



## Prof. Harald Hau

Harald Hau est professeur de finance au Swiss Finance Institute à l'Université de Genève. Il a obtenu son doctorat en finance à l'Université de Princeton. Avant de rejoindre la faculté à Genève, il était membre de la faculté à l'ESSEC puis à l'INSEAD. Ses recherches portent sur la finance internationale et la stabilité financière.

## Discrimination des prix sur le marché des OTC

En 2009, les gouvernements du G20 ont décidé que tous les contrats OTC (de gré à gré) sur des produits dérivés devaient faire l'objet d'une compensation centralisée et être négociés via des plateformes électroniques afin d'améliorer la liquidité et de réduire l'instabilité financière. Cette réforme porte également sur le plus grand marché financier, à savoir celui du FX (le marché des changes). En avril 2016, le volume quotidien des transactions OTC sur FX étaient de USD 5'100 milliards.<sup>1</sup> A la même période, le volume quotidien des transactions sur actions à la Bourse de New York était de USD 42 milliards.<sup>2</sup>

Le SFI professeur Harald Hau et ses collègues Peter Hoffmann et Sam Langfield, Banque centrale européenne, ainsi que Yannick Timmer, Trinity College Dublin, ont étudié le processus de fixation des prix des contrats OTC sur FX dans leur papier de recherche "*Discriminatory Pricing of Over-the-Counter Derivatives*". Leur recherche montre que les plateformes de négociation électronique "Request-for-Quote" (plateformes RFQ), telles que celles prévues par le G20, sont en train de modifier le marché des transactions OTC sur FX, profitent aux PME et améliorent la stabilité du marché financier.

### Comment le marché des OTC sur FX fonctionne-t-il aujourd'hui?

Sur le marché des OTC sur FX actuel, les banques n'ont aucune obligation de divulguer au grand public les prix qu'elles proposent ou ceux auxquels les transactions s'exécutent. Ainsi, les banques peuvent offrir des services financiers identiques à des prix différents. Afin de mieux comprendre comment sont fixés les prix dans ce marché opaque, les chercheurs utilisent des données couvrant plus d'un demi-million de transactions EUR-USD effectuées entre 2016 et 2017. Il apparaît que les 25% des clients les plus sophistiqués se voient imputer des spreads de 2.5 pips, ou moins, par rapport au prix interbancaire, tandis que les 25% des clients les moins sophistiqués se voient imputer des spreads de 30 pips, ou plus. De plus, les banques exploitent le manque général de transparence sur le marché et exploitent des rentes informationnelles lors des variations des prix.

Finalement, malgré l'absence de compensation centrale, le risque de crédit n'est pas tarifié.

### Où se situe l'avenir du marché des OTC sur FX?

La technologie requise pour répondre aux objectifs des gouvernements du G20 existe déjà sous la forme des plateformes RFQ. Les clients soumettent leurs demandes sur ces plateformes et les banques se démènent ensuite pour offrir le meilleur prix. Les données utilisées dans l'étude montrent que l'usage des plateformes RFQ n'est pas encore très répandu, vu que seuls 12% de tous les clients y ont recours, mais que cette technologie permet aux clients moins sophistiqués de bénéficier des mêmes conditions tarifaires que les clients plus sophistiqués. Les plateformes RFQ réduisent également la capacité des banques à exploiter des rentes informationnelles.

### Quels sont les conséquences pour les clients?

Au cours des dernières années, les plateformes RFQ ont gagné en popularité. Cette évolution a conduit à une réduction des coûts de recherche et d'opacité, fait émerger une concurrence tarifaire et permet aux entreprises, principalement les PME, de trouver des produits financiers adaptés à leurs besoins. Ces plateformes permettent également aux clients de mieux couvrir, et à un moindre coût, leurs flux de trésorerie liés aux activités internationales. Globalement, les plateformes RFQ aident à stabiliser le marché financier et à réduire le risque financier dans l'économie réelle.

<sup>1</sup> Banque des règlements internationaux (2016) "Enquête triennale auprès des banques centrales — Volume des opérations de change".

