

Chronique hedge funds

L'arbitrage de volatilité, un retour en grâce?

Olivier Bézégues*

Plusieurs fonds multi-stratégie et non des moindres, qui de plus ont traversé ce début d'année avec brio, ont ajouté ces derniers mois une portion non négligeable d'arbitrage de volatilité sur actions à leur panel de stratégies.

Est-ce le signe avant-coureur du retour en grâce de cette stratégie? Peut-être, si ces gérants ne considèrent pas uniquement cette stratégie comme une couverture à leur exposition longue au crédit et aux marchés actions. De plus il faut voir derrière cet ajout l'hypothèse que la volatilité ne restera pas éternellement aux niveaux actuels.

Si les attentats de Londres ont contribué à agiter le marché de la volatilité en Europe, il a assez vite absorbé les soubresauts enregistrés jeudi par l'indice Vdax avec un pic à 18%, avant un retour au-dessus de la normale en fin de journée à 13,1%. L'indice américain VIX mesurant la volatilité implicite n'a pas vraiment bougé non plus, grimpant de 1,79% pour s'établir à 12,49%.

Si la panique qui a gagné les marchés au mois d'avril et mai, suite à la crise déclenchée par le downgrade de GM et Ford s'est bien propagée à la volatilité implicite avec les niveaux atteints en avril et mai (de 15% à 18%), il semble que l'espoir de voir la volatilité revenir à des niveaux plus attrayants pour les traders de volatilité soit retombé comme un soufflet fin mai, début juin.

Les stratégies pratiquées par ces gérants sont multiples. On identi-

fie deux grands classiques: le premier type de stratégie consiste à anticiper la volatilité future d'un ou plusieurs sous-jacents en prenant des positions sur des options. Stratégie directionnelle s'il en est, elle consiste à déterminer si la volatilité est correctement évaluée ou non. Elle peut se décliner sur le mode Relative Value si la courbe de volatilité le permet. Le gérant se positionne alors long une maturité et short une autre essayant de tirer profit des distorsions momentanées provoquées par l'offre et la demande sur la courbe de volatilité d'un sous-jacent donné.

L'arbitrage de dispersion consiste quant à lui à tirer profit du fait que les indices étant une moyenne de titres, la volatilité de l'indice est inférieure à la volatilité des titres qui le composent. L'arbitrage consiste à acheter les options des composants et à vendre simultanément les options de l'indice. Cette année a illustré un phénomène intéressant dans la mesure où la dispersion observée a augmenté. Cependant, elle ne s'est pas réellement propagée au niveau des volatilités implicites. Visiblement, la raison tient au fait que les niveaux de volatilité ont été trop faibles pour que cette augmentation de la dispersion observée puisse s'étendre aux volatilités implicites.

Il est certain que l'environnement actuel est difficile pour ces stratégies de niche. Mais l'arrivée de nouveaux produits est susceptible d'améliorer l'exécution des stratégies susmentionnées, tout

en générant de nouvelles sources de rendement.

L'apparition de nouveaux produits comme les futures sur actions, les swap de corrélation sur marché OTC ou encore les swap de variance, produit structuré permettant de prendre une position directionnelle sur la volatilité longue ou courte, permettent de diversifier les sources de rendement. En outre, les fonds traditionnellement concentrés sur l'arbitrage de volatilité sur actions se penchent désormais sur les sous-jacents de type taux, chassant les opportunités où elles se trouvent. Cependant, dans le contexte actuel, générer du rendement durablement reste inévitablement une question de timing et de gestion du risque, les fonds survivent plus qu'ils ne vivent.

La majorité de ces fonds ont vu le jour en 2000 et 2001, en plein éclatement de la bulle des valeurs technologiques, les niveaux de volatilité étaient alors 2 à 3 fois supérieurs au niveau de cette année. Il est certain que la période actuelle est difficile, cependant cette stratégie par son positionnement long la volatilité, comme la stratégie short selling, pourrait bien refaire parler d'elle sous peu, tant elle représente une bonne assurance de portefeuille quand les indices actions s'effondrent, tout en ayant un coût moindre qu'un fonds de short seller. En ces périodes relativement délicates où la visibilité n'est pas évidente, l'adjonction de ce type de stratégie à un portefeuille de hedge funds a définitivement du sens.

*Analyste financier CIIA