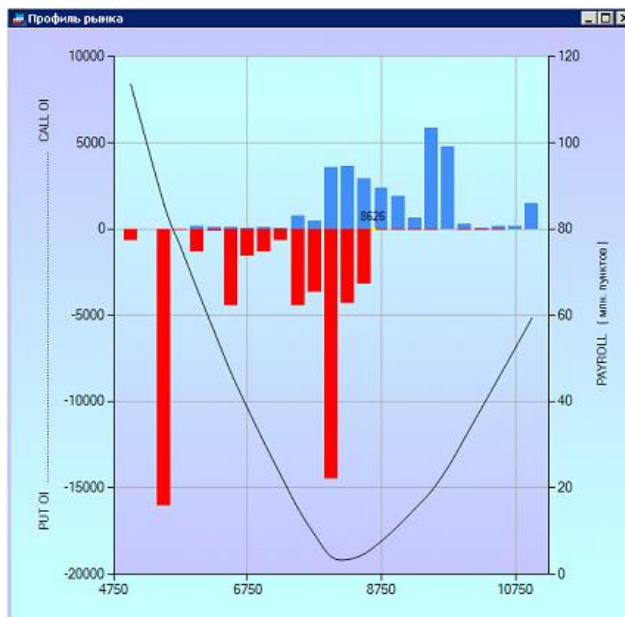


Источник: данные РТС, терминал [SmartDeskPRO](#) - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.

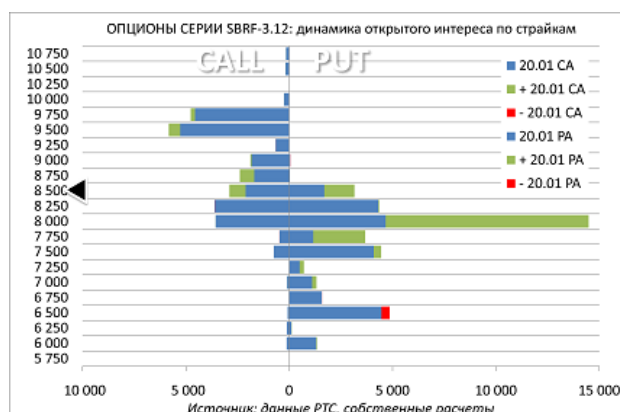
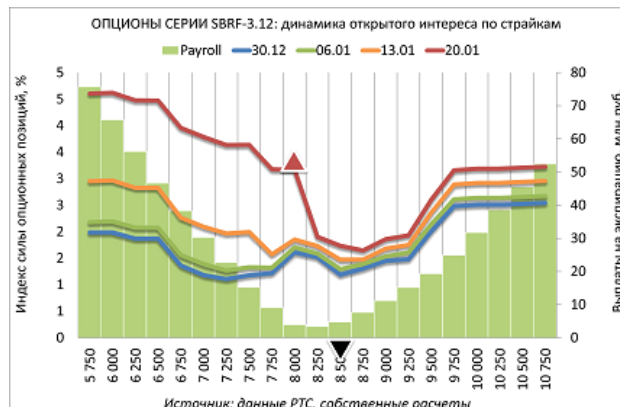


Обороты опционных серий Газпром стремительно возросли и составили величину более чем в пять раз выше среднего значения за последний месяц! Соотношение по объемам торгов решительно изменилось в пользу опционов PUT (PCR by Volume за неделю 216%), а лидерами по динамике открытого интереса стали позиции PUT в **17,000** и **19,000** страйках, а также позиции CALL в **19,000** страйке. Баланс Long / Short Ratio отразил доминирующую активность публики в покупке опционов PUT, которая была поддержана продажами со стороны юридических лиц. Всего несколько крупных сделок за последние дни преобразили профиль открытого интереса мартовской серии: теперь здесь доминирует позиция PUT в **17,000** страйке, на фоне которой теряется даже прежний лидер – крупный задел в опционах CALL **25,000** страйка. Текущие котировки базисного актива переместились в зону нового минимума функции Payroll, ожидающего экспирацию серии в районе **18,500 - 19,000** страйков.

