

Как обмануть рынок, или Пять аргументов в пользу опционов

Возможно ли получить одинаковую прибыль при разном уровне риска, если торговать на одном и том же рынке, в одно и то же время, использовать одни и те же уровни входа в позицию и выхода из нее? Возможно. Только вместо традиционных инструментов – акций, валют или фьючерсов – надо использовать опционы.

МИХАИЛ ЧЕКУЛАЕВ

В направленных торговых позициях, которые нацелены на извлечение прибыли от понижения или от повышения курсовой стоимости ценной бумаги, фьючерса или валютной пары, выбор инструментов вроде бы однозначен.

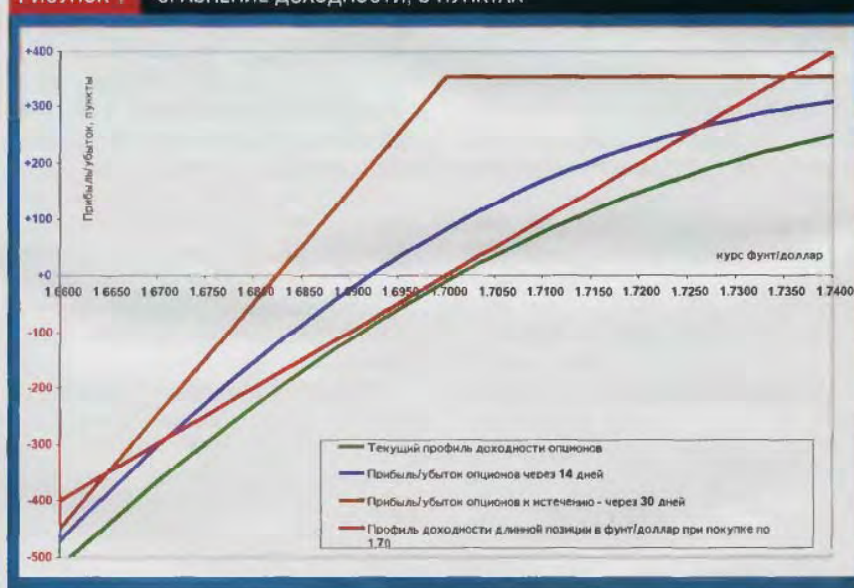
В этих случаях используют непосредственно тот актив, в отношении которого существуют ожидания роста или падения его рыночной стоимости. Скажем, если предполагается снижение цены какой-либо акции, то следует занимать по ней короткую позицию.

Однако эффективность подобного подхода неочевидна.

Пять основных причин

Тот же самый результат можно получить, используя опционы. Например, вместо короткой позиции по акции можно продать опционы колл на данную ценную бумагу. Аналогично, если предполагается повышение курса фунт/доллар,

РИСУНОК 1 СРАВНЕНИЕ ДОХОДНОСТИ, В ПУНКТАХ



вместо позиции на рынке FOREX или в валютном фьючерсе можно выписать опционы пут на эту валютную пару.

Подобное торговое решение, конечно же, не без изъянов. Использование опционов вместо базового инструмента, во-первых, влечет за собой повышенные издержки за счет более широкого спреда между ценами покупки и продажи. Во-вторых, опционный рынок менее ликвиден, нежели основной инструмент, на основе

которого он существует. Наконец, короткие опционы имеют профиль доходности, который имитирует соответствующую позицию в базовом инструменте только в ограниченном ценовом интервале. Так, на рисунке 1 показан профиль доходности двух коротких опционов пут с 30-дневным сроком истечения в сопоставлении с длинной позицией в базовом активе (фунт/доллар).

Тем не менее, использование коротких опционов вместо позиции в

акциях, фьючерсах или валюте не лишено смысла. Есть минимум пять основных причин, по которым стоит продавать опционы пут вместо покупки традиционного актива (акция, фьючерс, валюта и т.п.) либо продавать опционы колл вместо короткой позиции.

Причина 1-я: снижение риска при входе в рынок

Данное утверждение следует принимать с двумя оговорками.

Во-первых, продажа опционов должна осуществляться в условиях повышенной волатильности цен опционов, т.н. вмененной волатильности. Это понятно, ведь рост данного показателя влечет за собой увеличение стоимости опционов сверх той цены, которая была бы в условиях спокойного рынка. Как правило, подобные обстоятельства возникают, когда рынок формирует локальный пик или впадину.

