



FTF - TRADING
FOLLOW THE FLOW

Chapitre 3 :

Les fonctions d'un marché

Le trader particulier se dit que le marché est fait pour spéculer et pense qu'il est le bienvenue pour prendre de la liquidité et travailler les écarts de prix (entrer – sortir), mais le marché n'est pas fait pour entrer et sortir sur un niveau de prix dans un but purement spéculatif d'un point de vue du côté retail. Il existe tout un tas de spéculations différentes sur les marchés qui vont être faites de différentes façons avec différents outils par différents opérateurs et il faut garder à l'esprit qu'officiellement le marché est là pour apporter de la liquidité à ceux qui ont besoin d'en prendre. Les opérateurs légitimes (ceux qui ont besoin de prendre la liquidité) ne sont pas de petits, moyens ou gros spéculateurs. La fonction d'un marché est de pouvoir apporter une contrepartie à quelqu'un qui a besoin de prendre de la liquidité.

La liquidité disponible sur les marchés est visible dans le Carnet d'Ordres avec des contrats disponibles à la Vente (Ask size) et des contrats disponibles à l'Achat (Bid size), et chacun des opérateurs marché va consommer petit à petit cette liquidité sur différents prix dans un but qui n'est pas la plupart du temps spéculatif. Ceci étant les spéculations existent tant de la part des gens que l'on retrouve dans le Tape qui frappent marché et consomment cette liquidité que de la part des autres types d'opérateurs qui remplissent le Carnet et apportent la liquidité à ceux qui ont besoin de la prendre.

A quoi sert donc le marché ?

Il sert à des opérateurs qui vont devoir rentrer ou sortir du marché car ils sont obligés de rentrer ou sortir sur un niveau de prix mais pas avec une considération spéculative ou entrer à l'achat car le prix n'est pas cher ou entrer à la vente car le prix est trop cher.

Les liquidity takers sont ceux qui consomment la liquidité, c'est-à-dire les banques, les fonds, des investisseurs avec des échéances, des industriels car la devise est plus attractive, etc ... Le marché existe pour ces gens entrent et sortent dans un intérêt dont la finalité n'est pas spéculative.

Ces liquidity takers peuvent aller sur les marchés à terme n'importe quand, à n'importe quel prix et trouver suffisamment de contrepartie car il y a des Market Makers, des apporteurs de liquidité qui sont là et mandatés par les différents échanges afin d'apporter cette liquidité sur chaque niveau de prix et dans des quantités définies au sein de contrats qui sont mis en place avec les échanges : il faut donc de la liquidité pour ces personnes qui ont de grosses quantités à écouler pour différentes raisons et qu'ils puissent être exécutés dans de bonnes conditions.

Il existe différentes activités spéculatives comme celle des retails, des traders fortement capitalisés, qui vont travailler en directionnel même si c'est de plus en plus rare et vont spéculer sur les écarts de prix. Il y a également de la spéculation au sein du carnet d'ordres même si officiellement l'apporteur de liquidités qui est mandaté par l'échange pour apporter cette liquidité au sein du carnet pour pouvoir permettre au liquidity taker de rentrer et de sortir sans trop peser sur le marché n'importe quand, on constate qu'au travers des activités de market making il existe une pure spéculation établie par ces apporteurs de liquidité sur chacun des niveaux de prix à l'achat ou à la vente et on se rend compte du pouvoir d'orientation des prix de ce type d'opérateurs pouvant opérer seuls certains marchés ou à plusieurs sur d'autres. Certains tiennent des marchés avec statut de façon officielle avec des règles, des contraintes, des avantages, des droits, et d'autres principalement des petites sociétés de market making travaillent avec des contraintes comme par exemple payer les appels de marge.

Il existe 2 groupes généraux :

Les consommateurs de liquidités (liquidity takers) : spéculateurs – couverture – arbitrage – entrer ou sortir pour des raisons autres que de la spéculation

Les apporteurs de liquidités (liquidity providers) : opérateurs plus ou moins capitalisés – travaillent de façon plus ordonnée dans le sens où la méthode de travail et les stratégies sont identiques malgré leur distinction.

Les activités de liquidity taking sont aléatoires et peu prévisibles : on ne peut que constater le flow d'ordres marchés à l'instant T et voir ceux qui impactent (les gros opérateurs) et ceux qui suivent. Ces consommateurs de liquidités travaillent de façon déconcertée, désordonnée, imprévisible.

Les activités de liquidity providing disposent de comportements très similaires : ils ont pour but de spéculer et de générer du profit. Il y a beaucoup de récurrence dans la manière dont travaillent ces gens.

Qui des 2 camps contrôle l'autre et dans quelles conditions ?

En fonction du marché, du type de journée, des statistiques journalières, des opérateurs présents au moment où l'on trade et des différents jours qu'on trade, on va constater que le camp apporteur et consommateur qui contrôle l'autre est globalement toujours le même. On se rend compte rapidement sur les marchés peu liquides et tout du moins dans une optique de court terme que l'apporteur de liquidités contrôle assez bien l'auktion comparé aux marchés très liquides.

Qu'est-ce que l'Auction Market Theory ?

