

Отжим на высоких оборотах

Новый рыночный импульс локального даунтренда наконец был отыгран срочным рынком с небывалым размахом, а наиболее яркой стала динамика производных Сбербанка

21.05.2012

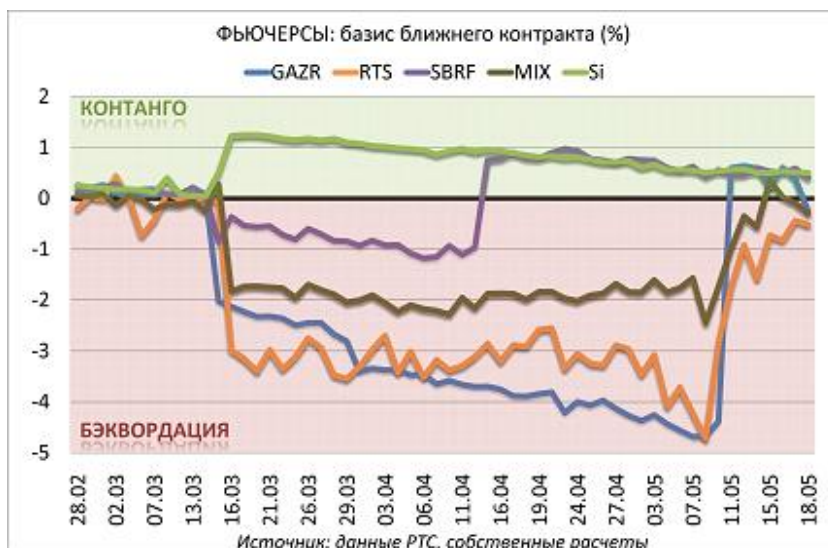
Алексей Берзин

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

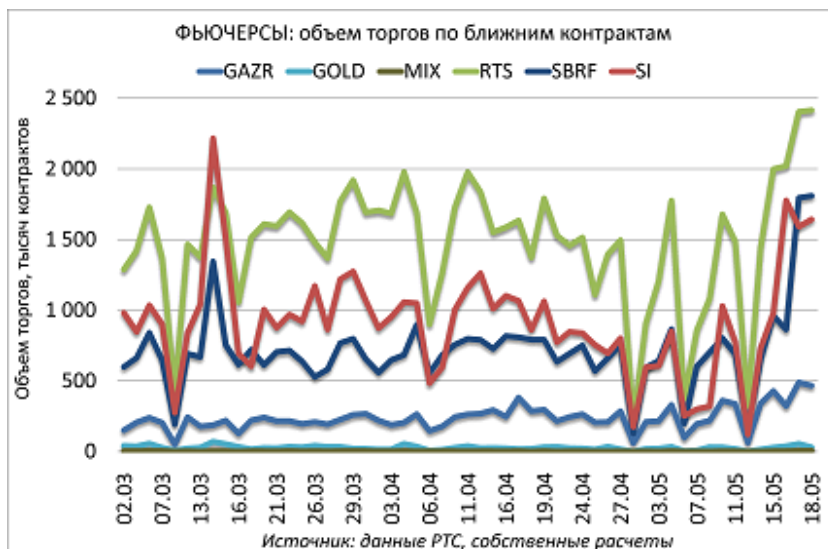
Фьючерсы: базис ближнего контракта

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



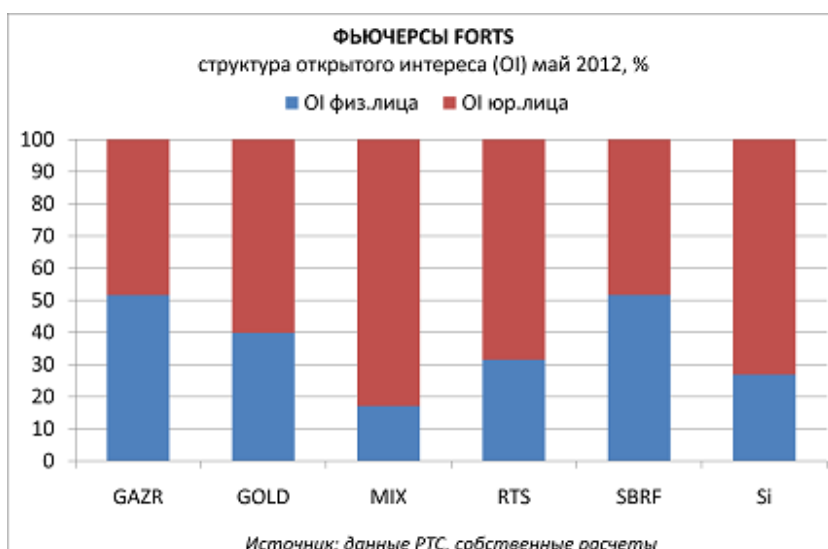
Стремительные распродажи минувшей недели временами уводили базисы июньских наиболее ликвидных фьючерсных контрактов фондовой секции от линии «справедливых значений», а в непродолжительные моменты даже забрасывали их в зону бэквордации. Но в целом динамика базисов вблизи линии нулевых значений выглядит в эти дни вполне адекватно.

Фьючерсы: динамика объемов торгов, цен закрытия и открытого интереса



В первую полноценную торговую неделю новый рыночный импульс локального даунтренда наконец был отыгран срочным рынком с небывалым размахом: обороты всех наиболее ликвидных контрактов фондовой секции обновили в эти дни свои квартальные максимумы. Торговая активность на площадке фьючерса на доллар США также была на подъеме, тогда как обороты контракта на золотую тройскую унцию не показали энтузиазма.

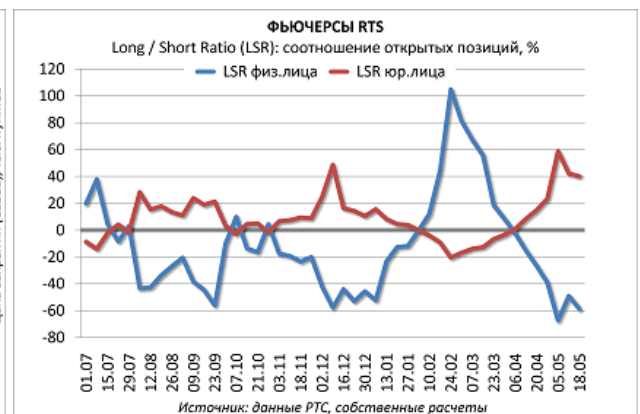
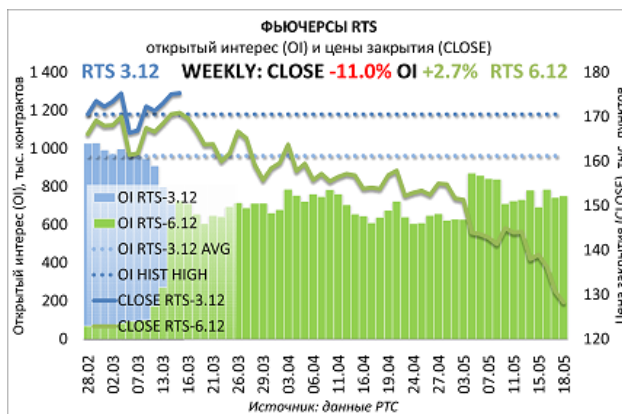
С 1 июля 2011 года по распоряжению ФСФР стала доступна информация об открытых позициях по производным финансовым инструментам с разбивкой данных по физическим и юридическим лицам.



