

Эй, быки и носороги, выходите из берлоги

В то время как фьючерс на доллар США ставит все новые рекорды по величине открытых позиций, производные фондовой секции взирают на восходящий тренд без особого энтузиазма.

06.02.2012

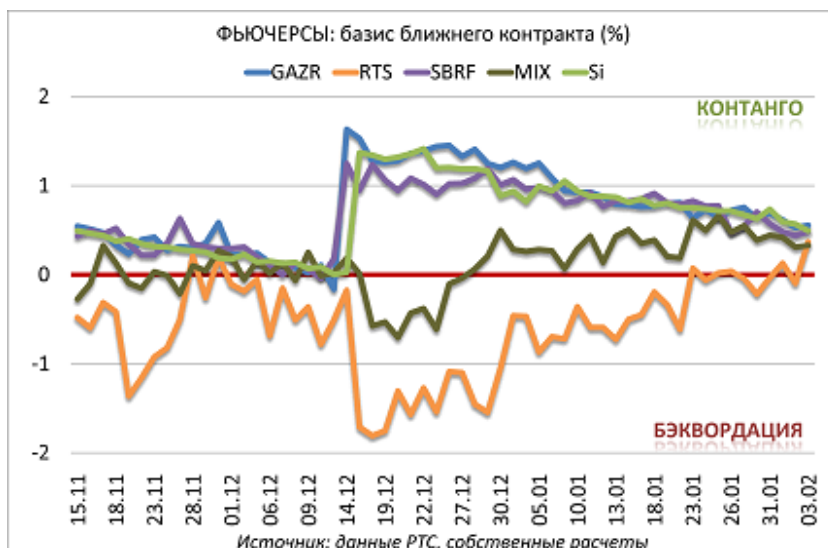
Алексей Берзин

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

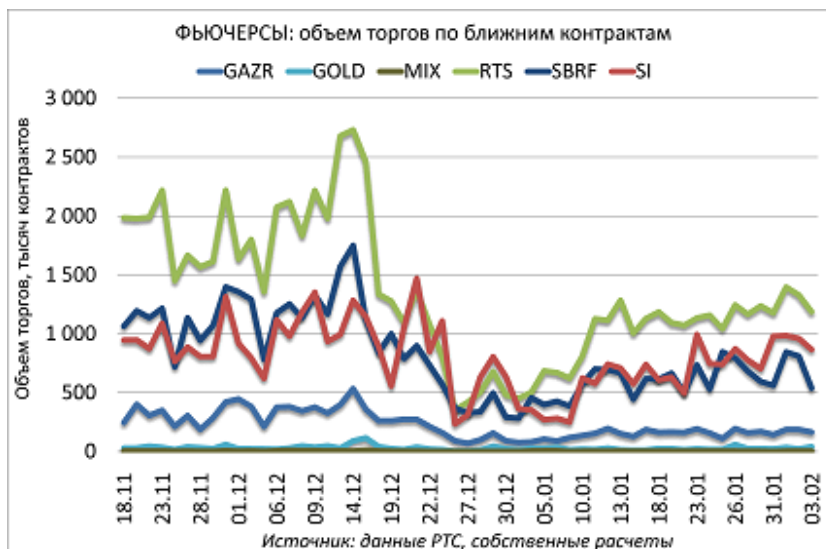
Фьючерсы: базис ближнего контракта

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



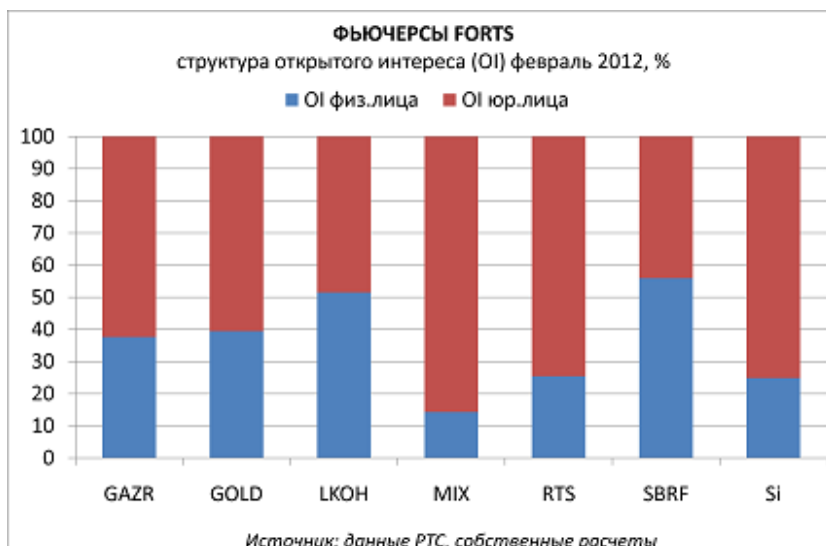
Базисы мартовских, наиболее ликвидных фьючерсных контрактов в минувшую пятницу неожиданно оказались в узком диапазоне значений зоны контанго: от 0.3% до 0.5%, где наиболее редким гостем стал базис фьючерса на индекс RTS, закрепившийся неделей ранее около нулевой отметки.

Фьючерсы: динамика объемов торгов, цен закрытия и открытого интереса



Уверенный восходящий тренд рынка по-прежнему слабо поддержан динамикой оборотов наиболее ликвидных фьючерсных контрактов фондовой секции, которые хотя и показали в моменте неплохой подъем, но устойчивый рост торговой активности пока так и не сформирован. В свою очередь обороты фьючерса на доллар США и контракта на золотую тройскую унцию сохранялись на повышенном уровне и даже продолжали нарастать.

