

Торговать волатильностью можно по-разному

Опционные контракты в стратегиях короткой волатильности могут быть инструментом покрытия риска долгосрочной позиции инвесторов. Это выгодно, но и опасно, поскольку несет в себе скрытые риски.

МИХАИЛ ЧЕКУЛАЕВ

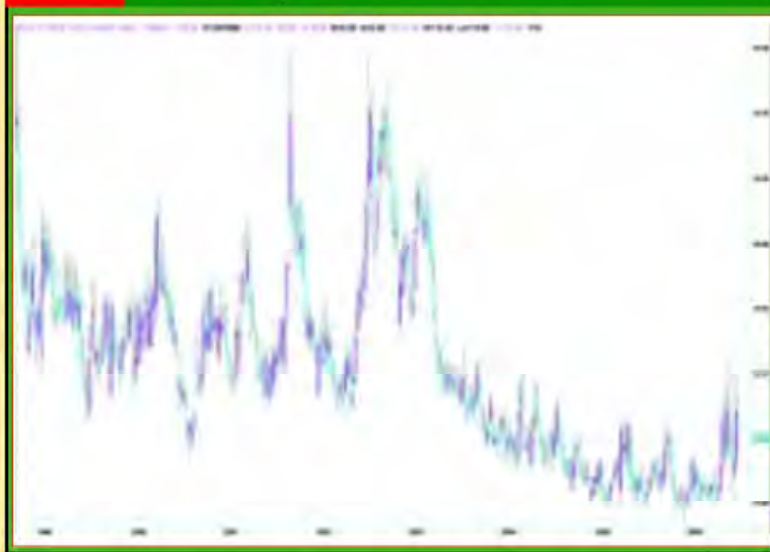
Торговля волатильностью является особой торговой техникой. Она заключается в том, чтобы извлекать прибыль не из ценовых изменений курса валюты, акций, индексов и пр., а из колебаний опционной волатильности (implied volatility). Этот показатель своего рода фантом, поскольку определяется путем подбора значений волатильности, которая подставляется в математическую формулу, используемую для расчетов справедливых цен опционов.

Опционную волатильность, исходя из ее внутреннего смысла, называют и подразумеваемой, и вмененной, и предполагаемой волатильностью. Сути дела это не меняет. Данный показатель колеблется, а потому на нем можно торговать. Что, собственно, и делают торговцы волатильностью (рис. 1, SVOE DJIA Volatility Index, недельный масштаб).

Обманчивая малорискованность

Обычная схема такой торговли строится следующим образом. Создается позиция в опционах – длинная, если предполагается рост оп-

РИСУНОК 1 КОЛЕБАНИЯ ОПЦИОННОЙ ВОЛАТИЛЬНОСТИ



ционной волатильности, или короткая, если ожидается обратное. Риск данной стратегии регулируется сделками с базовым активом, на который торгуются опционы. Для подобных операций, как правило, используются т.н. «около-денежные» опционы – те, чья цена исполнения наиболее близка к текущей цене базового актива (базы) – акции, фьючерсы или валюты.

Причина этого понятна – в таких опционах наибольший вес имеет временная стоимость. Именно она сильнее всего зависит от вменен-

ной волатильности, поэтому такие опционы очень быстро подешевеют, если данный показатель снизится, и подорожают, если он повысится. В результате может получиться так, что при очень малом изменении цены базового актива, которое по тем или иным причинам сопровождается сильными отклонениями волатильности, стоимость опционов значительно изменится.

Соответственно, трейдер, правильно угадавший тенденцию, получает прибыль. Причем в огра-

ниченном ценовом диапазоне базы, а также на кратком промежутке времени, данная стратегия имеет очень невысокий риск, если оценивать вероятный размер потерь. Вот одна из причин, почему торговлю волатильностью иной раз определяют как малорискованную.