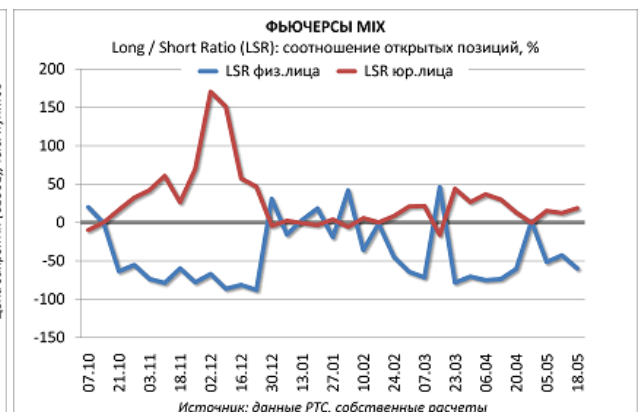
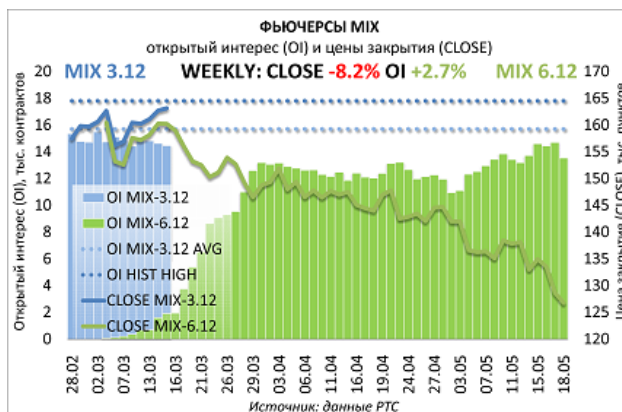
В мае распределение позиций по наиболее ликвидным контрактам между группами участников торгов вновь сохранилось без значимых изменений. По-прежнему приоритетными для частных трейдеров остаются производные на акции, тогда как позиции институциональных клиентов продолжают доминировать в контрактах на индексы, 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.

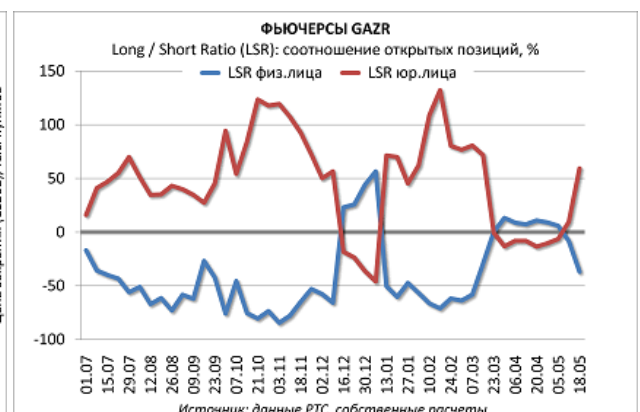
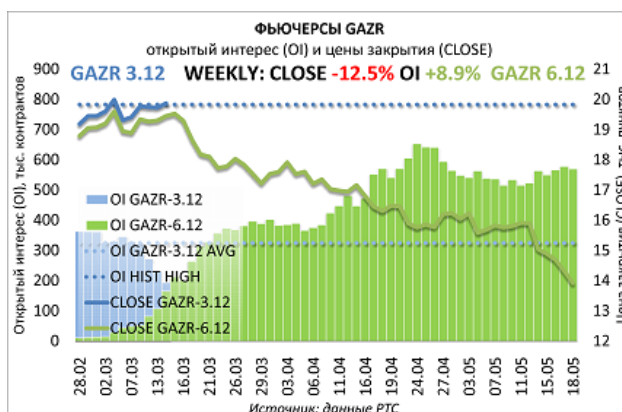
Еженедельный обзор срочного рынка SmartFORTS



После небольшой передышки майский даунтренд развернулся с новой силой (-11.0%), однако спрос на хеджирование на этот раз был явно невелик: величина OI июньского контракта на индекс RTS после серии колебаний лишь незначительно возросла (+2.7%). Динамика Long / Short Ratio по итогам недели также не зафиксировала существенных перемен в балансе позиций, лишь чуть более активно выступили на стороне продаж частные трейдеры.

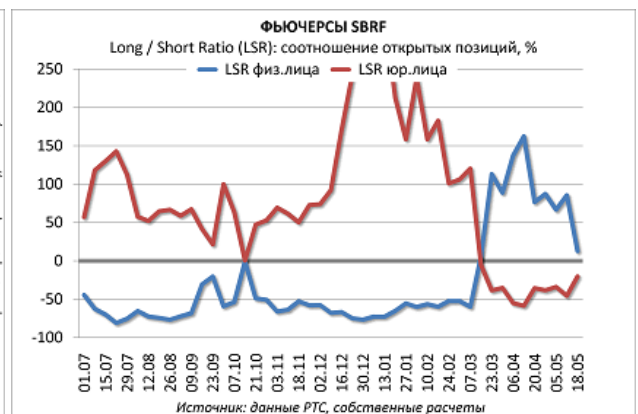
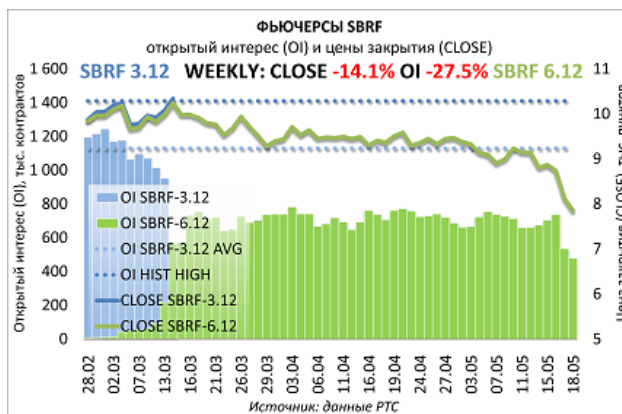


Июньский контракт на индекс ММВБ не подвержен влиянию валютного курса а также редко используется для хеджа портфеля акций, вероятно поэтому снижение котировок здесь было более сдержанным (-8.2%), хотя темпы роста открытых позиций все же замедлились (+2.7%). Динамика баланса позиций Long / Short Ratio в эти дни показала лишь сдержанную активность публики на стороне продаж.