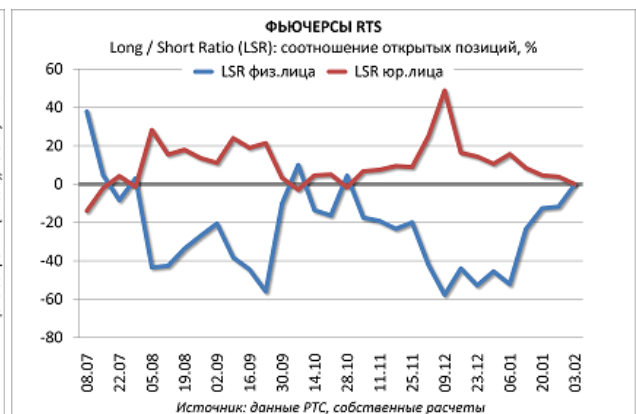
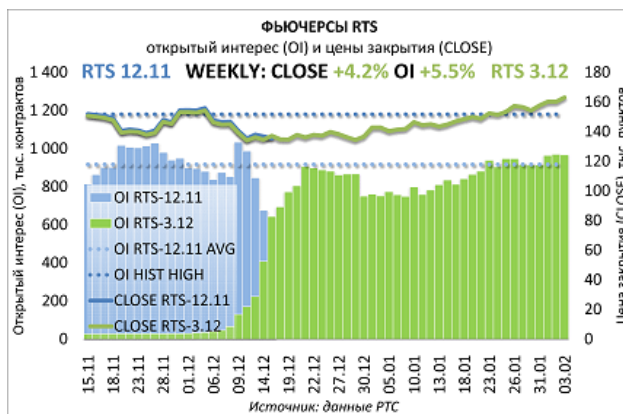
С 1 июля этого года по распоряжению ФСФР на сайте РТС стала доступна информация об открытых позициях по производным финансовым инструментам с разбивкой данных по физическим и юридическим лицам.



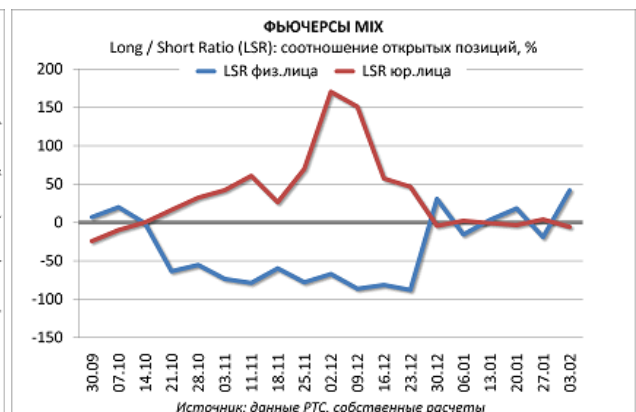
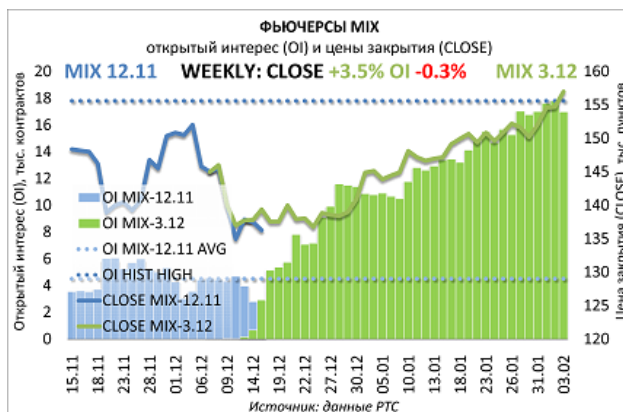
В начале февраля в целом сохранилось прежнее распределение позиций в наиболее ликвидных контрактах между группами участников торгов, в котором по-прежнему выделяются приоритеты публики в производных на акции, в то время как институциональные клиенты продолжают доминировать в контрактах на индексы, валюту 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.

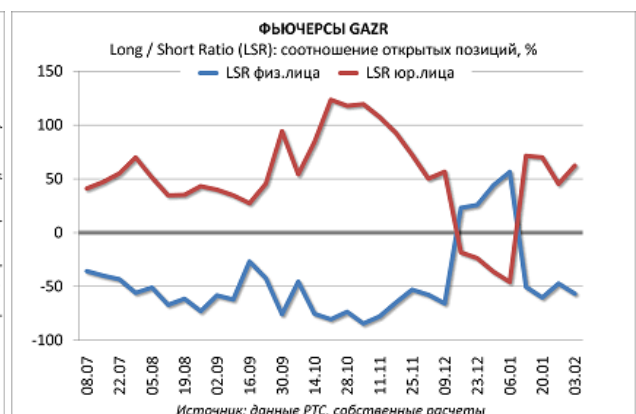
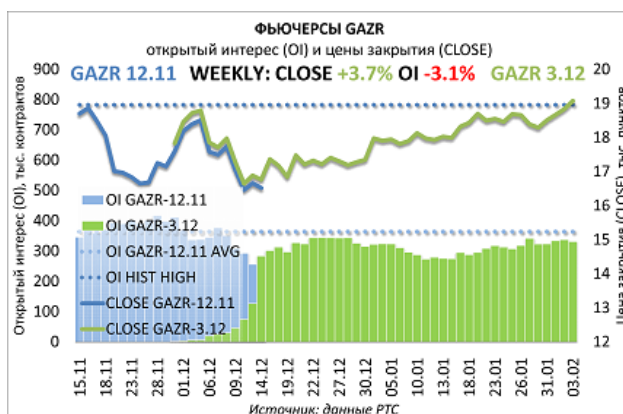
Еженедельный обзор срочного рынка SmartFORTS



Удивительно, но устойчивый рост рынка по тренду (+4.2%) по-прежнему получает весьма сдержанную поддержку в динамике открытых позиций (+5.5%). Особенностью минувшей недели в динамике Long / Short Ratio стали доминирующие покупки частных трейдеров против активных продаж со стороны институциональных клиентов.

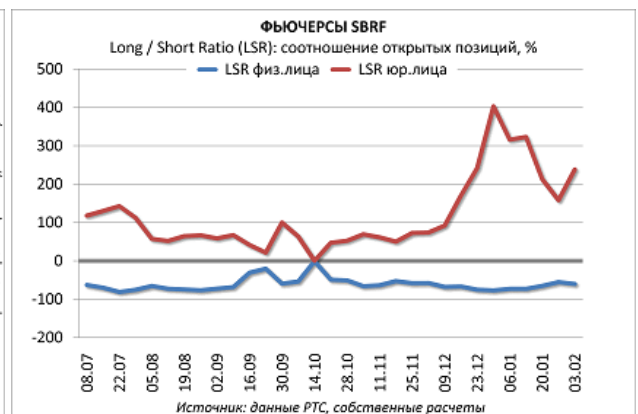
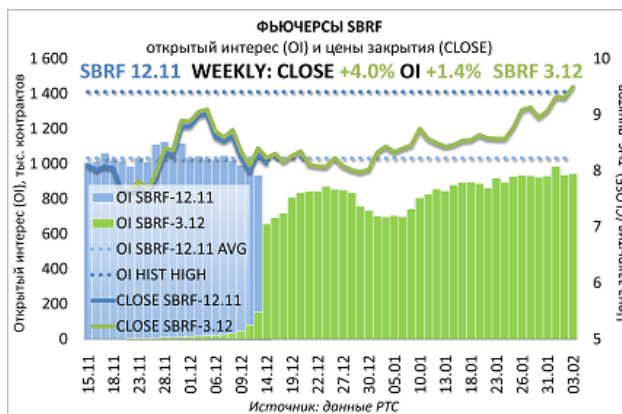


Продолжение восходящего тренда в эти дни (+3.5%) обеспечило поддержку стремительному набору позиций в мартовском контракте на индекс ММВБ до нового исторического максимума OI, но уже в пятницу величина открытых позиций сократилась до уровня предыдущей недели (-0.3%). На этот раз, судя по динамике Long / Short Ratio, в настроениях малочисленной публики доминировали покупки.