Опционный деск серии SBRF-3.12 исполнение 14.03.2012

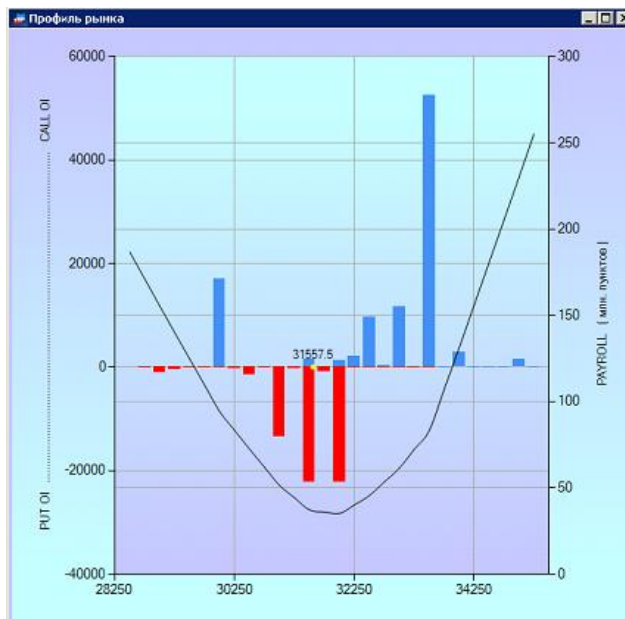


Источник: данные РТС, терминал [SmartDeskPRO](#) - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.

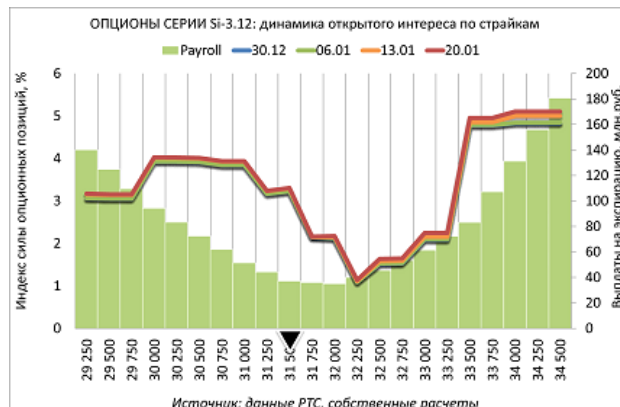


Объемы опционного деска Сбербанка оставались на уровне предыдущей недели, что более чем в полтора раза выше невзрачного среднего значения за последний месяц. В соотношении по объемам торгов вновь доминировали опционы PUT (PCR by Volume за неделю 273%), а лидером по динамике открытого интереса стали позиции PUT в **8,000** страйке. Динамика Long / Short Ratio за неделю показала, что активными покупателями опционов PUT выступали частные трейдеры против доминирующих продаж институциональных клиентов. Позиции профиля открытого интереса мартовской серии по итогам недели получили потенциальный нижний опционный барьер в **8,000** страйке, хотя даже эти позиции обладают низким потенциалом влияния на динамику базисного актива, текущие котировки которого остаются вблизи минимума функции Payroll, с ожиданием экспирации серии в диапазоне **8,000 – 8,250** страйков.

