

Nouvelles formes de trading, liquidité et résilience du marché

Bruno Biais

Présentation préparée pour le Colloque du Conseil Scientifique de l'Autorité des marchés financiers

Lundi 26 mai 2014

- 1) Quelles sont les nouvelles formes de trading et que suggère la théorie concernant leurs conséquences?
- 2) Résultats empiriques (Biais, Declerck, Moinas, 2014)

Nouvelle organisation du marché

Jadis



Présence physique, accès limité, monopole/centralisation

Aujourd'hui

VOD.L VODAFONE GROUP PLC ORD USD0.11 3/7

Last	AT	162.95		15:42		
Size		2,517	Mid	162.95	SMMP	
Time		15:42	Mid Change	-0.10 (-0.06%)		
Change		-0.10 (-0.06%)	LAT	162.95	Uncross Price	163.25
Trades		10,457	LAT Change	-0.10 (-0.06%)	Uncross Vol	2,234,586
Cum Vol		55,950,283	LAT High	163.7	VWAP	162.3293
LAT Vol		53,810,923	LAT Low	160.75	A-VWAP	162.33515
P Close		163.05	ISIN	GB00B16GWD56	Market Cap	85,894,857,429
Open		163.25	NSIN	B16GWD5	P.E.	9.91
High		163.7	Cur	GBX	Yield	4.82
Low		160.75	NMS	35,000	Dividend	7.86
52w Hi		164.4	Segment	SETO	Div-EPS Cur	GBP
52w Lo		125	Bid Indicator	-	Ex Div	02 Jun 10

Order Book VOD.L

4	71006	162.9-162.95	79959	9			
261	6,825,863	155,42523	-167,88226	7,839,197	432		
Cumul	Maker	Size	Bid	Ask	Size	Maker	Cumul
4		71006	162.90	162.95	79959		9
10		110436	162.85	163.00	165547		11
11		194292	162.80	163.05	95435		15
14		165796	162.75	163.10	246286		18
16		319872	162.70	163.15	237244		14
10		224002	162.65	163.20	229145		13
7		163907	162.60	163.25	304053		13
4		108296	162.55	163.30	286717		13
3		90365	162.50	163.35	169815		8
25		165282	162.45	163.40	177534		7
1		30702	162.40	163.45	173809		5

Carnets d'ordres électroniques ouverts à tous et transparents
Fragmentation

Nouveaux intervenants

Jadis



Agents de change,
particuliers, FCP

Aujourd'hui



Prop traders, hedge
funds, high frequency
traders

HFT => avantage informationnel court terme

Traders utilisent ordinateurs communiquant très rapidement avec marché (Colocation, fibre optique, throughput)

HFT observent avant les autres information de marché (prix, offre, demande, volatilité) pertinente pour valorisation, réagissent avant les autres



