

Новое измерение спрэдов

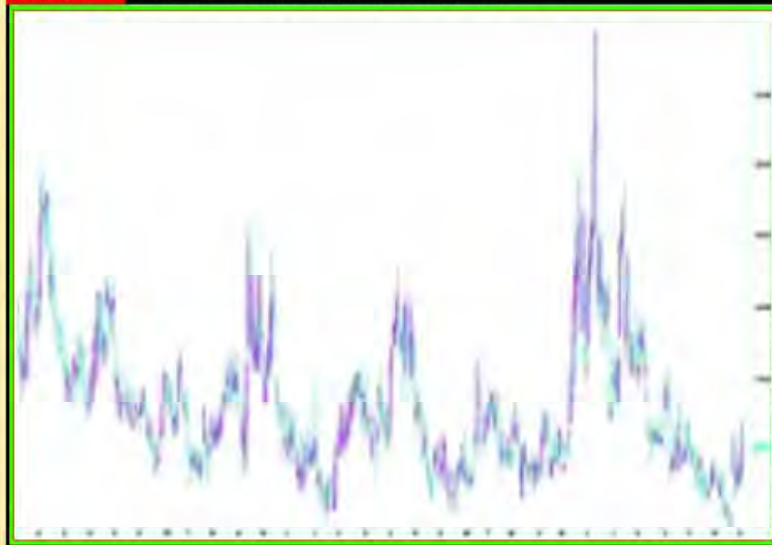
Использование опционных спрэдов обычно рассматривается в ракурсе торговли в тренде. В определенных случаях данная стратегия может служить альтернативой продаже одиночных опционов. – с более сильным финансовым рычагом.

МИХАИЛ ЧЕКУЛАЕВ

Продажу опционов с целью извлечения спекулятивной прибыли с определенными оговорками можно рассматривать как альтернативу позициям в базовом активе, на который торгуются используемые опционные контракты. Если мы желаем занять короткую позицию в акции, фьючерсе или валюте, то практически тот же самый результат в краткосрочном периоде времени можно получить, продав опционы колл. Если же мы хотим торговать на длинной стороне рынка, то альтернативой длинной позиции в акции, фьючерсе или валюте является продажа опционов пут. При этом результат в значительной степени зависит от того, насколько правильно сделан прогноз в отношении вмененной волатильности (implied volatility), с помощью которой оценивается изменчивость премии опционов.

Например, продажа опционов «около денег» (цена исполнения которых примерно равна текущей стоимости базового актива), совершенная при повышении вмененной волатильности на 1% (скажем, с

РИСУНОК 1 ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ОПЦИОНОВ НА ИНДЕКС S&P 500



20% до 21%), обеспечивает добавочный выигрыш в размере 5%. В случае же использования опционов «вне денег» (цена исполнения таких опционов колл выше текущей стоимости базового актива, а опционов пут – ниже) преимущество оказывается еще более высоким.

Так, при том же росте вмененной волатильности на 1% (с 20% до 21%) краткосрочные опционы, це-

ны исполнения которых отстают от текущей стоимости базового актива на 5%, дорожают минимум на 10%. При этом разные по срочности опционные контракты испытывают различные отклонения от своей средней стоимости. Скажем, 14-дневные опционы подорожают не менее чем на 18%, 30-дневные вырастут в цене на 12.9%, а 3-месячные – на 8.9%.

ТАБЛИЦА 1 ПРИНЦИП ПОСТРОЕНИЯ ВЕРТИКАЛЬНЫХ ОПЦИОННЫХ СПРЭДОВ

Классификация	Спрэды из опционов колл	Спрэды из опционов пут
Бычьи спрэды	Цена исполнения длинного опциона колл < цены исполнения короткого опциона колл	Цена исполнения длинного опциона пут < цены исполнения короткого опциона пут
Медвежьи спрэды	Цена исполнения длинного опциона колл > цены исполнения короткого опциона колл	Цена исполнения длинного опциона пут > цены исполнения короткого опциона пут

ТАБЛИЦА 2 СОПОСТАВЛЕНИЕ АЛЬТЕРНАТИВ (НЕПОКРЫТЫЙ ПУТ VS. ВЕРТИКАЛЬНЫЙ БЫЧИЙ ПУТ-СПРЭД)

Позиция	Премия, полученная от продажи (пункты)	Комиссия (пункты)	Чистый результат (пункты)
Короткий 6000-пут	16.6	0.4	16.2 (= 16.6 - 0.4)
6 вертикальных бычьих пут-спрэдов	31.8 (= 6 x 5.3)	4.8 (= 0.4 x 6 x 2)	27 (= 31.8 - 4.8)

Подобная перспектива завораживает. Ведь даже если мы ошиблись в направлении, и рынок не пойдет в предугаданном тренде, то можно ожидать получения выигрыша хотя бы от снижения вмененной волатильности. Особенно если время для создания позиции было выбрано правильно.