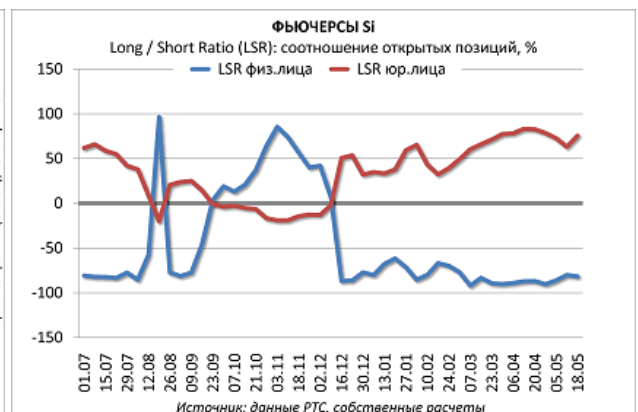
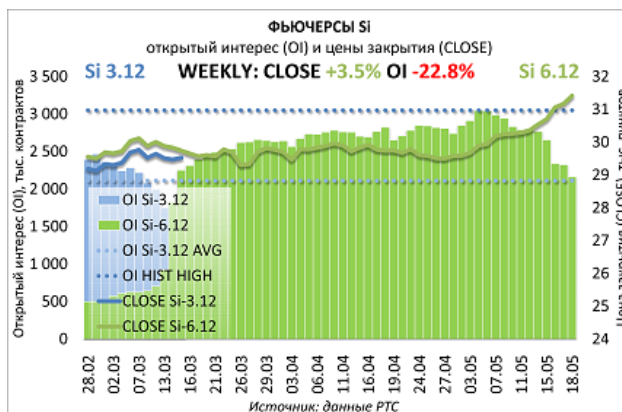


Июньский фьючерс на акции Газпром в дни даунтренда уже не дарил иллюзий на скорое восстановление и устремился вниз быстрее широкого рынка (-12.5%), хотя и укрепил при этом свои позиции (+8.9%). В динамике Long / Short Ratio сохранился и усилился тренд предыдущей недели: частные трейдеры вновь доминировали на стороне продаж против активных покупок юридических лиц.

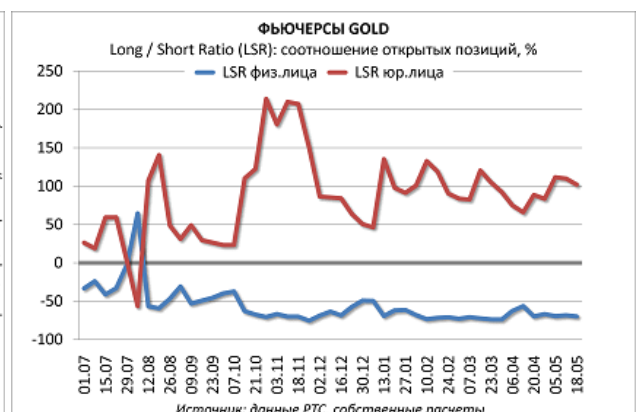
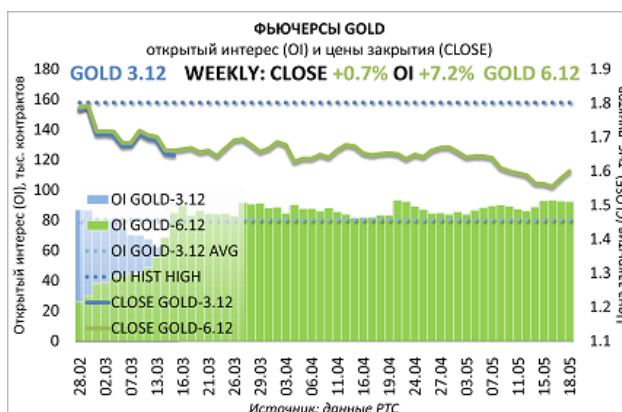
Еженедельный обзор срочного рынка SmartFORTS



Динамика июньского фьючерса на акции Сбербанка в эти дни выглядела особенно драматично. Здесь общий даунтренд был усилен закрытием крупных позиций в опционах PUT, вышедших «в деньги» (-14.1%), что также способствовало утрате более четверти открытых позиций по контракту (-27.5%). Изменения в балансе Long / Short Ratio подтвердили доминирующие продажи публики, которым противостояли встречные покупки институциональных клиентов.



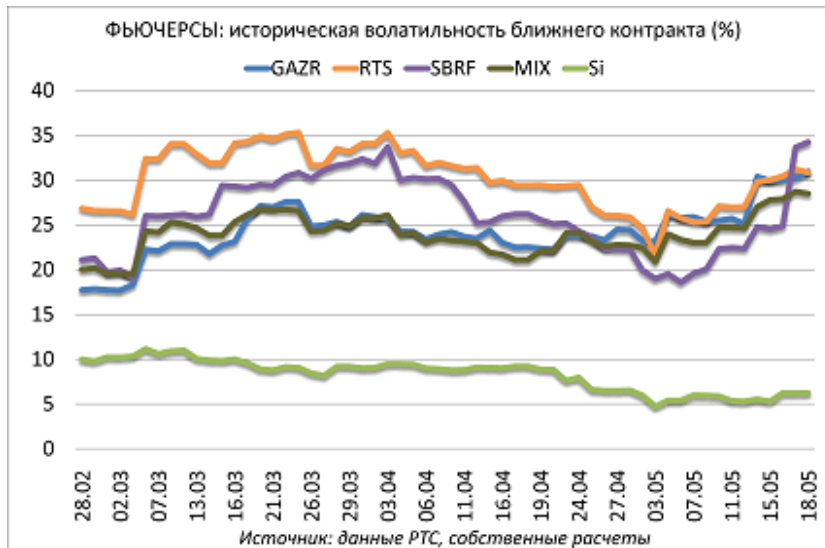
Сохранив тренд предыдущей недели, российский рубль продолжал сдавать позиции по отношению к доллару США, курс которого еще более укрепился (+3.5%), что лишь ускорило темпы сокращения открытых позиций в июньском контракте (-22.8%). В балансе позиций Long / Short Ratio можно заметить перемену настроений юридических лиц, которые после нескольких недель активных продаж перешли на сторону покупателей.



