

Focus sur les dérivés

L'option d'achat couverte et l'option de vente couverte par des liquidités se valent : comment les positions équivalentes peuvent servir à évaluer une stratégie

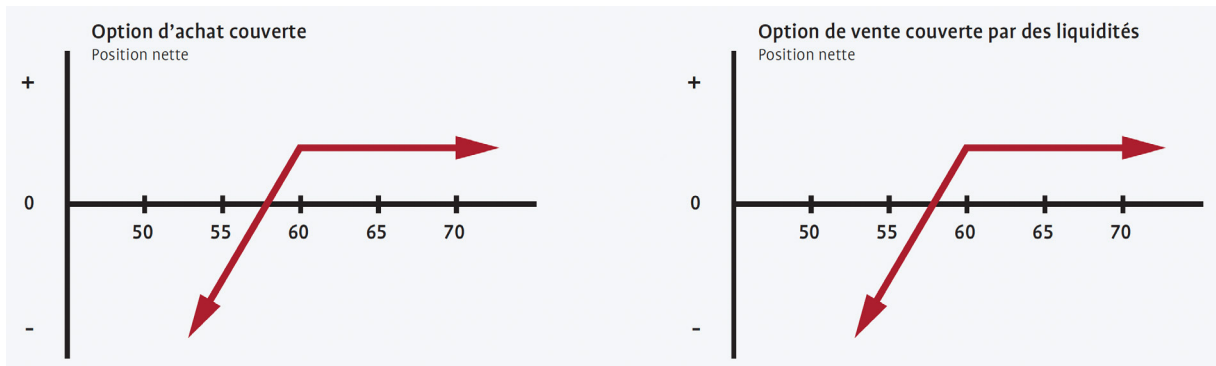
Dans les médias financiers, on décrit souvent la vente d'options de vente comme une opération à très haut risque, tandis que la stratégie de vente d'options d'achat couvertes est présentée comme étant prudente. Les institutions financières ont également tendance à dépeindre ces stratégies de la même façon. Prenons pour exemple une grande société financière avec laquelle j'étais autrefois en relation. Cette société avait décrété qu'en raison de la conjoncture des marchés d'alors, elle n'autorisait plus la vente d'options de vente étant donné son risque élevé. Je me suis renseigné auprès de son service de gestion des risques au sujet de cette décision, cherchant à savoir si cette interdiction touchait aussi la vente d'options d'achat couvertes. On m'a répondu que le recours aux options d'achat couvertes était « plus prudent », donc toujours autorisé. Le service de gestion des risques de cette société avait-il raison? Pour le savoir, procédons à une comparaison détaillée entre l'option d'achat couverte et l'option de vente couverte par des liquidités. L'analyse qui suit suppose que le lecteur a une connaissance de base des deux stratégies. Dans le cas contraire, celui-ci est invité à suivre les liens qui précèdent.

Sur le parquet, l'une des ritournelles que je me plaisais à répéter aux négociateurs débutants afin de les inciter à sortir des sentiers battus était la suivante : « Les options d'achat sont des options de vente et les options de vente sont des options d'achat ». Certes, cette affirmation repose sur la parité entre l'option de vente et l'option d'achat.

Elle avait pour but d'exprimer qu'à toute stratégie sur options d'achat correspond une stratégie équivalente sur options de vente, et vice versa. C'est facile à concevoir quand on sait que les données entrant dans un modèle d'évaluation des options (taux d'intérêt, volatilité implicite, etc.) sont à peu près identiques pour les options de vente et les options d'achat. Le monde des options commence à s'ouvrir quelque peu lorsque l'on adopte la perspective des positions équivalentes plutôt que de voir les options de ventes et les options d'achat comme étant deux choses distinctes. Une position équivalente est une position créée au moyen d'instruments différents qui donnent un même résultat et représentent le même rapport risque-rendement que la position visée. Voici des exemples de stratégies courantes et leurs positions équivalentes :

STRATÉGIE	POSITION ÉQUIVALENTE
Achat d'actions	Achat d'option d'achat + Vente d'option de vente
Vente d'actions	Vente d'option d'achat + Achat d'option de vente
Achat d'option d'achat	Achat d'actions + Achat d'option de vente
Achat d'option de vente	Vente d'actions + Achat d'option d'achat
Vente d'option d'achat couverte	Vente d'option de vente

Eh oui, le service de gestion des risques qui a mis la vente d'options de vente à l'écart était dans l'erreur. En supposant que les données sont les mêmes, la vente d'une option d'achat couverte donne le même résultat que la vente d'une option de vente couverte par des liquidités. Il est facile de le démontrer au moyen du si bien connu (mais peu utile) diagramme en forme de bâton de hockey ci-dessous. (Diagramme produit par le Options Industry Council.)