Однако для получения подобных преимуществ необходимо предугадать изменение волатильности опционов. Сделать же это не так просто. Прогнозировать опционную волатильность не менее трудно, чем оценивать будущее движение базового актива (рис. 1).

Что делать при низкой волатильности

Сложности на этом не заканчиваются. Помимо данной проблемы, возникает вопрос: как быть в затяжные периоды низкой волатильности? Неужели следует оставаться вне рынка в эти промежутки времени, даже если ситуация развивается в русле понятного сценария?

Один из вариантов решения данной дилеммы состоит в использовании вертикальных спрэдов. Бычьих – если ожидания связаны с ростом рынка, и медвежьих – для случая падающего рынка.

Эти комбинации опционов строятся следующим образом. Одновременно осуществляется покупка и продажа опционов одного вида (колл или пут) с одной и той же

датой истечения, но с разными ценами исполнения. В зависимости от того, как соотносится между собой цены исполнения, определяется направленность совокупной позиции (табл. 1).

Как увеличить плечо

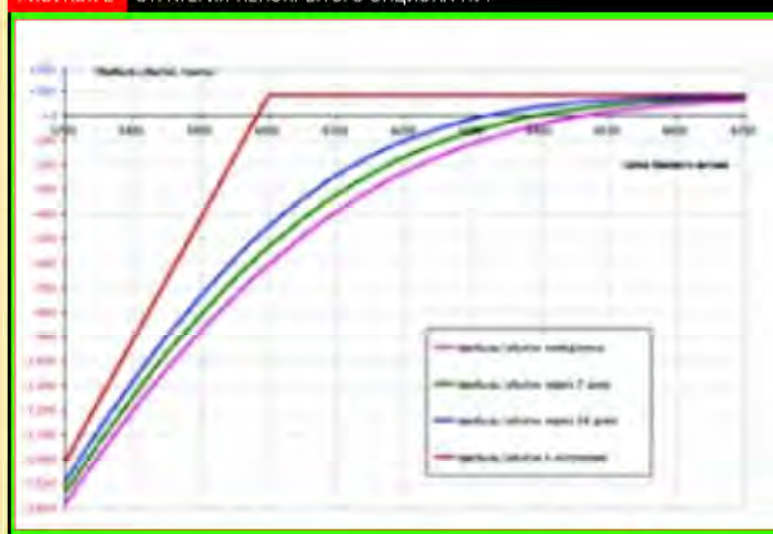
Новаторства в этом никакого нет. Подобные стратегии повсеместно рекомендуются для использования инвесторам, которые слабо разбираются в опционах. Однако есть один аспект, который известен лишь чрезвычайно малому кругу трейдеров. Он заключается в том,

что на самом деле вертикальные спрэды могут использоваться в качестве заменителей коротких опционных позиций. Причем с большим эффектом, если речь идет об опционах «вне денег». Одна из причин этого заключается в более рациональном использовании маржи.

Простой пример поможет понять, в чем тут дело. Предположим, мы решили продать 5-недельные опционы на немецкий фондовый индекс DAX. При его текущей цене 6464 мы считаем, что для нас подходящим вариантом является позиция в коротких опционах пут с ценой исполнения 6000. Альтернативой данной позиции в нашем примере будет короткий вертикальный бычий пут-спрэд, в котором мы продаем 6000-пут и покупаем 5900-пут. В первом варианте мы получаем премию в размере 16.6 пункта, а во втором – 5.3. Вроде бы первый вариант лучше – и премия выше, и операционных издержек меньше (в случае спрэда мы платим комиссионные сразу за две сделки, а не за одну).

