

Mineur Finance 1

December 10, 2016

Contents

1	Cadre de valorisation des produits dérivés	3
1.1	Introduction	3
1.2	Hypothèse	3
1.3	Propriété	3
1.4	Options américaines	3
2	Théorie de la valorisation dans le cas discret à une période	4
2.1	Introduction	4
2.2	Modèle à une période	4
2.3	Résultats de non-arbitrage	5
2.3.1	Définition	5
2.3.2	Définition 2	5
2.3.3	Théorème	6
3	Marché complet et valorisation d'actif conditionnel	8
4	Le modèle binomial à une période	11
4.0.4	Proposition	12
5	Théorème de Valorisation dans le cas discret multi-période	13
5.1	Modèle	13

5.1.1	Def 1	14
5.1.2	Def 2	14
5.1.3	Def 3	14
5.2	Résultats de marché viable et complet	15
5.2.1	Def 1	15
5.2.2	Théorème	15
5.2.3	Proposition	15
5.3	Théorème	16
5.4	Modèle binomiale multi-période (Modèle de Lex-Ross-Robinstein)	16
5.4.1	Proposition	17
5.5	Valorisation dans le modèle de Cor-Ross-Robinstein	17
5.5.1	Proposition	17
5.5.2	Exercise	18
5.5.3	Théorème	19
6	Valorisation dans un cadre continu: Le modèle de Black-Scholes	20
6.1	Introduction	20
6.2	Modèle de Black Scholes	20
6.2.1	Definition	21
6.3	Dynamique d'un portefeuille auto-finançant	23
6.4	Construction du portefeuille de replication	23
6.4.1	Theorème	25
6.4.2	Theorème 2	25
6.5	Formule de Black-Scholes	26
6.5.1	Théorème 3	26
6.5.2	Corrolaire	28
6.6	Les grecques	29

1 Cadre de valorisation des produits de devise

1.1 Introduction

1.2 Hypothèse

1.3 Propriété

1.4 Options américaines

Option américaine similaire aux options européennes mais l'exercice du droit pourra se faire à toute date t avant maturité T .

On note $CallAmer_t(T, K)$ et $PutAmer_t(T, K)$ les prix des calls et puts américains au t .

On a

$$CallAmer_t(T, K) \geq Call_t(T, K) \quad (1)$$

$$PutAmer_t(T, K) \geq Put_t(T, K) \quad (2)$$

Propriété: En l'absence de dividende, on a:

$$CallAmer_t(T, K) = Call_t(T, K) \quad (3)$$

Meilleure explication sur Stackoverflow

[Stackoverflow question link](#)

Preuve:

$$Call_t(T, K) \geq (S_t - K)_+ \quad (4)$$

Il n'est pas optimal d'exercer avant la maturité. Donc $CallAmer_t(T, K) = Call_t(T, K)$

Remarque: Pour le Put, la propriété n'est pas vraie.

$$Put_t(T, K) \leq KB(t, T) \quad (5)$$

Pour un certain scenario, le prix de put est inferieur au prix d'exercise.
 $Put_t(T, K) < (S_t - K)_+$.

Pour S_t tel que $KB_t(T) < K - S_t \Leftrightarrow S_t < (1 - B_t(T))K$ Donc, on a

$$Put_t(T, K) < K - S_t \quad (6)$$

2 Théorie de la valorisation dans le cas discret à une période

2.1 Introduction

Nous avons vu que les contrats à termes peuvent être valorisés par le principe de non arbitrage alors que ce principe ne donne que des bornes sur le prix des options. La valorisation de ces produits assez complexes nécessite l'introduction des modèles probabilistes pour décrire les scénarios possibles du marché.

Dans ce marché, si l'on trouve une stratégie qui réplique le payoff de l'option, alors la portefeuille construite par cette stratégie réplique l'option.

Par l'absence d'opportunité d'arbitrage, la valeur de ce portefeuille est la même que celle de l'option. Cependant, ce prix est dépendant du modèle qui doit être proche de la réalité.

2.2 Modèle à une période

On considère qu'il y a $d + 1$ actifs financiers et 2 dates, $t = 0, t = 1$. L'aléa du modèle est représenté par K états dans $\Omega = \{\omega_1, \dots, \omega_K\}$.

En $t = 1$, avec des probabilités $\{p_1, \dots, p_K\}$, ($p_i > 0$).

Le prix de l'actif i au t est noté S_t^i , $0 \leq i \leq d$. S^0 représente l'actif sans risque ($S_0^0 = 1, S_1^0 = e^R \approx 1 + R$) Une stratégie $\theta \in \mathbb{R}^{d+1}$ est un vecteur contenant le nombre d'unité de chaque actif dans ce portefeuille V entre $t = 0$ et $t = 1$.

La valeur de V en t

$$V_t = V_t^\theta = \sum_{i=0}^d \theta_i S_t^i \quad (7)$$

Le gain est defini par

$$G = V_1 - V_0 = \sum_{i=0}^d \theta_i (S_1^i - S_0^i) = \sum_{i=0}^d \theta_i \Delta S^i \quad (8)$$

On note

$$\tilde{S}_t^i = \frac{S_t^i}{S_t^0}, \tilde{V}_t = \frac{V_t}{S_t^0}, \tilde{G}_t = \frac{G}{S_t^0} \quad (9)$$

alors

$$\begin{cases} \tilde{V}_t = \theta_0 + \sum_{i=1}^d \theta_i \tilde{S}_t^i \\ \tilde{G} = \tilde{V}_1 - \tilde{V}_0 = \sum_{i=1}^d \theta_i (\tilde{S}_1^i - \tilde{S}_0^i) = \sum_{i=1}^d \theta_i \Delta \tilde{S}^i \end{cases} \quad (10)$$

2.3 Résultats de non-arbitrage

2.3.1 Définition

Une opportunité d'arbitrage est une strategie θ tel que

1. $V_0^\theta = 0$
2. $P(V_1^\theta \geq 0) = 1$ et $P(V_1^\theta > 0) > 0$

où

1. $P(G \geq 0) = 1$
2. $P(G > 0) > 0$

Commencer avec un état avec valeur 0, et la probabilité de gagner de l'argent est superieure   0.

2.3.2 Définition 2

Une mesure de probabilité Q est dite risque neutre si:

1. $Q \sim P$, c'est à dire, $Q(\omega_i) > 0, \forall 1 \leq i \leq K$

Q réplique P

2. $E^Q[\tilde{S}_1^i] = \tilde{S}_0^i, \forall i$

Valeur relative des actifs ne change pas.

2.3.3 Théorème

Le marché n'admet pas d'opportunité d'arbitrage si et seulement s'il existe au moins une mesure de probabilité risque neutre.

Preuve:

(\Rightarrow) Supposons qu'il existe une mesure de probabilité risque neutre. Supposons qu'il existe une opportunité d'arbitrage, donc

$$Q(G^\theta \geq 0) = 1, Q(G^\theta > 0) > 0 \quad (11)$$

Mais

$$E^Q[\tilde{G}^\theta] = E^Q[\tilde{S}_1^\theta] - \tilde{S}_0^\theta = 0 \quad (12)$$

ce qui est en contradiction avec (11).

(\Leftarrow) Supposons qu'il y a absence d'opportunité d'arbitrage. Soient

$$\mathcal{E} = \{(q_1, \dots, q_K) \mid \sum_{i=1}^K q_i, q_i > 0\} \quad (13)$$

$$C = \{E^Q[\Delta \tilde{S}] \mid Q \in \mathcal{E}, \Delta \tilde{S} = (\Delta \tilde{S}^1, \dots, \Delta \tilde{S}^d)^T\} \quad (14)$$

Il faut démontrer que $0 \in C$. Dans ce cas là, il existe une mesure de probabilité de sorte que la valeur espérée est 0, c'est-à-dire, pas d'arbitrage.

