



Prof. Paul Schneider

Paul Schneider est professeur associé de finance au Swiss Finance Institute à l'Università della Svizzera italiana. Il a obtenu son doctorat en finance à la "Vienna University of Economics and Business". Ses principaux domaines de recherche sont la valorisation des actifs et la finance empirique.

L'optimisme est-il une stratégie payante?

C'est la question que s'est posée le SFI professeur Paul Schneider. L'optimisme peut aider pour décrocher un poste ou une promotion, mais quelle est son efficacité en salle des marchés? Schneider identifie un lien entre des opinions subjectives telles que l'optimisme et le pessimisme et des prix et des stratégies de trading sur le marché des options. Il découvre que ce sont de loin les pessimistes qui tirent le mieux leur épingle du jeu, tandis que les optimistes sont leurs malheureuses contreparties. Notons, par ailleurs, que le succès des pessimistes tient au fait qu'ils agissent comme des prestataires d'assurance sur le marché boursier.

Pour atteindre ces conclusions, Schneider a élaboré un cadre, au sein duquel il utilise les écarts entre les cours acheteurs et les cours vendeurs de valeurs cotées sur le marché des options sur le S&P 500, afin d'examiner la façon dont les différentes opinions engendrent des préférences pour le risque, ainsi que les stratégies de trading qui en découlent. Dans ce modèle, le marché des options est composé d'optimistes, de pessimistes et de pragmatistes. Les optimistes croient à un potentiel haussier exceptionnel, les pessimistes pensent qu'un effondrement financier est hautement probable, tandis que les pragmatistes jugent que le marché omet accidentellement de coter une certaine partie des exercices des options, ce qu'ils considèrent être un vecteur d'informations.

Impact étonnant de l'optimisme sur les marchés des swaps et de l'assurance

Schneider établit ensuite un modèle d'équilibre dans lequel les trois types d'agents négocient entre eux leurs portefeuilles d'options. Il en déduit les règles de trading que chaque type d'agent s'imposerait en l'absence d'arbitrage et de compensation de marché. La présence d'opinions différentes conditionne l'existence même d'un négoce sur ce marché. En utilisant de positions aussi bien sur les contrats à terme sur le S&P 500 que sur les swaps de variance répliquant des portefeuilles d'options, chaque agent choisit la stratégie de trading qu'il pense être optimale en fonction de ses préférences, qu'elles soient optimistes, pessimistes, ou pragmatiques. Le modèle de Schneider fournit alors un instantané du marché *réel* des options du S&P 500, ainsi que les positions de portefeuilles que les optimistes, pragmatistes et pessimistes choisiraient.

L'analyse de l'évolution des profits de ces portefeuilles entre 1990 et 2016 montre de façon surprenante que les trois types d'agents ne recourent qu'à un nombre limité de stratégies. A quelques exceptions près, les pessimistes sont positionnés à découvert sur le S&P 500 lui-même, ainsi que pour les swaps de variance, et ont comme contrepartie les optimistes. Les pragmatistes se logent dans les écarts de trading et ce de façon opportuniste. Cette allocation de compensation de marché dans la variance est surprenante, car la prime négative de la variance sur le marché du S&P 500 est généralement assimilée à une prime d'assurance contre les effondrements de marchés.

Le pessimisme et l'aversion pour le risque – Deux concepts distincts

Pour apprécier le contexte dans lequel s'effectuent ces allocations, il convient de se défaire de l'idée que les pessimistes montrent forcément une plus forte aversion pour le risque baissier que les optimistes. Tout comme les optimistes ne sont pas non plus forcément plus avides de risque. Par exemple, un pessimiste peut apporter son maillot de bain, même si du mauvais temps s'annonce; tandis qu'un optimiste peut décider de ne pas le prendre, car il ne souhaite pas s'embarrasser d'un poids supplémentaire, malgré les prévisions de beau temps. L'aversion pour le risque baissier est la caractéristique de la prise de décision humaine la plus couramment observée, bien que son ampleur puisse fortement varier et qu'elle ne corresponde pas forcément aux attentes.

Y aurait-il une autre explication?

Les résultats de Schneider ont été confirmés, même en modifiant son modèle de base de diverses manières. Les coûts de transaction (ou l'absence de ceux-ci), la vigueur du marché, la présence de spéculateurs, ou la capacité à découvrir progressivement les distributions sous-jacentes n'ont aucun impact sur les résultats trouvés. En effet, le pessimiste reste celui qui tire le mieux son épingle du jeu, tandis que l'optimiste en paye le prix.

La pensée positive n'est donc pas toujours une stratégie payante. Sur le marché des options, l'optimisme en soi semble être une approche plutôt inefficace.





Dr. Michael Markovich

Dr. Michael Markovich est managing director chez Credit Suisse à Zurich et travaille au sein de la "International Wealth Management Division". Il est actuellement responsable des analyses quantitatives/du timing et du sentiment au sein de la division "Investment Strategy". Il est titulaire d'un master et d'un doctorat en finance et économie de l'Université de Vienne.

