

ГЛАВА 9

Търгуване на волатилността на пазара за опции

ЛОРЪНС МАКМИЛЪН

Играта да се предсказва фондовия пазар е привлекателна за много трейдъри, защото тези, които могат да го правят, изглеждат могъщи и интелигентни. Всеки трейдър има любими индикатори, методи за анализ или системи за търговия „черни кутии“¹. Дори да успеете да докажете, че пазарът е непредвидим, повечето трейдъри ще откажат да ви повярват и ще цитират нови технологии или комбинации от методи, за да държат въпроса отворен.

Можете ли да предсказвате пазара?

Проницателният трейдър знае, че има два вида предсказване на пазара:

1. Предсказване на краткосрочното движение на цените
2. Предсказване на волатилността на базовия инструмент.

Почти всеки трейдър използва нещо, което да му помага при определянето какво да купува и кога да го купува. Много от тези методи, особено ако са изчистени до една система за търговия, като че ли дават резултат. В този смисъл изглежда, че пазарът може да се предскаже. Този вид предсказания обаче обикновено са свързани с много работа, включваща не само първоначалния подбор на позицията, а и парично управление при определянето на размера на позицията, управление на риска при разполагането и наблюдаването (следенето) на стоповете и т.н. Не е лесно.

И не само това – повечето математически изследвания показват, че пазарът в действителност не може да се предсказва. Като правило от тях следва, че всеки, който се представя по-добре от някой индексен фонд, е просто „късметлия“ и е уцелил поредица от печалби. Възможно ли е това да бъде вярно? Да разгледаме един пример. Случвало ли ви се е някога да отидете в Лас Вегас и да из-

¹ Англ. black box. Сложно електронно устройство, което функционира като едно цяло и чиито вътрешни механизми са скрити от потребителя. В най-широк смисъл – нещо, което има скрити и неизвестни вътрешни функции или механизми. Черните кутии на самолетите са нещо друго (а на всичкото отгоре и не са черни). [Бел. пр.]

живеете един ден с печалби? А уикенд? Ами цяла седмица? Не е изключено да отговорите „да“ на всички тези въпроси, независимо че знаете със сигурност, че шансовете ви в казиното математически са срещу вас. А ако разширим въпроса за целия ви живот – през целия си живот ли побеждавате казината? Този отговор е почти сигурно „не“, ако сте играли достатъчно дълъг период от време.

Математиците като правило са убедени, че побеждаването на фондовия пазар като цяло е почти същото, като да биеш казината в Лас Вегас – възможно е в краткосрочен план, но е практически невъзможно в дългосрочен план. Поради това, когато математиците казват, че фондовият пазар не може да се предсказва, те говорят за системно побеждаване на индекса – например S&P 500, през продължителен период от време.

Тези, които се придържат към противоположната гледна точка, от друга страна казват, че пазарът *може* да бъде победен, че играта прилича повече на покер – където добрият играч може систематично да печели с помощта на методи за парично управление, отколкото на комара в казината, където шансовете са предопределени. Не е възможно всички да постигнат съгласие по въпроса кой е прав. Има известно правдоподобие във всяка от гледните точки, но точно колкото е много трудно да си добър играч на покер, толкова е трудно и систематично да побеждаваш пазара със стратегии на посоката. Нещо повече, дори най-добрите трейдъри по посоката² знаят, че нетното им благосъстояние е подвластно на големи покачвания и спадове през годината. Така при трейдъра по посоката постоянството на възвръщаемостите е общо взето хаотично.

Непостоянството на възвръщаемостите, необходимият обем работа и необходимостта да имаш достатъчен капитал и да го управляващ добре са все фактори, които могат да унищожат трейдъра по посоката. Като такава краткосрочната търговия по посоката вероятно не е удобна търговска стратегия за повечето трейдъри – а ако търгувате със стратегия, с която не се чувствате удобно, от това рано или късно ще загубите пари.