Supposons $0 \notin C$, puisque C est convexe, d'après le théorème de séparation des convexes, alors

$$\exists \alpha \in \mathbb{R}^d, \alpha^t \geq 0, \forall x \in C, \exists x_0 \in C, \alpha^t x_0 > 0 \quad (15)$$

$$x_0 = E^{Q_0}[\Delta \tilde{S}] \quad (16)$$

Soit α_0 arbitraire, on considère la stratégie $\theta = (\alpha_0, \alpha)$ On a

$$\forall \theta \in \mathcal{E}, Q(\tilde{G}^\theta \geq 0) = 1, Q_0(\tilde{G}^\theta > 0) > 0 \quad (17)$$

Et

$$\forall Q \in \mathcal{E}, E^Q[\tilde{G}^Q] \geq 0, E^Q[\tilde{G}^Q] > 0 \quad (18)$$

S'il existe ω_i tel que $G^Q(\omega_i) < 0$, on va construire une mesure Q^t :

$$\begin{aligned} Q^\epsilon(\omega) &= 1 - \frac{K-1}{K} \epsilon, \omega = \omega_i \\ \frac{\epsilon}{K} \omega &\neq \omega_i \end{aligned} \quad (19)$$

on peut choisir ϵ suffisamment actif tel que $E^{Q^\epsilon}[\tilde{G}^\theta] < 0$. Donc

$$\forall i, G^\theta(\omega_i) \geq 0 \geq Q^0(G^\theta \geq 0) = 1 \quad (20)$$

mais puisque $E^{Q^0}[\tilde{G}^\theta] > 0$, alors $Q^0(\tilde{G}^\theta) > 0$

\Rightarrow Il y a arbitrage. Contradiction, donc $0 \in C \Rightarrow \exists$ une mesure de proba risque neutre.

Exemple:

$$\Omega = \{\omega_1, \omega_2, \omega_3, \omega_4\}, \mathbb{P} = \{0.3, 0.3, 0.2, 0.2\} \quad (21)$$

$R = 0.25$, S^0 : Actif sans risque vaut 1 en $t = 0$. S^1 : une action qui vaut 1 en $t = 0$. S^2 : un call sur S^1 de strike $K = 1$ qui vaut 0.3 en $t = 0$.

	S_0^i	w_1	w_2	w_3	w_4
$i = 0$	1	1.25	1.25	1.25	1.25
$i = 1$	1	0.5	1	1.5	2
$i = 2$	0.3	0	0	0.5	1

Un actif vaut toujours la même valeur peu importe l'état.

Exemple:

1. Avec la strategie $\theta = (0.7, -1, 1)$, calculer la gain G de V^t
2. Est-ce qu'il y a une opportunité d'arbitrage dans ce marché?

$$G^\theta(\omega_i) = V_1(\omega_i) - V_0, V_0 = 1 * 0.7 - 1 + 0.3 = 0 \quad (22)$$

$$G^\theta(\omega_1) = 0.375, G^\theta(\omega_{2,3,4}) = -0.125 \quad (23)$$

Cherchons $Q = \{q_1, q_2, q_3, q_4\}$ tel que $0 < q_i$ et

$$\begin{cases} q_1 + q_2 + q_3 + q_4 &= 1 \\ \frac{0.5}{1.25}q_1 + \frac{1}{1.25}q_2 + \frac{1}{1.25}q_3 + \frac{2}{1.25}q_4 &= 1 \\ \frac{0.5}{1.25}q_3 + \frac{1}{1.25}q_4 &= 0.3 \end{cases} \quad (24)$$

Et on a

$$\begin{cases} q_1 &= \frac{1}{2} - 2q_4 \\ q_2 &= 3q_4 - \frac{1}{4} \\ q_3 &= \frac{3}{4} - 2q_4 \end{cases} \quad (25)$$

l'ensemble des mesures risque neutre est :

$$\{(\frac{1}{2} - 2\lambda, 3\lambda - \frac{1}{4}, \frac{3}{4} - 2\lambda) | q_i > 0, i \in \{1, 2, 3, 4\}\} \neq \emptyset \Rightarrow AOA \quad (26)$$

Is the above correct ?

3 Marché complet et valorisation d'actif conditionnel

On suppose que le marché est sans arbitrage.

Définition 3.1. Un actif conditionnel est une variable aléatoire H dans $(\Omega, \mathcal{F}, \mathbb{P})$.

Définition 3.2. Un actif conditionnel est réalisable s'il existe une stratégie θ tel que $H = V_1^\theta$

Remarque 3.3. Par AOA, on a prix de l'actif conditionnel $P(H) = V_0^\theta$.

Proposition 3.4. Le juste prix d'un actif conditionnel réalisable H est:

$$P(H) = E^Q[\tilde{H}] = E^Q[\frac{H}{S_1^\theta}] = E^Q[\frac{H}{1+R}] \quad (27)$$

où Q est une mesure de probabilité risque neutre.

preuve: θ est une stratégie tel que $V_1^\theta = H$

$$\begin{aligned}
E^Q[\tilde{H}] &= E^Q[\tilde{V}_1^\theta] \\
&= E^Q[\tilde{V}_0^\theta + \sum_{i=1}^d \theta_i \Delta \tilde{S}^i] \\
&= V_0^\theta + \sum_{i=1}^d \theta_i E^Q[\Delta \tilde{S}^i] \\
&= V_0^\theta = P(H)
\end{aligned} \tag{28}$$

Pourquoi pas V_0^θ sur la 3e et 4e ligne?

Définition 3.5. Un marché est complet si tout actif conditionnel est réalisable.

Remarque 3.6. A : matrice des payoff: $A_{(i,k)}(S_1^i(w_k))$. Un actif conditionnel est réalisable si $\exists \theta$ tel que $\theta^T A = H$. Et donc le marché est complet si $\theta^T A = H$ a une solution pour tout $H \in \mathbb{R}^K$.

Donc il faut que A a au moins K lignes linéairement indédendantes.[une condition nécessaire est donc $d+1 \geq K$]

Théorème 3.7. *Un marché sans arbitrage est complet ssi il existe une seule mesure de probabilité risque neutre.*

Preuve: Supposons que le marché est complet. Prenons l'actif conditionnel $\mathbb{1}_{\{w_k\}} (1 \leq k \leq K)$. Donc pour toute mesure de probabilité risque neutre q on a:

$$P_k = P(\mathbb{1}_{\{w_k\}}) = E^Q[\frac{\mathbb{1}_{\{w_k\}}}{1+R}] = \frac{1}{1+R} Q(\{w_k\}) \tag{29}$$

\Rightarrow Unicité de Q . Pourquoi?

Supposons que la mesure risque neutre est unique. Démontrer que le marché est complet.

