Bourse : avec l'informatique haute fréquence, certains «savent, tout simplement…»

22/07/2010 à 8h00

Ces mois de crise qui n'en finissent pas, et ne sont pas prêts de le faire, auront déjà été l'occasion de multiples et étonnantes découvertes. Non pas en raison de l'attitude de ses principaux acteurs – sans surprise, la plupart d'entre eux restant rigoureusement dans leur rôle – mais à cause de l'inventaire en cours des petites merveilles que contient la boîte à outils de la finance, désormais que son couvercle est un peu ouvert.

Il est devenu courant, parfois même dans les milieux bien-pensants, d'évoquer la partie *fantôme* du monde de la finance et de reconnaître qu'un secteur important de celle-ci échappe, faute d'être à ciel ouvert, à toute inventaire. De la même manière que l'on s'est mis à parler de l'*économie réelle*, comme si une partie d'entre elle ne l'était pas.

Des esquisses de la finance *fantôme* peuvent commencer à être tracées, en s'appuyant sur de premiers repères : *centres non coopératifs* (paradis fiscaux), *structured investment vehicles* (structures de parking d'actifs), *hedge funds* (mercenaires de la finance), etc. On parvient à distinguer, dans ces coulisses dépourvues de tout éclairage, un petit monde assez mystérieux qui actionne toute une machinerie complexe, aux rouages qui nous dépassent. Jouant de commodités, semble-t-il, d'autant plus décisives qu'elles restent dans l'ombre.

On finit par pressentir que le monde visible de la finance a un double qui ne l'est pas, et qui joue pourtant un rôle fonctionnel. Etablissant le parallèle avec le double langage que les membres de sa confrérie pratiquent couramment, s'étant

donné entre initiés des *raisons d'être* distinctes de celles qu'ils affichent pour la galerie (soutenir l'économie).

Tout ceci n'est pas sans alimenter une abondante production fantasmatique. Ou alimenter une profonde méfiance, davantage justifiée. Imposant de garder résolument ses pieds sur terre !

Dans le vaste magasin de la finance, le rideau a également été écarté sur de dangereuses trouvailles, comme le sont les produits *structurés*. A propos de leur conception, on a beaucoup crié à une manifestation du génie de la finance, encensant et rémunérant en conséquence de supposés bons génies, alors que c'étaient les mauvais qui avaient gagné (et qui continuent néanmoins d'exiger comme due, une gratification obscène).

Au fil de ces découvertes, l'activité financière s'est, aux yeux de tous, de plus en plus apparentée à un casino. Pourvue de salles et de jeux d'argent adaptés aux moyens de ceux qui y pénétrent, réservés selon les cas aux boursicoteurs du dimanche ou aux traders de haut vol, munis de machines à sous dissimulant derrière un mode d'emploi anodin de redoutables mécanismes (destinés à ce que la banque gagne, mais ne pouvant éviter que parfois elle saute). Dans des salons privés ont été entre-aperçus des *dark pools*, ces clubs, qui pullulent par dizaine aux Etats-Unis, auxquels adhèrent de gros joueurs voulant se prémunir, durant leurs longues parties, des interventions intempestives des troubles-fêtes.

Enfin, tout aussi discrets, une nouvelle génération de joueurs s'est assise aux tables de jeux, sans y être invitée : les pratiquants du *high frequency trading [passement, à haute fréquence, d'ordres de Bourse]*, un nouveau club de parvenus qui bousculent leurs aînés du trading et veulent rafler l'essentiel de la mise.

C'est là où nous voulions en venir. Pour tenter de mieux évaluer l'utilisation de cette nouvelle technologie, qui fait

fureur aux Etats-Unis où elle est née, et qui depuis se répand en Europe.

Elle s'appuie sur l'utilisation d'algorithmes sophistiqués et la mise en oeuvre de capacités informatiques très performantes, afin de réaliser à très grande vitesse un nombre faramineux de transactions et d'accumuler, au final, beaucoup d'argent, grâce à de très faibles gains, captés lors de chacune de ces fugaces opérations d'achat-vente d'actifs (que l'on appelle *flash orders*).