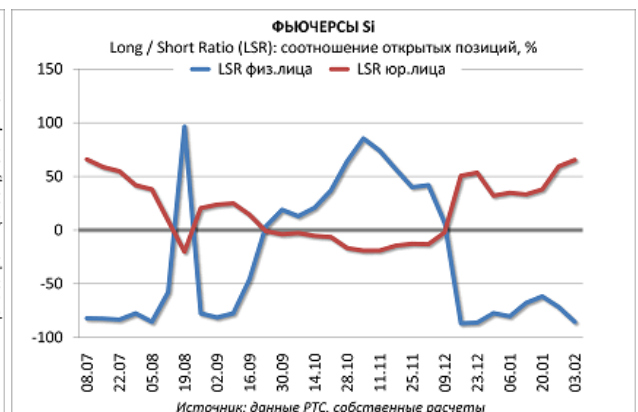
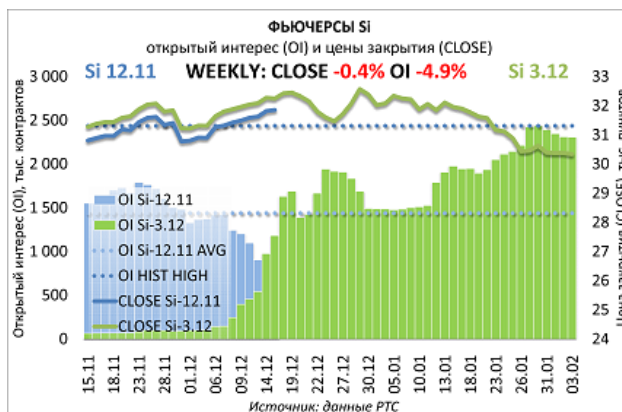


В то время как динамика котировок мартовского фьючерса на акции Газпром наконец подхватила рыночный тренд (+3.7%), часть игроков поспешила закрыть свои позиции, в связи с чем величина OI за эти дни заметно сократилась (-3.1%). Изменения в балансе Long / Short Ratio при этом показали доминирующие покупки юридических лиц против небольшой распродажи со стороны частных трейдеров.

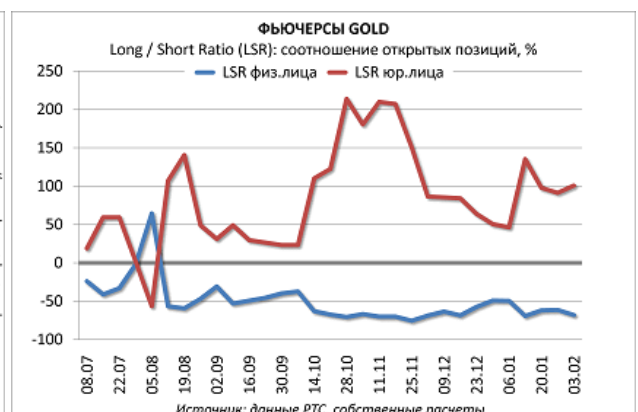
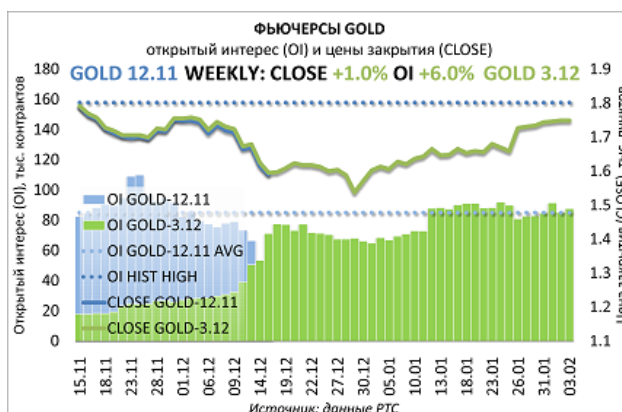
Еженедельный обзор срочного рынка SmartFORTS



Сохраняя стремительный рост котировок (+4.0%) мартовский фьючерс на акции Сбербанка вторую неделю подряд демонстрирует весьма сдержанную поддержку участниками торгов в динамике открытых позиций (+1.4%), величина которых все еще остается ниже среднего значения за последний месяц декабрьского контракта. Основные изменения в балансе позиций Long / Short Ratio при этом пришлись на доминирующие покупки со стороны институциональных клиентов.



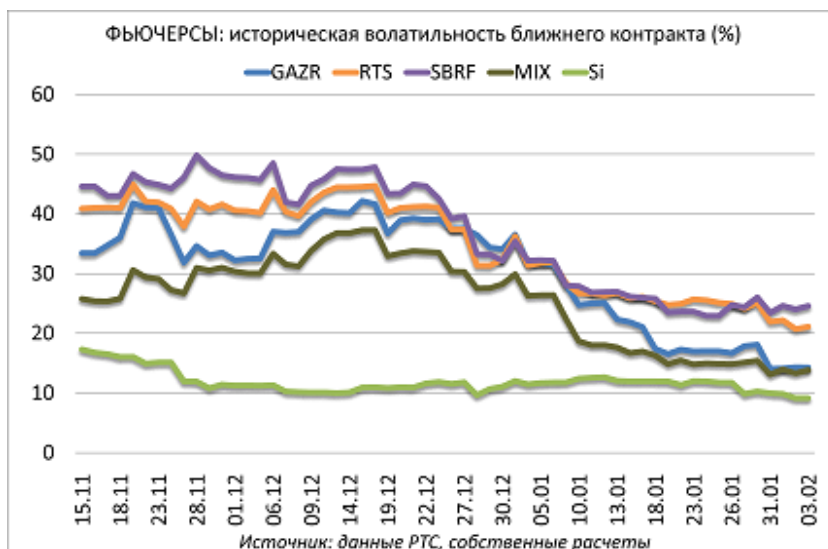
За время пока курс доллара США по отношению к российскому рублю всю минувшую неделю находился в новом диапазоне консолидации (-0.4%), величина открытых позиций в мартовском контракте возросла до нового исторического максимума OI в понедельник и существенно снизилась в последующие дни (-4.9%). В динамике Long / Short Ratio сохранился прежний тренд, в котором активные продажи небольшой группы частных трейдеров развиваются против доминирующих покупок юридических лиц.