Si le marché n'est pas complet

$$\exists z \in \mathbb{R}^{d+1}, z \neq 0, \text{ t.q. } z^t A = 0 \tag{30}$$

Soit

$$Q_i | Q_2 = \frac{Q(w_k) + \epsilon z_k}{1 + \epsilon \sum z_k} \tag{31}$$

. Il suffit de prendre ϵ suffisamment petit, $0 < Q_2(w_k) < 1$.

$$\begin{aligned}
E^{Q_\epsilon} &= \frac{\sum_{k=1}^K (Q(w_k) + \epsilon z_k \tilde{S}^i(w_k))}{1 + \epsilon \sum z_k} \\
&= \sum_{k=1}^K Q(w_k) \tilde{S}_1^i(w_k) \times \epsilon \sum_k \mathbb{1}^K z_k \tilde{S}_1^i(w_k) \\
&= E^Q[\tilde{S}_1^i] \\
&= \tilde{S}_0^i
\end{aligned} \tag{32}$$

Exercise 1. $\Omega = \{w_1, w_2\}$, on cherche le modele suivant:

$$S_0^0 = 1 \rightarrow 1 + \Omega (= 10\%) \tag{33}$$

$$S_0^1 \rightarrow \begin{cases} 12, & w_1, P_1 \\ 11, & w_2, P_2 \end{cases} \tag{34}$$

Est-ce que le marché est sans arbitrage? Si ce n'est pas le cas, mettre au cas une stratégie d'arbitrage.

Cherchons les mesures proba risque neutre

	S_0^1	w_1	w_2
$i = 0$	1	1.1	1.1
$i = 1$	10	12	11

Cherchons P_1, P_2 tel que

$$P_1 > 0, P_2 > 0, E[\tilde{S}_1^0] = \tilde{S}_0^0, E[\tilde{S}_1^1] = \tilde{S}_0^1 \tag{35}$$

$$P_1 * \frac{1.1}{1.1} + P_2 \frac{1.1}{1.1} = \frac{1}{1} \text{ and } P_1 \frac{12}{1.1} + P_2 \frac{11}{1.1} = \frac{10}{1} \tag{36}$$

=>

$$P_1 = 0, P_2 = 1 \tag{37}$$

$P_1 > 0$ n'est pas vérifié, donc il existe opportunité d'arbitrage. On veut 10 de S^0 et on achète 1 de S^1 , $V_0 = 10S_0^0 + S_0^1 = 0$

Donc

$$V_1 - > -10(1 + R) + 12 = 1 \tag{38}$$

$$- > -10(1 + R) + 11 = 0 \tag{39}$$

2. $\Omega = \{w_1, w_2\}$, on cherche le modele suivant:

$$S_0^0 = 1 - > 1 + \Omega(1 = 10\%)$$

$$S_0^1 0 - > 12, w_1, P_1 - > 8, w_2, P_2$$

1. Est-ce que le marche est sans arbitrage(complet)?

2. Calculer le prix d'un call de strike 10

3. Calculer de deux façons le prix d'un put de strike 10

Solution: $P_1 = \frac{3}{4}, P_2 = \frac{1}{4}$, donc il existe unique mesure probabilité risque neutre. Donc le marché est sans arbitrage(complet).

2) Puisque le marché est complet et sans arbitrage, alors:

$$Call_0(1, 10) = E^Q[\frac{(S_1^1 - 10)_+}{1 + R}] = \frac{\frac{3}{4} * 2 + \frac{1}{4} * 0}{1.1} = \frac{15}{11} \quad (40)$$

3)

$$c(1, 10) - P(1, 10) = S_0^1 - \frac{K}{1 + R} = \frac{10}{11} \quad (41)$$

$$\Rightarrow P(1, 10) = \frac{5}{11} \quad (42)$$

$$P(1, 10) = E^Q[\frac{(10 - S_1^1)_+}{1 + R}] = 0 * \frac{3}{4} + \frac{2}{1.1} * \frac{1}{4} = \frac{5}{11} \quad (43)$$

4 Le modèle binominale à une période

$T = 1, \Omega = \{w_u, w_d\}, F = P(\Omega), P$ mesure de proba dans $(\Omega, F), (0 < P(w_u) <$

1)

$$S_0^0 = 1 - > 1 + R \quad (44)$$

$$S_0^1 = s - > us, w_u, P_1(u >= d) \quad (45)$$

$$- > ds, w_d, P_2 \quad (46)$$

4.0.4 Proposition

1. Le modèle est viable (sans arbitrage), ssi

$$d < 1 + R < u \quad (47)$$

(condition de non-arbitrage)

2. Le prix d'un actif conditionnel H est:

$$P(H) = E^Q[\frac{H}{1+R}] \quad (48)$$

où

$$Q(w) = \begin{cases} \frac{1+R-d}{u-d} & \text{si } w = w_d \\ \frac{u-1-R}{u-d} & \text{si } w = w_u \end{cases} \quad (49)$$

En plus, la portefeuille de couverture est donnée par (θ_0, θ_1) où

$$\theta_1 = \frac{H(w_u) - H(w_d)}{us - ds} \quad (50)$$

et

$$\theta_0 = P(H) - \theta_1 s \quad (51)$$

Preuve

1. Cherchons des mesures de proba risque neutre $Q = \{q_u, q_d\}$ ($q_u = Q(w_u), q_d = Q(w_d)$)

$$\begin{cases} q_u + q_d = 1 \\ \frac{q_u us + q_d ds}{1+R} = s \end{cases} \Leftrightarrow \begin{cases} q_d = 1 - q_u \\ q_u s(u-d) = s(1+R) - ds \end{cases} \quad (52)$$

\Leftrightarrow

$$q_d = \frac{u-1-R}{u-d} q_u = \frac{1+R-d}{u-d} \quad (53)$$

Donc $\exists!$ mesure de proba risque neutre ssi $d < 1 + R < u$

2. Le marché est sous arbitrage et complet

$$\Rightarrow P(H) = E^Q[\frac{H}{1+R}] \quad (54)$$

Cherchons (θ_0, θ_1) tel que $\theta_0 S_1^0 + \theta_1 S_1^1 = H$

$$\begin{cases} \theta_0(1+R) + \theta_1(us) &= H(w_u) \\ \theta_0(1+R) + \theta_1(ds) &= H(w_d) \end{cases} \quad (55)$$

$$\Rightarrow \theta_1(us - ds) = H(w_u) - H(w_d) \quad (56)$$

$$\Rightarrow \theta_1 = \frac{H(w_u) - H(w_d)}{us - ds} \quad (57)$$

$$\theta_0 \times 1 + \theta_1 s = P(H) \quad (58)$$

$$\Rightarrow \theta_0 = P(H) - \theta_1 s \quad (59)$$

La strategie de couverture est noté (θ_0, θ_1) ou $(P(H), \theta_1) \Rightarrow$ le prix à définir pour l'acheter si le vendeur veut eliminer tout risque.

5 Théorème de Valorisation dans le cas discrète multi-période

5.1 Modèle

On considère qu'il y a n périodes et $n+1$ dates $t_0 = 0, t_1, \dots, t_n = T$. L'aléa est représenté par un espace de probabilité (Ω, \mathcal{F}, P) . Pour spécifier l'information disponible en t , on introduit la filtration $\mathbb{F} = \{\mathcal{F}_0, \dots, \mathcal{F}_n\}$.

On suppose $\mathcal{F}_0 = \{\Omega\}$, $\mathcal{F}_n = \mathcal{F} = P(\Omega)$. Les actifs risqués sont modélisés par d processus stochastiques $(S_j^i)_{j=0, \dots, n}^{i=1, \dots, d}$ comme \mathbb{F} -adapté. L'actif sans risque est défini $(S_j^0)_{j=0, \dots, n}$

$$S_0^0 = 1, S_j^0 = (1+R)S_{j-1}^0 \quad (60)$$

R_j est le taux d'intérêt pour la période $[t_{j-1}, t_j]$.

5.1.1 Définition 1

Une stratégie d'investissement admissible est un processus stochastique $(\theta_j^i)_{j=0, \dots, n}^{i=0, \dots, d}$ où θ_j^i est la quantité investie dans l'actif i entre t_{j-1} et t_j qui doit être connu en t_{j-1} . (θ est prévisible).