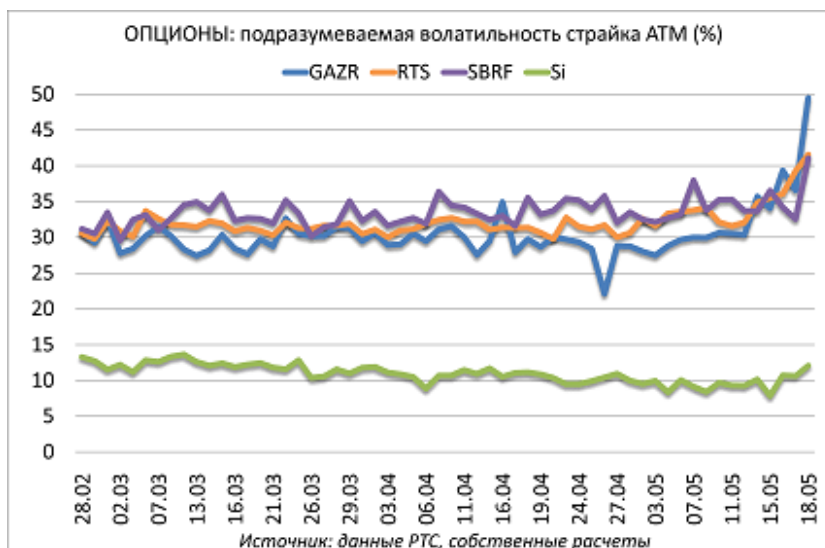
Хотя мировая цена на золото коварно обновив локальный минимум на минувшей неделе, довольно быстро восстановилась (+0.7%), июньский контракт на золотую тройскую унцию все же сумел укрепить свои позиции (+7.2%) и сохранить их до конца недели. При этом баланс Long / Short Ratio относительно предыдущих значений вновь остался неизменным.

Фьючерсы: историческая и подразумеваемая волатильность

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



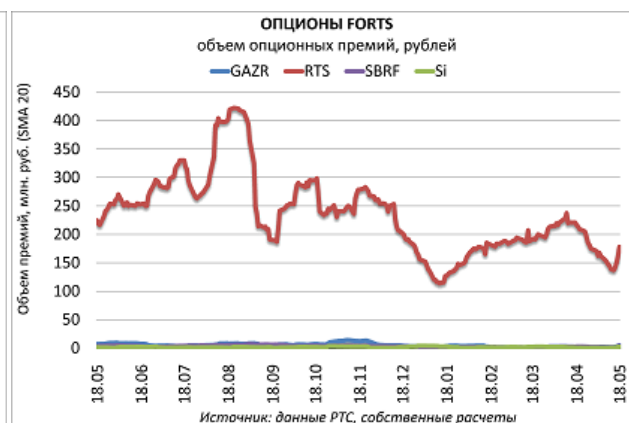
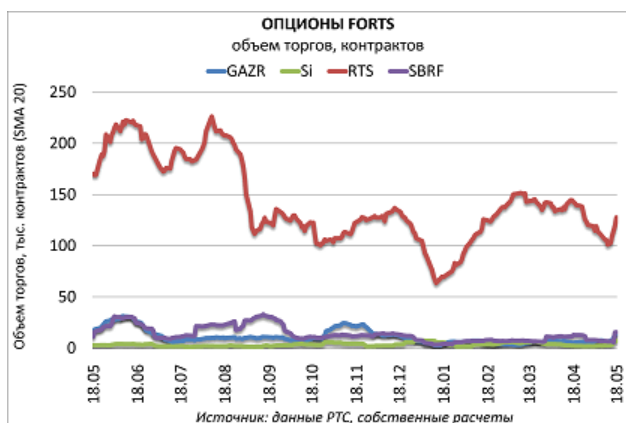
Стремительный даунтренд последних дней всколыхнул значения 20-дневных серий исторической волатильности наиболее ликвидных фьючерсных контрактов, из которых наиболее впечатляющую динамику показал фьючерс на акции Сбербанка, взлетевший с нижней на верхнюю границу нового диапазона: от 28% HV фьючерса на индекс ММВБ до 34% HV фьючерса на акции Сбербанка. HV фьючерса на доллар США прочно закрепилась на уровне 6%.



Праздничным фейерверком отметила подразумеваемая волатильность (IV) центральных страйков (ATM) наиболее ликвидных десков фондовой секции обвальное снижение рынка на фоне кратного роста оборотов опционных серий. Новые лидеры нового диапазона значений: от 41% IV серии Сбербанка до 50% IV серии Газпрома. Вслед за растущим спросом на валюту IV на доске фьючерса на доллар США возросла 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.

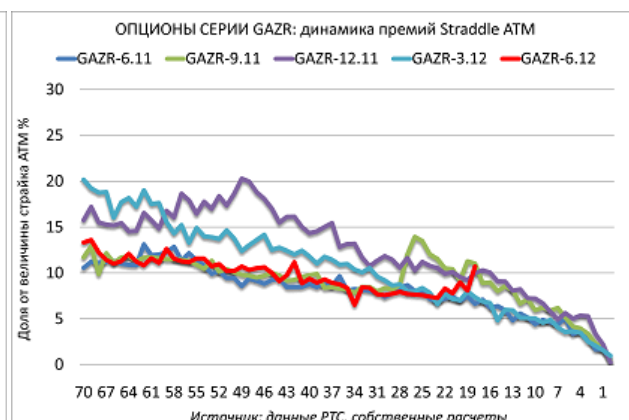
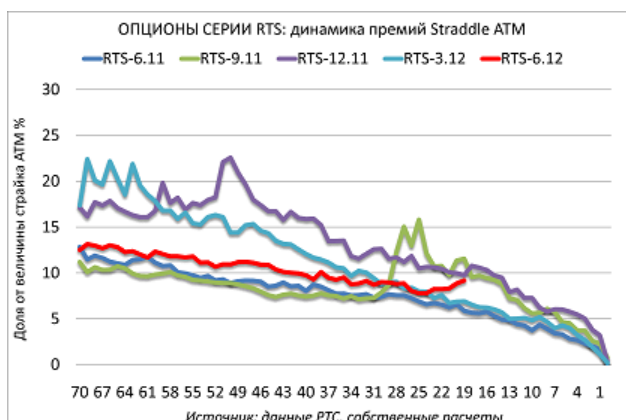