Une disposition prise en 2000, qui est apparue comme secondaire, a été l'un des éléments techniques déclenchant du *HFT*, lorsqu'il a été décidé que les transactions seraient effectuées selon des prix calculés à deux décimales près après la virgule ! Ouvrant la voie à l'accumulation des mini-profits résultant des *flash orders*.

> ***Trois chiffres à ce propos : 1 milliard d'actions seraient traitées ainsi quotidiennement, soit 60% du volume des transactions boursières sur les places boursières américaines, pour un bénéfice annuel estimé à 21,8 milliards de dollars. Quelques noms des principaux acteurs aussi. Goldman Sachs et Citigroup sont les plus connus, mais il faut également retenir les noms des principaux nouveaux venus : GETCO, Tradebot et Citadel Investment Group.***

Une réflexion a été engagée aux Etats-Unis, à propos du *high frequency trading* (tentons un acronyme de plus : *HFT*), donnant lieu à des prises de position de membres du Congrès, comme le sénateur Ted Kaufman, ou de l'administration, ainsi qu'à des enquêtes journalistiques s'efforçant de plonger dans le milieu assez opaque de ceux qui le pratiquent, et de donner la parole à ceux qui s'interrogent, ou même le dénoncent. Ce billet doit notamment à celle des journalistes de Reuters.

La SEC, l'agence gouvernementale chargée de réguler les marchés boursiers, a entamé une réflexion et devrait rendre

publiques ses conclusions au début de l'année prochaine. On verra bien.

C'est Paul Krugman qui a été à la fois le plus simple et le plus définitif dans son appréciation. Faisant remarquer que si la raison d'être des marchés boursiers était d'apporter des capitaux aux entreprises et à l'économie, il ne voyait pas très bien en quoi le *HFT* pouvait, d'une quelconque manière, y contribuer. Mettant le doigt sur une question de plus en plus souvent, à juste titre, posée : à quoi sert la finance moderne ?

Il est en effet clair que les rendements de cette nouvelle activité ne résultent pas de la rentatibilité des entreprises et des dividendes qu'elles distribuent ! Cela renvoie aux remarques acides de Lord Turner sur l'utilité sociale de certaines activités financières, une question centrale laissée sans réponse et dont il n'est pas besoin d'être un financier pour la partager.

Le débat américain est toutefois assez embrouillé, quand on l'aborde. Car nul ne sait trop la réalité des incidences du *HFT* sur les marchés et cela se ressent. D'autant que les traders de la vieille école, menacés dans leur business, se joignent au concert des voix qui s'élèvent pour le dénoncer, annonçant que leur activité se meurt, sous l'effet de sa montée en puissance, et l'on peut envisager qu'ils chargent un peu la barque.

Argument de choc de ses défenseurs : la liquidité, cette vertu cardinale des marchés, est appelée à la rescousse. Ceux-ci font valoir l'importance décisive de leur contribution dans ce domaine, qui repose sur une idée toute simple : plus les actifs changent de main souvent, avec un bénéfice au passage, plus le business est florissant. A l'inverse, cela coule de source (ou plutôt n'y coule pas), l'absence de liquidité d'un titre provient du fait qu'il n'est pas négociable sur le marché, qu'il n'y a pas d'acheteur pour lui.

Le dossier présenté par les opposants est plus étoffé, mais a besoin d'être mieux établi. Il repose en effet plus sur des interrogations que des faits, tant en raison de la nouveauté de la pratique, que de la discrétion extrême dont s'entourent ses auteurs (qui la justifient au nom de la protection de leurs technologies maison, le ticket d'entrée n'étant pas élevé – moins d'un million de dollars – et la concurrence féroce). On se rappelle également, sur ce registre, l'épisode rocambolesque de l'arrestation, par le FBI, de l'employé de Goldman Sachs accusé d'avoir volé du code informatique destiné à la programmation du *HFT*.