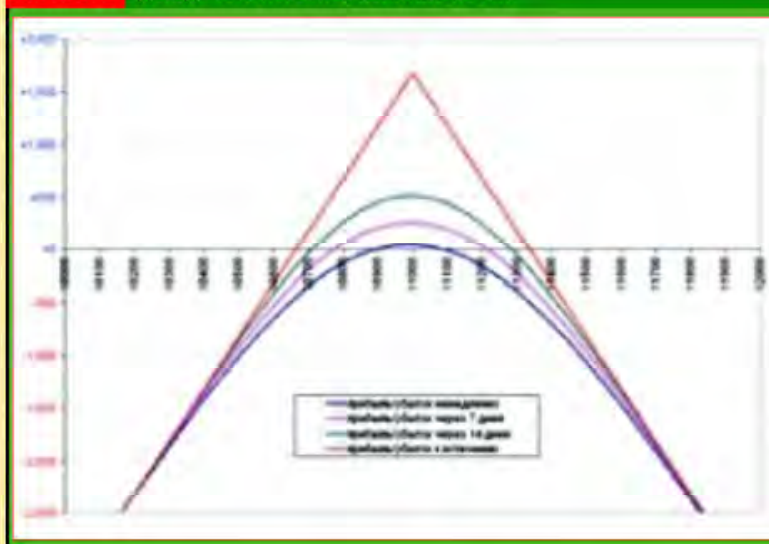
Это не совсем правильно. Убедиться не сложно. Достаточно посмотреть, скажем, на профиль доходности стратегии короткой волатильности с «около-денежными» опционами (рис. 2). Нетрудно понять: по большому счету, ее риск ничем не лучше обычной позиции в базовом активе. Единственное, что может успокоить, – это надежда устранять проблемы путем сделок с базой. В данном случае торговец короткой волатильностью должен при снижении рынка продавать некоторое количество базовых активов и покупать их при повышении цен.

Поскольку рынок по своей природе случаен, то нет никаких причин полагать, что все эти действия непременно приведут к прибыли. Часть сделок, направленных на устранение ценового риска, в итоге окажутся убыточными. К тому же данная стратегия может потребовать постоянного наблюдения за рынком. В современных условиях, когда многие рынки торгуются практически круглосуточно, подобная перспектива отнюдь не радует.

Как изменить профиль риска

Возникает вопрос: есть ли иные решения, позволяющие торговать волатильностью без необходимости безотрывного мониторинга рынка? Безусловно, есть. Достаточно для создания стратегии, скажем, короткой волатильности использовать не «около-денежные» опционы, а «безденежные». Цены исполнения данных опционов таковы, что они не будут исполнены, если курс базового актива не изменится. В частности, если для создания стратегии используются опционы пут (опционы продавца,

РИСУНОК 2 ДОХОДНОСТЬ КОРОТКОЙ ВОЛАТИЛЬНОСТИ



которые дают право продать базовый актив по цене исполнения), то продаются те, у которых цены исполнения ниже текущей цены базы. Например, если мы используем фьючерс на Dow Jones при его текущей цене 11000, то продаются опционы пут с ценами исполнения менее данного значения, скажем, 10900, 10800, 10700 и т.д.

Чем более далекие цены исполнения опционов используются при создании стратегии, тем менее экспрессивной получается дуга профиля доходности позиции. Даже несмотря на то, что она создается по тем же правилам, что и прочие стратегии торговли опционной волатильностью. А именно – против позиции в опционах продается столько единиц базового актива, чтобы совокупная дельта стратегии была приблизительно равна нулю (дельта определяет, как изменится стоимость производного инструмента, такого как опцион, при отклонении курса базы на единицу; данный показатель принято выражать в процентах либо в долях).

Предположим, мы намерены продать 3-недельные опционы пут на Dow Jones с ценой исполнения на 700 пунктов ниже текущего значения фьючерса. Дельта подобных опционов в обычных обстоятель-

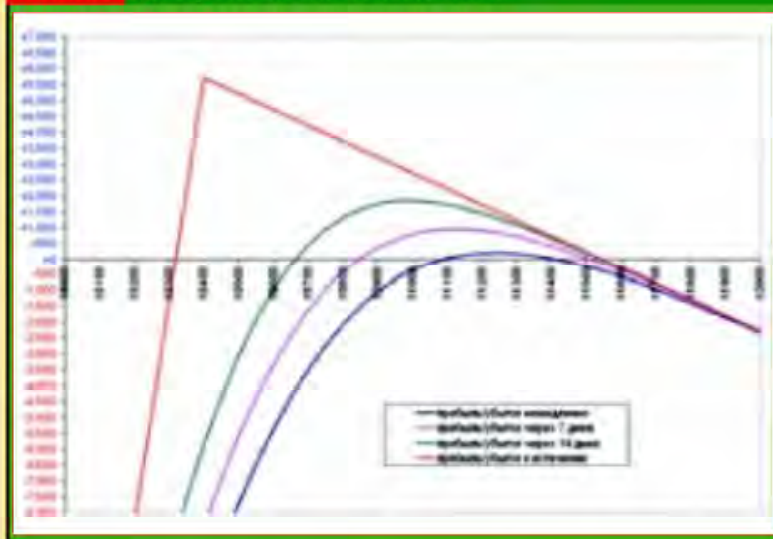
вах, как правило, равна приблизительно 0.07 (7%). Поэтому чтобы обеспечить стратегии дельта-нейтральность, нам потребуется продать 15 опционов пут, против которых поставить один короткий фьючерс.