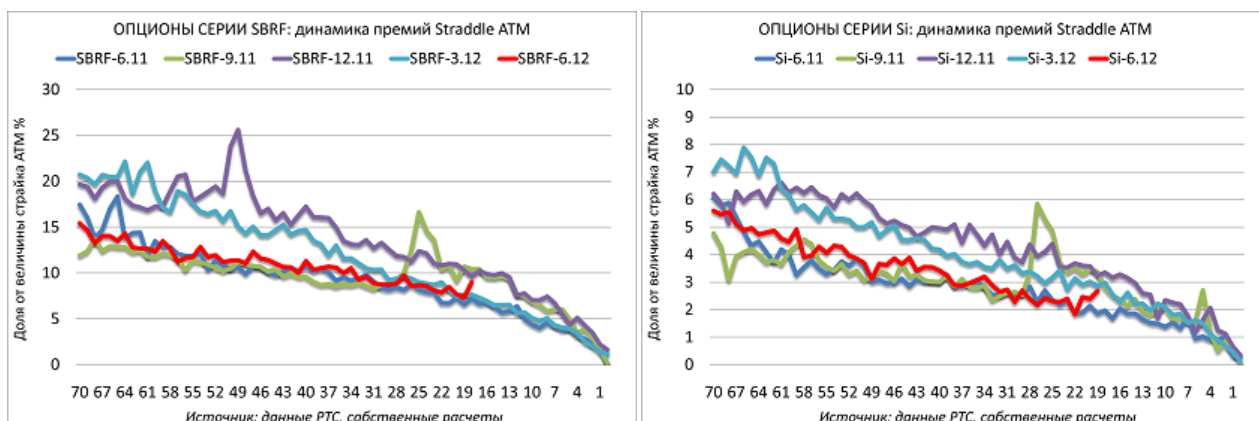
Обороты ведущих опционных десков адекватно реагировали на мощный даунтренд фондового рынка, который инициировал как коррекцию прежних позиций, так и сподвиг к открытию новых, в ходе реализации возросшей волатильности. Так обороты лидирующих опционных серий индекса RTS возросли вдвое, а ранее стагнирующие дески показали рост в пять – семь раз выше прежних невзрачных значений.

Опционы: динамика премий

Ниже мы предлагаем оценить динамику опционных премий, поскольку одна лишь 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.





Возросшая волатильность рынков вновь нарушила размеренное снижение премий центральных Straddle июньских серий ведущих опционных десков фондовой секции, которые за эти дни оказались вблизи верхней границы диапазонов предыдущих квартальных серий. Так премии десков индекса RTS и Сбербанка взметнулись до 9%, а премии июньской серии Газпрома едва не достигли уровня 11% от ATM страйка. Премии Straddle ATM опционного деска фьючерса на доллар США, успев обновить исторические минимумы, также возросли к концу недели до 2.7% от величины центрального страйка.

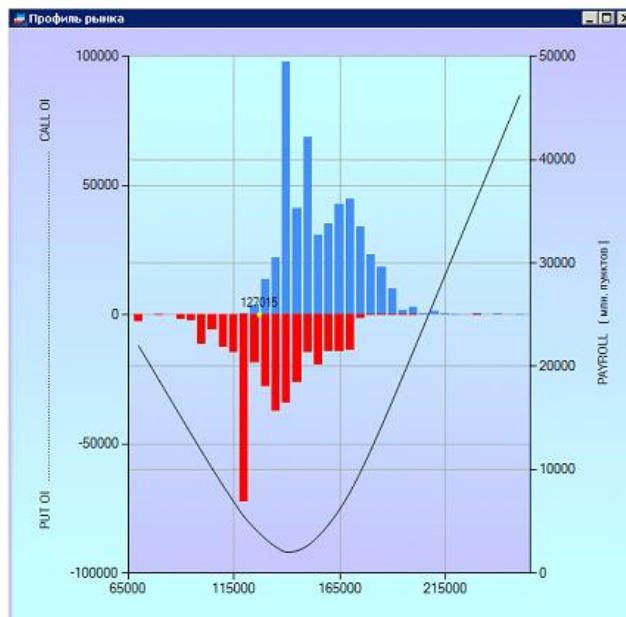
Опционы: профиль открытого интереса по страйкам

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.

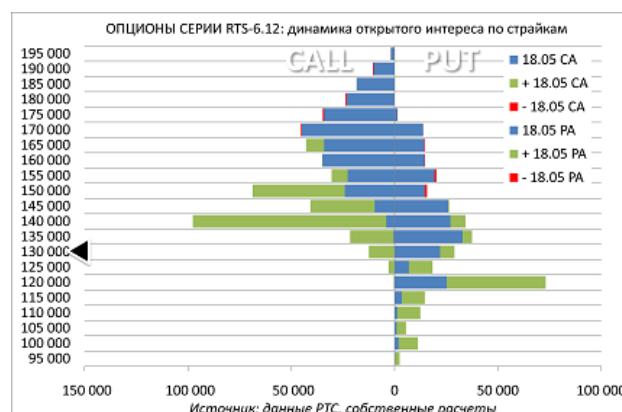
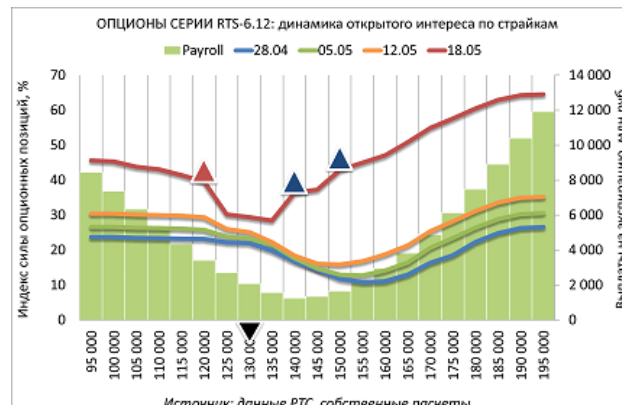
Дополнительный профиль открытого интереса опционных серий (горизонтальные гистограммы) выполняет свою задачу: более наглядно представить динамику последней недели торгов. Трактуются его значения очень просто: открытый интерес каждого страйка по опционам CALL откладывается влево, по опционам PUT - вправо 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-6.12 исполнение 15.06.2012

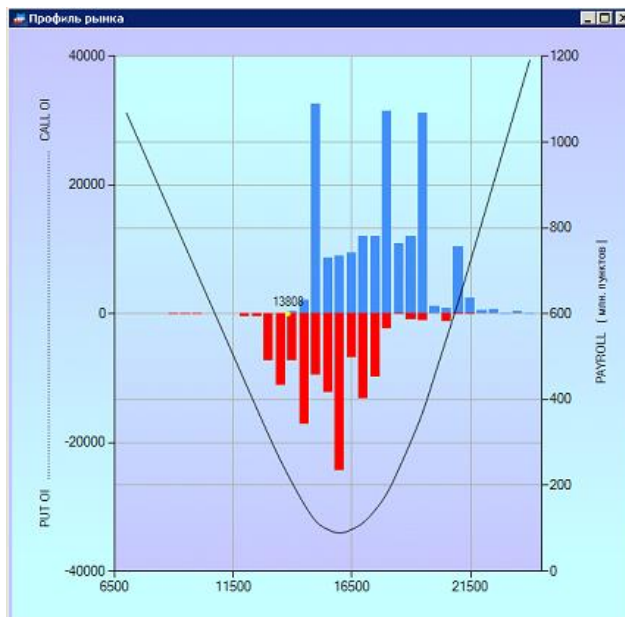


Источник: данные РТС, терминал [SmartDeskPRO](#) - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.

