

(cantillon)

Vendre des options pour entrer/sortir de positions : faits & mythes.

Adrien Talou-Derible
adrien@cantillon.fr
0648643706

1. Une option n'est pas un instrument pour entrer/sortir de positions.

Entendu dans un podcast ¹ :

Je suis prêt à acheter le SP500 à -5%, donc je vends un put 5% OTM

Si l'indice perd 5%, le gérant est heureux d'acheter à ce prix, et sinon, il est heureux de collecter un revenu pour la vente de l'option. Solution parfaite, donc ?

Ce raisonnement est faux et dangereux. Il provient d'une mauvaise compréhension de la mécanique des instruments dérivés. Si le but est d'acheter lorsque le prix de l'indice ou de l'action a baissé de 5%, pourquoi exécuter cette stratégie plutôt que de poster un ordre limite à -5% du prix actuel ? Prenons un exemple - extrême, pour l'illustration :

Vous vendez une option avec une volatilité implicite de 5%, ce qui vous ramène une prime faible, proche de 0.

La sensibilité de l'option au prix de l'action (son delta) est proche de 0. Lorsque le prix de l'action change, le gain(perte) sur l'option ne change pas. Si le prix de l'action baisse de 10%, le delta de l'option devient important. La perte sur la position vendeuse d'option devient de plus en plus importante lorsque le niveau auquel vous êtes prêts à acheter est atteint. Si le prix de l'action remonte avant l'expiration de l'option, la perte sur la position vendeuse sera en partie compensée.

A l'opposé, avec un ordre limite à -10%, vous auriez acheté l'action au niveau prévu, et vous gagnez lorsque le prix de l'action remonte.

En faisant les calculs ²:

SCÉNARIO (ACTION À 100€)	VENTE PUT 3 MOIS 90€	ORDRE LIMITE D'ACHAT À 90€
Action à 90 après un mois	-2,22%	0%
Action chute à 90, remonte à 100 après 3 mois	+0,71%	+11,1%

Ce sont deux résultats différents!

Même si le vendeur de l'option n'est pas assigné durant la vie de l'option et qu'à l'expiration l'action est revenue à son niveau initial, le courtier demande un collatéral qui mobilise du cash pour faire face à une position perdante.

Le scénario ou vous gagnez de l'argent est lorsque l'action n'arrive jamais à 90€. Plus l'action reste proche du prix initial, mieux c'est.

Cet exemple montre une chose importante lorsque vous avez affaire aux options : vendre une option est un pari sur la volatilité.³ Ici, un pari sur une volatilité à la baisse. Si vous achetez une action, vous ne devez avoir bon que sur une seule chose : la direction. En choisissant une option, vous utilisez un instrument taillé pour la précision. Vous devez avoir bon sur le timing, la direction, et la volatilité. Si vous avez un des éléments faux, vous perdez.

Vendre une option n'est pas problématique en soi. Une position vendeuse ou acheteuse d'options est une position intrinsèquement asymétrique. Une vente d'option ne ramènera au maximum que la prime encaissée. La perte peut être conséquente. Lors de la vente d'un put, plus le prix de l'action baisse, plus le

vendeur de l'option perd de l'argent, à une vitesse de plus en plus élevée. C'est la convexité négative. Une seule réponse compte : la prime collectée est-elle assez élevée pour justifier de la prise de risque ?

2. Vendre une option ne permet pas de générer un revenu.

Entendu dans le même podcast :