Principal = avantage informationnel long terme

Transaction pour compte propre

⇒ Incitation à acquérir et analyser info

⇒ Analyse fondamentale



Conséquences pour la liquidité

Carnets d'ordres
électroniques ouverts
à tous et transparents

Plus de liquidité

HFT, Prop

Fragmentation

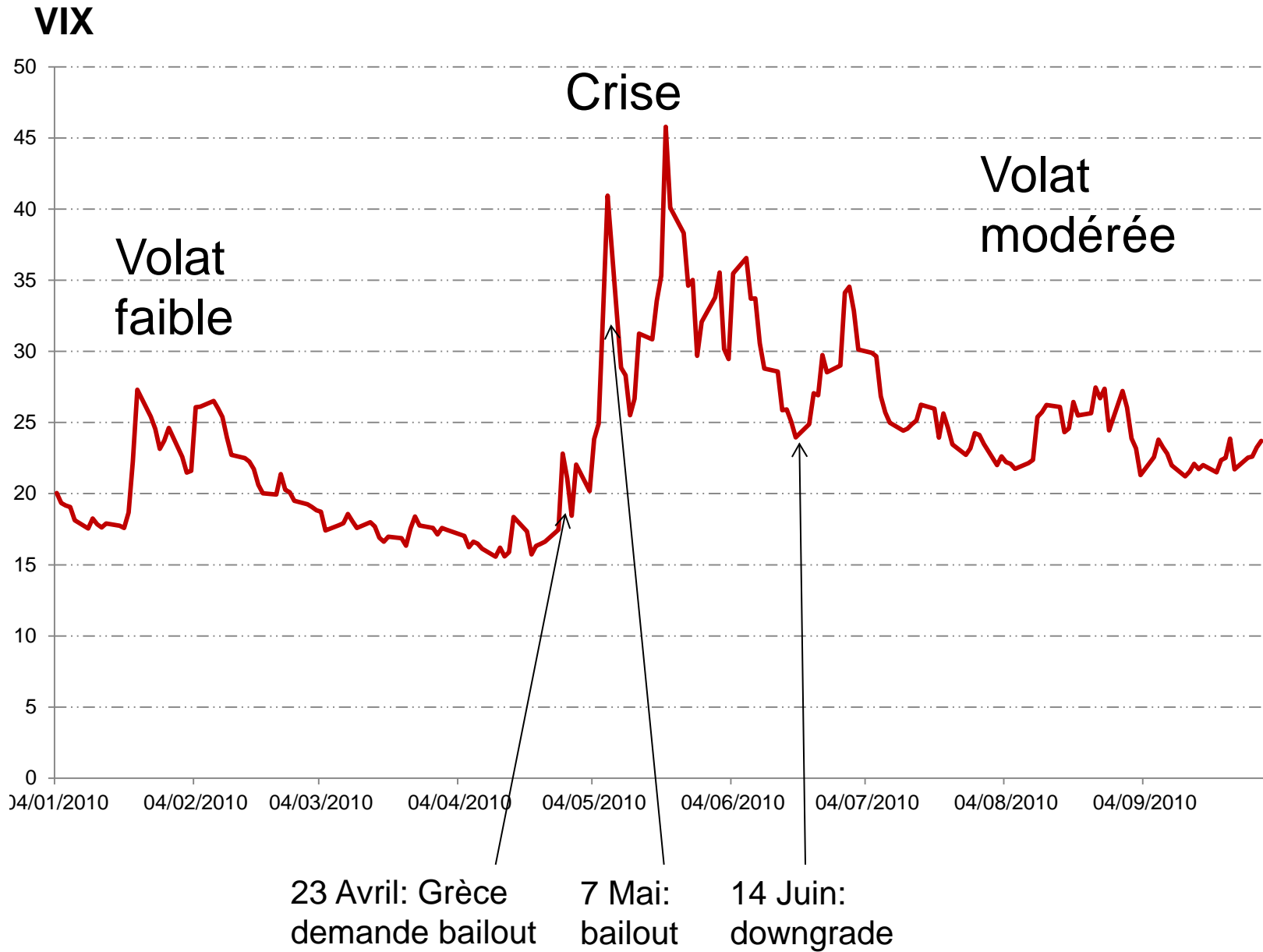
Offrent
liquidité

Trading
prédateur

Dissuade offre
de liquidité

Dark pools

1er Janvier - 30 Septembre 2010



Echantillon pilote

20 actions (*beaucoup de données*)