Выяснить требуемый объем позиции в опционах несложно. Для этого нужно единицу разделить на 0.07 ($15 = 1/0.07$). Сравнить итоги торговли данной стратегией и короткой волатильностью, полученной с помощью «около-денежных» опционов, можно, сопоставив рисунки 2 и 3 (на рисунке 3 показан профиль доходности короткой волатильности с «далеко безденежными» опционами).

Очевидно, что в данном случае мы имеем для торгового счета более шадящую структуру профиля риска. Особенно если рассматривать стратегию не только с позиции прибыли, но и оценивая возможные потери. Мы также видим, что в случае понижения рынка у нас может образоваться весьма значительная прибыль. Ее величина способна существенно превысить доход, который может быть извлечен при использовании стратегии короткой волатильности, составленной с помощью «около-денежных» опционов.

Торговые стратегии

РИСУНОК 3 ДОХОДНОСТЬ КОРТОКОЙ ВОЛАТИЛЬНОСТИ



Взгляд с другой колокольни

Следует обратить внимание на следующее важное обстоятельство. Стратегия короткой волатильности с короткими фьючерсами и «далеко безденежными» опционами (опционы, цены исполнения которых далеко отстоят от текущей цены базового актива) фактически является короткой позицией относительно рынка. Поэтому на ситуацию можно взглянуть с другой стороны – не с точки зрения торговца опционами, а в ракурсе спекулянта на рынке базовых активов.

В этом случае получается, что основной позицией являются не опционы, а фьючерсы, акции или валюта. Соответственно, меняется и цель. Торговец опционами сосредоточен на процессе извлечения прибыли из их временного распада. А спекулянт базовыми активами настроен на получение дохода от колебаний курса торгуемой ценной бумаги или валюты. И данный трейдер будет рассматривать опционы не как основной инструмент торговли, а как механизм покрытия риска.

Правда, подобная позиция не рассчитана на активную торговлю. В данной стратегии придется находиться достаточно долго, минимум две-три недели, если уп-

равление риском осуществляется с помощью опционов, которым до истечения осталось, скажем, месяц. Если же использовать еще более длительные сроки – два-три месяца до исполнения, то в позиции придется находиться и месяц-полтора. Поэтому данный вариант замечательно подходит тем инвесторам, которые предпочитают относительно долго находиться в позиции – недели, а то и месяцы.

Преимущества подобной стратегии относительно простой покупки или продажи базового актива очевидны. В первую очередь, потому, что отпадает необходимость в реагировании на случайные ценовые колебания, которые ведут к потерям в позиции по базе. В достаточно широком ценовом коридоре прибыль, пусть и небольшая, все равно будет возникать. Ведь проданные опционы постепенно дешевеют в результате временного распада.

Поэтому выход из позиции, если она начинает приносить убыток, может быть сделан только в случае радикальной переоценки ситуации. Например, в случае изменения мнения о направлении тренда, который будет развиваться в течение ближайших недель или даже месяцев.

Феномен долгосрочной стратегии

Казалось бы, все просто. Если мы настроены по-медвежьи относительно какого-либо рынка, то нам следует продавать базовый актив, одновременно выписывая «далеко безденежные» опционы пут в таком количестве, чтобы они обеспечивали нейтральность относительно рынка. Тем самым мы хоть и создаем стратегию короткой волатильности, но она в целом настроена на понижение рынка. Если же мы смотрим на рынок по-бычьи, то можем рассматривать возможность покупки акции или фьючерса, продавая против них опционы колл в объеме, который необходим для покрытия риска и приведения стратегии в состояния дельта-нейтральности.

