O trading de alta frequência (HFT), o que vendem ao trader e o que fazem de verdade as instituições com isto.

O trading de alta frequência é dos conceitos mais deformados que circulam neste âmbito, porque ao trader é-lhe apresentado como uma forma de ganhar dinheiro de maneira instantânea aproveitando diferenças de preço: vendem um robot que deteta que o mesmo ativo cotiza de forma diferente em dois locais, ou seja, um atrasado em relação ao outro, e entra em frações de segundo para ficar com a diferença. E, com essa imagem, venderam-se programas, cursos e sistemas durante anos.

Desde logo quero posicionar a minha postura: sou crítico de tudo isso, para o trader não funciona, está cheio de proibições e de bloqueos, nos derivados é praticamente impossível de executar com efetividade, e a única coisa que deixa são problemas, enquanto o que fazem as instituições sob esse mesmo nome é uma atividade completamente distinta — tão distinta que partilhar a palavra é a única coisa que têm em comum —, e este documento versa sobre essa separação, porque o conceito está manchado pela versão que nos chega a nós.

Começo pela versão que é vendida ao trader: a ideia de que existe um erro de cotação que se pode aproveitar; supõe-se que uma plataforma atualiza o seu preço umas milésimas de segundo depois de outra, e que nesse intervalo alguém com um programa rápido pode comprar naquela que vai atrasada e vender na que vai adiantada, ganhando a diferença sem risco; e há que dizê-lo com clareza: esse erro não existe como oportunidade, o que existe é um atraso na transmissão de um preço que já se formou noutro local, ou seja, quem julga estar a ver um preço mais barato está a ver o passado, e o preço que conta já mudou onde se decide; portanto, quando essa operação é intentada, o resultado é que a execução chega tarde, é rejeitada, recotada ou preenchida a um preço distinto daquele que se viu, porque a plataforma não é um mercado onde a tua ordem compete com outras, como se fosse uma corrida de velocidade, é um fornecedor que te entrega uma cotação e que tem o preço real antes de ti. E a isso soma-se o que a indústria faz com quem o tenta, já que, no caso de funcionar e obterem benefícios desse atraso, a maioria das plataformas e corretoras proíbe-o de forma expressa nas suas condições e termos, classifica-o como abuso de sistema ou exploração de latência, e quando o detetam anulam as operações, bloqueiam a conta e retêm os resultados. E não é preciso ir tão longe para ver o problema: se já há casas que colocam entraves a operações de scalping normais e correntes, com tempos mínimos de permanência e restrições de execução, quanto mais a um robot que entra e sai em milésimas procurando preços atrasados entre fornecedores; assim, o trader que compra um sistema desses termina com três resultados possíveis: perde porque as execuções não chegam como as viu; ganha algo e anulam-lho; ou ganha e fecham-lhe a conta diretamente, até com problemas legais; e nos três casos o que ganhou foi um problema.

Por isso considero que é tempo perdido, não por ser difícil, mas sim porque o terreno onde o trader tenta fazê-lo está desenhado para que não seja possível, e além disso isso é procurar erros, não fazer trading.

Aprofundando agora sobre os derivados, que é onde opera a maioria, a impossibilidade é ainda mais de fundo: um derivado é um contrato construído sobre o preço de outra coisa, a sua cotação é uma referência que alguém administra, não um leilão onde se forma um preço próprio; portanto, procurar diferenças entre dois derivados do mesmo ativo é procurar diferenças entre duas referências do mesmo preço, e a única diferença que pode haver entre elas é de atraso ou de administração — nada que se possa trabalhar com efetividade e nada que quem administra a referência (a contraparte) vá permitir; por isso a atividade real de alta frequência não ocorre nos derivados que são vendidos ao público, ocorre no ativo real e nos mercados onde esse ativo é negociado, e quem a executa são empresas com capital muito elevado, com acesso direto a esses mercados e com uma infraestrutura que nenhum trader pode ter: servidores instalados dentro das próprias bolsas, ligações próprias entre praças e sistemas construídos à medida.

E esse é o ponto onde a palavra se separa em duas coisas distintas, porque o que fazem essas instituições não é aproveitar um erro, é participar ao mesmo tempo em dois leilões distintos do mesmo ativo real, nos quais o preço se forma de verdade e por separado; um mesmo ativo é negociado em várias praças e em cada uma o leilão é próprio, com a sua própria oferta e a sua própria procura a executarem-se, e os preços desses leilões separam-se por momentos, não por um estar errado, mas sim porque em cada um está a acontecer algo distinto, e a empresa de alta frequência coloca capital nos dois ao mesmo tempo: compra no leilão onde a execução empurra o preço para baixo e vende naquele que o empurra para cima, sustentando inventário entre um e outro e gerindo esse inventário com ferramentas que lhe permitem aguantar o desequilíbrio até que os dois leilões voltem a encontrar-se, ou seja, não ganha por ver um preço antes de outro, ganha por ter capital dentro dos 2 leilões e por fazer parte da formação desses preços; o seu ganho não vem da velocidade por si só, vem de estar presente em ambos os lados com dimensão, e a velocidade é somente o que lhe permite fazê-lo milhares de vezes por dia em porções pequenas, não grandes, porque mesmo para eles é um risco enorme perante os outros participantes ter todas essas execuções.