La théorie des enchères de marchés est comparable aux marchés physiques et réels.

Ex : Un propriétaire veut vendre une maison 200k€ à une agence (l'échangeur) .Cela se traduit par un ordre à la vente à l'Ask size du Carnet pour une quantité de 1 au prix de 200k€. C'est donc un ordre de vente limite. Pendant ce temps il attend qu'un acheteur se présente et qui accepte ou non le prix pour que la transaction se fasse. Une personne est intéressée de l'acheter mais au prix de 180k€. Il place donc son offre de prix à 180k€ dans le Bid carnet.

Il y a donc un spread (écart) de 20k€ entre ces 2 parties, et tant que ces 2 opérateurs ne se mettent pas d'accord sur un prix commun, la transaction ne se fait pas : on a 1 ordre de vente à 200k€ et un ordre d'achat à 180k€ pour une quantité de 1.

Si une 3^{ème} partie vient acheter le bien au marché à 200k€. Du coup l'opérateur à l'achat de 180k€ doit donc soit proposer un prix d'achat supérieur, soit il se fait squeezer et la transaction se fait sans lui.

Pour que la transaction se réalise, il faut qu'une des 2 parties accepte payer le spread de l'autre : est-ce que le vendeur va accepter le spread de l'acheteur et va vendre donc à 180k€, ou est-ce que l'acheteur limite va payer le spread du vendeur et l'acheter à 200k€. En d'autres termes qui agresse l'autre.

Si un 3^{ème} ou 4^{ème} opérateur veut 10 maisons à 190k€ et bien le vendeur limite à 200k€ risque d'enlever son offre et la proposer à 220k€ et voir ce qui se passe.

Les concepts de base de l'auktion market theory entre les marchés physiques et les marchés électroniques comportent des similitudes.

Cela se traduit dans le Carnet d'Ordre par l'agressivité d'une des 2 parties.

Sur le 6E (eur/usd) 1.1369 : Est-ce que sont les acheteurs qui le proposent à ce prix ou bien les vendeurs ?

Qui des 2 camps est le plus agressif ? Qui est prêt le spread de l'autre ? Qui a le dessus ? Qui a le dessous ?

Qui est prêt à payer le prix de la dernière transaction ? Qui est dominé ? Qui est dominant ?

C'est cette agressivité qui va annoncer la couleur quant à savoir à quel prix vont se faire les prochaines transactions.

Il est important de comprendre la notion d'offre, de liquidités, de consommation de liquidités.

Ex : Un vendeur de beignets veut vendre 20 beignets à 2€ : c'est comme s'il plaçait un ordre de 20 à 2€ dans la partie Ask (limit order). Un client arrive et prend 1 beignet à 2€ : c'est un opérateur market qui frappe l'ask side et consomme et retire 1 contrat (1 beignet) de ce qui était disponible. Puis d'autres clients arrivent et consomment cette liquidité (les beignets). Plus tard, un car de touristes arrive et une 30aine d'entre eux veulent un beignet. A ce moment, plusieurs solutions sont envisageables pour le vendeur : soit il les vend au prix normal, soit il retourne en chercher, soit il les vend plus cher.

Sur les marchés électroniques cela se passe comme ça mais de façon légèrement différente : entre le moment où le liquidity taker appuie sur le bouton pour acheter ou vendre et le moment où le liquidity provider l'exécute, l'apporteur de liquidités a le temps :

- Soit de retirer des contrats qu'il offrait
- Soit d'ajouter des contrats qu'il offrait
- Soit de tout retirer et d'exécuter l'opérateur market à un prix moins intéressant pour lui
- Soit de l'exécuter au-dessous du prix demandé (client avantagé)
- Soit de l'exécuter au-dessus du prix demandé (slippage)

Ces apporteurs de liquidités ont un pouvoir de manipulation sur le prix assez grand, car tous les gens qui vont vouloir être servis market et qui pensent acheter ou vendre sur un prix donné sont soumis au bon vouloir de l'exécution ou pas du liquidity provider au prix souhaité. Ces gens sont soumis aux prix qu'imposera le Market Maker mais également à diverses manipulations comme le slippage, le décalage de l'exécution à l'achat ou à la vente, l'écartement du spread, ... Le Market Maker se rémunère sur le spread et a le pouvoir d'orientation du prix dans le sens où il exécute les ordres au prix qu'il souhaite. Il arrive parfois que cette manipulation se fasse de manière exacerbée.

Ex : on a identifié un support (le market maker est vendeur puisque le marché est acheteur) et le Market Maker sait pertinemment que les opérateurs de marchés ont leur ordres de revente de la position acheteuse sous le support.

Par convention les contrats acheteurs sont censés faire monter le prix puisqu'il y a plus d'acheteurs que de vendeurs et inversement pour les contrats vendeurs qui sont censés faire baisser le prix. En réalité, le Market Maker même s'il y a du monde qui achète et si à un moment il décide de casser le support, il y aura beau avoir plein d'acheteurs, le Market Maker les exécutera en dessous du support comme ça ça cotera le prix du stop et finalement tout le monde sera stoppé, et tous ces gens qui voudront revendre en même temps seront exécutés en dessous et lui permettront de sortir la contrepartie qu'il a servie en premier avec un slippage négatif pour lui et un slippage positif

pour le client et il lui permettra de sortir sa position. La manipulation peut être sauvage dans certaines conditions, avant des statistiques importantes, autour des zones clés comme les zones à stops : l'apporteur de liquidités sait que tout le monde met les stops aux mêmes endroits

L'apporteur de liquidités a un contrôle sur les opérateurs market assez important notamment en marché calme.