Remarque: La valeur d'un portefeuille peut varier par deux possibilités

– > possibilité 1: variation des prix d'actifs – > possibilité 2: versement/retrait d'argent

On va introduire la possibilité 2 aux stratégies.

5.1.2 Def 2

Une stratégie θ est dite autofinancée si

$$\sum_{i=0}^d \theta_j^i S_j^i = \sum_{i=0}^d \theta_{j-1}^i S_j^i, \forall j = 1, \dots, n-1 \quad (61)$$

5.1.3 Def 3

Le processus de gain d'une stratégie est un processus stochastique qui décrit le changement de valeur du portefeuille associé suite aux variations des prix d'actifs.

On va le noter G

$$G_0 = 0, G_t = \sum_{j=1}^t \sum_{i=0}^d \theta_j^i \Delta S_j^i, \Delta_j^i = S_j^i - S_{j-1}^i \quad (62)$$

pour une stratégie auto-financée,

$$V_t = V_0 + G_t \quad (63)$$

Comme dans le cas d'une période, on note:

$$\tilde{S}_j^i = \frac{S_t^i}{S_t^0}, \tilde{V}_t = \frac{V_t}{S_t^0} = \tilde{V}_0 + \tilde{G}_t \quad (64)$$

$$\tilde{G}_t = \sum_{j=1}^t \sum_{i=1}^d \theta_j^i \Delta \tilde{S}_j^i \quad (65)$$

5.2 Résultats de marché viable et complet

5.2.1 Def 1

Une opportunité d'arbitrage est une stratégie auto-financée θ tel que:

$$\left\{ \begin{array}{l} V_0^\theta = 0 \\ P(V_n^\theta \geq 0) = 1 \text{ et } P(V_n^\theta > 0) > 0 \end{array} \right. \quad (66)$$

ou

$$\begin{cases} P(\tilde{G}_n^\theta \geq 0) = 1 \\ P(\tilde{G}_n^\theta > 0) > 0 \end{cases} \quad (67)$$

5.2.2 Théorème

Un marché financé à n période est viable ssi il existe une mesure de probabilité risque neutre Q . C'est-à-dire,

$$\begin{cases} Q(w) > 0, \forall w \in \Omega \\ E^Q[\tilde{S}_{t+1}^i | \mathcal{F}_t] = \tilde{S}_t^i, \forall 0 \leq i \leq d, 0 \leq t \leq n-1 \end{cases} \quad (68)$$

(Les prix actualisés sont de Q -martingale).

5.2.3 Proposition

Le juste prix d'un actif conditionnel réalisable H à la date t est (l'actif verse H en T):

$$P_t(H) = S_t^0 E^Q[\frac{H}{S_t^0} | \mathcal{F}_t] \quad (69)$$

(Q est la mesure risque neutre)

Preuve: Il existe une stratégie θ tel que

$$H = \sum_{i=0}^d \theta_i S_t^i \quad (70)$$

Donc

$$\begin{aligned} S_t E^Q[\frac{H}{S_n^0} | \mathcal{F}_t] &= S_t E^Q[\frac{\sum \theta_i S_n^i}{S_n^0} | \mathcal{F}_t] \\ &= S_t \sum_{i=0}^d \theta_i E^Q[\tilde{S}_n^i | \mathcal{F}_t] \\ &= S_t \sum_{i=0}^d \theta_i \tilde{S}_t^i \\ &= \sum_{i=0}^d \theta_i S_t^i = V_t = P_t(H) \end{aligned} \quad (71)$$

5.3 Théorème

Un marché viable est complet ssi la moyenne de probabilité risque neutre est unique.

5.4 Modèle binomiale multi-période (Modèle de Lex-Ross-Robinstein)

$$\Omega = \{-1, 1\}^n, \mathcal{F} = P(\Omega) \quad (72)$$

Soit $(z_k)_{k \geq 0}$ une suite de variable aléatoires indépendantes tel que $P(z_k = 1) = P(z_k = -1) = \frac{1}{2}$

$$\mathcal{F}_0 = \{\Omega\}, \mathcal{F}_k = \sigma(z_0, \dots, z_k), \mathbb{F} = \{\mathcal{F}_0, \dots, \mathcal{F}_n\} \quad (73)$$

$T > 0, t_i = \frac{iT}{n}$: diviser $[0, T]$ en n parties.

On définit:

$$\begin{cases} b_n = b \frac{T}{n} \\ \sigma_n = \sigma \frac{T}{n} \end{cases}, b, \sigma > 0 \quad (74)$$

$$S_0^0 = 1, S_j^0 = e^{\Omega \frac{T}{n}} S_{j-1}^0, (R = e^{\Omega \frac{T}{n}} - 1 \frac{tT}{n}) = (1 + R) S_{j-1}^0 \quad (75)$$

$$\begin{aligned} S_0^1 = s, S_j^1 &= s e^{j b_n + \sigma_n \sum_{k=1}^j z_k} \\ &= S_{j-1}^1 e^{b_n + \sigma_n z_j}, j = 1, \dots, n \end{aligned} \quad (76)$$

Ainsi, pour chaque $n \geq 1$, on a défini un marché à n périodes de pas constant $\frac{T}{n}$.

5.4.1 Proposition

Le marché est sans arbitrage ssi

$$d_n < 1 + R_n < u_n \text{ avec } \begin{cases} u_n = e^{b_n + \sigma_n} \\ d_n = e^{b_n - \sigma_n} \end{cases} \quad (77)$$

Dans ce cas, il existe une unique mesure de probabilité risque neutre Q^n définie par:

$$Q^n(z_i = 1) = q_n = \frac{1 + R_n - d_n}{u_n - d_n} \quad (78)$$

En plus, le marché est complet.

5.5 Valorisation dans le modèle de Cor-Ross-Robinstein

On considère un actif conditionnel $H_n = g(S_n^1)$

$$P_0(H_n) = S_0^0 E^{Q^n} \left[\frac{H_n}{S_n^0} \right] \quad (79)$$

$$S_0^0 = 1, S_n^0 = (1+R)S_{n-1}^0 = \dots = (1+R)^n = (e^{\frac{\Omega T}{n}})^n = e^{nT} \quad (80)$$

$$P_0(H_n) = \frac{1}{(1+R_n)^n} E^{Q^n} [H_n] = e^{-\Omega T} E^{Q^n} [H_n] = e^{-\Omega T} E^{Q^n} [g(S_n^1)] \quad (81)$$

Sous Q^n , $(\frac{z_{j+1}}{2})$ est une suite de V.A. de Bernouille de paramètre $q_n = \frac{1+R_n-d_n}{u_n-d_n}$

$$Q^n \left(\sum_{i=1}^n n \frac{1+z_i}{2} = j \right) = C_n^j (q_n)^j (1-q_n)^{n-j}, (0 \leq j \leq n) \quad (82)$$

$$P_0(H_n) = e^{-RT} \sum_{i=0}^n C_n^i (q_n)^i (1-q_n)^{n-i} g(u_n^i (d_n)^{n-i}) \quad (83)$$

$$P_k(H_n) = e \left(-R \left(1 - \frac{k}{n} \right) T \right) \sum_{i=0}^{n-k} C_n^i q_n^i (1-q_n)^{n-k-i} g(S_k^i u_n^i d_n^{n-k-i}) \quad (84)$$

5.5.1 Proposition

$$\begin{aligned} P_k(H_n) &= e^{-R \frac{T}{n}} E^{Q^n} [P_{k+1}(H_n) | \mathcal{F}_k], k = 0, \dots, n-1 \\ &= e^{-\frac{RT}{n}} [q_n P_{k+1}(H_n)_{u_n} + (1-q_n) P_{k+1}(H_n)_{d_n}] \end{aligned} \quad (85)$$

$$\begin{aligned} E^{Q^n} [P_{k+1}(H_n) | \mathcal{F}_k] &= E^{Q^n} [S_{k+1}^0 E^{Q^n} \left[\frac{H_n}{S_n^0} | \mathcal{F}_{k+1} \right] | \mathcal{F}_k] \\ &= S_{k+1}^0 E^{Q^n} \left[\frac{H_n}{S_n^0} | \mathcal{F}_k \right] \\ &= e^{R \frac{T}{n}} P_k[H_n] \end{aligned} \quad (86)$$

Remarque: La valorisation et la couverture dans le cas multi-période se réduit à une séquence de valorisation/couverture dans le cas d'une seule période.