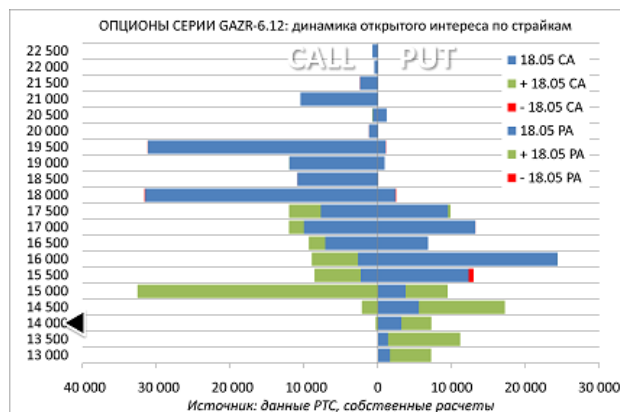
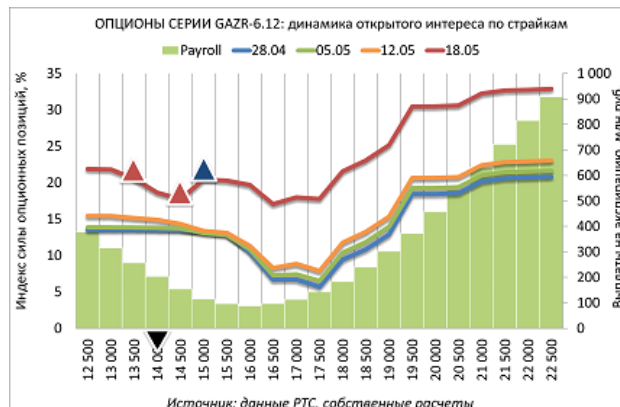


За неделю стремительного снижения рынка обороты опционных серий индекса RTS решительно возросли и оказались более чем вдвое выше среднего значения за последний месяц. В соотношении по объемам торгов с небольшим перевесом доминировали опционы CALL (PCR by Volume за неделю 91%), а лидерами по динамике открытого интереса стали **120,000** страйк на стороне PUT и **140,000** и **150,000** страйки на стороне CALL. Динамика баланса позиций Long / Short Ratio наконец оживилась, отобразив «медвежий» настроения частных трейдеров (продажа CALL, покупка PUT) против «бычьей» активности институциональных клиентов. Профиль открытого интереса июньской серии между тем основательно изменился, обозначив новый диапазон потенциальных движений базисного актива между **120,000** и **140,000** страйками, подтвержденными высоким индексом силы опционных позиций. Текущие котировки остаются ниже минимума функции Payroll, даже несмотря на перемещение ожиданий экспирации в район **140,000** страйка.

Опционный деск серии GAZR-6.12 исполнение 14.06.2012

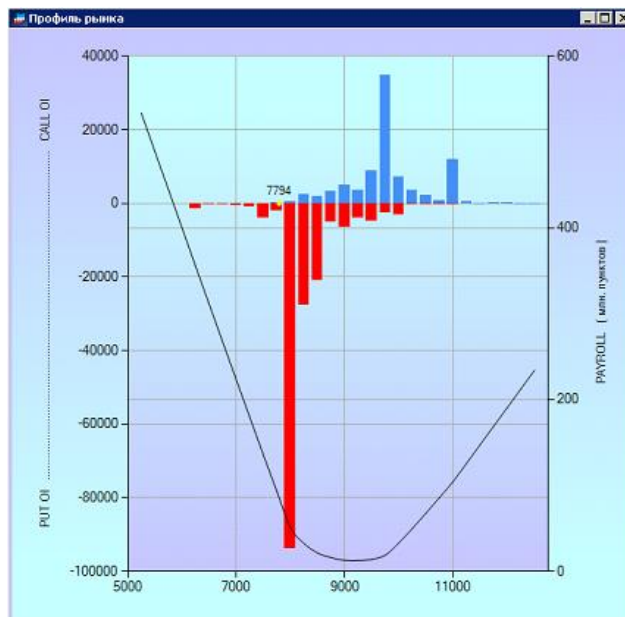


Источник: данные РТС, терминал [SmartDeskPRO](#) - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.

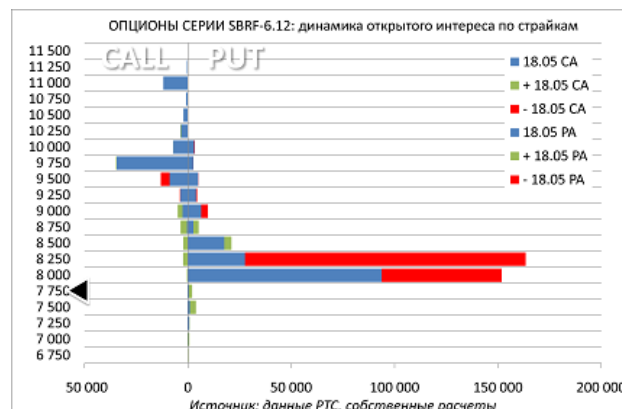
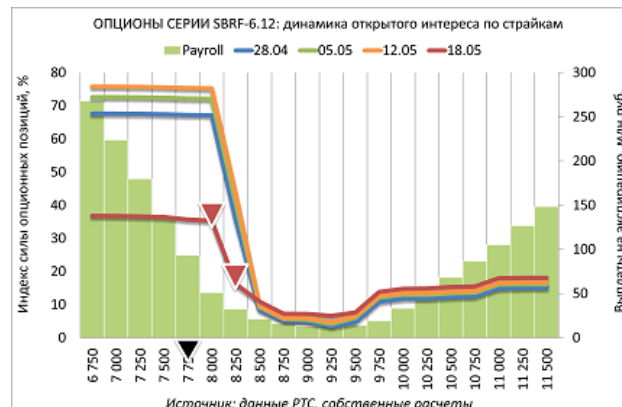


Обороты опционных серий Газпром взметнулись на небывалую высоту, показав результат более чем в пять раз выше невзрачного среднего за последний месяц! Основные объемы торгов по-прежнему проходили на стороне опционов CALL (PCR by Volume за неделю 82%), а лидировали по динамике открытого интереса **13,500** и **14,500** страйки на стороне PUT и **15,000** страйк на стороне CALL. В динамике позиций Long / Short Ratio неожиданно проявился «бычий» настрой публики (покупка CALL, продажа PUT) против встречной «медвежьей» активности юридических лиц. Профиль открытого интереса июньской серии набрал силу и изменил очертания, сохранив нарастающее сопротивление начиная от **18,000** страйка на фоне сформировавшегося протяженного минимума со стороны нижележащих страйков. Текущие котировки базисного актива в этой зоне отныне не имеют других близлежащих ориентиров, кроме минимума функции Payroll, ожидающего экспирацию серии вблизи **16,000** страйка.

