



Flash crash à Wall Street

Publication du rapport de la SEC et la CFTC

Par Joël Leibenson le 18 octobre 2010

Le 6 mai 2010, les marchés financiers américains ont été secoués par un krach éclair (*flash crash*) touchant des produits dérivés de l'indice S&P 500, cotés à la *Chicago Mercantile Exchange*, mais également un ETF reproduisant l'indice S&P 500, ainsi que de nombreuses valeurs composant le S&P 500 et le Dow Jones. La Commission conjointe de la *Securities & Exchange Commission* (SEC) et la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), chargée d'examiner les causes du crash, a rendu son [rapport](#) le 30 septembre 2010.

Selon le rapport, la chronologie des événements du 6 mai 2010 permet d'appréhender la réaction en chaîne qui a provoqué la chute de cours. Ce jour-là, la situation sur les marchés est quelque peu tendue, ce qui affecte la volatilité de l'indice S&P 500 ainsi que la liquidité de certains instruments financiers qui en dérivent : les contrats à terme E-mini S&P 500 (E-mini). La forte variation du prix de cet instrument dérivé a été causée par l'exécution par un gérant de fonds d'une vente de 75'000 contrats à terme E-mini pour un montant de 4,1 milliards de dollars, au moyen d'un logiciel algorithmique programmé pour placer les ordres de vente en fonction de la quantité de ces contrats par rapport au volume global sur ce marché, mais sans égard au prix ni au temps dans l'exécution des transactions.

Ordinairement, le placement de très gros volumes sur les marchés au moyen d'un logiciel algorithmique tient également compte du prix des transactions et du temps dans lequel elles sont placées. Par exemple, une somme équivalente de contrats avait déjà été vendue par le passé par le même gérant de fonds. Les ventes avaient alors été échelonnées sur plus de 5 heures, sans aucun problème. Or, les ventes du 6 mai 2010 ont été placées par le logiciel en à peine 20 minutes...

Le très grand volume des ventes des E-mini a logiquement entraîné leur prix vers le bas. Cette baisse a déterminé le comportement de deux différents acteurs sur les marchés : les traders actifs au moyen de système de trading haute-fréquence (HFT) et les arbitrageurs entre différents marchés. Les logiciels algorithmiques utilisés par les HFT ont dans un premier temps intégré la baisse des cours des E-mini et en ont acquis un certain nombre. Le cours continuant de baisser, ces systèmes ont revendu massivement et rapidement les E-mini qu'ils venaient d'acquérir, accentuant ainsi le mouvement baissier. Quant aux arbitrageurs, voyant le prix des E-mini chuter, ils ont vendu des titres constituant l'indice S&P, sous-jacents des contrats E-mini, ainsi qu'un fonds indiciel coté reproduisant également cet indice. Ce faisant ils ont propagé la baisse du cours des instruments dérivés à ceux des sous-jacents.

En marge des ces facteurs principaux, le rapport analyse une série d'autres éléments qui ont potentiellement contribué à une baisse de la liquidité et à la chute des cours. Il s'agit notamment de l'obligation pour les teneurs de marchés de fournir des cours sur les valeurs dont la volatilité et la liquidité ont été affectées. Il en est résulté des cours plancher et plafond

extrêmes allant d'offres d'achat à 1 penny à des offres de vente à 100'000 dollars (*Stub Quotes*). Il s'agit ensuite des mécanismes de reconstitution de la liquidité (*Liquidity Replenishment Points*) qui font basculer en mode manuel le trading des titres qui atteignent certains seuils déterminés avec pour effet de ralentir l'activité sur ces valeurs. Il s'agit enfin des procédures de contournement d'une plateforme d'échange dans le réseau d'acheminement des ordres si celle-ci connaît des problèmes (*Self-Help Declaration*). En réponse à ces événements, les autorités de surveillance américaines ont mis en place des dispositifs provisoires de coupe-circuits globaux prenant en compte l'interconnexion des différents segments des marchés (voir les [décisions de la SEC du 10 juin 2010](#). Ce programme pilote, qui comprend également des normes relatives à l'[annulation des opérations passées dans des conditions de marché perturbé](#), est prévu pour durer jusqu'au mois de décembre 2010.

Reproduction autorisée avec la référence suivante: Joël Leibenson, Publication du rapport de la SEC et la CFTC, publié le 18 octobre 2010 par le Centre de droit bancaire et financier, <https://cdbf.ch/697/>