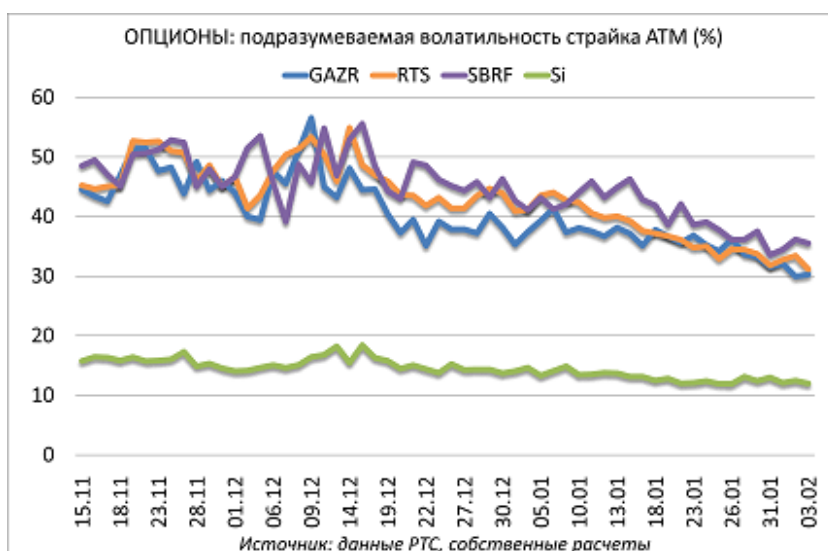
Мировые цены на золото продолжили рост в более размеренном темпе (+1.0%), а мартовский контракт FORTS на золотую тройскую унцию тем временем благополучно восстановил ранее утраченные позиции (+6.0%). В динамике Long / Short Ratio на этой площадке с небольшим перевесом доминировали покупки институциональных клиентов.

Фьючерсы: историческая и подразумеваемая волатильность

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



Еще одна неделя уверенного восходящего тренда сохранила значения 20-дневных серий исторической волатильности наиболее ликвидных фьючерсных контрактов на прежних уровнях с едва заметным снижением и обновлением квартальных минимумов HV. Диапазон значений фондовой секции: от 14% HV фьючерса на индекс ММВБ и акции Газпром до 25% HV фьючерса на акции Сбербанка. HV фьючерса на доллар США в эти дни также снижалась и достигла 9%.

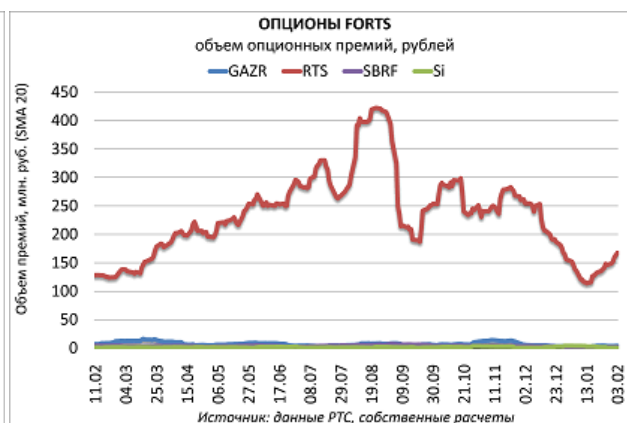
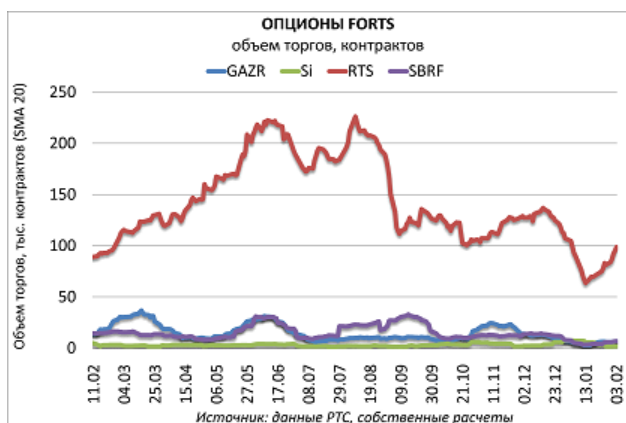


Подразумеваемая волатильность (IV) центральных страйков (ATM) наиболее ликвидных десков фондовой секции, несмотря на устойчивый рост рынка, снижалась крайне неохотно в новом диапазоне значений: от 30% IV серии Газпром до 36% IV серии Сбербанка.

Колебания курса доллара США к рублю в новом диапазоне консолидации привело к тому, что IV этой серии за неделю также 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.

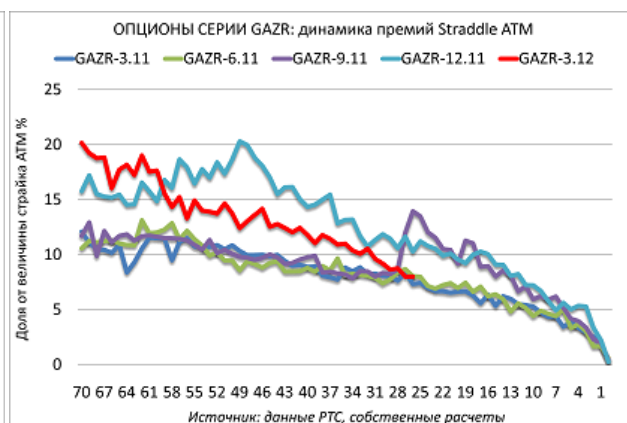
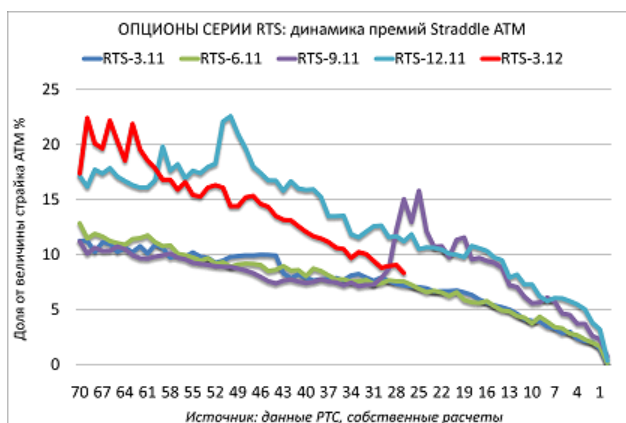