En effet, $P_k(H_n)$ est le juste prix de l'actif conditionnel $P_{k+1}(H_n)$.

$$\begin{array}{ccc} \frac{kT}{n} & & \frac{(k+1)T}{n} \\ \text{Actif risqué: } S_k^1 & \rightarrow & u_n S_k^1 \\ & & - > d_n S_k^n \end{array}$$

Actif conditionnel:

$$\begin{aligned} \frac{kT}{n} & \quad \frac{(k-1)T}{n} \\ P_k(H_n) & - > P_{k+1}(H_n) \\ & - > P_{k+1}(H_n)_{d_n} \end{aligned}$$

La stratégie de couverture s'écrit donc

$$\theta_{k+1}^1 = \frac{P_{k+1}(H_n)_{u_n} - P_{k+1}(H_n)_{d_n}}{u_n S_k^i - d_n S_k^i} \quad (87)$$

On la tracte $(P_k(H_n), \theta_{k+1}^1)$.

5.5.2 Exercise

On considère le modèle suivant:

$$\begin{aligned} S_0^0 = 1 & - > S_1^0 = 1 + R - > S_2^0 = (1 + R)^2 \\ & - > 4 \begin{cases} 8 \\ 2 \end{cases} \\ S_0^1 = 2 & - > 1 \begin{cases} 2 \\ \frac{1}{2} \end{cases} \end{aligned} \quad (89)$$

1) Est-ce que le marché est viable/complet? 2) Calculer le prix d'un call sur l'actif risqué S^1 de maturité 2 et de strike 1.

1)

$$u_1 = u_2 = 2, d_1 = d_2 = \frac{1}{2} \quad (90)$$

$$d_i = \frac{1}{2} < 1 + R = 1.25 < 2 = u_i \quad (91)$$

=> le marché est viable

2)

$$P_k(H_n) = \frac{1}{1+R} [q_k P_{k+1}(H_n) + (1-q_k) P_k(H_n)] e^{-R} \approx \frac{1}{1+R} \quad (92)$$

$Q_k = \{q_k, 1 - q_k\}$ est la mesure de proba risque neutre.

$$P_2(H_2) = \begin{cases} 7 \\ 1 \\ 1 \\ 0 \end{cases} \quad (93)$$

$$H_2 = (S_2^1 - 1)_+ \quad (94)$$

pour $S_1^1 = 4$:

$$q_2 = \frac{1.25 - 0.5}{2 - 0.5} = \frac{0.75}{1.5} \frac{1}{2} \quad (95)$$

$$P_1(H_2) = \frac{1}{1.25} \left[\frac{1}{2} \times 7 + \frac{1}{2} \times 1 \right] = \frac{16}{5} \quad (96)$$

pour $S_1^1 = 1: q_2 = \frac{1}{2}$

$$P_1(H_2) = \frac{4}{5} \times \left[\frac{1}{2} \times 1 + \frac{1}{2} \times 0 \right] = \frac{2}{5} \quad (97)$$

et en $t = 0$: $q_1 = \frac{1}{2}$

$$P_0(H_2) = \frac{4}{5} \times \left[\frac{1}{2} \times \frac{16}{5} + \frac{1}{2} \times \frac{2}{5} \right] = \frac{36}{25} \quad (98)$$

5.5.3 Théorème

Le juste prix $P_0(H_n)$ ($H_n = (S_n^1 - K)_+$) converge quand $n \rightarrow \infty$ au prix Black Scholes.

$$P_0(S, T, K) = SN(d_1(S, K, \sigma^2 T)) - Ke^{\Omega T} N(d_2(S, K, \sigma^2 T)) \quad (99)$$

$$d_1(S, K, v) = \frac{\ln\left(\frac{S}{Ke^{\Omega T}}\right)}{Nv} + \frac{1}{v} Sv \quad (100)$$

$$d_2(S, K, v) = d_1 - \frac{1}{2} Sv \quad (101)$$

$$N(x) = \int_{-\infty}^x \frac{e^{-\frac{y^2}{2}}}{\sqrt{2\pi}} \quad (102)$$

est la fonction de répartition de la loi normale standard.

6 Valorisation dans un cadre continu: Le modèle de Black-Scholes

6.1 Introduction

Notre objectif est de donner dans un modèle probabiliste continu un prix à une option et généralement à tout contrat de flux terminale en T de la forme $g(S_T)$ avec S_t est un titre négociable.

Nous traitons dans ce chapitre un modèle de base en finance, qui est le modèle de Black Scholes.

6.2 Modèle de Black Scholes

L'aléa du marché financier est modélisé via un espace de probabilité filtré $(\Omega, \mathcal{F}_1(\mathcal{F}_t), \mathbb{P}), 0 \leq t \leq T$

Ω : L'ensemble des scénarii possibles \mathcal{F} : est une tribu qui représente l'information globale disponible sur le marché.

Les aléas sont générés par un mouvement brownien standard $(W_t)_{0 \leq t \leq T}$ qui engendre la filtration $\mathbb{F} = (\mathcal{F})_{0 \leq t \leq T}$

\mathbb{P} est la probabilité historique.

Rappel:

Un mouvement brownien standard est un processus stochastique $(W_t)_{t \geq 0}$

$$\left\{ \begin{array}{l} W_0 = 0 \text{ (standard) et } W_t \text{ est continu} \\ \text{accroissements indépendants : } \forall t_1 \leq \dots \leq t_n, (W_{t_n} - W_{t_{n-1}}), \dots, (W_{t_2} - W_{t_1}) \text{ sont indépendants.} \\ W_t - W_s \text{ est d loi } \mathcal{N}(0, t - s), \forall t > s \end{array} \right. \quad (103)$$

6.2.1 Définition

Le modèle de Black & Scholes est défini sous forme de rendement instantané par

$$\frac{dS_t}{S_t} = bdt + \sigma dW_t, dS_t = bS_t dt + \sigma S_t dW_t \quad (104)$$

$$S_t = S_0 + \int_0^t S_u du + \int_0^t \sigma S_u dW_u \quad (105)$$

$$\int_0^t X_u dW_u = \lim_{\Delta t \rightarrow 0} \sum_{i=1}^n X_{t_i} (W_{t_{i+1}} - W_{t_i}) \quad (106)$$

avec $S_0 = x$ et W_t est un M_tB_tS sous \mathbb{P} Ainsi

$$S_t = S_0 e^{(b - \frac{1}{2}\sigma^2)t + \sigma W_t} \quad (107)$$

On suppose que l'on a un actif sans risque S^0 dont la valeur $S_t^0 = e^{Rt}$ Remarque:

Définissons le rendement de l'actif S en $t = 1$ et t_i

$$t_i(\Delta t_i = t_i - t_{i-1}) \quad (108)$$

$$\begin{aligned} R_{t_i} &= \frac{S_{t_i} - S_{t_{i-1}}}{S_{t_{i-1}}} = \frac{S_{t_{i-1}} e^{(b - \frac{1}{2}\sigma^2)\Delta t_i + \sigma(W_{t_i} - W_{t_{i-1}})} - S_{t_{i-1}}}{S_{t_{i-1}}} \\ &= e^{(b - \frac{1}{2}\sigma^2)\Delta t_i + \sigma(W_{t_i} - W_{t_{i-1}})} - 1 \end{aligned} \quad (109)$$

$$\begin{aligned} E[R_{t-1}] &= E[e^{(b - \frac{1}{2}\sigma^2)\Delta t_i + \sigma(W_{t_i} - W_{t_{i-1}})} - 1] \\ &= e^{(b - \frac{1}{2}\sigma^2)\Delta t_i} E[e^{\sigma(W_{t_i} - W_{t_{i-1}})}] - 1 \\ &= e^{(b - \frac{1}{2}\sigma^2)\Delta t_i} \times e^{\frac{1}{2}\sigma^2\Delta t_i} - 1 \\ &= e^{b\Delta t_i} - 1 \approx b\Delta t_i + o(\Delta t_i^2) \end{aligned} \quad (110)$$

$$\begin{aligned} Var(R_{t_i}) &= E[(R_{t_i} - E[R_{t_i}])^2] \\ &= E[(e^{(b - \frac{1}{2}\sigma^2)\Delta t_i + \sigma(W_{t_i} - W_{t_{i-1}})} - e^{b\Delta t_i})^2] \\ &= e^{2b\Delta t_i} E[(e^{(b - \frac{1}{2}\sigma^2)\Delta t_i + \sigma(W_{t_i} - W_{t_{i-1}})} - 1)^2] \\ &= e^{2b\Delta t_i} (e^{-\sigma^2\Delta t_i} E[e^{2\sigma(W_{t_i} - W_{t_{i-1}})}] - 2e^{-\frac{1}{2}\sigma^2\Delta t_i} E[e^{\sigma(W_{t_i} - W_{t_{i-1}})}] + 1) \\ &= e^{2b\Delta t_i} (e^{-\sigma^2\Delta t_i} e^{\frac{1}{2}(2\sigma)^2\Delta t_i} - 1) \\ &= e^{2b\Delta t_i} (e^{\sigma^2\Delta t_i} - 1) \\ &\approx \sigma^2\Delta t_i + o(\Delta t_i^2) \end{aligned} \quad (111)$$

=>

$$\sigma \approx \sqrt{\frac{Var(R_{t_i})}{\Delta t_i}} \quad (112)$$

σ est donc l'écart type normalisé du rendement, appelée volatilité. b est l'espérance du standatd (normalisé) sur une courte période Δt_i .

$$dS_t = b_t S_t dt + \sigma S_t dW_t \Rightarrow S_t = S_0 e^{(b - \frac{1}{2}\sigma^2 t) + \sigma W_t} \quad (113)$$

$$\begin{aligned}
\ln(S_t) &= \ln(S_0) + \int_0^u \left(\frac{\partial \ln}{\partial S}(S_t) dS_t \right) + \int_0^u \frac{1}{2} \left(\frac{\partial^2 \ln}{\partial S^2}(S_t) d \langle S \rangle_t \right) \\
&= \ln(S_0) + \int_0^u \frac{1}{S_t} dS_t - \int_0^u \frac{1}{S_t^2} (\sigma S_t)^2 dt \\
&= \ln(S_0) - \frac{1}{2} \int_0^u \sigma^2 dt + \int_0^u \frac{1}{S_t} (b_t S_t + dt) + \int_0^u \frac{1}{S_t} \sigma S_t dW_t \quad (114) \\
&= \ln(S_0) - \frac{1}{2} \sigma^2 u + bu + \int_0^u \sigma dW_t \\
&= \ln(S_0) + (b - \frac{1}{2} \sigma^2)u + \sigma W_u \\
&\Rightarrow S_u = S_0 e^{(b - \frac{1}{2} \sigma^2)u + \sigma W_u} \quad (115)
\end{aligned}$$

Supposons que le prix d'une option en t est $u(t, S_t) = P_t$

$$\begin{aligned}
dP_t &= du(t, S_t) \\
&= \frac{\partial u}{\partial t}(t, S_t)dt + \frac{\partial u}{\partial S}(t, S_t)dS_t + \frac{1}{2} \frac{\partial^2 u}{\partial S^2}(t, S_t)d \langle S \rangle_t \\
&= \left(\frac{\partial u}{\partial t}(t, S_t) + \frac{1}{2} \sigma^2 S_t^2 \frac{\partial^2 u}{\partial S^2}(t, S_t) \right) dt + \frac{\partial u}{\partial S}(t, S_t)(b S_t dt + \sigma S_t dW_t) \quad (116) \\
&= \left(\frac{\partial u}{\partial t} + \frac{1}{2} \sigma^2 S_t^2 \frac{\partial^2 u}{\partial S^2} + b S_t \frac{\partial u}{\partial S} \right) dt + \sigma S_t \frac{\partial u}{\partial S} dW_t
\end{aligned}$$

Ainsi la volatilité de l'option en t est:

$$\frac{\sigma S_t \frac{\partial u}{\partial S}(t, S_t)}{u(t, S_t)} \quad (117)$$

6.3 Dynamique d'un portefeuille auto-finançant

On considère un portefeuille financier contenant une certaine S_t de l'actif risqué S et le reste dans l'actif sans risque S^0 . On suppose que ce portefeuille est auto-finançant. (Il n'y a pas d'argent ou de retrait d'argent), Soit V_t sa valeur en t .

Si l'ajustement de fait à des dates discrètes t_1, \dots, t_n , alors

$$\begin{aligned}
V_{t_{i+1}} - V_{t_i} &= \delta_{t_i}(S_{t_{i+1}} - S_{t_i}) + \frac{V_{t_i} - \delta_{t_i} S_{t_i}}{S_{t_i}^2} (S_{t_{i+1}}^0 - S_{t_i}^0) \\
&= \delta_{t_i}(S_{t_{i+1}} - S_{t_i}) + (V_{t_i} - \delta_{t_i} S_{t_i})(e^{R(t_{i+1}-t_i)} - 1) \quad (118)
\end{aligned}$$

$$\tilde{V}_{t_{i+1}} - \tilde{V}_{t_i} = \delta_{t_i}(\tilde{S}_{t_{i+1}} - \tilde{S}_{t_i}) \quad (119)$$

En faisant tendre le pas d'ajustement $\Delta t_i = t_{i+1} - t_i$ vers 0, on obtient

$$d\tilde{V}_t = \delta_t d\tilde{S}_t \quad (120)$$

$$dV_t = \delta_t dS_t + (V_t - \delta_t S_t)Rdt \quad (121)$$

ce qui est l'équation du portefeuille auto-finançant en temps continue.