При этом выигрыш может быть довольно значительный. Скажем, изменение величины вмененной волатильности опционов на евро/доллар в размере +1% (с 9% до 10%) может принести дополнительно около 13 пунктов для 30-дневных контрактов. А это около 10% добавочной прибыли.

Во-вторых, меньший риск существует только в ограниченном ценовом коридоре торгуемого актива. Причина в следующем. Чтобы короткие опционы создавали доходность, аналогичную позиции в базовом активе, на каждую его единицу следует продать 2 опцион-

ТАБЛИЦА 1 РАЗЛИЧИЕ В ПРОФИЛЕ ДОХОДНОСТИ, В ПУНКТАХ

Курс евро /доллар	Длинной позиции на евро/доллар при цене покупки 1.20	Текущий профиль доходности	
		Двух коротких опционов пут с ценой исполнения 1.20	Срок истечения
		Срок истечения через 1 год	Срок истечения через 30 дней
1.2150	+150.0	+136.4	+120.2
1.2125	+125.0	+114.8	+103.9
1.2100	+100.0	+92.7	+86.2
1.2075	+75.0	+70.2	+67.0
1.2050	+50.0	+47.2	+46.3
1.2025	+25.0	+23.8	+23.9
1.2000	+0.0	+0.0	+0.0
1.1975	-25.0	-24.3	-25.5
1.1950	-50.0	-49.0	-52.7
1.1925	-75.0	-74.2	-81.5
1.1900	-100.0	-99.8	-111.8
1.1875	-125.0	-125.9	-143.7
1.1850	-150.0	-152.4	-177.1
1.1825	-175.0	-179.3	-211.9

ти опционная стратегия будет включать себя два коротких пута на 200 тыс. по валютной паре евро/доллар.

Это обусловлено тем обстоятельством, что стоимость опционов меняется более плавно, нежели базовый актив, на который они торгуются. Соответственно, это влечет за собой определенные проблемы, которые возникают, если произошла ошибка в оценке будущей ценовой тенденции. По мере движения рынка против позиции она дает все больше убытков по сравнению с той, которая была создана в момент входа в рынок.

В представленном выше примере два коротких опциона пут на 200 тыс. евро/доллар со временем грозят превратиться в длинную по-

составить 200 тыс. по этой валютной паре.

Негативные последствия от указанного фактора начинают сказываться не сразу, а лишь при изменении цен свыше определенной величины. Причем величина данного отклонения напрямую связана с периодом жизни используемого опционного контракта. Чем дольше срок до истечения, тем шире границы интервала, в котором позиция ведет себя в пределах прежнего риска.

Например, если продать опционы пут с ценой исполнения 1.20 на курс евро/доллар сроком истечения через 1 год, то снижение курса на 50 пунктов принесет убыток в размере 49 пунктов. А аналогичная позиция, в которой использу-

Есть минимум пять основных причин, по которым стоит

продавать опционы пут вместо покупки традиционного актива либо

продавать опционы колл вместо короткой позиции.

ных контракта. Например, если мы намерены занять длинную позицию в евро/доллар размером 100 тыс., то сходная по профилю доходнос-

позицию на наличном валютном рынке в таком же размере. То есть первоначальная покупка 100 тыс. евро/доллар может со временем

потеря 1-месячные опционы, создаст потери в 53 пункта. В таблице 1 показано различие в профиле доходности в зависимости от срока