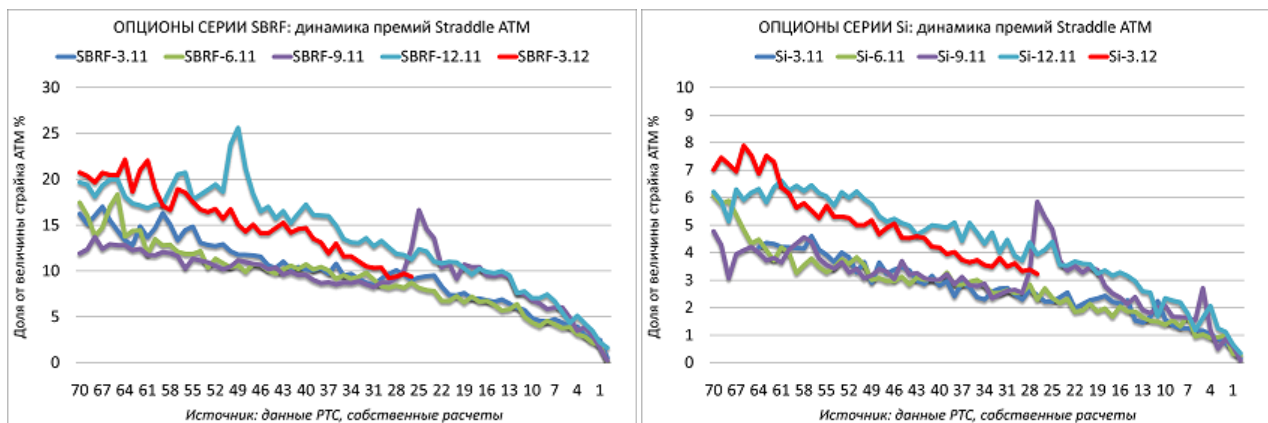
Обороты на ведущих опционных десках вновь существенно сократились, так и не успев восстановиться до прошлогодних значений, лишь на наиболее ликвидном деске индекса РТС они сохранились на уровне предыдущей недели.

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 продолжали снижаться, но достигнутые уровни на этот раз отличались: до уровня 8% от ATM страйка опустились премии серий индекса RTS и Газпром, и 9% достигли премии серии Сбербанка. При этом все перечисленные оказались в нижней части диапазона премий предыдущих квартальных серий. Премии Straddle ATM опционного деска фьючерса на доллар США сдержанно снизились до 3.2% от величины центрального страйка, оставаясь ближе к средним значениям на рассматриваемой глубине исторических данных.

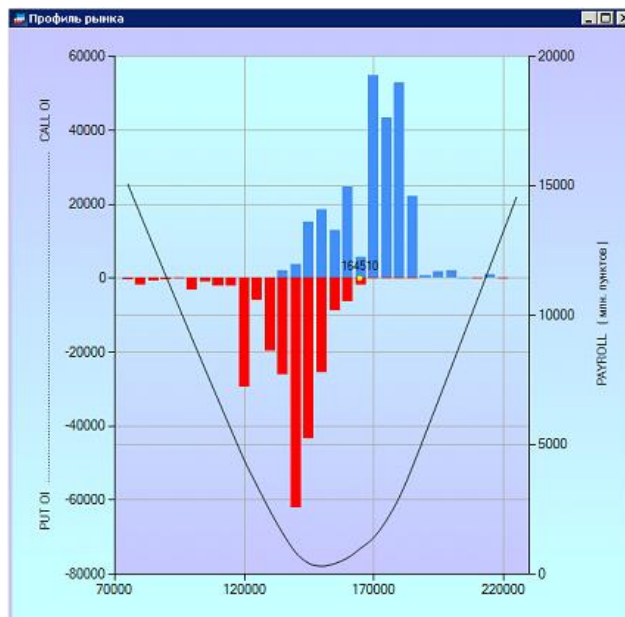
Опционы: профиль открытого интереса по страйкам

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

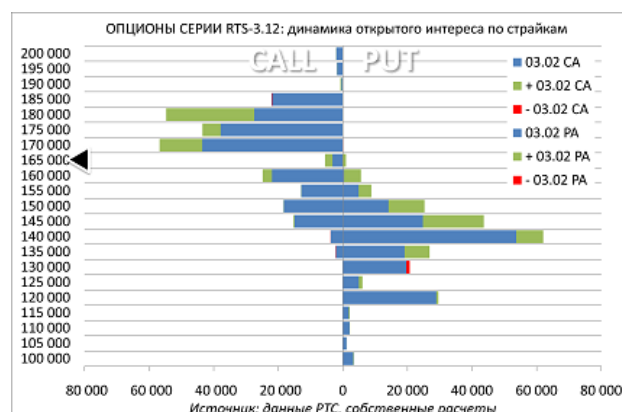
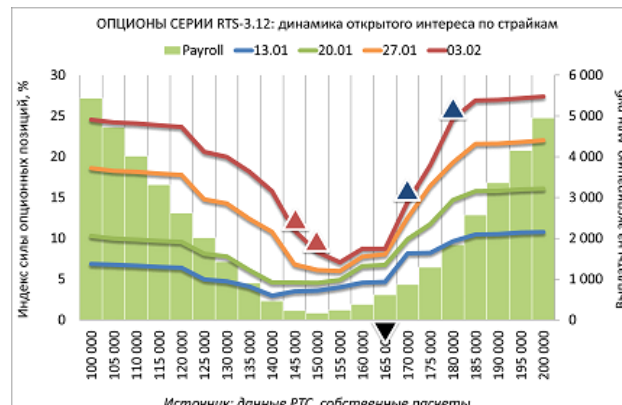
Дополнительный профиль открытого интереса опционных серий (горизонтальные гистограммы) выполняет свою задачу: более наглядно представить динамику последней недели торгов. Трактуются его значения очень просто: открытый интерес каждого страйка по опционам CALL откладывается влево, по опционам PUT - вправо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

Помимо этого, представляя профиль открытого интереса, мы решили отказаться от простой суммы позиций опционов PUT и CALL со статусом ATM и ITM на каждом страйке (левая шкала первой диаграммы), которая сама по себе малоинформативна, в пользу ее отношения к величине открытых позиций базисного актива. Например, индекс силы опционных позиций 40% означает, что в этом страйке на динамику базисного актива будут оказывать влияние опционные позиции «в деньгах» и «на деньгах» совокупной величиной 40% от текущего значения OI фьючерсного контракта. Традиционная конфигурация профиля от этого не изменилась, а его значения стали более информативными.