6.4 Construction du portefeuille de replication

Rapplons que notre objectif est de valoriser ainsi que de couvrir une option de payoff $g(S_T)$ à échéance T . Soit $v(t, S) : [0, T] \times]0, \infty[$ une fonction dans $C^{1,2}$

Nous cherchons les conditions que doit vérifier v pour qu'elle soit le prix de l'option. D'abord, nous cherchons un portefeuille auto-finançant V qui réplique v , c'est-à-dire

$$V_t = v(t, S_t) \text{ entout } t \quad (122)$$

$$f(t, X_t) = f(0, X_0) + \int_0^t f'(u, X_u) dX_u + \int_0^t f''(u, X_u) d\langle X \rangle_u \quad (123)$$

Rappel

$$dX_t = a_t dt + b_t dW_t \quad (124)$$

$$dY_t = c_t dt + d_t dW_t \quad (125)$$

$$d\langle X, Y \rangle_t = (b_t d_t) dt \quad (126)$$

$$d\langle X \rangle_t = d\langle X, X \rangle_t = b_t^2 dt \quad (127)$$

$$\begin{aligned} v(t, S_t) &= v(0, S_0) + \int_0^t \frac{\partial v}{\partial S}(u, S_u) dS_u + \frac{1}{2} \int_0^t \frac{\partial^2 v}{\partial S^2}(u, S_u) d\langle S \rangle_u \\ &= v(0, S_0) + \int_0^t \frac{\partial v}{\partial u}(u, S_u) du + \frac{1}{2} \int_0^t \sigma^2 S_u^2 \frac{\partial^2 v}{\partial S^2}(u, S_u) du + \int_0^t \frac{\partial v}{\partial S}(u, S_u) dS_u \\ &= v(0, S_0) + \int_0^t \left(\frac{\partial v}{\partial u}(u, S_u) + \frac{1}{2} \sigma^2 S_u^2 \frac{\partial^2 v}{\partial S^2}(u, S_u) \right) du + \int_0^t \frac{\partial v}{\partial S}(u, S_u) dS_u \end{aligned} \quad (128)$$

$$dV_t = S_t dS_t + (V_t - \delta_t S_t) r dt \quad (129)$$

$$V_t = V_0 + \int S_u dS_u + \int (V_u - \delta_u S_u) r du \quad (130)$$

Prenons v solution de l'EDP,

$$\frac{\partial v}{\partial t}(t, S) + \frac{1}{2} \sigma^2 S^2 \frac{\partial^2 v}{\partial S^2}(t, S) = (v(t, S_t) - \frac{\partial v}{\partial S}(u, S) S) R \quad (131)$$

Donc

$$v(t, S_t) = v(0, S_0) + \int \frac{\partial v}{\partial S}(u, S_u) dS_u + \int (v(u, S_u) - S_u \frac{\partial v}{\partial S}) R dt \quad (132)$$

Si je choisis

$$V_0 = v(0, S_0), S_t = \frac{\partial v}{\partial S}(t, S_t) \quad (133)$$

alors

$$V_t = v(t, S_t) \quad (134)$$

en tout t et en particulier $V_T = v(T, S_T)$

Pour A.O.A. On a

valeur de l'option = valeur du portefeuille de couverture

6.4.1 Théorème

Dans le modèle de Black Scholes, le prix en t d'une option européenne de payoff $g(S_T)$ en T est $v(t, S_t)$ où la fonction v est la solution de l'EDP

$$\frac{\partial v}{\partial t} + \frac{1}{2} \sigma^2 S^2 \frac{\partial^2 v}{\partial S^2} = r(v - S \frac{\partial v}{\partial S}) \quad (135)$$

$$v(T, S) = g(S) \quad (136)$$

Cette option peut-être couverte par un portefeuille auto-finançant de valeur initiale $v(0, S_0) = V_0$ et qui contient à tout t $\frac{\partial v}{\partial S}(t, S_t)$ d'unité d'actif risqué.

Remarque: Pour réplique une option européenne dans le modèle B&S, on peut utiliser la procédure suivante:

1. Calculer la fonction $v(t, S)$ résolvant l'EDP
2. Calculer la dérivée $\frac{\partial v}{\partial S}$ pour obtenir le ratio de couverture.

Pour que cette démarche fonctionne, il faut que l'EDP admette une unique solution. D'où le théorème suivant :

6.4.2 Théorème 2

Soit g une fonction à croissance polynomiale.

$$\exists p, \forall x, |g(x)| \leq c(1 + |x|^p) \quad (137)$$

Alors l'EDP de B&S admet une solution dans la classe des fonctions de croissance polynomiale, appartenant à $C^0([0, T] \times]0, \infty[)$ and $C^{1,2}([0, T] \times]0, \infty[)$ donnée par:

$$v(t, S) = E[e^{-r(T-t)} g(Se^{(r-\frac{1}{2}\sigma^2)(T-t)+\sigma(W_T-W_t)})] \quad (138)$$

6.5 Formule de Black-Scholes

6.5.1 Théorème 3

Le prix d'une option européenne payoff

$$g(S) = (S - K)_+ \quad (139)$$

dans le modèle de B&S est donnée par

$$\begin{aligned} v(t, S) &= C_{BS}(t, S) \\ &= S\mathcal{N}(d_1) - Ke^{-r(T-t)}\mathcal{N}(d_2) \end{aligned} \quad (140)$$

$$\mathcal{N}(x) = \int_{-\infty}^x \frac{e^{-\frac{y^2}{2}}}{\sqrt{2\pi}} dy \quad (141)$$

$$d_1 = \frac{\ln(\frac{S}{Ke^{-r(T-t)}}) + \frac{1}{2}\sigma^2(T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}} \quad (142)$$

$$d_2 = \frac{\ln(\frac{S}{Ke^{-r(T-t)}}) - \frac{1}{2}\sigma^2(T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}} = d_1 - \sigma\sqrt{T-t} \quad (143)$$

Le ratio de couverture (delta) est donnée par

$$\Delta_{BS}(t, S) = \mathcal{N}(d_1) \quad (144)$$

preuve:

$$\begin{aligned}
C_{BS}(t, S) &= E[e^{-r(T-t)}(Se^{(r-\frac{1}{2}\sigma^2)(T-t)+\sigma(W_T-W_t)} - K)_+] \\
&= E[e^{-r(T-t)}(Se^{(r-\frac{1}{2}\sigma^2)(T-t)+\sigma(W_T-W_t)} - K)\mathbb{1}_{Se^{(r-\frac{1}{2}\sigma^2)(T-t)+\sigma(W_T-W_t)} > K}] \\
&= P_1 - P_2
\end{aligned} \tag{145}$$

$$\begin{aligned}
P_2 &= Ke^{-r(T-t)}E[\mathbb{1}_{\{Se^{(r-\frac{1}{2}\sigma^2)(T-t)+\sigma(W_T-W_t)} > K\}}] \\
&= Ke^{-r(T-t)}P((r - \frac{1}{2}\sigma^2)(T-t) + \sigma(W_T - W_t) > \ln(\frac{K}{S})) \\
&= Ke^{-r(T-t)}P(\frac{W_T - W_t}{\sqrt{T-t}} > \frac{\ln(\frac{K}{S}) - (r - \frac{1}{2}\sigma^2)(T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}}) \\
&= Ke^{-r(T-t)}P(\frac{W_T - W_t}{\sqrt{T-t}} > \frac{\ln(\frac{Ke^{-r(T-t)}}{S}) + \frac{1}{2}\sigma^2(T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}}) \\
&= Ke^{-r(T-t)}P(\frac{W_T - W_t}{\sqrt{T-t}} < d_2) \\
&= Ke^{-r(T-t)}\mathcal{N}(d_2)
\end{aligned} \tag{146}$$