РИСУНОК 2 ИЗМЕНЕНИЕ ПРОФИЛЯ ДОХОДНОСТИ, В ПУНКТАХ

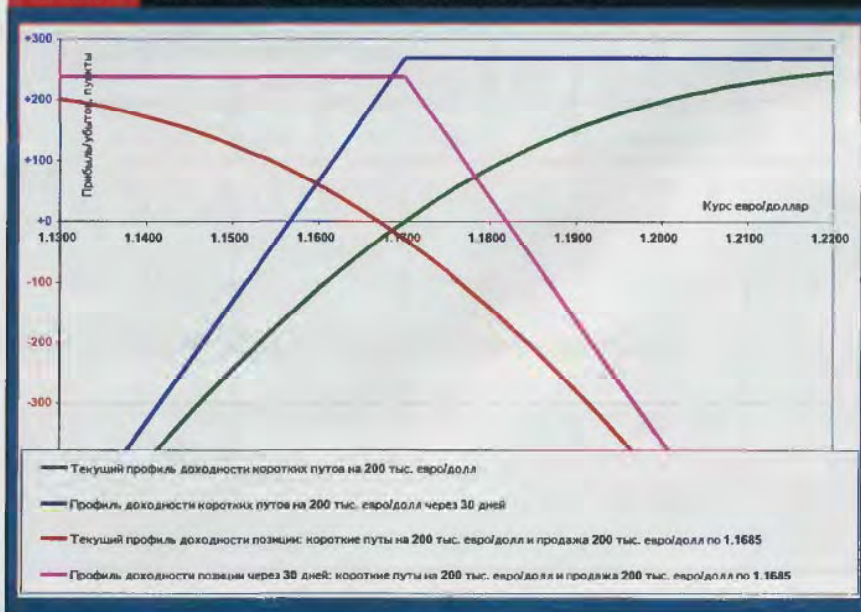
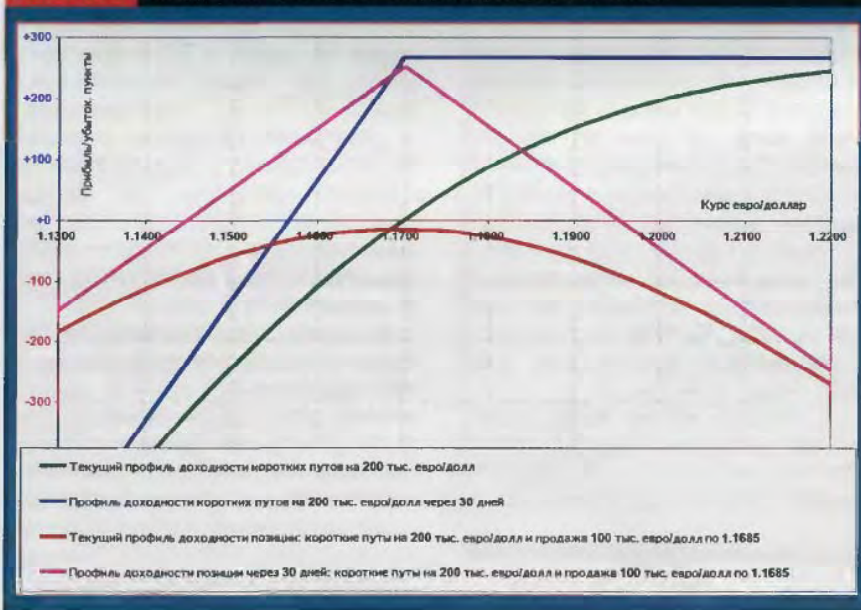


РИСУНОК 3 МОДИФИКАЦИЯ ПРОФИЛЯ ДОХОДНОСТИ, В ПУНКТАХ



до истечения (валютные опционы на евро/доллар с ценой исполнения 1.20) в сопоставлении с валютной позицией.

Причина 2-я: легче выходить из рынка

Все трейдеры в той или иной мере испытывают моральные мучения, пытаясь найти точный момент выхода из прибыльной позиции. Торговцу опционами в этом отноше-

нии намного проще. Дело в том, что снижение стоимости короткого опциона по мере того, как он оказывается все в большем выигрыше, происходит с уменьшающейся скоростью. Можно сказать, коэффициент полезного действия торговой позиции снижается. Соответственно, становится все меньше смысла держать короткие опционы, пусть даже и прибыльные. Поэтому данную позицию лучше закрыть.

В случае развития прежнего тренда, который приносит прибыль, лучше продать новые опционы. Как показывает эмпирический опыт, избавляться от подобных коротких опционных контрактов следует после снижения их цены примерно на 30-35%, либо на 60-65% от стоимости их первоначальной продажи. Конечно, данное правило работает только в случае, если торговые позиции были созданы в достаточно удачный момент времени.

Причина 3-я: прибыль возникает даже в отсутствие тренда

В данном случае речь идет о тех ситуациях, когда восходящий или нисходящий тренд не получил своего развития. А раз так, то развивается флэт — безнаправленное движение рынка. При флэте любая торговая позиция в традиционных активах — акциях, валюте и т.п. — в лучшем случае не приносит ничего. Ни прибыли, ни убытков. А если вместо таких финансовых инструментов использовались опционы, прибыль все равно возникает.

Она появляется прежде всего за счет так называемого временного распада опционов. Данные инструменты имеют ограниченный срок жизни, поэтому в условиях неподвижного рынка их стоимость постоянно снижается. Кроме того, свою лепту вносит и такой фактор влияния, как временная волатильность. Если в момент ее пика была введена позиция, то в условиях последующего флэта шансы на получение прибыли резко возрастают.