1 large cap financière

2 large cap non financière

1 mid cap financière

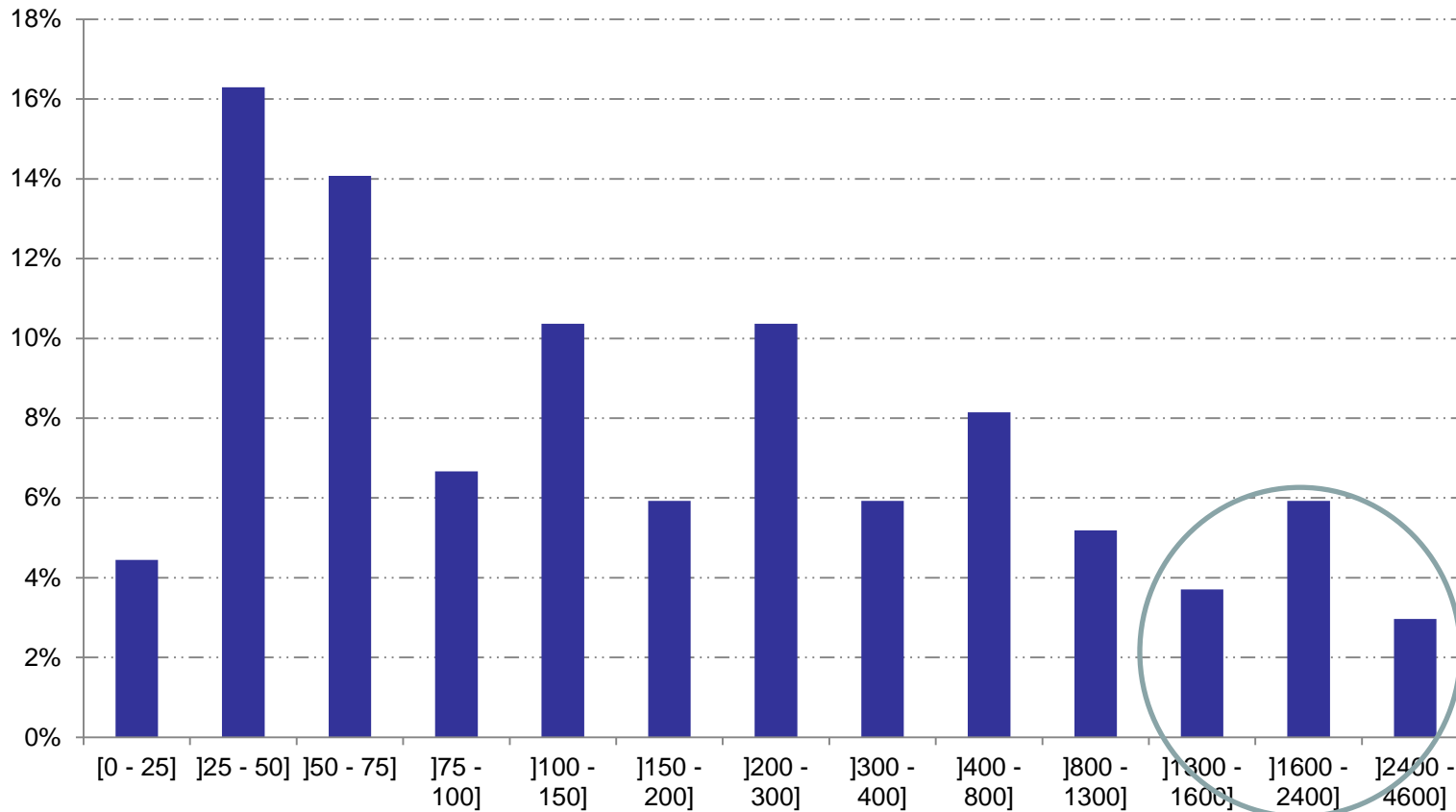
8 mid cap non financière

4 small cap non financière

(large cap => plus de données => plus difficile à traiter)

Rapidité

% membres



Nb Max
messages/seconde

« rapides » 17 membres dont capacité > 1300 mssg/sec

5 types

	Rapide (>1300 mssg/sec)	Lent (< 1300 mssg/sec)
Principal (100% transactions compte propre)	6	22
Autre	11	41
Agent (0% transactions compte propre)	0	55

Ordres, messages et transactions

Rapides = 50% transactions (17 / 135 membres)