Les deux stratégies donnent manifestement le même résultat à l'échéance. Comme les diagrammes en forme de bâton de hockey fournissent peu d'information, examinons quelques données simples afin de comparer le résultat de la vente d'une option d'achat couverte et celui de la vente d'une option de vente couverte par des liquidités. Prenons la vente d'une option d'achat couverte au prix de levée de 100 \$ moyennant une prime de 1 \$ pour une action dont le cours est de 100 \$. La perte maximale atteint 99 \$ (100 \$ - 1 \$) si le cours de l'action chute à zéro.

De façon similaire, dans le cas de la vente d'une option de vente au même prix de levée de 100 \$ et au même cours pour la même action, la perte maximale se situe également à 99 \$ (100 \$ - 1 \$). Le gain maximal se chiffre à 1 \$ pour les deux stratégies. Puisque les deux stratégies entraînent un même résultat à l'échéance, il est juste d'affirmer qu'il s'agit de stratégies équivalentes. Morale de l'histoire : il faut éviter d'associer risque et vente d'options de vente couvertes par des liquidités, d'une part, tout en se complaisant dans la vente d'options d'achat couvertes, d'autre part, en se disant que la seconde stratégie est plus sûre. Les deux stratégies présentent le même rapport risque-rendement. En revanche, certains éléments diffèrent grandement en ce qui concerne leur mise en œuvre normale.

- Tant la vente d'options d'achat couvertes que la vente d'options de vente couvertes par des liquidités impliquent généralement le choix d'un prix de levée dont l'écart avec le cours de l'action correspond à un pourcentage précis de celui-ci ou le choix d'un prix de levée qui correspond à un delta cible (par exemple un delta de 0,20).
- En outre, le choix du prix de levée est souvent fonction du profit visé par l'investisseur dans le cas de la vente d'options d'achat couvertes et fonction du prix d'achat souhaité de l'action dans le cas de la vente d'options de vente couvertes par des liquidités.

Dans le cas de la vente d'options d'achat couvertes, cela signifie que l'investisseur choisit un prix de levée supérieur au cours du marché, alors que dans le cas de la vente d'options de vente couvertes par des liquidités, il choisit un prix de levée inférieur au cours du marché. À titre d'exemple, une méthode couramment utilisée pour choisir le prix de levée consiste à prendre une option qui est hors du cours à hauteur de 2 %.

Ainsi, si l'on prend une action de 50 \$, l'investisseur choisira un prix de levée de 51 \$ (1,02 × 50 \$) dans le cas d'une vente d'options d'achat couvertes ou un prix de levée de 49 \$ dans le cas d'une vente d'options de vente couvertes par des liquidités (0,98 × 50 \$). Le tableau ci-dessous compare les rendements d'une option d'achat couverte et d'une option de vente couverte par des liquidités.

STRATÉGIE	PROFITS ET PERTES					
	47	48	49	50	41	52
Achat de l'action à 50 \$, vente d'une option d'achat au prix de levée de 51 \$ contre une prime de 1 \$	-2,00	-1,00	0,00	1,00	2,00	2,00
Vente d'une option de vente au prix de levée de 49 \$ contre une prime de 1 \$	-1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00

En raison de son prix de levée inférieur, l'option de vente couverte par des liquidités a un point d'équilibre inférieur (48 \$) à celui de l'option d'achat couverte (49 \$). Elle ne donne pas un aussi bon rendement que cette dernière lorsque le cours de l'action progresse, car le vendeur de l'option d'achat couverte, en plus d'encaisser la prime, profite de la hausse du cours des actions qu'il possède jusqu'à ce que celui-ci atteigne le prix de levée. Comme on a généralement recours à des prix de levée différents, les rendements relatifs de ces stratégies varient selon la conjoncture des marchés. En règle générale, le vendeur d'options d'achat couvertes enregistre un rendement relatif accru lorsque les marchés sont en hausse, contrairement au vendeur d'options de vente couvertes par des liquidités qui s'en tire mieux en période de marchés baissiers. Voilà qui est digne de mention, mais qui en dit plus long sur le choix du prix de levée que sur la stratégie elle-même.

