



Prof. Paul Schneider

Paul Schneider è Professore associato di Finanza dello Swiss Finance Institute presso l'Università della Svizzera italiana. Ha conseguito il suo dottorato in Finanza alla Vienna University of Economics and Business. Le sue aree di ricerca principali sono l'asset pricing e la finanza empirica.

L'ottimismo paga?

Il professore SFI Paul Schneider affronta questa domanda.

L'ottimismo può essere di aiuto quando si vuole ottenere un posto di lavoro o una promozione, ma qual è il suo impatto in borsa? Schneider collega prospettive soggettive come l'ottimismo e il pessimismo con le quotazioni e le strategie di trading nel mercato delle opzioni. Rileva che i pessimisti sono di gran lunga gli operatori di maggior successo, mentre gli ottimisti sono la loro sfortunata controparte. Cosa forse sorprendente, il successo del pessimista deriva dal suo ruolo di venditore di un'assicurazione.

Per giungere alle sue conclusioni, Schneider sviluppa un modello in cui considera come input i bid-ask spread delle opzioni più liquide sull'S&P 500 e analizza come diverse opinioni soggettive implicino diverse preferenze per il rischio e, di conseguenza, diverse strategie di investimento. Nel suo modello, il mercato delle opzioni è popolato da ottimisti, pessimisti e pragmatici. L'ottimista crede nell'eccezionale potenziale al rialzo del mercato, mentre il pessimista ritiene che un disastro sia molto probabile; il pragmatico crede che il mercato non quoti un dato insieme di prezzi di esercizio delle opzioni per caso e lo considera quindi il più informativo.

Il sorprendente impatto dell'ottimismo sui mercati degli swap e delle assicurazioni

Schneider sviluppa quindi un modello di equilibrio di un mercato in cui le tre tipologie di operatori negoziano portafogli di opzioni tra loro. Individua le regole di trading che ciascun tipo di operatore sceglierebbe in condizioni di non arbitraggio e di equilibrio del mercato (c.d. market clearing). La presenza di diverse opinioni nel mercato è essenziale affinché le contrattazioni abbiano luogo. Con posizioni sia in forward che in variance swap sull'S&P 500 replicati da portafogli di opzioni, i singoli operatori sceglierebbero le strategie di trading che ritengono ottimali a seconda delle loro preferenze soggettive: ottimistiche, pessimistiche o pragmatiche. Il modello di Schneider produce quindi un'istantanea del mercato *reale* delle opzioni sull'S&P 500, unitamente a posizioni di portafoglio che gli ottimisti, i pragmatici e i pessimisti sceglierebbero.

Seguendo l'evoluzione nel tempo dei profitti implicati dal modello di questi portafogli dal 1990 al 2016, Schneider rileva che le tre tipologie di operatori utilizzano una varietà sorprendentemente ridotta di strategie. Con poche eccezioni, i pessimisti vanno short sia sull'S&P 500 stesso che sui variance swap, mentre gli ottimisti fanno da controparte a queste posizioni. I pragmatici si innestano nei trading gap in chiave opportunistica. Questa allocazione di equilibrio nella varianza è piuttosto sorprendente: l'interpretazione generalmente accettata del premio di varianza negativo nel mercato dell'S&P 500 è quella di un premio assicurativo in caso di crollo del mercato.

Pessimismo non è sinonimo di avversione al rischio

Per valutare adeguatamente il contesto di queste allocazioni di trading inattese, occorre sfatare la nozione secondo cui i pessimisti sono necessariamente più avversi al rischio degli ottimisti. Analogamente, gli ottimisti non sono necessariamente più propensi al rischio. È facile trovare analogie. I pessimisti possono mettere in valigia costumi da bagno e teli da spiaggia pur aspettandosi cattivo tempo. Al contrario, gli ottimisti decidono di lasciarli a casa, semplicemente perché non vogliono portare il peso supplementare, nonostante si aspettino chiaramente una giornata di sole. L'avversione al downside risk è il tratto del processo decisionale umano più evidente e maggiormente osservato, ma vi è un'ampia variazione nella sua intensità che non è necessariamente connessa alle aspettative.

Potrebbe esserci un'altra spiegazione?

I risultati di Schneider rimangono validi anche quando modifica il suo modello in vari modi. I costi di transazione (o la loro assenza), il potere di mercato, i noise trader o la capacità di conoscere le distribuzioni sottostanti col passare del tempo tramite analisi statistica: nessuno di questi elementi cambia il risultato. Il pessimista rimane l'operatore di maggiore successo, mentre l'ottimista paga per tale successo.

Il pensiero positivo, chiaramente, non paga sempre. Nel mercato delle opzioni sembra che l'ottimismo, di per sé, sia piuttosto sfavorevole.





Dr. Michael Markovich

Il Dr. Michael Markovich è un managing director di Credit Suisse nella divisione International Wealth Management a Zurigo. Attualmente è Head of Quantitative/Timing & Sentiment Analysis nella divisione Investment Strategy. Ha conseguito un MSc e un dottorato in finanza ed economia all'Università di Vienna.