Crise => pas d'augmentation de la part des rapides dans les transactions

Compte propre ou rapide: moins de transactions par message

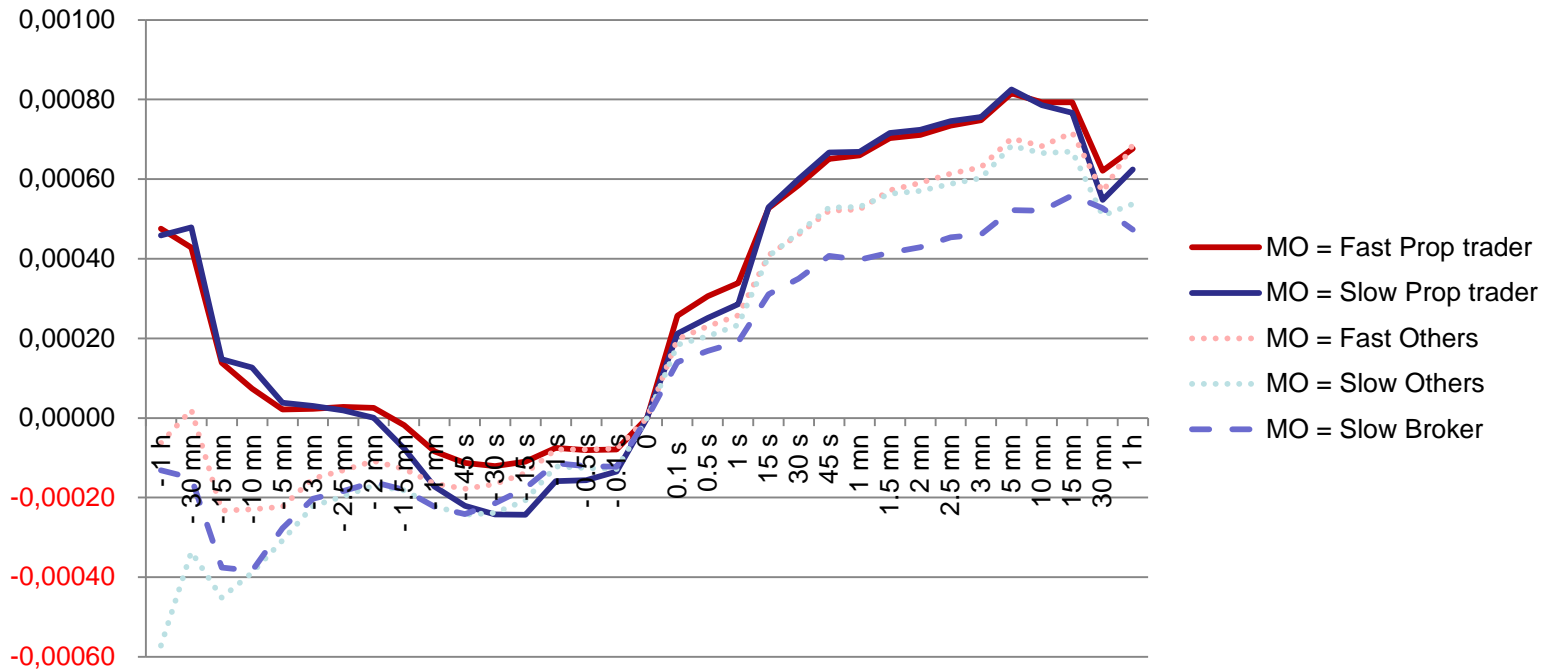
Rapide compte propre place ordres passifs (offre liquidité) et agressifs (consomme liquidité)

Compte propre lent place ordres agressifs (consomme liquidité)

Rapide autre place beaucoup d'ordres passifs (offre liquidité)

Contenu informationnel ordre agressif

Δ midquote * sens ordre agressif



Compte propre agressif (rapide ou non):

le plus informatif: 2 minutes, 6 bp

achète après baisse (vend après hausse) => procure liquidité

Lent non compte propre: momentum (achète après hausse)