Опционный деск серии RTS-3.12 исполнение 15.03.2012

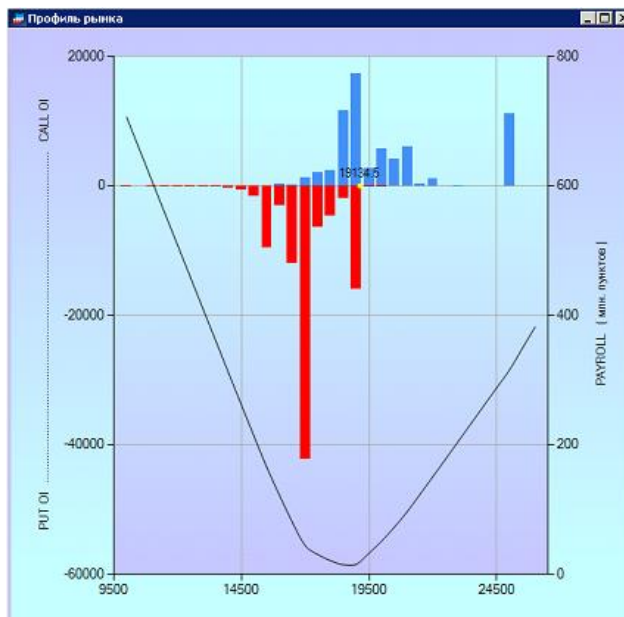


Источник: данные РТС, терминал [SmartDeskPRO](#) - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.

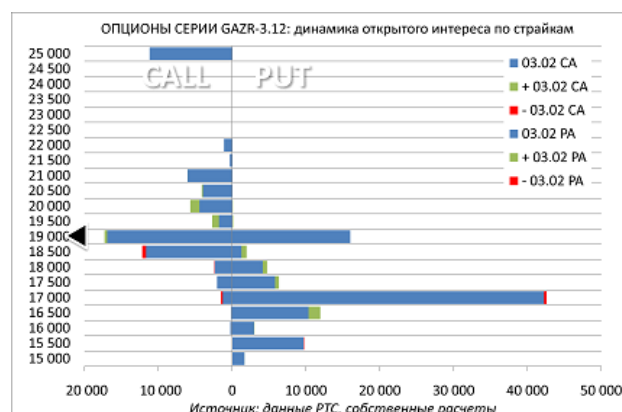
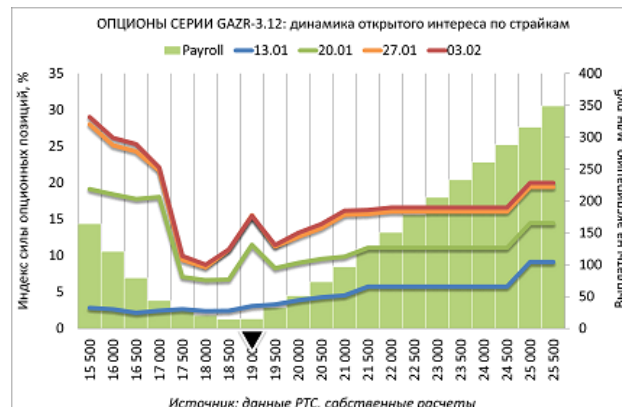


Обороты опционных серий индекса RTS сохранились на прежнем уровне, что на треть выше среднего значения за последний месяц. Преимущество по объемам торгов оставалось на стороне опционов PUT (PCR by Volume за неделю 125%), а лидерами по динамике открытого интереса стали позиции PUT в **145,000** и **150,000** страйках и позиции CALL в **170,000** и **180,000** страйках. При этом существенных перемен в балансе открытых позиций Long / Short Ratio обеих групп частных торгов не произошло. В профиле открытого интереса мартовской серии заметно укрепились верхний опционный барьер в **170,000** страйке и нижний в **140,000** страйке, подтвердив диапазон потенциальных движений базисного актива возросшим индексом силы опционных позиций. Текущие котировки фьючерсного контракта подошли к верхней границе этого диапазона, оставив позади минимум функции Payroll, ожидающий экспирацию серии около **150,000** страйка.

Опционный деск серии GAZR-3.12 исполнение 14.03.2012

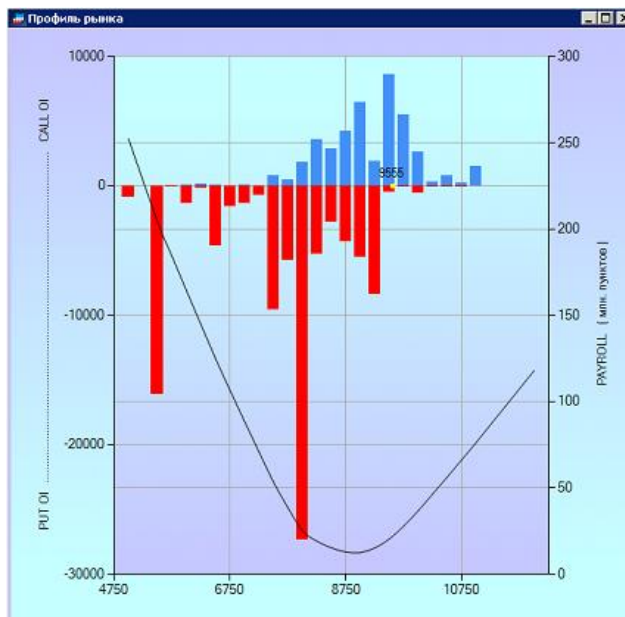


Источник: данные РТС, терминал [SmartDeskPRO](#) - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.