Опционный деск серии SBRF-6.12 исполнение 14.06.2012

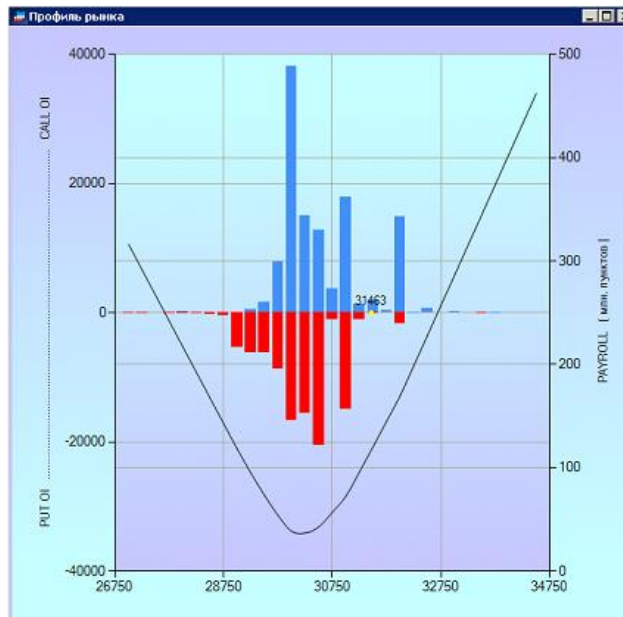


Источник: данные РТС, терминал [SmartDeskPRO](#) - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.

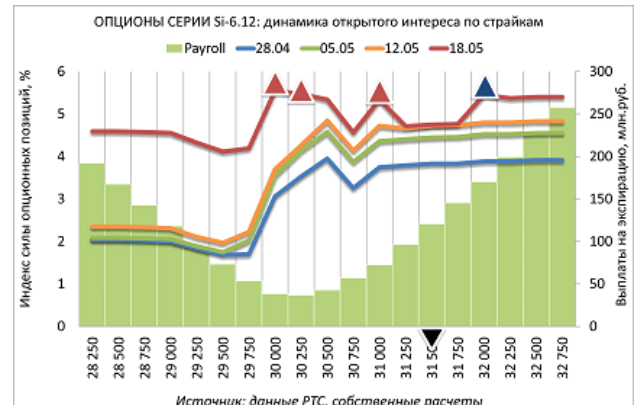


Обороты опционного деска Сбербанка также превосходили все ожидания, более чем в семь раз превысив невзрачное среднее значение за последний месяц! Между тем активность деска вновь была исключительно локальной и состояла лишь в коррекции его лидирующих позиций. Так основные объемы торгов прошли на стороне опционов PUT (PCR by Volume за неделю 744%), где были частично закрыты крупнейшие позиции **8,250** и **8,000** страйков, которые в результате мощного даунтренда базисного актива оказались «в деньгах». Последствием этой операции, как мы уже отмечали выше, стало также беспрецедентное снижение OI фьючерсного контракта. На балансе открытых позиций участников торгов Long / Short Ratio за минувшую неделю эти сделки проявились стремительным сокращением длинных позиций PUT на стороне физических лиц, хотя в этом случае скорее следует говорить о досрочной экспирации, а не о продаже опционов как таковой. Несмотря на столь радикальный секвестр, крупные позиции PUT **8,000** страйка по-прежнему выступают мощным нижним опционным барьером в профиле открытого интереса июньской серии на фоне протяженного минимума, охватывающего вышестоящие страйки. Поскольку текущие котировки базисного актива остаются за линией этой мощной обороны, а также на значительном удалении от минимума функции Payroll в интервале **9,000 – 9,500** страйков, такая расстановка сил обещает в дальнейшем столь же острозаостренное противостояние.

Опционный деск серии Si-6.12 исполнение 15.06.2012



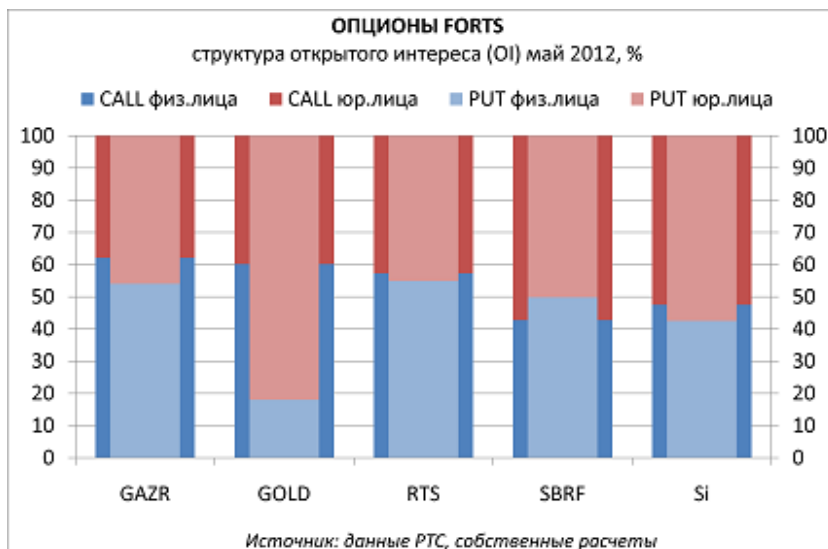
Источник: данные РТС, терминал [SmartDeskPRO](#) - специализированный торговый терминал прямого доступа, предназначенный для активной работы трейдера на опционном рынке.



Торговая активность на деске фьючерса на доллар США адекватно реагировала на динамику рынка, показав рост оборотов более чем в семь раз выше прежних скромных значений. В соотношении по объемам торгов интересы участников на этот раз были сосредоточены на стороне опционов PUT (PCR by Volume за неделю 192%), а лидерами по динамике открытого интереса стали **30,000**, **30,250** и **31,000** страйки на стороне опционов PUT и **32,000** страйк на стороне опционов CALL. Любопытно, что хотя львиная доля опционов CALL на этом деске оказалась «в деньгах», закрытие этих позиций на минувшей неделе было минимальным. В динамике Long / Short Ratio ярко проявился «бычий» настрой публики (покупка CALL, продажа PUT) против «медвежьей» активности юридических лиц. По итогам недели профиль открытого интереса июньской серии трансформировался в преимущественно горизонтальный уровень с ломаным горизонтом разрозненных позиций, величина которых серьезно уступает OI фьючерсного контракта и не способна противостоять его динамике.

Опционы: соотношение опционов PUT и CALL

С 1 июля 2011 года по распоряжению ФСФР стала доступна информация об открытых позициях по производным финансовым инструментам с разбивкой данных по физическим и юридическим лицам.