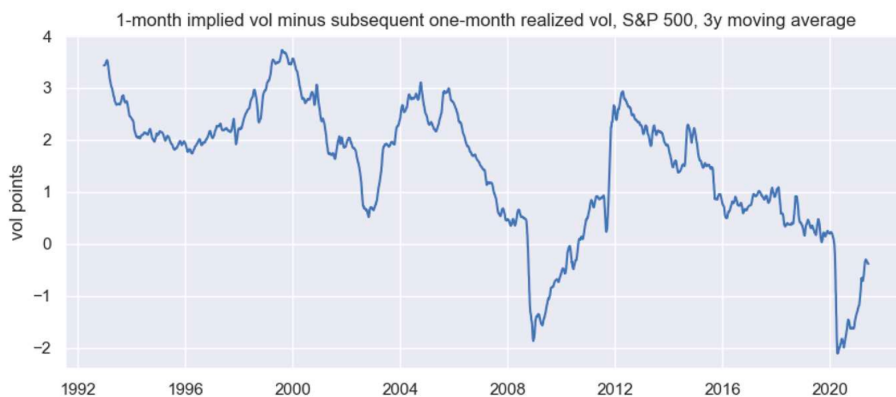
Vendre une option génère un revenu et comme le marché a tendance à acheter de l'assurance, il est judicieux de lui vendre afin de pouvoir acheter des actifs moins chers et de collecter un revenu supplémentaire.

Cette présentation est encore trompeuse.

2.1. Si le marché avait tendance à acheter de l'assurance (achat de calls ou puts), la prime de risque pour vendre une option devrait être importante.

Avant 2006, les options étaient relativement chères ⁴. Depuis 2006, la prime de risque pour vendre de la volatilité (VRP - Volatility Risk Premium) est quasiment nulle. ⁵

La crise du Covid de 2020 a engendré de nombreuses liquidations de fonds qui vendaient de la volatilité et a ramené des niveaux équilibrés d'offre et de demande dans les marchés d'instruments dérivés. Cela n'a pas duré, et de plus en plus d'acteurs vendent des options pour générer un revenu. Cela vient déséquilibrer l'offre et la demande, ce qui mécaniquement compresse les primes collectées par les vendeurs.



Les options sont de temps en temps chères, mais le sont de moins en moins, et le sont rarement.

2.2. Vendre une option ne génère pas de revenu

Une analogie possible : un assureur collecte des primes tout les mois parce qu'il assure des voitures. Est-ce un revenu ? Non. Ca ne le devient qu'à la fin de l'année, lorsque la totalité des primes collectées est supérieure aux sinistres payés. Vendre une option tout les mois revient au même. Partir du principe que vous collectez un revenu tous les mois est une illusion si la perte du 14^e mois est supérieure à l'intégralité des primes collectées.

Un exemple pour illustrer :

Vous pensez que le marché l'année prochaine sera en dent de scie et ne bougera pas du tout et votre gestionnaire de portefeuille vous propose une stratégie qui consiste à vendre des calls sur un célèbre indice tout les mois, en plus de vos actions sur l'indice.

- Vous vendez des calls tout les mois qui vous ramènent 1,30%, ce qui correspond à une volatilité implicite de 12%, un taux à 0, et 2% de dividendes annuels.
- Vous avez raison sur le marché en dent de scie, et six mois sur 12, l'indice gagne 3%.
- Les autres six mois, le marché perd 2,913% chaque mois. $(1/1,03 - 1)$.
- Le marché finit donc l'année à 0%, avec un rendement de 2% issu des dividendes.

Les 6 mois où l'indice progresse, vous collectez votre prime de 1,3%, gagnez 3% sur votre position sur l'indice. Vous êtes assignés sur vos options et perdez 3%. Vous gagnez 0,167% de dividendes. Vous gagnez $1,3 + 3 - 3 + 0,167 = 1,467\%$ chaque mois.

Les 6 mois où l'indice baisse, vous collectez votre prime d'1,3%. Vous perdez 2,913% sur votre position indice. Vos options expirent à 0. Vous perdez $1,3 - 2,913 + 0,167 = -1,446\%$ chaque mois.

A la fin de l'année, vous êtes donc environ à 0%. Comparez cela aux 2% que vous auriez gagné si vous aviez eu une seule position sur l'indice. Vos ventes d'options sont un pari 50/50 de gagner 1,3% ou de perdre 1,613%. C'est une

espérance de gain négative de -0,1565% chaque mois ($0,5 * 1,3 - 0,5 * 1,613$).