В подобных случаях наиболее хорошо работают опционы, которые имеют самые малые сроки жизни. Правда, увлекаться слишком краткосрочными опционными контрактами не стоит. Они несут в себе повышенный риск, который связан с их чрезмерной чувствительностью к изменению стоимости базового актива. И чем ближе срок до истечения, тем более рискованно опционы. При этом невоз-

можно однозначно сказать, где находится критическая грань риска. У каждого рынка свои особенности, которые надо учитывать. Здесь многое зависит от конкретных обстоятельств, связанных с вероятностью развития того или иного сценария событий.

Причина 4-я: возможность «перевернуться», не покидая позиции

Спекулянт, который настроен торговать от локального дна или вершины, обычно устанавливает стоп-ордер чуть ниже или выше точки входа в рынок. Отдельные трейдеры открывают и противоположно направленную позицию. Например, ожидается смена нисходящего тренда на евро/доллар в районе 1.17. Кроме того, предполагается возникновение сильной поддержки для курса данной валютной пары на 1.1710. Прогнозируется также, что этот сценарий окажется ошибочным в случае снижения цен, скажем, ниже 1.1685. Какова может быть тактика валютного трейдера в этом случае? Естественно – покупать по 1.1710 с установкой стоп-ордера на продажу, скажем, вблизи 1.1685, возможно, даже в большем объеме.

А опционный трейдер в такой ситуации может и не покидать

против доллара. Тогда совокупная позиция станет короткой, если точнее – короткие путы преобразуются в короткие коллы. На рисунке 2 показано изменение профиля доходности в результате продажи базового актива против коротких путов (евро/доллар, цена исполнения опционов 1.17, срок до истечения 30 дней).

Выгода такой тактики состоит в том, что подобные преобразования позволяют более тонко менять профиль доходности позиции. Когда торговля ведется только базовым активом, данный индикатор в координатах цена актива/прибыль направлен под углом либо в правый верхний угол графика (длинная позиция), либо в его левую верхнюю часть (короткая позиция). В случае же применения опционов первоначальную позицию можно преобразовать до любого вида, от очень короткой до нейтральной по рынку. Достигается это довольно просто – путем использования различных соотношений между числом опционных контрактов и размером позиции в базовом активе.

Так, продав 200 тыс. евро/доллар против двух коротких путов на 200 тыс. по той же валютной паре, мы получим эквивалент ко-

премии. На рисунке 3 показана модификация профиля доходности в результате продажи 100 тыс. евро/доллар против коротких опционов на 200 тыс. евро/доллар (с 30-дневным сроком жизни и ценой исполнения 1.17).

Причина 5-я: меньшая волатильность профиля доходности торгового счета

Последний аргумент за использование опционов вместо базового актива состоит в том, что снижается изменчивость текущего размера торгового счета. Точнее, его колебания становятся менее зависимыми от изменения рыночных цен базового актива. Этот факт не столь очевиден, поскольку теоретически построенный профиль доходности коротких опционов показывает, что различий с позицией в базовом активе быть не должно. Однако это не так.

На самом деле цена опционов в меньшей степени подвижна при небольших колебаниях основного рынка – акции, валюты и т.д. Причина этого простая. Стоимость опционов, как правило, изменяется более дискретно, нежели цена базового актива. Кроме того, определенный вклад вносит и волатильность. В условиях восходящего или

Применяя опционы, первоначальную позицию можно преобразовать до любого вида, от очень короткой до нейтральной по рынку. Достигается это использованием различных соотношений между числом опционных контрактов и размером позиции в базовом активе.

свою первоначальную позицию в коротких опционах, например, с ценой исполнения 1.17, которые продаются при достижении 1.1710. В случае продолжения нисходящей тенденции он может продать базовый актив, скажем, по 1.1685. В данном случае – евро

против доллара на 100 тыс. Вместе с тем продажа 100 тыс. евро/доллар приведет к тому, что мы получим нейтральную по рынку позицию в окрестностях 1.17. Прибыль в этом случае будет возникать в результате временного распада опционной

нисходящего тренда она обычно уменьшается. Соответственно, уменьшается не только премия опционов, но и изменчивость данной величины в зависимости от ценовых колебаний базового актива.

Информацию об авторе см. на стр. 4.