<sup>2</sup> <https://bit.ly/2JLxIVZ>



**David Mellor**

David Mellor travaille dans l'unité "Global Market Development" auprès de Thomson Reuters Transactions. Il a rejoint Thomson Reuters dans le cadre de l'acquisition de FXall en 2012.

## Les plateformes de négociation électronique "Request-for-Quote" mettent fin à la discrimination tarifaire

Le papier de recherche "*Discriminatory Pricing of Over-the-Counter Derivatives*" de Harald Hau, Swiss Finance Institute à l'Université de Genève, Dr. Peter Hoffmann et Sam Langfield, Banque centrale européenne, ainsi que Yannick Timmer, Trinity College Dublin, confirme le point de vue de Thomson Reuters selon lequel les opérations de change (FX) effectuées sur les plateformes de négociation électronique "Request-for-Quote" (plateformes RFQ) constituent la meilleure interface d'exécution qui existe et ce indifféremment du type de client et de son degré de sophistication.

Thomson Reuters a toujours été un acteur de premier plan sur le marché du FX et ce tout au long de son histoire. En partant des transactions passées au téléphone, en passant à celles exécutées sur des plateformes individuelles, et en arrivant aujourd'hui à celles saisies sur des plateformes RFQ, ce marché offre des possibilités d'exécution de plus en plus sophistiquées. L'objectif, tout au long de cette évolution, a toujours été de simplifier le processus d'utilisation pour le consommateur final en lui permettant de négocier dans un cadre concurrentiel renforcé et de bénéficier d'une meilleure tarification. Le négoce sur les plateformes RFQ s'est considérablement développé suite à la prise de conscience par les participants du marché du FX des avantages que présente une plateforme structurée, cohérente, et regroupant de nombreux acteurs.

En plus de bénéficier d'une tarification plus compétitive sur des plateformes RFQ, comme mis en avant dans le papier de Hau et al., les clients profitent également de gains en efficacité concernant de nombreux aspects de leur processus opérationnels. Des fonctions clés, telles que le reporting réglementaire, l'analyse des coûts des transactions, et le "Straight Through Processing" peuvent toutes être prises en charge et en parallèle aux services offerts par les plateformes RFQ. Cette intégration des flux de travail en amont et en aval réduit le nombre de partenaires avec lesquels il faut interagir et aide à contenir le risque d'exécution. Il en résulte aussi une amélioration de l'efficacité et de la productivité. Certaines plateformes RFQ proposent même une exécution harmonieuse combinant plusieurs produits et permettent à leurs utilisateurs de se conformer aisément à la nouvelle législation sur les produits

dérivés, telle que LIMF, MiFiD II, et Dodd-Frank. Il est par ailleurs également possible d'automatiser les fonctions de gestion d'ordres complexes, comme le netting de transactions et d'allocations, ce qui permet aux traders de se concentrer sur leurs activités à haute valeur ajoutée.

Les traders doivent chercher à privilégier les plateformes RFQ qui garantissent la transparence afin de comprendre au mieux les tendances de marché et les processus de formation des prix. Les plateformes RFQ qui sont indépendantes offrent des avantages supplémentaires aux traders. En effet, parce qu'elles ne prennent pas de positions et ne sont donc pas exposées aux fluctuations du marché FX, ces plateformes permettent aux traders de bénéficier d'une exécution de confiance en sachant que leurs choix de transactions ne seront pas utilisés contre leurs intérêts.

Une des dernières raisons qui pourrait expliquer la réticence de certains clients à rejoindre une plateforme RFQ est leur crainte de voir leur relation d'affaires avec leur banque se détériorer. Il est primordial de noter que la mise en place d'une solution de plateforme RFQ ne remettra aucunement en cause la relation traditionnelle "sell-side-to-buy-side". Les plateformes RFQ constituent simplement une extension des services offerts par les banques. Rappelons que dès le départ, les plateformes et les banques ont collaboré ensemble pour offrir cette solution à la communauté "buy-side".