Maintenant que nous avons examiné ces exemples simples, jetons un coup d'œil aux rendements des deux stratégies en périodes de hausse et de baisse des cours. Pour ce faire, il nous faut d'abord trouver un titre qui a déjà connu des épisodes haussiers et baissiers notables; celui de BlackBerry conviendra parfaitement (je suis désolé de peut-être raviver chez certains des souvenirs désagréables, mais j'ai quand même eu la délicatesse de ne pas choisir le titre de Nortel...).

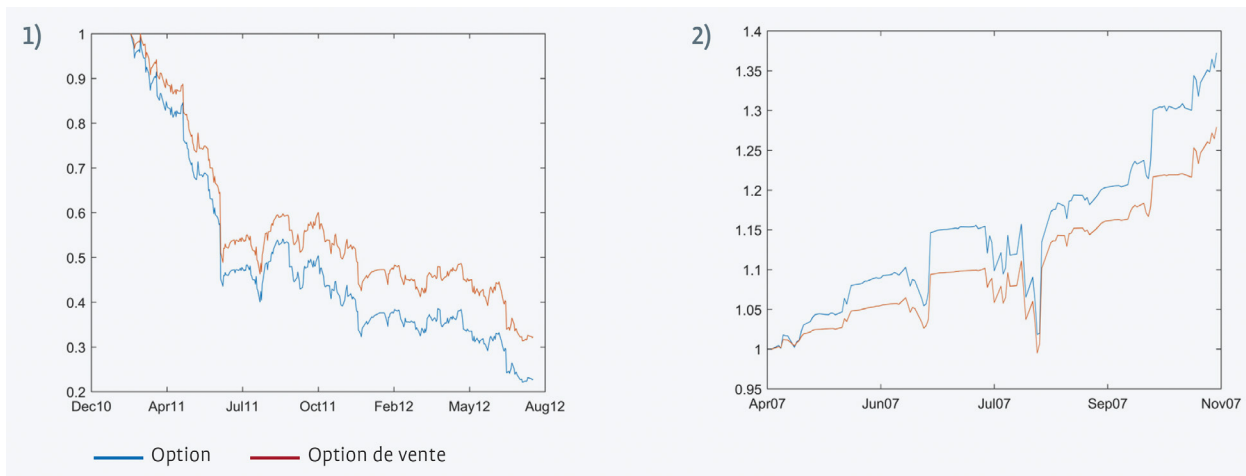
- Du 20 avril 2007 au 2 novembre 2007, le titre s'est fortement apprécié (portion noire du tracé sur le graphique ci-dessous).
- Du 18 février 2011 au 3 août 2012, le cours du titre a connu une baisse quasi ininterrompue (portion rouge du graphique).

Cours de l'action de BlackBerry



Nous analyserons les deux stratégies suivantes par rapport à ces deux périodes : 1) la stratégie de vente d'options d'achat couvertes où la totalité des fonds sont investis en permanence et il y a vente d'options d'achat hors du cours à hauteur de 2 % échéant dans un mois sur une base continue; 2) la stratégie de vente d'options de vente couvertes par des liquidités où il y a vente d'options de vente hors du cours à hauteur de 2 % échéant dans un mois sur une base continue. Les tableaux suivants illustrent les variations du rendement normalisé des deux stratégies :

BlackBerry : Option de vente couverte par des liquidités et option d'achat couverte