Има ли по-добра алтернатива? Или е по-добре да приберете такъмите, да купите някакви индексни фондове и да престанете да мислите за това? Като стратег по въпросите на опциите вие почти сигурно чувствате, че има нещо по-добро от покупките на индексния фонд. Алтернативата с търгуването на волатилността предлага съществени предимства в онези области, които затрудняват търговията по посоката. Все пак, ако смятате, че можете да се справите с тръпките на търговията по посоката, придържайте се към този подход. Може да по-

² Англ. directional trader или directional trading. Стратегия, основана на отваряне на къси или дълги позиции с убеждението, че инвеститорът може правилно да предскаже движението на цената на ценната книга. Инвестирането по посоките е просто. Ако мислите, че ценната книга поскъбва, купувате, а ако мислите, че пада – продавате. [Бел. пр.]

желаете, от друга страна, да прибавите към арсенала си известна доза търгуване на волатилността, за всеки случай. Ако намирате пък, че търгуването по посоката отнема прекалено много време или не успявате да използвате както трябва стоповете, или постоянно попадате на „триони“, дошло е времето да се занимаете по-сериозно с търгуването на волатилността (volatility trading) за предпочитане под формата на покупки на разкряч (straddle buying).

Обзор на търгуването на волатилността

Търгуването на волатилността привлича първо трейдърите с математическа ориентация, които забелязват, че предсказването на предстоящата волатилност в базовия инструмент на пазара за опции – т.е. на косвената волатилност (implied volatility), значително се разминава с нормалните очаквания за това, което би могло да се случи. Освен това много от тези трейдъри (организатори на пазара, арбитражори и др.) изпитваха големи затруднения при запазването на една „делта-неутрална“³ (т. е., напълно хеджирана) позиция неутрална. В търсене на по-добър начин за търгуване, без да им се налага да имат пазарно мнение за базовата ценна книга, те се обърнаха към търгуването на база волатилност. Те не са очаквали, че търгуването на волатилността ще елиминира изцяло пазарния риск, като го превърне в риск на волатилността например. Тези трейдъри просто чувстваха, че могат да се справят с риска на волатилността с повече уважение и увереност, отколкото с ценовия риск.

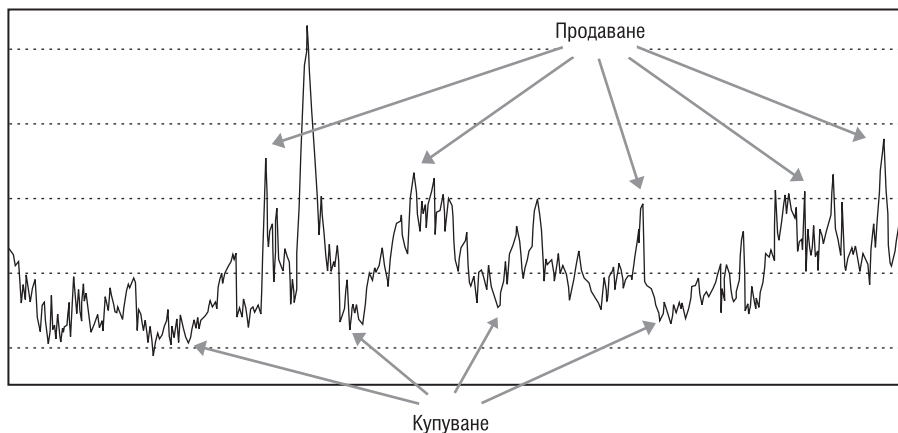
Просто казано, предсказването на волатилността изглежда много по-лесна задача от предсказването на цените. Казваме го, въпреки че всички инвеститори, активно участвали в големия бичи пазар от 1990-те, със сигурност смятат, че знаят как да предвиждат цените. (Не забравяйте да правите разграничение между ум и бичи пазар.) Да разгледаме **Фигура 9.1**.

Като че пред нас е една добра за търгуване акция: купувайте я близо до минимумите и я продавайте близо до максимумите, може би даже я продавайте късо, близо до максимумите и покривайте, когато по-късно тя спадне. Изглежда акцията от дълго време се е търгувала в рейндж, така че след всяка покупка или продажба тя се връща поне до средната точка на рейнджа си на търгуване, а понякога даже продължава до другата страна на рейнджа. Макар че на графиката няма скала, акцията изглежда като подходящ за търгуване обект. В действителност това е графика на косвената волатилност на опциите на голяма американска корпорация. Всъщност наистина няма значение коя е акцията (в случая тя

³ „delta neutral“. *Делтата* (delta) е отношението на промяната в цената на един дериват към цената на базовия актив. Понякога се нарича *коэффициент на хеджиране* (hedge ratio). Казваме, че един портфейл е делта неутрален, когато се състои от позиции с взаимно компенсиращи се положителни и отрицателни делти. Щом делтите се компенсират взаимно, нетната промяна на позицията е нула. [Бел. пр.]

