

La chronique des hedge funds

L'arbitrage statistique, entre volatilité et dispersion



Olivier Bézégues*

A long terme, les indices d'arbitrage statistique sous-performent. L'indice HFRI Equity Market Neutral Index Statistical Arbitrage a une performance annualisée de 8,74% contre 14,26% pour le HFRI Fund Weighted Composite Index. Cela pour la bonne et simple raison qu'un vrai fonds d'arbitrage statistique ne présente aucun Beta par rapport aux marchés actions sur lesquels il se concentre. Et c'est cette caractéristique qui rend la stratégie si attractive.

Pour rappel, cette stratégie s'appuie sur les différences d'évaluation entre le prix des actions. L'arbitrage statistique permet de créer un porte-

feuille par la combinaison de ventes à découvert et de positions longues. L'exposition nette sur le marché est nulle en terme de Beta (exposition longue = exposition courte).

Cette stratégie a besoin de niveaux stables et élevés de volatilité et de dispersion. La volatilité n'est pas une condition nécessaire pour que les fonds d'arbitrage statistique retournent des rendements significatifs, mais pour que les gérants qui font du «pair trading» génèrent du rendement. C'est pourquoi beaucoup de fonds qui n'étaient pas d'authentiques fonds d'arbitrage statistique ont été balayés ces dernières années en raison de niveaux de volatilité historiquement bas.

La dispersion (ou différence moyenne entre le rendement d'une action et celui de l'indice associé) n'est pas toujours liée à la volatilité. Cette dernière peut croître mais si les corrélations entre les titres augmentent aussi, la dispersion peut rester la même, voire même

chuter. Cette baisse est peu probable, mais donne une idée de la différence entre ces deux mesures.

Une volatilité et une dispersion croissante sont aussi favorables à ce type de stratégie (notamment pour les fonds ayant une forte composante court terme). Un environnement tel celui que nous avons eu ces dernières années est certainement le plus délicat avec une volatilité faible (en baisse ou stable) et une dispersion assez faible aussi. Les fonds qui ont traversé ces dernières années avec brio ont toutes les chances de réussir au mieux quand l'environnement deviendra plus délicat pour les marchés actions. Il est important aussi que les niveaux de corrélation entre les titres soient stables, pour permettre au modèle de fonctionner convenablement.

Enfin, la stratégie fait partie des seules stratégies qui sont acheteuses de volatilité, comme les Short Sellers, ou l'arbitrage de convertible

quand celui-ci se concentre sur le trading de Gamma et quand le risque de crédit est couvert. Pour ceux qui se sentent concernés par l'approche d'une crise de la liquidité, ces trois stratégies seront les plus à même de générer une performance positive en cas de marchés actions baissiers.

Il y a eu récemment passablement de recherche sur les niveaux de volatilité observée faisant grand cas de sa hausse prochaine. Si ce dernier point est incontestable, son occurrence reste un point d'interrogation. Aussi, acheter de la volatilité aujourd'hui par le biais d'achats d'options est coûteux car cela implique le paiement d'une prime pour une période donnée. Investir dans l'arbitrage statistique est plus opportun, sachant que cette stratégie a des rendements convenables en temps normaux et qu'elle fournit une couverture appropriée en cas de marchés baissiers.

* *Analyste financier CIIA.*