Durant la phase haussière, le rendement des options d'achat couvertes, tirant avantage de la montée du cours jusqu'au prix de levée, a surpassé de 9,36 % sur une base annualisée celui des options de vente couvertes par des liquidités. En revanche, comme les gains des options de vente couvertes par des liquidités se limitent à la prime, le rendement de celles-ci a tiré de l'arrière. Quant à la période baissière, la situation est tout le contraire, les options de vente couvertes par des liquidités ayant enregistré un rendement annualisé de 9,45 % supérieur à celui des options d'achat couvertes. Cette comparaison souligne l'importance de choisir la stratégie qui conviendra le mieux à la situation de marché que l'on prévoit. Les lecteurs fûtés auront tôt fait de constater que l'on obtient le même résultat en changeant le prix de levée des options d'achat couvertes au lieu de vendre des options de vente couvertes par des liquidités, c'est-à-dire en appliquant le concept des positions équivalentes dont il est question ci-dessus.

En d'autres mots, la vente d'une option d'achat dans le cours à hauteur de 2 % échéant dans un mois pourrait générer à peu près le même rendement qu'une option de vente hors du cours à hauteur de 2 % échéant dans un mois. De même, on pourrait recourir à une option de vente dans le cours à hauteur de 2 % échéant dans un mois pour reproduire le rendement d'une option d'achat hors du cours à hauteur de 2 % échéant dans un mois. Les commissions n'ont pas été prises en compte dans les analyses ci-dessus, mais signalons que la vente d'une option de vente couverte par des liquidités implique le paiement d'une seule commission au moment de la vente initiale, tandis que la vente d'une option d'achat couverte implique le paiement de deux commissions, soit lors de l'achat des actions et lors de la vente de l'option.

Si l'on compare les deux stratégies sur le plan de l'équivalence des positions, on constate aisément que si le prix de levée était le même pour les deux stratégies, leur rendement respectif évoluerait de façon à peu près identique. Cela confirme que la vente d'une option d'achat couverte et la vente d'une option de vente couverte par des liquidités ne sont qu'une seule et même stratégie.

Ne faites pas l'erreur de considérer la vente d'une option d'achat couverte et la vente d'une option de vente couverte par des liquidités comme étant deux stratégies distinctes et sans lien. L'investisseur qui s'habitue à examiner ces stratégies sous l'angle du concept d'équivalence des positions sera mieux à même de sélectionner la meilleure stratégie possible en fonction de ses prévisions à l'égard du marché.



John Ley est un négociateur de produits dérivés possédant plus de 25 ans d'expérience dans les marchés des capitaux. Il a travaillé au sein de nombreuses institutions, dans divers marchés géographiques, avec de nombreuses gammes de produits. Dans son dernier poste, M. Ley a été directeur général du service des actions institutionnelles et du service des produits dérivés sur actions mondiales à Valeurs Mobilières TD. M. Ley a créé la société Clifton Capital Management Inc. (CCMI), alliant son expérience des produits dérivés avec des outils technologiques de pointe en matière d'analyse et de contrôle ex post à l'égard des produits dérivés. CCMI aide les gestionnaires de portefeuille à gérer les superpositions de produits dérivés et la volatilité, ainsi qu'à créer de nouveaux produits. M. Ley est d'avis que les analyses et les décisions doivent reposer sur des données, comme l'indique la devise de CCMI qui se traduit par « les faits et non la fiction ».

Pour plus d'information

equityderivatives@tmx.com

m-x.ca/options

Les opinions exprimées dans cet article ne représentent pas nécessairement le point de vue de Bourse de Montréal Inc.

Le présent article est uniquement offert à titre d'information générale. Les renseignements contenus dans le présent article, y compris les données financières et économiques, les cours boursiers ainsi que les analyses et interprétations de ceux-ci, sont fournis à titre informatif seulement et ne doivent en aucun cas être interprétés dans quelque territoire que ce soit comme un conseil ou une recommandation concernant l'achat ou la vente de dérivés, de sous-jacents ou d'autres instruments financiers, ou comme un conseil de nature juridique, comptable, fiscale ou financière ou un conseil de placement. Bourse de Montréal Inc. vous recommande de consulter vos propres conseillers en fonction de vos besoins avant de prendre des décisions afin de tenir compte de vos objectifs de placement, de votre situation financière et de vos besoins individuels.