Deux façons d'offrir de la liquidité

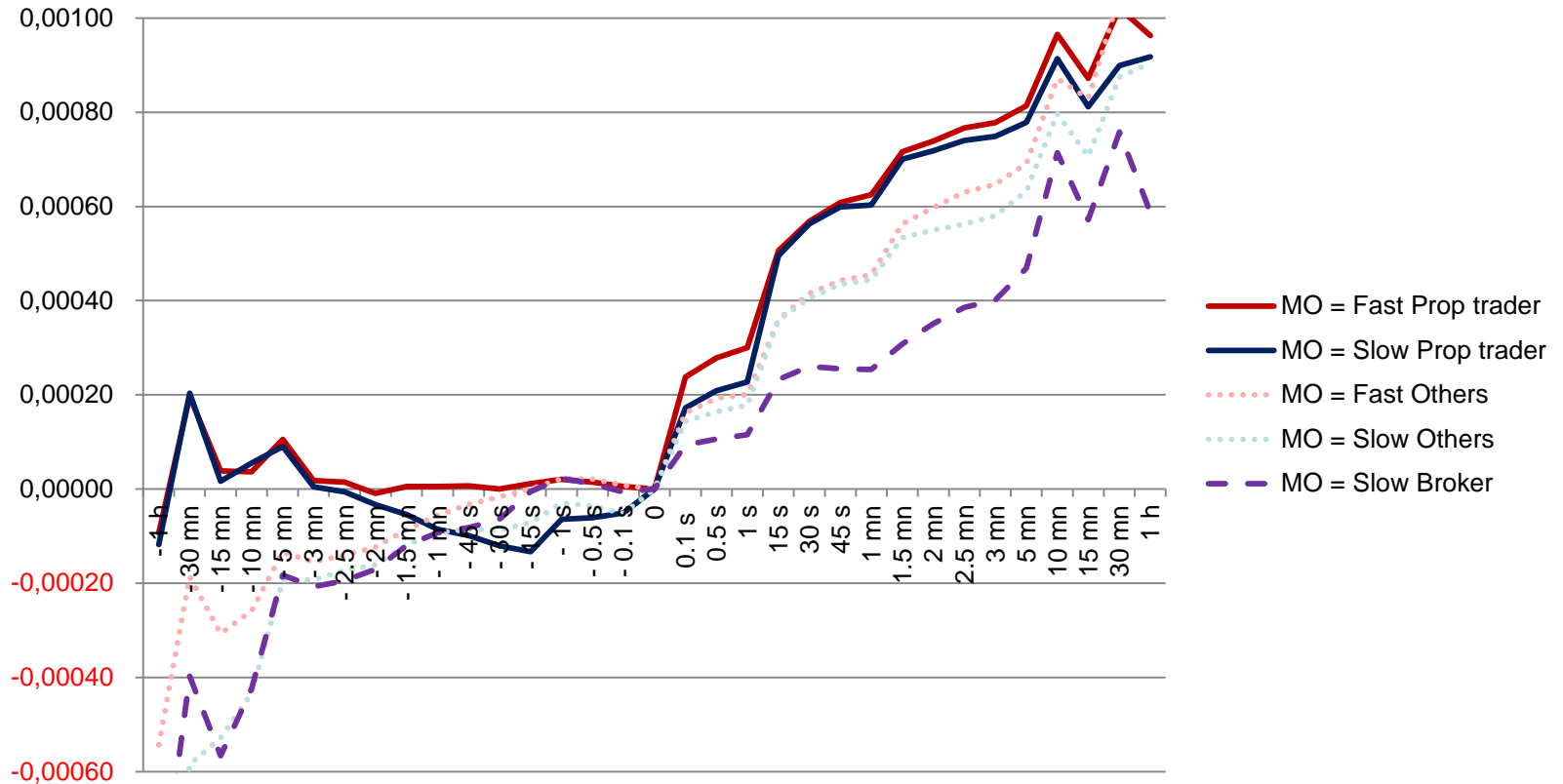
Placer des ordres passifs (ordres à cours limité non immédiatement exécutable): rapides

Acheter après baisse, et vendre après hausse, en utilisant des ordres agressifs: compte propre

Symétriquement 2 façons de consommer de la liquidité: ordre agressif (demandant exécution immédiate), momentum (vente après baisse, achat après hausse)

(Analyse théorique: Biais, Hombert, Weil, Review of Economic Studies, 2014)