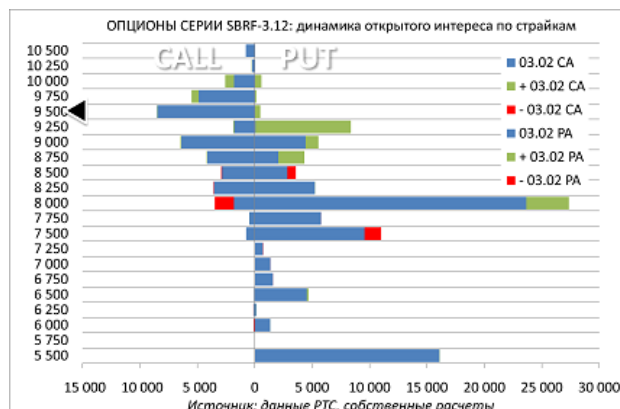
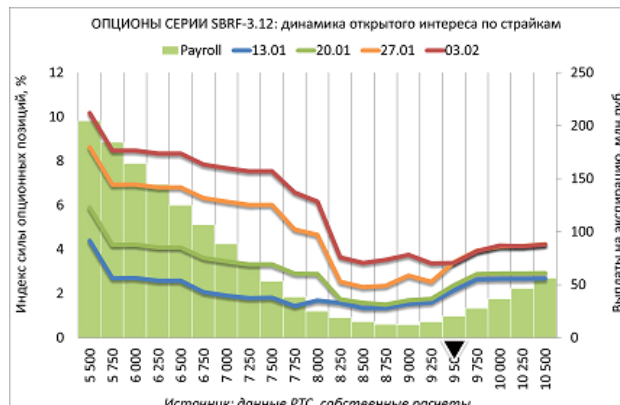


Обороты опционных серий Газпром продолжали сокращаться, показав результат на треть ниже среднего значения за последний месяц. В соотношении по объемам торгов ощутимо доминировали опционы CALL (PCR by Volume за неделю 55%), без явных лидеров по динамике открытого интереса в отдельных страйках. На этот раз в балансе Long / Short Ratio за минувшую неделю динамику задавали активные покупки опционов CALL со стороны юридических лиц. В профиле открытого интереса мартовской серии по-прежнему доминируют крупная позиция PUT в **17,000** страйке и потенциальный верхний уровень сопротивления в **19,000** страйке. Текущие котировки базисного актива при этом остаются в зоне минимума функции Payroll, ожидающего экспирацию серии в интервале **18,500 - 19,000** страйков.

Оptionный деск серии SBRF-3.12 исполнение 14.03.2012

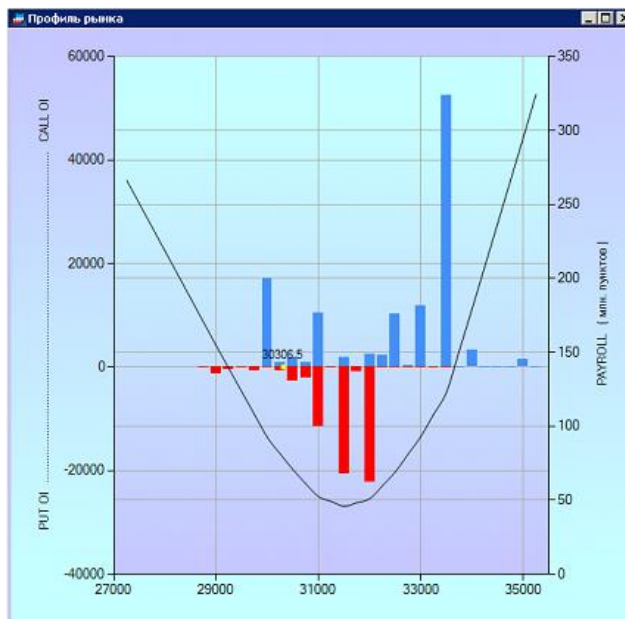


Источник: данные РТС, терминал [SmartDeskPRO](#) - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.

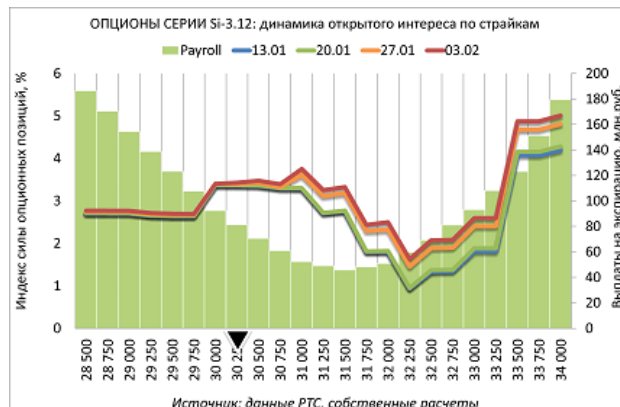


После некоторого оживления на опционном деске Сбербанка в предыдущую неделю, обороты вновь снизились до среднего значения за последний месяц. В соотношении по объемам торгов по-прежнему доминировали опционы PUT (PCR by Volume за неделю 182%), без значимых лидеров по динамике открытого интереса в отдельных страйках. В динамике Long / Short Ratio за неделю доминировали продажи опционов CALL со стороны институциональных клиентов. В профиле открытого интереса мартовской серии укреплялся потенциальный нижний опционный барьер в **8,000** страйке. Вместе с тем, индекс силы опционных позиций остается на низком уровне влияния на динамику базисного актива, текущие котировки которого сохранились выше минимума функции Payroll, ожидающего экспирацию серии в диапазоне **8,750 – 9,000** страйков.

Опционный деск серии Si-3.12 исполнение 15.03.2012



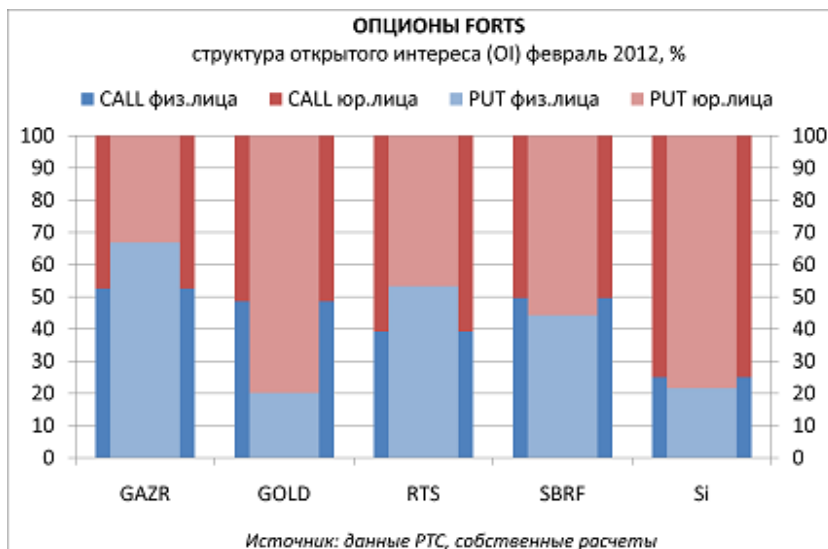
Источник: данные РТС, терминал [SmartDeskPRO](#) - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.