Cela n'empêche pas le procès d'être engagé. Ni les critiques, d'évoquer le risque de l'introduction de codes informatiques malveillants, venant créer des réactions en chaîne incontrôlables et le chaos, au sein des marchés boursiers (en référence au lundi noir de 1987). Et, plus généralement, de considérer que le *HFT* est générateur d'un risque systémique de plus, dans un monde qui s'inquiète déjà de son accroissement.

D'autres fortes et plus précises accusations sont également portées, évoquant des pratiques pouvant être criminelles, c'est à dire de délits d'initiés d'un type nouveau. Faisant des opérateurs de *HFT* des initiés, par le biais de l'analyse informatique accélérée de l'énorme masse des transactions disponible, permettant de déceler des opportunités, avant même les traders classiques, et de prendre leur bénéfice avant que ces derniers ne puissent intervenir.

Le Nasdaq Stock Market produit à lui seul environ 50 giga-octets d'informations tous les jours, qui se mesurent en nanosecondes (un milliardième de seconde), ce qui donne une idée de l'ampleur des données analysées.

Plus précisément, les investisseurs institutionnels se plaignent de la pratique des opérateurs de *HFT* : le taux enregistré, très élevé, d'annulation des ordres, suggérant que leurs algorithmes sont utilisés pour analyser les flux

d’ordres en attente, avant d’agir. Plus de 90 pour cent des ordres présentées à la Bourse de New York par les entreprises de haute fréquence, sont en effet annulés, selon un responsable de NYSE Euronext.

> ***Il y a donc tricherie, est-il considéré. Interrogé par l’agence Reuters dans le cadre de sa récente enquête, un trader ayant requis l’anonymat a eu ce commentaire définitif : « ils ne devinent pas ce qui va se passer, ils ne spéculent pas non plus, ils savent, tout simplement… ».***

Enfin, il a été mis en évidence que le nombre des transactions avait très notablement baissé (tandis que les écarts s’étaient creusés à la cotation), lorsque la SEC avait l’année dernière brièvement interdit les ventes à découvert sur les titres financiers, et que les opérateurs de *HFT* avaient simultanément levé le pied, liant donc ces deux pratiques de manière indiscutable. Pour preuve supplémentaire, le mouvement inverse était apparu, lorsque les dites mesures avaient été arrêtées.

Ce débat, qui va rebondir, et les informations qu’il permet de recueillir, contribue à l’acquisition d’une vue d’ensemble, sous tous ses aspects, de la finance moderne. Celle-ci exerce désormais son activité de manière très sophistiquée et, de fait, souvent hors de tout contrôle possible des régulateurs, notamment en raison de son extrême complexité, de sa rapidité, et de ses interactions. Sauf à ce que des interdictions très strictes soient promulguées, à la base même de son activité, et qu’une surveillance, sans complaisance ni relâche, soit effectuée. Une démarche totalement à l’opposé de celle qui a été adoptée.

Le *high frequency trading* n’est, à cet égard, que l’une des petites pièces du grand puzzle, pas encore totalement reconstitué mais qui prend déjà forme, du capitalisme financier d’aujourd’hui.

L’image qui se dessine est celle d’une activité qui prétend

n’obéir qu’à ses propres lois, s’affranchir de toutes les tutelles, s’imposer sans se soucier de ses conséquences dévastatrices et ne profiter au final qu’à une toute petite minorité, prenant sous sa coupe et en otage tous les autres. Prétendant exercer une forme d’asservissement moderne (au sens propre de la servitude), dont l’objectif est de régner en utilisant tous les leviers d’un contrôle social de plus en entêtant, omniprésent et sophistiqué. Non sans parvenir à une incontestable intériorisation de sa domination, la crise sociale montante étant l’occasion d’en mesurer l’intensité.

Le blog de Paul Jorion

(Merci à Christopher Johnson)