Contenu informationnel pendant la crise

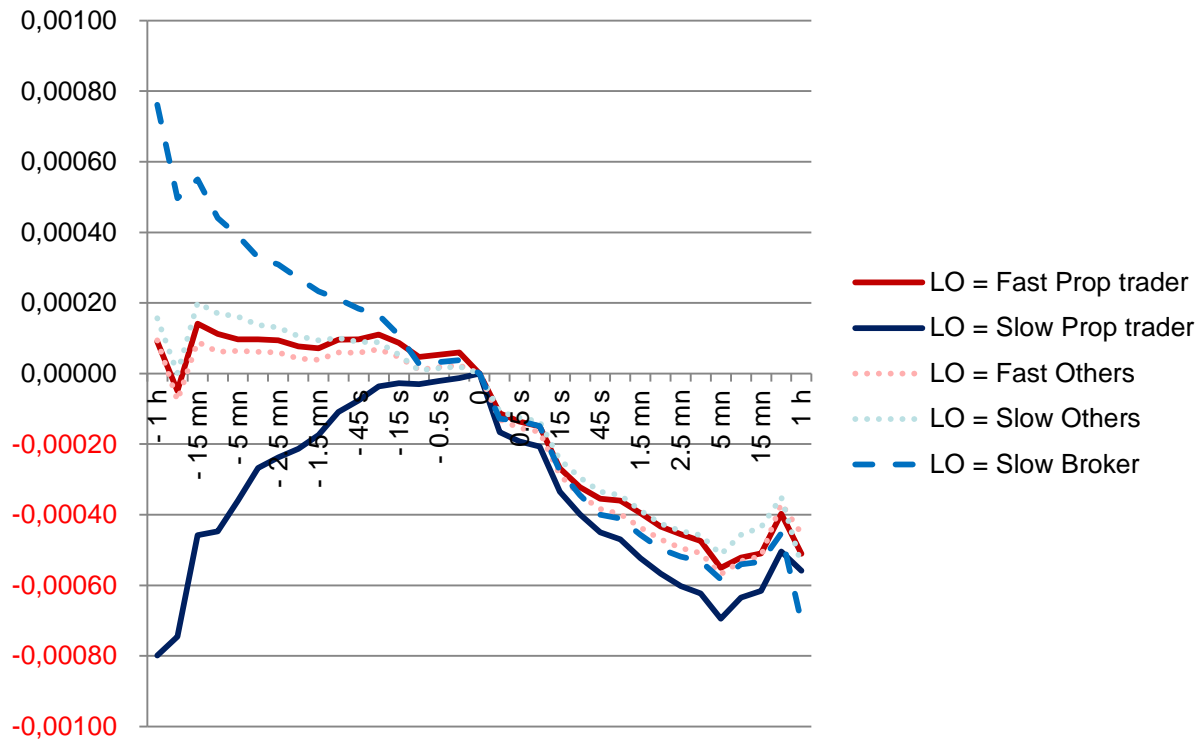


Contenu informationnel plus élevé, surtout les rapides

Achat pour compte propre cesse ne survient plus après baisse: moins d'offre de liquidité, moins bon pour résilience

