



MARS 2019

COMPORTEMENT AGRESSIF DES PARTICIPANTS DE MARCHE: LES HFT TRAITENT-ILS AU MOMENT OPPORTUN?



PAMELA SALIBA



Risques et
tendances



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS



Cette étude a été coordonnée par la Division de de la Surveillance des Marchés. Elle repose sur l'utilisation de sources considérées comme fiables mais dont l'exhaustivité et l'exactitude ne peuvent être garanties. « Risques et tendances » reflète les vues personnelles de ses auteurs et n'exprime pas nécessairement la position de l'AMF.

Toute copie, diffusion et reproduction de cette étude, en totalité ou partie, sont soumises à l'accord exprès, préalable et écrit de l'AMF.

Résumé de l'étude

Cette étude de microstructure analyse l'impact des ordres agressifs sur la formation des prix. Elle se concentre en particulier sur le comportement agressif des traders haute fréquence (HFT) pour estimer leur avantage informationnel par rapport aux autres participants de marché. A cette fin, la Surveillance a étudié les titres du CAC40 échangés sur Euronext Paris durant une période de trois mois, comprise entre septembre 2017 et novembre 2017, représentant 8 millions d'ordres agressifs et 423 millions d'événements (un événement peut être une insertion d'ordre, une annulation d'ordre, une modification d'ordre ou une transaction).

L'étude distingue trois catégories d'ordres agressifs : les ordres consommant moins que la quantité présente à la meilleure limite (agressions partielles) ; les ordres consommant exactement la quantité présente à la meilleure limite (agressions exactes) ; et ceux consommant plus que la quantité présente à la meilleure limite (agressions sur plusieurs limites). Ces trois catégories constituent respectivement 50%, 46% et 4% des ordres agressifs (en nombre).

Dans un premier temps, l'étude analyse l'impact (ampleur et durabilité) de ces différents types d'ordres sur le carnet, quel que soit le participant de marché à l'origine de l'ordre. Les agressions exactes ont généralement lieu en cas de déséquilibre du carnet d'ordres ; leur impact (presque égal aux trois quarts du *spread*) est durable, supérieur à celui des agressions partielles. Celui-ci est également durable et équivaut à un demi *spread* environ. L'impact des agressions sur plusieurs limites est plus élevé mais n'est pas durable : il commence à s'atténuer une seconde après l'ordre agressif, et l'impact subsistant au bout de 17 minutes est égal à celui des agressions exactes.

Dans un second temps, l'étude s'intéresse à la rentabilité des ordres agressifs en fonction du type de participant de marché. Elle montre que, dans tous les cas, les SLP¹ sont les plus rentables ; néanmoins, les agressions partielles sont plus discriminantes que les agressions exactes en termes de disparité de profit entre les participants de marché. A l'horizon d'une seconde après les agressions partielles, le profit potentiel des SLP est supérieur de 0,36 *spread* par rapport aux membres agissant pour compte client, et de 0,29 *spread* par rapport aux membres pour compte propre. L'analyse des SLP a été étendue à tous les HFT et les conclusions demeurent valides. La Surveillance a également approfondi son analyse en distinguant les flux des membres en fonction de leurs connexions les reliant au marché (nommés SLE), ce qui lui a permis par exemple d'identifier différents types de clients derrière certains membres.

Dans un troisième temps, l'étude s'intéresse à la classification des acteurs et montre qu'il est possible de classer les membres de marché en HFT et non HFT en se focalisant sur les ordres agressifs. Elle analyse également les autocorrélations des ordres agressifs : les ordres agressifs des membres pour compte client sont les plus autocorrélés², alors que ceux des SLP sont les moins autocorrélés. Enfin, en observant l'évolution des prix avant et après les ordres agressifs, cette étude montre que certains membres suivent différentes stratégies à la fois via des codes membres différents : stratégie *mean reverting* (en allant contre la tendance du prix), stratégie *trend following* (en suivant la tendance du prix) et une autre stratégie consistant à repérer le plus rapidement les ordres réduisant le *spread*.

¹ Les *Supplementary Liquidity Providers* (ou SLP) sont les membres d'un programme d'apport de liquidité sur Euronext. Compte tenu des obligations contractuelles associées à ce programme, ces membres sont de fait des HFT.

² Pour un ordre agressif initialement envoyé par un membre agissant pour compte client, la probabilité que l'ordre agressif suivant soit envoyé par un membre pour compte client croît de 58%.