Опционный деск серии Si-3.12 исполнение 15.03.2012



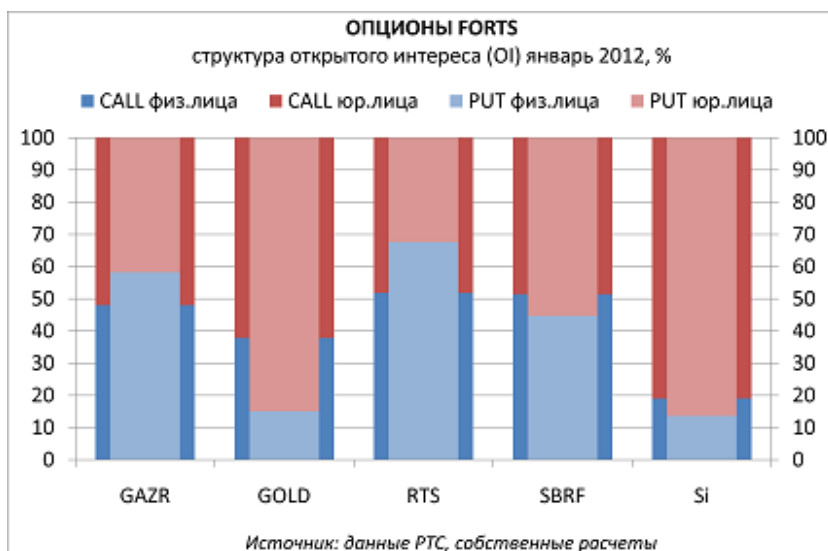
Источник: данные РТС, терминал [SmartDeskPRO](#) - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.



Темпы восстановления торговой активности опционных серий фьючерса на доллар США остаются крайне низкими: хотя относительно предыдущей недели обороты поднялись без малого вдвое, величина их составила чуть более одной пятой среднего значения за последний месяц. По итогам немногочисленных сделок соотношение по объемам торгов между опционами CALL и PUT было близко к состоянию паритета (PCR by Volume за неделю 100%), без значимых лидеров по динамике открытого интереса в отдельных страйках. Баланс позиций в группах участников торгов Long / Short Ratio с обеих сторон опционного деска остался без значимых изменений. Профиль открытого интереса мартовской серии также сохранил прежнюю конфигурацию, скромные позиции которой еще не обладают потенциалом влияния на динамику базисного актива, текущие котировки которого остаются в зоне минимума функции Payroll, ожидающего экспирацию серии в диапазоне **31,500 – 32,000** страйков.