$$\begin{aligned}
P_1 &= E[e^{-r(T-t)}Se^{(r-\frac{1}{2}\sigma^2)(T-t)+\sigma(W_T-W_t)}\mathbb{1}_{\{Se^{(r-\frac{1}{2}\sigma^2)(T-t)+\sigma(W_T-W_t)} > K\}}] \\
&= E[Se^{-\frac{1}{2}\sigma^2(T-t)+\sigma(W_T-W_t)}\mathbb{1}_{\{Se^{(r-\frac{1}{2}\sigma^2)(T-t)+\sigma(W_T-W_t)} > K\}}]
\end{aligned} \tag{147}$$

$$W_T - W_t \sim \mathcal{N}(0, T-t) \tag{148}$$

$$W_T - W_t = \sqrt{T-t}Z \tag{149}$$

avec $Z \sim \mathcal{N}(0, 1)$

$$\begin{aligned}
P_1 &= \int_{\mathbb{R}} Se^{-\frac{1}{2}\sigma^2(T-t)+\sigma(W_T-W_t)}\mathbb{1}_{\{Se^{(r-\frac{1}{2}\sigma^2)(T-t)+\sigma(W_T-W_t)} > K\}} \times \frac{e^{-\frac{z^2}{2}}}{\sqrt{2\pi}} dz \\
&= \int_{\{Se^{(r-\frac{1}{2}\sigma^2)(T-t)+\sigma(W_T-W_t)} > K\}} Se^{-\frac{1}{2}\sigma^2(T-t)+\sigma(W_T-W_t)} \frac{e^{-\frac{z^2}{2}}}{\sqrt{2\pi}} dz \\
&= \int_{\{\frac{1}{2}\sigma^2(T-t)+\sigma\sqrt{T-t} > \ln(\frac{K}{S})\}} S \frac{e^{-\frac{(z-\sigma\sqrt{T-t})^2}{2}}}{\sqrt{2\pi}} dz
\end{aligned} \tag{150}$$

$$\begin{aligned}
y &= -\sigma\sqrt{T-t} \\
&= S \int_{\{\sigma\sqrt{T-t}(y+\sigma\sqrt{T-t})+(r-\frac{1}{2}\sigma^2)(T-t) > \ln(\frac{K}{S})\}} \frac{e^{-y^2}}{\sqrt{2\pi}} dy \\
&= S \int_{\{y > \frac{\ln(\frac{Ke^{-r(T-t)}}{S}) - \frac{1}{2}\sigma^2(T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}}\}} \\
&= S\mathcal{N}(d_1)
\end{aligned} \tag{151}$$

$$\begin{aligned}
\frac{\partial C_{BS}}{\partial S}(t, S) &= \frac{\partial}{\partial S} E[e^{-r(T-t)} (Se^{(r-\frac{1}{2}\sigma^2)(T-t)+\sigma(W_T-W_t)} - K)_+] \\
&= E[e^{-r(T-t)} \mathbb{1}_{\{Se^{(r-\frac{1}{2}\sigma^2)(T-t)+\sigma(W_T-W_t)} > K\}}] \\
&= \mathcal{N}(d_1)
\end{aligned} \tag{152}$$

6.5.2 Corrolaire

Le prix d'un put européen de payoff $g(S) = (K - S)_+$ dans le modèle de B&S est donné par:

$$P_{BS}(t, S) = Ke^{-r(T-t)}\mathcal{N}(-d_2) - S\mathcal{N}(-d_1) \tag{153}$$

Le ratio de couverture (delta du put) est donné par:

$$\frac{\partial P_{BS}}{\partial S}(t, S) = \mathcal{N}(d_1) - 1 \tag{154}$$

Relation Call-Put:

$$\begin{aligned}
&Call(t, S, K, T) - Put(t, S, K, T) \\
&= S - Ke^{-r(T-t)} \\
&= S - KB(t, T)
\end{aligned} \tag{155}$$

$$frac{\partial C_{BS}}{\partial S}(r, S) - \frac{\partial P_{BS}}{\partial S}(r, S) = 1 - 0 = 1 \tag{156}$$

$$\frac{\partial P_{BS}}{\partial S} = \frac{\partial C_{BS}}{\partial S} - 1 = \mathcal{N}(d_1) - 1 \tag{157}$$

$$P_{BS}(t, S) = -S + Ke^{-r(T-t)} + S\mathcal{N}(d_1) - Ke^{-r(T-t)}\mathcal{N}(d_2) \tag{158}$$

$$1 - \mathcal{N}(x) = \mathcal{N}(-x) \quad (159)$$

Donc

$$P_{BS}(t, S) = Ke^{-r(T-t)}\mathcal{N}(-d_2) - S\mathcal{N}(-d_1) \quad (160)$$

Remarque:

$$\frac{\partial C_{BS}}{\partial S} = \mathcal{N}(d_1) \quad (161)$$

et

$$\frac{\partial P_{BS}}{\partial S} = \mathcal{N}(d_1) - 1 \quad (162)$$

$\Rightarrow C_{BS}$ est croissant et P_{BS} est décroissant par rapport à S .

6.6 Les grecques

Pour comprendre le comportement des options en fonction des différents propriétés du modèle, on calcule les subtilités du prix Black Scholes par rapport à ces propriétés:

1. Delta

Le delta est la sensibilité du prix par rapport à la valeur actuelle de l'actif sous-jacent.

$$\Delta^c = \frac{\partial C_{BS}}{\partial S} = \mathcal{N}(d_1) \quad (163)$$

$$\Delta^p = \frac{\partial P_{BS}}{\partial S} = \mathcal{N}(d_1) - 1 \quad (164)$$

2. Gamma Le gamma est défini comme la dérivée du prix au b, en la dérivée du delta.

$$\Gamma^c = \Gamma_p = \frac{\partial^2 C_{B,S}}{\partial S^2} = \frac{\partial^2 P_{BS}}{\partial S^2} = \frac{n(d_1)}{S\sigma\sqrt{T-t}} \quad (165)$$

$$n(x) = \frac{e^{-\frac{x^2}{2}}}{\sqrt{2\pi}} \quad (166)$$

Puisque Γ est positif, le prix du call et du put est convexe en S . Le Gamma est grand quand l'option est à la monnaie au proche de l'échéance

3. le Vega

Le vega est la sensibilité du prix par rapport à la volatilité:

$$\nu = \frac{\partial C_{BS}}{\partial \sigma} = \frac{\partial P_{BS}}{\partial \sigma} = Sn(d_1)\sqrt{T-t} \quad (167)$$

Le prix du put et du call est croissant par rapport à la volatilité. Le Vega est plus grande à la monnaie mais décroît pour les options proches de la maturité.

4. Théta

Le théta est la sensibilité par rapport au temps.

$$\Theta^c = \frac{\partial C_{BS}}{\partial t} = -\frac{Sn(d_1)\sigma}{2\sqrt{T-t}} - rKe^{-r(T-t)}\mathcal{N}(d_2) < 0 \quad (168)$$

$$\Theta^p = \frac{\partial P_{BS}}{\partial t} = -\frac{Sn(d_1)\sigma}{2\sqrt{T-t}} + rKe^{-r(T-t)}\mathcal{N}(-d_2) \quad (169)$$

=>Le prix du call est décroissant par rapport au temps

5. Rho

Le Rho est la sensibilité par rapport au taux d'intérêt r

$$\rho_{BS}^c = \frac{\partial C_{BS}}{\partial r} = K(T-t)e^{-r(T-t)}\mathcal{N}(d_2) > 0 \quad (170)$$

$$\rho_{BS}^p = \frac{\partial P_{BS}}{\partial r} = -K(T-t)e^{-r(T-t)}\mathcal{N}(-d_2) < 0 \quad (171)$$

=> call est croissant et le put est décroissant par rapport au taux d'intérêt