Qui souhaite être optimiste et comment en tirer un profit

En finance, le principe de la prise de risques consiste à compenser les investisseurs pour leur exposition à l'incertitude tout en lissant leurs revenus futurs. Les facteurs de risques les plus connus et négociés sont les risques liés aux actions et aux obligations. Sur ces deux marchés, les investisseurs sortent gagnants si les marchés restent statiques et dans un tel cas, ils touchent un dividende ou un coupon. En sus de cela, ils touchent des primes de risque en cas d'appréciation des cours, à mesure que l'incertitude quant aux flux de trésorerie futurs se dissipe. La collecte de profits au fil du temps est la définition la plus générale possible d'une stratégie de portage positive et je me base sur celle-ci pour définir un optimiste. Un optimiste a la conviction que la prise de risque sera correctement rétribuée, car il fait l'hypothèse que les flux de trésorerie futurs présentent une décote suffisante par rapport au taux sans risque, de sorte que chaque jour où l'incertitude se dissipe un peu plus, il en bénéficie du fait qu'il se rapproche du flux de trésorerie final "certain".

Le triomphe de l'optimisme?

Dimson, Marsh et Staunton¹ ont analysé la performance des placements durant un siècle et ont conclu que l'optimisme triomphe sur les marchés des actions par rapport à celui des obligations, et celui des obligations par rapport à celui des espèces. Des résultats comparables ont été obtenus par Jorda et al. (2017)² et d'autres chercheurs. Ces analyses montrent que cette exposition aux risques liés aux actions et aux obligations a été incroyablement profitable pour les investisseurs. L'optimisme s'est donc avéré payant, du fait que les flux de trésorerie futurs ont présenté une décote suffisante au-delà du taux sans risque. Un tel investisseur est un optimiste axé sur les primes.

SFI Prof. Schneider centre son analyse de l'optimisme sur le marché des dérivés. Il fait la distinction entre optimisme, pessimisme et pragmatisme et établit au moyen d'un modèle d'équilibre unique le comportement des trois types d'investisseurs. Ses résultats indiquent, avec le pragmatiste mis à part, que le pessimiste vend à terme des swaps de variance sur actions à l'optimiste.

¹ E. Dimson, P. Marsh et M. Staunton (2002), "Triumph of the Optimists", Princeton University Press.
² O. Jorda, K. Knoll, D. Kuvshinov, M. Schularick et A. Taylor (2017), "The Rate of Return on Everything, 1870-2015", document de travail NBER.

Au final, cela se révèle être une stratégie perdante pour l'optimiste et rentable pour le pessimiste. Je ne pense toutefois pas que les résultats de Prof. Schneider, basés sur les dérivés, contredisent ceux de Dimson, Marsh et Staunton, basés sur les actions et obligations. Cela ne veut toutefois pas non plus dire que le pessimiste s'en sort mieux en salle de marché que l'optimiste.

Comment se positionne le portefeuille d'un optimiste sur le marché des dérivés? L'optimiste termine avec une position longue à terme et longue sur les swaps de variance. Cependant, cela revient à une position active longue sur un call. Lors de l'achat d'un call, l'investisseur s'engage concrètement dans une position longue ajustée du delta dans le sous-jacent et une position longue sur la volatilité. Cependant, du point de vue de la prime, cela correspond à une opération de portage négatif. Une partie de l'effet négatif du portage est attribuable au contrat à terme si le taux d'intérêt est positif. Cependant, sur une période d'un mois, cela devrait s'avérer négligeable. L'effet négatif du portage est bien plus attribuable au fait d'être long sur la volatilité, à savoir qu'au fil du temps le call perd de sa valeur. L'optimiste sur dérivés ne gagne que si le marché dépasse le niveau implicite du prix du call ou du swap de variance. Dans le cas contraire, la prime payée pour le call est trop élevée. En conséquence, l'optimiste sur dérivés perd si la volatilité implicite du call est plus élevée que la volatilité réalisée, vu que historiquement la prime de volatilité est négative³. La perte provient donc du fait que l'optimiste s'est assuré auprès d'une assurance trop cher payée.

Conséquences pour les praticiens

Les résultats remarquables de SFI Prof. Schneider montrent que le marché des options est très efficient et que le mécanisme de la fixation des prix est contrôlé par les vendeurs plutôt que par les acheteurs l'optimiste est preneur de prix tandis que la salle de marché, dans l'esprit du modèle le pessimiste, est faiseuse de prix. L'application de ce modèle d'équilibre unique confirme, sous un nouvel angle, que la prime de risque de la volatilité est négative.

³ J. Jackwerth et M. Rubinstein (1996), "Recovering Probability Distributions from Option Prices", Journal of Finance.