Coût d'anti-sélection pour ordres passifs

Δ midquote * sens ordre agressif

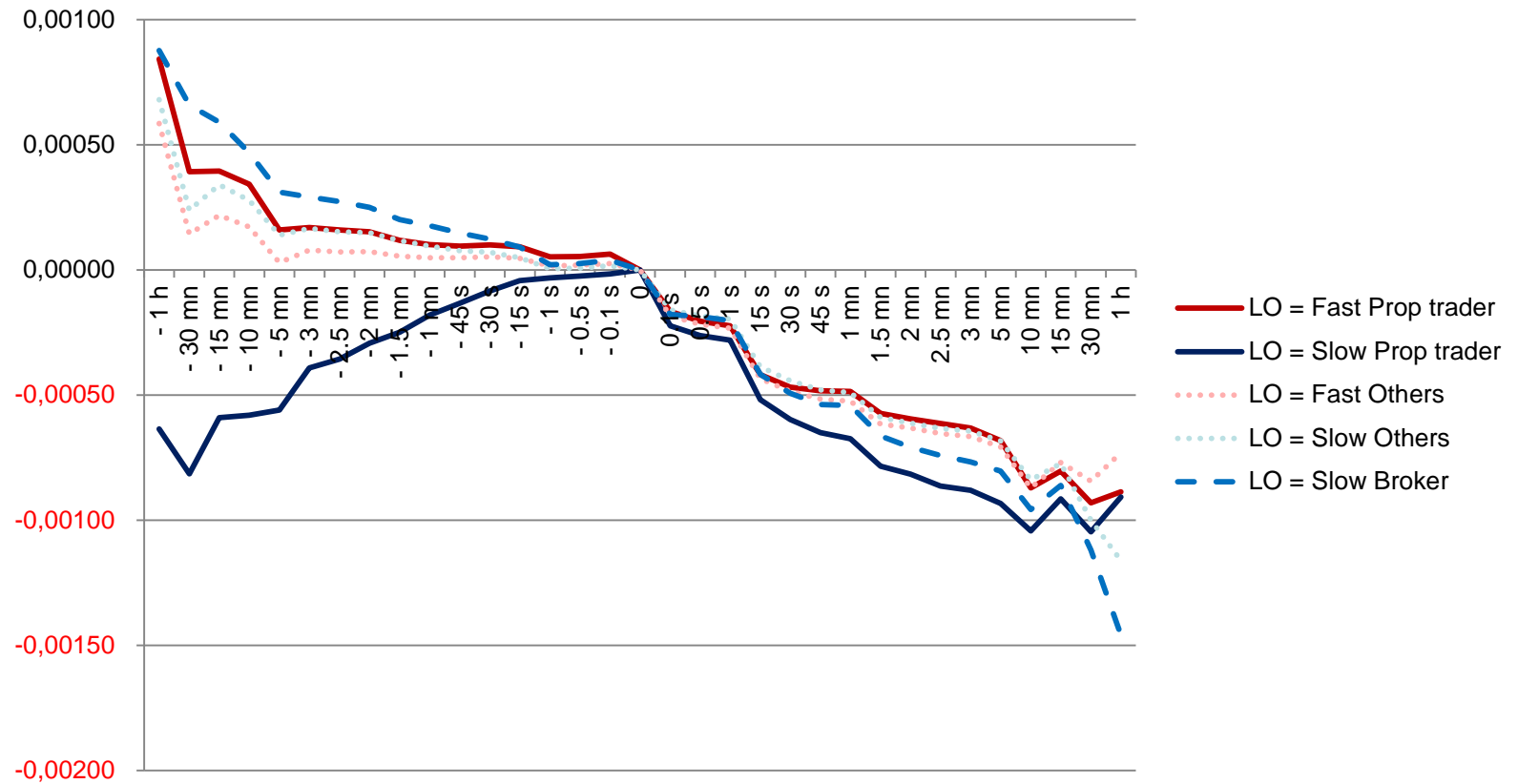


Agent lent: ordre d'achat à cours limité exécuté après baisse, suivie d'une poursuite de la baisse

Compte propre lent: ordre d'achat à cours limité exécuté après hausse, suivi d'une baisse

Coût d'anti sélection un peu plus faible pour rapide

Coût d'anti-sélection pendant la crise



Coût d'anti-sélection pour ordres à cours limité plus important
Désavantage des lents plus marqué

Conclusion

Compte propre (lents ou rapides) :

Ordres agressifs informés:

⇒ Coût d'anti-sélection pour les autres (surtout pendant crise)

⇒ Dissuade offre de liquidité par les autres

Achètent après baisse (vendent après hausse)

⇒ Procure liquidité (bon pour résilience)

⇒ Mais pas en temps de crise (mauvais pour résilience)

Rapide = information court-terme, induisant coût d'anti-sélection pour lents, n'améliorant pas résilience en période de crise...

Utilité sociale ?

(Analyse théorique: Biais, Foucault, Moinas, 2014)