Essa presença vai além disso acompanhada de outras funções que o trader não tem nem pode ter: em muitas praças estas empresas atuam como fornecedoras de preços com obrigações formais, comprometem-se a manter cotações de compra e de venda durante a sessão em troca de condições de acesso, e ganham a diferença entre os seus 2 preços em cada cruzamento, sem qualquer opinião sobre a direção; isso é um negócio de volume e de repetição, não de acerto, e só é possível com um acesso que se compra com acesso institucional à indústria e com adesão, não com um programa instalado num computador. Então quando alguém diz que as instituições fazem trading de alta frequência está a dizer a verdade, mas está a nomear

uma atividade que consiste em ser contraparte da maioria do mercado a partir de dentro do leilão real, e não em correr uma corrida contra o atraso de um fornecedor de cotações, porque isso não é HFT.

E dessa versão institucional tampouco tenho uma leitura amável, porque o que estas empresas produzem sobre o mercado é-lhes apresentado como uma contribuição e, na minha leitura, não o é: as suas cotações estão presentes enquanto o mercado está tranquilo e desaparecem quando o mercado entra em tensão, porque as suas regras de risco lhes ordenam retirar-se quando o movimento supera certos limites, e como todas usam regras parecidas retiram-se ao mesmo tempo, precisamente quando mais contraparte faria falta. O caso documentado é o de 6 de maio de 2010, quando o índice principal dos Estados Unidos caiu cerca de 9% em questão de minutos e os estudos posteriores mostraram que uma parcela decisiva desses fornecedores automáticos tinha deixado de cotar enquanto os sistemas que restavam executavam uns contra os outros a preços sem sentido, ou seja, a profundidade que aportam é condicional, existe enquanto as condições o permitirem. E a isso soma-se o ruído que deixam no gráfico: uma parcela considerável das ordens que enviam é cancelada em frações de segundo sem intenção de ser negociada, enchendo os livros de cotações que aparecem e desaparecem e produzindo o vaivém de ticks que o trader confunde com força compradora ou vendedora quando é atividade sem postura. Portanto, nem a versão que nos vendem funciona nem a versão real torna o mercado mais limpo; de facto, de grande parte disto sai o que conhecemos como *spoofing*, que é considerado ilegal.

Com tudo isto, fica assente o lugar que dou a este conceito dentro daquilo que defendo sobre o preço: nem a versão do trader nem a versão institucional decidem para onde vai um ativo; a primeira porque não existe, e a segunda porque trabalha dentro do microsegundo e entre leilões, numa escala onde se decide quem executa primeiro e a que preço nesse instante, e não se um ativo vai subir ou baixar na semana; a direção decide-se na execução sobre o ativo real por parte das mãos fortes que o trabalham com dimensão e com intenção, e a alta frequência monta-se em cima dessa execução, acompanha-a, suja-a ou abandona-a, mas não a origina; e num mercado como o ouro, que não tem bolsa central e onde o negócio grande se resolve por acordos entre as mãos que o movem, estas empresas que fazem isso, quando muito, aportam algo à mini volatilidade visível do preço, enquanto o rumo do metal se decide numa camada onde chegar primeiro não serve de nada.

Fica então o trading de alta frequência explicado como o vejo: uma palavra que nomeia duas coisas que não têm relação — aquela que é vendida ao trader, que consiste em aproveitar erros de cotação que não existem como oportunidade, que está proibida na maioria das casas, que é impossível de executar com efetividade em derivados e que só deixa operações anuladas e contas bloqueadas; e aquela que as instituições executam, que consiste em participar com capital e com acesso direto em dois leilões distintos do ativo real, sustentando inventário entre eles e atuando como contraparte a partir de dentro da formação do preço, uma atividade de volume e de acesso à qual o trader não chega nem pode chegar, e que, mesmo sendo real, não torna o

mercado mais profundo, volátil nem mais limpo, porque a sua liquidez desaparece quando faz falta e a sua atividade enche o gráfico de mini ruído sem postura real; por isso a minha posição é crítica em ambas as direções: para o trader é uma perda de tempo disfarçada de oportunidade, e para o mercado é uma camada que se monta por parte de uns participantes que tentam obter milhares de pequenos benefícios enquanto se executa a dinâmica de mercado dominante.

Reagam bastante para continuar com estes PDFs, e até à próxima.