MOIS	RETOUR INDICE	PRIX D'EXERCICE	PRIX DE L'OPTION	RENDEMENT DE L'OPTION	DIVIDEND E	VALEUR PORTEFEUILLE
1	3%	103	1,3	-3	0.170	101,47
2	-2,91%	100	1,339	0	0.165	100
3	3%	103	1,3	-3	0.170	101,47
4	-2,91%	100	1,339	0	0.165	100
5	3%	103	1,3	-3	0.170	101,46
6	-2,91%	100	1,339	0	0.165	99,99
7	3%	103	1,3	-3	0.170	101,46
8	-2,91%	100	1,339	0	0.165	99,99
9	3%	103	1,3	-3	0.170	101,45
10	-2,91%	100	1,339	0	0.165	99,98
11	3%	103	1,3	-3	0.170	101,45
12	-2,91%	100	1,339	0	0,165	99,98

L'espérance de gain est négative parce que les mouvements du marché sont plus importants que ceux que l'option impliquait. Si les mouvements avaient été de +/- 2,5%, vous auriez fini avec +2,90% à la fin de l'année. Si ils avaient été de +/- 4,5%, les pertes sur les calls vendus lors de mois négatifs auraient impacté le portefeuille. Vous auriez perdu 5,57% sur l'année.

Tout ça pour en revenir au point précédent : vendre une option est un pari sur la volatilité. Cela peut être un revenu, mais à l'unique condition que la prime collectée soit suffisante pour justifier le risque pris. Vous vendez votre maison pour 300€, est-ce un revenu ?

2.3. A garder en tête:

1/Vendre une option ne peut être considérée que si vous considérez la volatilité, et la prime collectée. Jamais d'un point de vue d'exposition/dé-exposition.

2/La prime de risque pour vendre une option est structurellement de plus en plus faible. S'engager dans une position négativement asymétrique avec une prime de risque faible peut être douloureux, et l'illusion du revenu peut ne pas tenir longtemps.

Il y a de meilleurs moyens de profiter de la baisse des prix pour acheter et de profiter de la hausse pour vendre.

- Plutôt que de vendre des calls, réduisez votre exposition et conservez du cash pour acheter lorsque l'opportunité existe.
- Acheter des puts, et monétiser ceux-ci lors d'une baisse et acheter plus d'actions que prévu initialement lorsque le marché.⁶

2.4. Pour aller plus loin : ⁷

Si vous êtes persuadé que le marché va monter, le meilleur choix n'est pas d'acheter des calls OTM. Achetez des calls synthétiques ITM (en achetant l'action et des puts OTM). Le scénario idéal est le suivant : les puts expirent sans valeur. Pourquoi ? Acheter un put est un pari sur une volatilité à la hausse. En général, si le marché monte, la volatilité va baisser. Si vos puts expirent sans valeur, vous êtes heureux car vos actions ont pris de la valeur. Si le marché baisse, vous avez l'opportunité de monétiser vos puts pour acheter plus d'actions, moins chères.

Vous pouvez même vendre des calls OTM, acheter des puts, et acheter des actions. Les actions sont des deltas durs (au sens où leur valeur est fixe et linéaire, une action est une action). Les options sont un moyen de positionner vos deltas dans la direction où vous attendez le mouvement.

En résumé, si votre gérant de portefeuille ou votre conseiller vous propose des stratégies avec des options présentées de cette manière, fuyez. Ou jouez à la roulette, votre espérance de gain sera meilleure.

-
1. La Martingale, Guillaume Dolisi, Via Asset Management
 2. Scénario avec une vente de put qui expire dans 3 mois, avec un prix d'exercice à 90, et une volatilité implicite de 20%.
 3. Vendre un put ou un call revient au même.

4. VRP en moyenne de 2,5 points avant 2006.
5. 0,5 points en moyenne.
6. Ceci est une stratégie complexe, et implique une bonne exécution, de monétiser au bon moment, de choisir la bonne expiration, et le bon prix d'exercice. C'est un exemple sur-simplifié.
7. Encore une fois, c'est une stratégie complexe qui nécessite une très bonne connaissance des produits dérivés.