Однако преимущество непокрытого опциона пут моментально

РИСУНОК 2 СТРАТЕГИЯ НЕПОКРЫТОГО ОПЦИОНА ПУТ



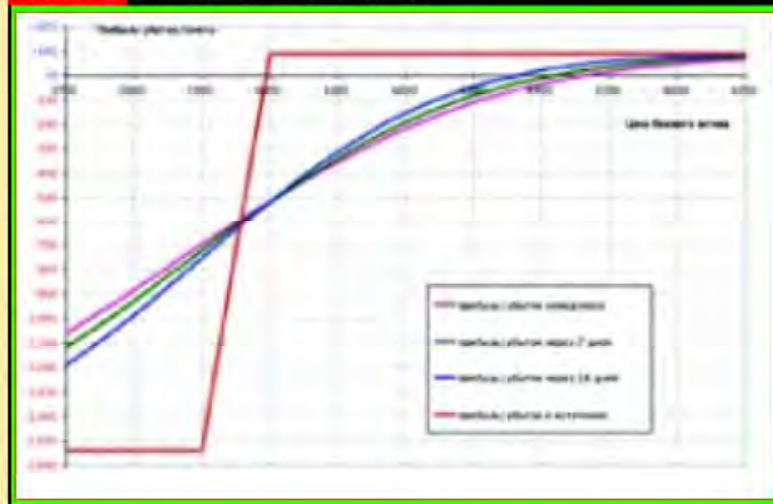
меркнет, если мы попытаемся оценить позицию с точки зрения маржи. Сопоставления показывают, что короткая позиция на 6000-пут имеет такие же маржевые требования, как и 6 упомянутых выше вертикальных бычьих пут-спрэдов. Теперь остается сравнить чистый результат, который убеждает нас в том, что спрэды могут принести доход, значительно превышающий результаты от торговли только лишь коротким путем. Как показывают расчеты, в нашем случае спрэды, с точки зрения левериджа, оказываются эффективней в 1.65 раза, если не рассматривать сценарий досрочной ликвидации позиций (табл. 2).

При этом полученный показатель – вовсе не предел. Можно обнаружить, что в отдельных ситуациях легко рассчитывать на получение дохода, по меньшей мере, в 2 раза выше при использовании вертикальных спрэдов (в сопоставлении с торговлей непокрытым опционом).

Еще одна хорошая новость заключается в том, что подобные комбинации значительно менее подвержены риску, обусловленному колебаниями маржи. Особенно это актуально для рынков, на которых маржевые требования напрямую связаны с изменениями волатильности. Причем данную опасность мы можем полностью нейтрализовать.

Достаточно вместо использования кредитных пут-спрэдов (как в представленном примере, где премия, полученная от продажи опционов, превышает уплаченную при покупке опционов) применить дебетные (платится за опционы больше, чем получается). То есть вместо бычьих пут-спрэдов использовать бычьи колл-спрэды. В этом варианте маржа вообще отсутствует, поскольку более того, что было уплачено при создании позиции, потерять невозможно.

РИСУНОК 3 СТРАТЕГИЯ БЫЧЬЕГО ПУТ-СПРЭДА



Гадкая пилюля

Тем не менее, без плохой новости нам тоже не обойтись. В основном речь идет о кредитных спрэдах из опционов «вне денег». Ключевая проблема таких комбинаций, составляемых из опционов, цены исполнения которых находятся на достаточно большом удалении от текущей цены базового актива, связана с потерями при их досрочной ликвидации. Чем более далекие цены исполнения были использованы при построении позиции, тем с большими проблемами мы можем столкнуться в случае неверной оценки поведения рынка, сделанной в момент создания стратегии.

Ведь помимо потерь, полученных при ликвидации убыточной позиции, мы должны будем нести как минимум вдвое большие издержки по сравнению с закрытием позиции, состоящей из одиночного короткого опциона. Причем не только по причине возросших выплат комиссионных брокеру, но и вследствие потерь на разнице между ценами покупки и продажи опционов. Самое печальное – они возникнут неминуемо на каждой стороне опционного спреда.

Если мы не просто используем спред в качестве альтернативы к стратегии непокрытого опциона, но и стремимся максимизировать

доходность, то нам придется смириться с более высокими потерями в случае неверной оценки рынка. Правда, это не является еще одним недостатком спрэдов.

На самом деле причина данного риска заключается в искусственном повышении финансового рычага. Данное обстоятельство является верным лишь в случае, если при определении величины позиции мы ориентируемся на размер маржи. То есть, как в представленном выше примере, продаем с учетом комиссионных брокеру не 16.2 пункта (в случае использования одиночного опциона пут), а 27 (6 вертикальных бычьих пут-спрэдов).

Картина меняется, если при определении размера позиции мы отталкиваемся от совокупного объема инвестиционного капитала. А потому принимаем решение, оценивая предполагаемый доход. В этом случае ожидаемые максимальные потери в стратегии спреда несравненно меньше, чем при продаже одиночного опциона. Если точнее, то во втором варианте потери могут быть практически неограниченными, тогда как в стратегии спреда максимальный убыток всегда ограничен (рис. 2 и 3 – доход один и тот же).