Парадокс заключается в том, что продажа опционов в обычной ситуации редко когда оказывается эффективным мероприятием. Данные позиции хорошо создавать, когда опционная волатильность высока, а это случается только в моменты, когда рынок находится в каких-то экстремальных точках. Поэтому, скажем, продажа опционов пут эффективна в ситуациях снижения рынка. И чем более резким является падение, тем более значительно возрастает волатильность опционов. Вместе с ней увеличивается и опционная премия, возрастая выше среднестатистических значений. В то же время на локальных ценовых вершинах подобные операции редко когда обеспечивают преимущество за счет получения выгоды на взлете волатильности.

Получается вот что. Если мы хотим использовать данные инструменты для покрытия риска, то должны входить в короткую позицию по базе не на вершине, а как минимум в локальном основании. Даже в том случае, если понимаем почти наверняка, что рынок в ближайшем будущем сумеет подняться. Успокаивает другое: мы считаем, что данное движение является одним из проявлений медвежьих настроений. Поэтому мы занимаем позицию по направлению основного тренда, который в

ближайшее время будет испытывать всего лишь временную коррекцию.

Проблемы, которых не избежать

Как и в любой ситуации, когда мы стремимся снизить риск, подобная стратегия имеет свои минусы. Пожалуй, самый главный из них заключается в тех проблемах, которые порождает относительно крупная позиция в коротких опционах по сравнению с относительно незначительным объемом базы. Ситуация сильно ухудшается, когда базовый актив приближается к цене исполнения проданных опционов. Причем происходит не только резкое уменьшение величины возможной прибыли, но и начинает быстро расти размер убытков. Естественно, чем ближе к дате истечения произойдет данный случай, тем менее сложной будет ситуация.

На этом проблемы не исчерпываются. Не менее серьезное испытание для подобной стратегии – колебания маржи, которая необходима для удержания торговой по-

зиции. Как показывает опыт, эти колебания могут быть настолько существенны, что в течение нескольких дней требования к марже возрастают раза в два, если говорить о тех рынках, где используется модель SPAN-Margin. Правда, существуют и обратные ситуации: требования к марже способны уменьшиться в течение 2-3 дней тоже раза в два.

Это способно принести как пользу, так и ущерб. Выгода понятна: если мы правильно оценили тенденцию волатильности, которая оказывает влияние на размер требуемой маржи, то получим прибыль. Хотя бы потому, что увеличим эффективность использования капитала. Ущерб же состоит в появлении дополнительного риска, который проявляется в изменчивости маржи.

Самое худшее, что может случиться, – ликвидация позиций с целью остаться в рынке. Даже несмотря на очевидность выгоды от удержания позиции в прежнем объеме. И все из-за колебаний во-

латильности, которую используют в программе, обчитывающей размер требуемой маржи. Это неприятный факт, поскольку бороться с этой проблемой крайне трудно.

Пожалуй, самый действенный выход состоит в том, чтобы иметь достаточные резервы, позволяющие переносить периоды, неблагоприятные для торговой стратегии. Иной вариант предполагает использование т.н. техники динамической ребалансировки, которая требует пересмотра дельты стратегии путем покупки или продажи базового актива.

Однако в этом случае, возможно, придется отказаться от консервативного поведения на рынке. Ведь чем ближе дата истечения опционных контрактов, тем агрессивней должно быть поведение трейдера. Вплоть до того, что операции, связанные с ребалансировкой позиции, могут по своему характеру оказаться весьма близки к стратегиям поведения на рынке, которые используют в торговле внутридневные трейдеры. BC

Центр информационно-финансовых технологий



**Готовые программные решения
для интернет-трейдинга на
финансовых рынках**

Специальная цена на подключение модулей брокерской системы Web2L

**Рынок стандартных контрактов ММВБ
Рынок депозитов ЦБ РФ**

**22€ в месяц
(без НДС)**

Подключение к услугам интернет-трейдинга на условиях аренды:

- Без первоначального платежа
- Без дополнительных затрат
- Без специальных средств
- Доступ с любого компьютера с выходом в интернет

<http://www.e-stock.ru>

107217, Москва, ул. Садовая-Спасская 21/1
тел./факс: (495) 745-81-26