Торговая активность опционных серий фьючерса на доллар США вновь снизилась, показав обороты на четверть ниже среднего значения за последний месяц. По итогам немногочисленных сделок по объемам торгов безраздельно доминировали опционы CALL (PCR by Volume за неделю 12%), без значимых лидеров по динамике открытого интереса в отдельных страйках. В динамике позиций Long / Short Ratio выделялись лишь активные продажи опционов CALL со стороны малочисленной публики. Профиль открытого интереса мартовской серии сохраняет прежнюю конфигурацию с низкими значениями индекса силы опционных позиций. Текущие котировки базисного актива остаются заметно ниже минимума функции Payroll, ожидающего экспирацию серии около **31,500** страйка.

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.

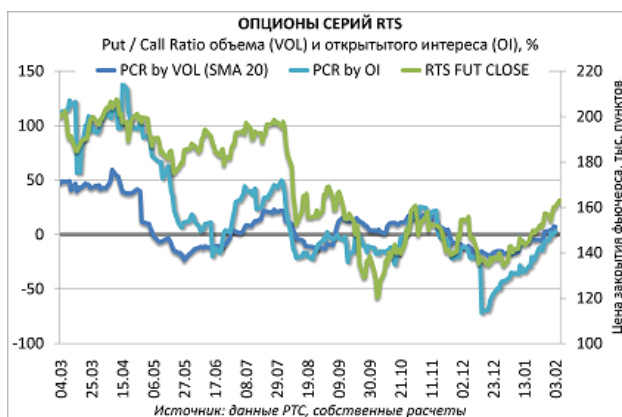


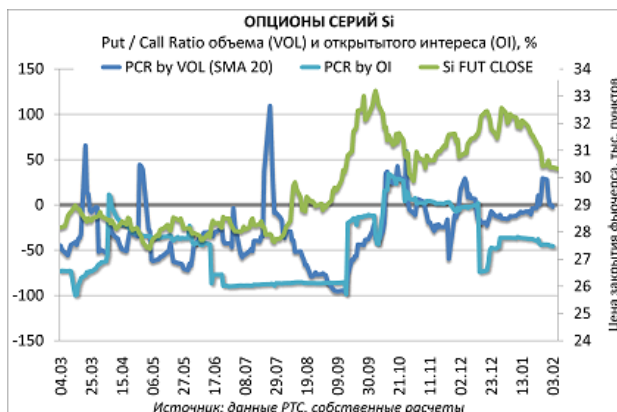
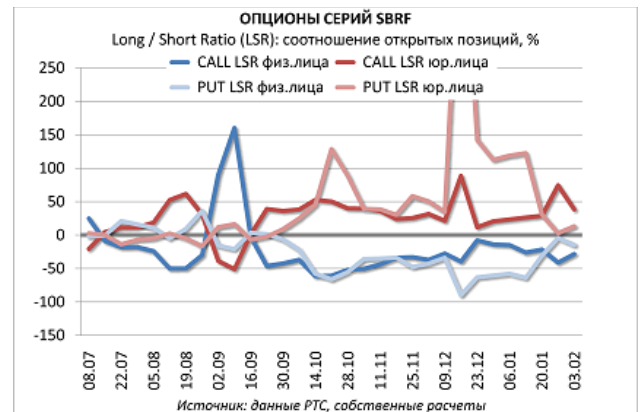
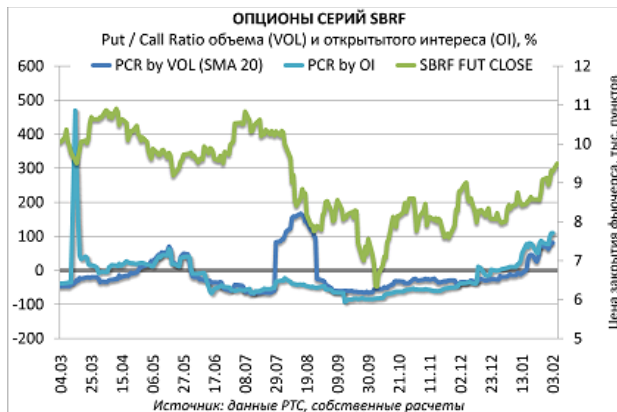
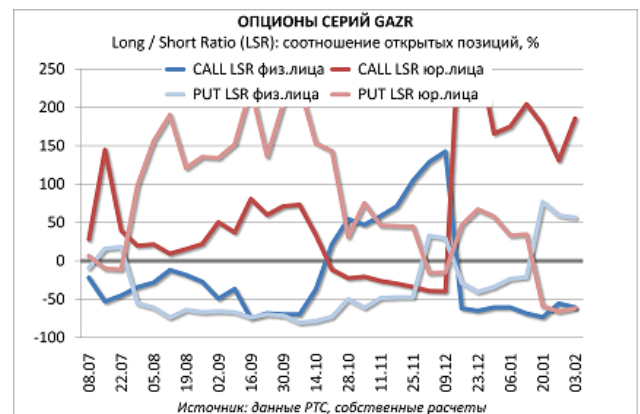
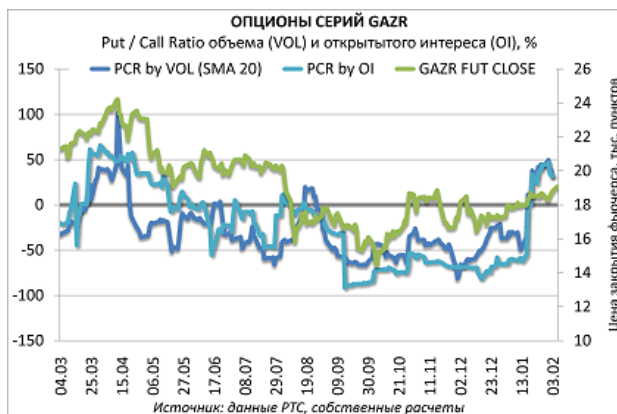
В начале февраля соотношение позиций между выделяемыми категориями участников торгов несколько изменилось: возросла доля частных трейдеров в опционах CALL на доске золотой тройской унции и снизилась в целом на доске индекса RTS. По-прежнему отличительной чертой в сегменте опционов FORTS остается существенная доля физических лиц, которая на отдельных досках 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 $HV = \text{СТАНДОТКЛОНП}(\text{ДИАПАЗОН } 20 \text{ ДНЕЙ}) * \text{КОРЕНЬ}(250 / 1)$, где каждое значение в диапазоне = $\text{LN}(\text{CLOSE}^0 / \text{CLOSE}^1)$ - 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.