Chi vuol essere ottimista e come trarne beneficio

In finanza, l'assunzione di rischi è associata alla riscossione di un premio per compensare gli investitori dell'esposizione all'incertezza, distribuendo il reddito futuro. I fattori di rischio più noti e scambiati in finanza sono i rischi azionari (premi azionari) e quelli dei titoli di Stato (premi a termine). In entrambi questi mercati (azioni e obbligazioni), gli investitori avranno un beneficio se i mercati non si muovono. In tal caso, gli investitori riceveranno un dividendo azionario o l'interesse di una cedola obbligazionaria. In entrambi i mercati, inoltre, gli investitori riscuoteranno un premio di rischio per apprezzamento mano a mano che scompare l'incertezza sul cash flow futuro (ad esempio, un titolo di Stato si muove verso il suo valore nominale pari a 100). Riscuotere utili nel tempo è la definizione più generale di una strategia di carry positivo, ed è la mia definizione di ottimista. Gli ottimisti hanno fiducia nel fatto che l'assunzione di rischi verrà adeguatamente compensata; presumono infatti che i cash flow futuri saranno sufficientemente scontati rispetto al tasso d'interesse a rischio nullo, cosicché beneficiano mano a mano che l'incertezza è risolta, avvicinandosi al cash flow "certo" finale.

Il trionfo dell'ottimismo?

Dimson, Marsh e Staunton¹ hanno analizzato un secolo di performance d'investimento e concluso che l'ottimismo ha trionfato nel comparto azionario (premio azionario rispetto alle obbligazioni) e in quello obbligazionario (premio a termine rispetto alla liquidità). Jorda et al. (2017)² e altri studiosi hanno ottenuto risultati analoghi. In breve, la loro analisi indica che l'esposizione al rischio azionario e obbligazionario è stata molto vantaggiosa per gli investitori: il loro ottimismo è stato ripagato dato che i cash flow futuri sono stati sufficientemente scontati rispetto al tasso d'interesse a rischio nullo. Mi riferirò a questo investitore come all'ottimista a premio.

Il Prof. Schneider dello SFI si concentra sull'ottimismo analizzando il mercato delle opzioni. L'autore definisce ottimisti, pessimisti e pragmatici, e attraverso un modello di equilibrio unico ricava il comportamento di posizionamento dei tre. Lasciando da parte i pragmatici, i risultati indicano che i pessimisti vendono a termine

¹ E. Dimson, P. Marsh e M. Staunton (2002), "Triumph of the Optimists", Princeton University Press.
² O. Jorda, K. Knoll, D. Kuyshinov, M. Schularick e A. Tylor (2017), "The Rate of Return on Everything, 1870-2015", working paper NBER.

variance swap su azioni e volatilità agli ottimisti. Come illustra l'autore, questa è però una strategia in perdita per l'ottimista, e molto redditizia per il pessimista. Tutto ciò contraddice i risultati di Dimson, Marsh e Staunton? Non credo, e non dovrebbe indurci a concludere che i pessimisti conseguono risultati migliori.

Qual è la posizione di portafoglio dell'ottimista dei derivati? Egli finisce con una posizione lunga su un forward e una posizione lunga su un variance swap. Ciò equivale tuttavia ad avere una posizione attiva lunga in un'opzione call. Acquistando una call, si assume di fatto una posizione lunga sul sottostante corretta per il delta (lunga nel forward) e una posizione lunga sulla volatilità. Tuttavia, in termini di premio si tratta di un carry trade negativo (perdita di denaro con il passare del tempo). Un elemento è il carry negativo relativo al forward se i tassi d'interesse sono positivi, con risultati tuttavia trascurabili nell'arco di un mese. Il maggior carry negativo deriva dalla posizione lunga sulla volatilità (lungo rischio gamma): con il passar del tempo una call perderà dunque valore. L'ottimista dei derivati guadagnerà solo se il mercato va oltre quanto è implicito nel prezzo call o variance swap. Se il mercato subisce movimenti più contenuti, il premio pagato per la call risulta sovrapprezzo. Quindi l'ottimista dei derivati perde se la volatilità implicita dell'opzione call è superiore alla volatilità realizzata (il premio di volatilità è negativo, abbiamo molti dati storici al riguardo³). La perdita per l'ottimista dei derivati è dunque dovuta al fatto che si tratta di un ottimista assicurato, e che l'assicurazione è sovrapprezzo.

Importanza per i professionisti

I notevoli risultati del SFI Prof. Schneider indicano che il mercato delle opzioni è molto efficiente e che il meccanismo di determinazione del prezzo è controllato più dal venditore che dal compratore: un ottimista dei derivati sarà il price taker, mentre la borsa (che scopriamo essere il pessimista) sarà il price maker. Il suo modello di equilibrio conferma, da una nuova angolazione, che la volatilità presenta un premio per il rischio negativo.

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