Опционы: соотношение опционов PUT и CALL

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

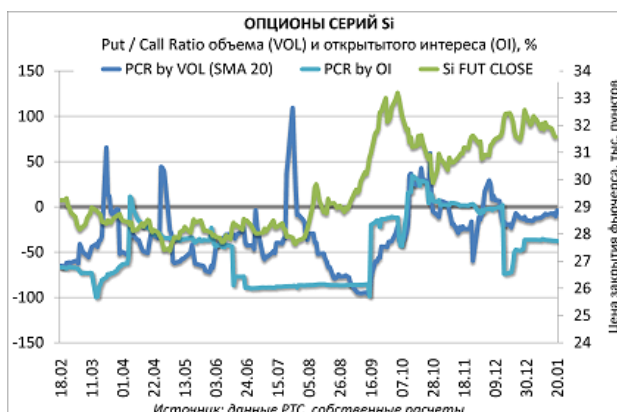
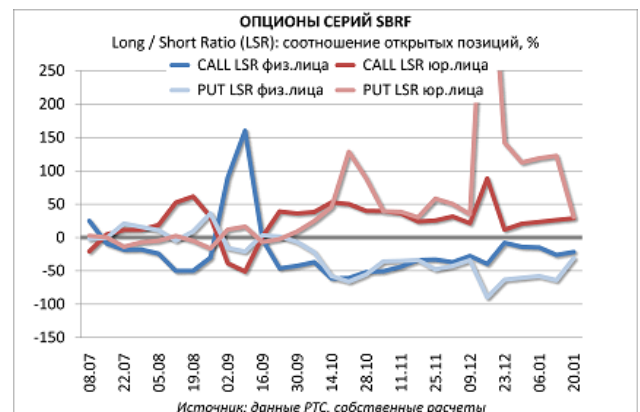
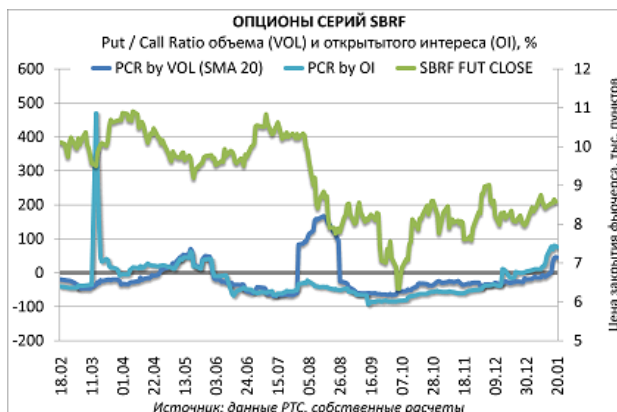
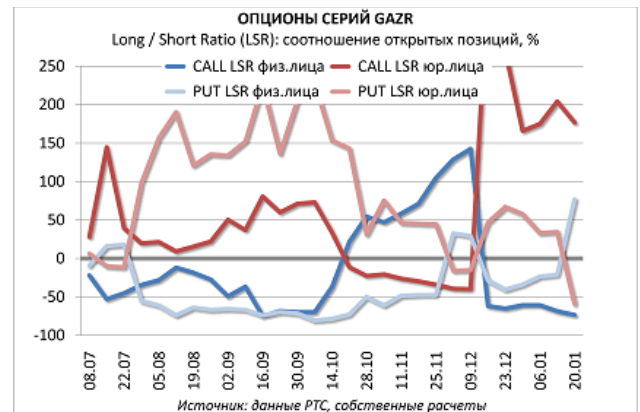
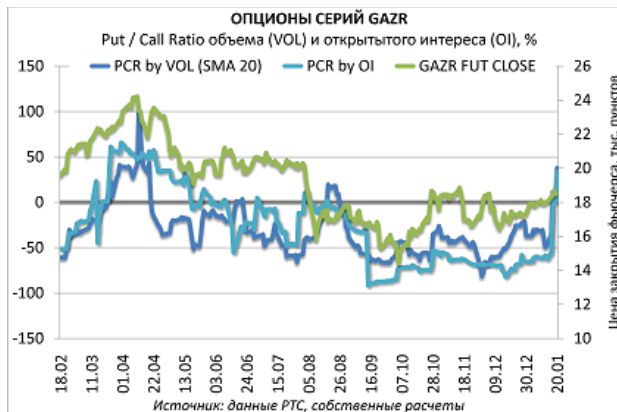
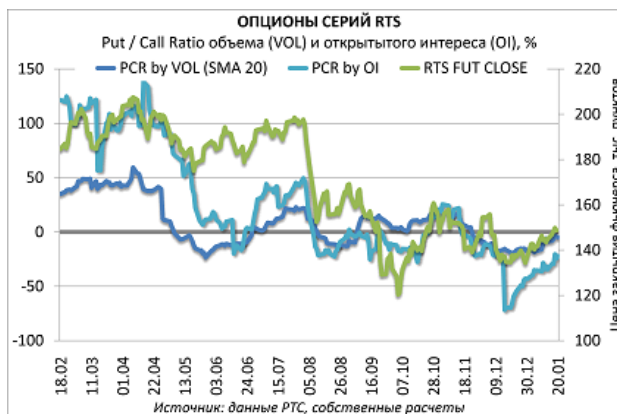


В январе соотношение позиций между выделяемыми категориями участников торгов существенно изменилось: возросла доля частных трейдеров на доске Газпром, в опционах PUT на доске RTS и в опционах CALL на доске Сбербанка. По-прежнему отличительной чертой в сегменте опционов FORTS остается существенная доля физических лиц, которая, например, на наиболее ликвидном доске индекса RTS составляет более половины открытых позиций CALL и PUT.

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 досок.

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 $HV = \text{СТАНДОТКЛОНП (ДИАПАЗОН 20 ДНЕЙ)} * \text{КОРЕНЬ (250 / 1)}$, где каждое значение в диапазоне = $\text{LN (CLOSE}^0 / \text{CLOSE}^{-1})$ – 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

Александр Кулебякин

начальник отдела

Антон Алехин

Татьяна Жук

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.