ФИГУРА 9.1

Косвена волатилност на опциите върху американска акция



е CSCO⁴), защото графиките на косвената волатилност на почти всички акции, индекси или фючъри съдържат аналогична фигура – рейндж на търгуване. Косвената волатилност ще се откъсне напълно от нормалния си рейндж, само когато се случи нещо съществено, което променя фундаменталните показатели за начина, по който се движи акцията – изкупуване с цел поглъщане (takeover bid) например, или може би важно придобиване на друга фирма или друго размиване на капитала (dilution).

Много трейдъри, които са забелязали тази фигура, стават привърженици на идеята за предсказване на волатилността. Обърнете внимание, че ако успеете да изолирате волатилността, за вас посоката на цената на акцията няма значение; интересува ви само покупката на волатилността близо до дъното на рейнджа и продаването ѝ, когато се върне към средата или максимума на рейнджа или обратно. В реални условия за публичните клиенти е почти невъзможно да успеят толкова конкретно да изолират волатилността. Те трябва да следят донякъде цената на акцията, а да залагат позиции, в които посоката на цената на акцията няма значение за резултата от позицията. Това свойство на търгуването на волатилността е привлекателно за много инвеститори, които нееднократно са имали трудности при предсказването цените на акциите. Осен това този подход трябва да работи както при бичи, така и при мечешки пазари. Поради това търгуването на волатилността е привлекателна за голям брой индивиди. Само си спомнете, че за да можете лично да реализирате една стратегия както трябва, вие трябва да намирате, че тя е съзвучна с вашата лична фи-

⁴ Това е четирибуквеният борсов код Nasdaq на CISCO Systems Inc. [Бел. пр.]

лософия на търгуване. Опитите да се използва стратегия, с която не се чувствате удобно, ще доведе само да загуби и разочарование. Така че, ако този донякъде неутрален подход към търгуването с опции ви звучи интересно, продължете четенето.

Историческа волатилност

Волатилността не е нищо повече от термин, който се използва за описване колко бързо се променя цената на една акция, един фючър или индекс. Два вида волатилност са важни във връзка с опциите. Първият е *историческата волатилност*, която е мярка на това, колко бързо променя цената си базовият инструмент. Другият е *косвената волатилност* – прогнозата на опционния пазар за волатилността на базовия инструмент за времето на живот на опцията. Изчисляването и сравнението на тези две мерки може да подпомогне неимоверно при предсказването на предстоящата волатилност на базовия инструмент – ключов въпрос при определянето на днешните цени на опциите.

Историческата волатилност може да бъде измерена с конкретна формула. Тя е просто формулата за стандартното отклонение, което се дава в повечето елементарни текстове по статистика. Това, което е важно да се знае, е, че тя е едно точно изчисление и почти няма спорове по това как се изчислява историческата волатилност. Не е важно да се знае какво означава конкретното измерване. С други думи, ако кажем, че една акция има историческа волатилност от 20 процента, това само по себе си е сравнително безсмислено число за всички, освен за най-ревностните статистици. То може обаче да се използва за сравняване.

Стандартното отклонение се изразява с процент. Например историческата волатилност на широкия фондов пазар обикновено се движи в реинджа между 15 и 20 процента. Една много волатилна акция може да има историческа волатилност над 100 процента. Тези числа могат да се сравняват едни с други, за да определите например, че една акция с последната историческа волатилност е пет пъти волатилна от фондовия пазар. И така, историческата волатилност на един инструмент може да се сравнява с тази на друг инструмент, за да се определи кой от тях е по-волатилен. Това само по себе си е една полезна функция на историческата волатилност, но нейната полезност е далеч по-голяма.

Историческата волатилност може да се измерва за различни периоди от време, за да получите представа колко волатилна е била базовата акция при променящи се периоди от време. Например обичайно е да се пресмята 10-дневна историческа волатилност, както и 20-, 50-, а даже и 100-дневна. Във всеки от тези случаи резултатите се привеждат към годишна основа, за да можете непосредствено да сравнявате числата.