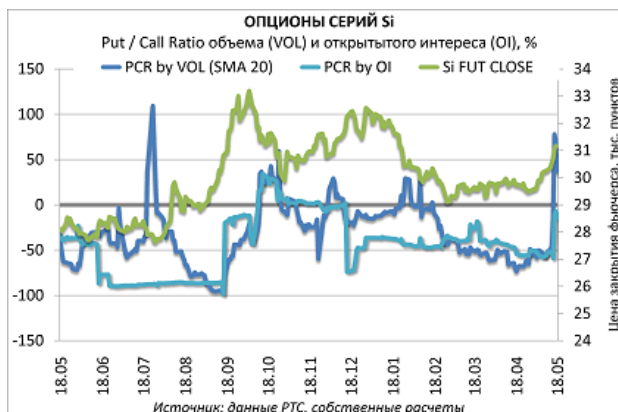
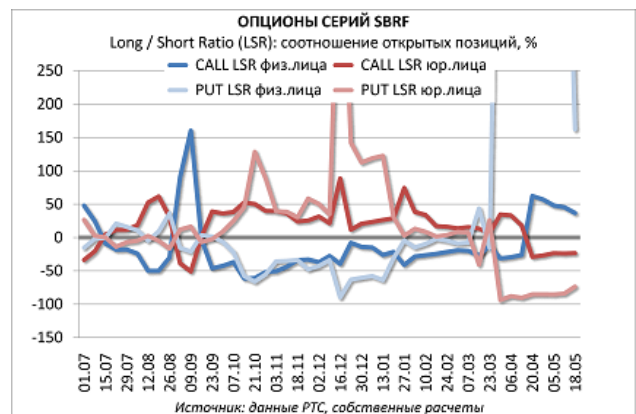
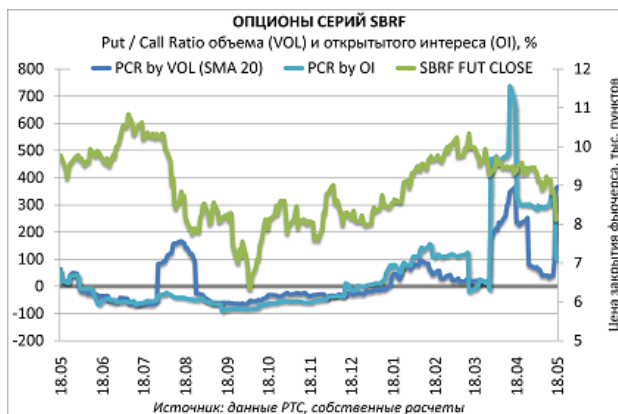
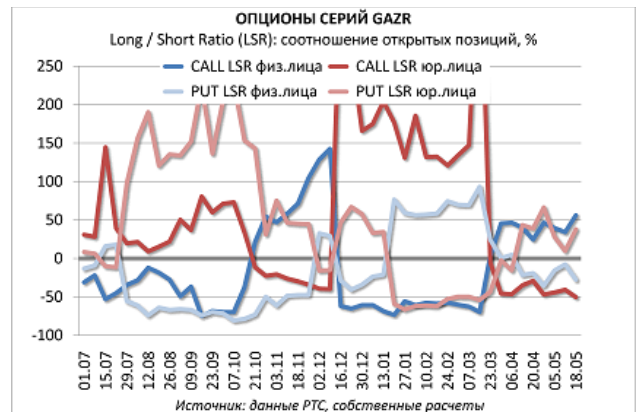
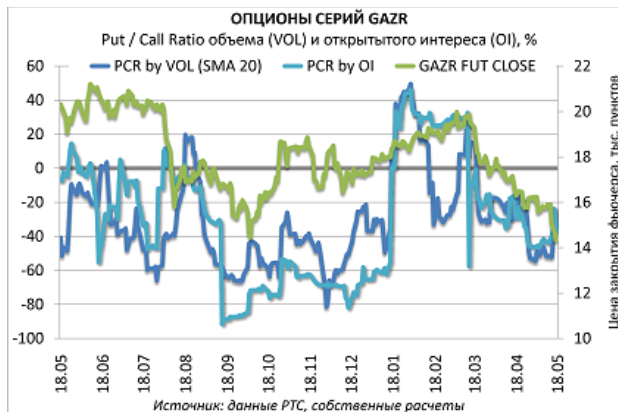
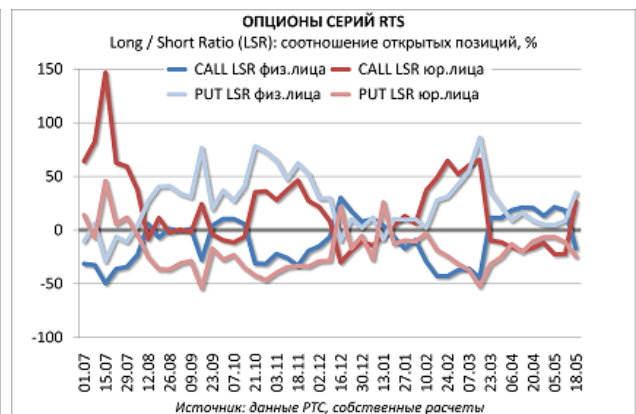
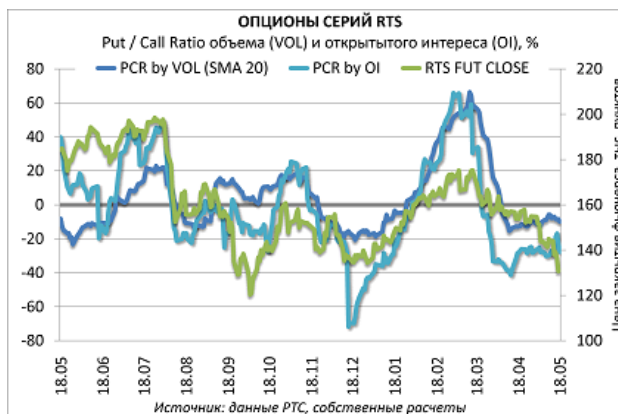


В первой половине мая соотношение позиций между выделяемыми категориями участников торгов на рассматриваемых опционных досках сохранилось без значимых изменений. Доли частных трейдеров и институциональных клиентов зачастую сопоставимы и лишь опционы PUT на доске золотого контракта остаются без поддержки публики.

По-прежнему отличительной чертой в сегменте опционов FORTS остается существенная доля физических лиц, которая на отдельных сегментах рынка составляет более половины открытых позиций. 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 – текущие 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 = $\text{LN (CLOSE}^0 / \text{CLOSE}^1 \text{)}$ – 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

Анастасия Комягина

начальник отдела

Анна Селина

Вадим Корчагин

ведущий специалист

Наталья Михуткина

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.