Il existe des marchés où le consommateur de liquidités (liquidity taker) prend le dessus

Ex : Un vendeur de beignets veut vendre 50 beignets à 2€ / 2,5€ et arrivent plusieurs cars de touristes dont 300 personnes souhaitent acheter des beignets. Le vendeur paniqué par rapport à son stock de 50 beignets s'enfuit, attend que la tempête passe et puis une fois le calme revenu car les prix se sont envolés à 7€ / 8€ le beignet au lieu de 2€ / 2,5€ il revient et solde les beignets restants. Le prix a glissé de 2€ à 8€ très rapidement car le vendeur s'est enfuit et se dit qu'il ne va pas leur vendre à 2€ alors qu'ils veulent tous les acheter. Du coup il stoppe l'enchère pour la reprendre après.

Ce comportement s'observe également sur les marchés : Lorsqu'un flow d'ordres market trop intense, trop déséquilibré dans un sens, trop intense en terme de vitesse, trop intense en terme de taille, on a généralement le market maker qui s'enfuit de façon logique et normale. Une fois qu'il s'est enfuit et qu'il a bien monté son prix, il va servir les gens au plus haut et ça lui permet d'avoir apporté une contrepartie dans une quantité importante mais à un prix intéressant que si ça s'était fait dans le calme.

Il existe des petites pertes de contrôle de la part de l'apporteur de liquidités et il existe même des journées où les opérateurs market contrôlent presque toute la journée, mais on se rend compte que le pouvoir de la manipulation est du côté de la vente, donc du côté du market maker. Leur comportement est très récurrent et il y a moyen de voir pas mal de constances et de se fier à leurs activités pour anticiper des choses qui se reproduisent dans le temps fréquemment à toute échelle de temps.

Il y a beaucoup de similitudes entre les marchés physiques et les marchés électroniques, mais on a aussi des différences flagrantes qui font que les comportements observés sur les marchés électroniques ne se font pas sur les marchés réels.

Ex : Un vendeur ne peut pas changer le prix lorsque le client paye un produit au prix affiché

Le slippage est monnaie courante sur les marchés électroniques : c'est l'apporteur qui décide du prix auquel il va exécuter le consommateur content ou pas. Une fois que le consommateur de liquidités a cliqué, il est exécuté où l'apporteur de liquidités le décide et il n'y a plus de retour en arrière possible et le consommateur de liquidité se rend compte qu'il a été slippé.

Sur les marchés très liquides comme le Bund, le Stox, le SP500 ce phénomène de slippage existe mais de façon plus mesurée sauf dans des cas particuliers.

Sur les marchés peu liquides comme le pétrole, l'or, les matières agricoles (soja) il existe des manipulations très violentes car :

- on est sur des marchés où il y a peu d'opérateurs market
- on est sur des marchés où le market maker est tout seul et fait ce qu'il veut
- on est sur des marchés tellement peu liquides que le market maker doit profiter du peu de contrats qu'il a à transiger pour faire le plus de business possible
- on est sur des marchés qui par nature de leur faible liquidité sont assez volatiles avec pas mal de trous de cotation et au final tout ceci est bien admis ou mal compris dont l'opérateur market ne s'en rend pas compte

Sur certains actifs assez liquides comme par exemple l'euro on a des manipulations grossières :

Lorsque l'on est proche d'une zone à stops, le market maker a tout intérêt à aller chercher la liquidité puis entrer et retourner la situation après : c'est légitime de son point de vue même si pour le consommateur de liquidité cela paraît injuste et c'est comme cela que ça se passe.

Donc effectivement les dés sont truqués mais ce n'est pas pour autant que ce n'est pas exploitable :

Lorsqu'on a bien pris connaissance et conscience, et qu'on a bien intégré la façon dont l'auction fonctionne dans un marché électronique, on peut bénéficier de tous ces 'manipulations' faites par ces apporteurs de liquidité et faire comme eux avec l'avantage de frapper le marché. On peut également collecter des stops et travailler dans leur sens. On a des avantages qu'ils n'ont pas mais on a aussi des limites qui sont la taille du compte, comme payer les appels de marge, ...

Les liquidity providers n'ont pas d'appel de marge, disposent de fonds quasi illimités, sont soutenus par des traders de banques centrales en cas de problèmes. Les journées de pertes sont très rares pour ces gens-là quelles que soient les conditions de marché, quelle que soit l'action du prix, quelles que soient les types d'opérateurs qui interviennent, quelles que soient les nouvelles qui surviennent. Ils arrivent généralement toujours à ramener le prix là où il faut pour qu'ils puissent sortir ce qu'ils avaient accumulé de façon favorable.