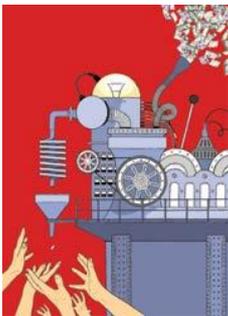


## Действительно ли крупные FX банки нуждаются в новой платформе?

Lee Oliver



Самые крупные в мире валютные банки допустили ошибку, направляя цены в множество электронных платформ и приглашая каждого участвовать в них. Теперь, они хотят забрать контроль обратно. Как узнал Ли Оливер, новая банковская торговая система рекламируется как ответ. Кто стоит за этим, и будет ли это иметь успех?

Это важнейшее событие на валютном рынке, но никто не хочет, чтобы Вы знали об этом. Шесть самых больших в мире forex банков рассматривают предложение создать новую спот-торговую платформу исключительно для собственного использования.

За всем этим обетом молчания валютного рынка трудно узнать точно, что происходит. Некоторые банки говорят, что они не интересуются предложением (по крайней мере, пока). Некоторые говорят, что они рассматривают его. Многие показывают пальцем на Deutsche Bank и Агентство Рейтер как на движущую силу, стоящую за этими планами (хотя они не совсем уверены, что это за план). Немцы настоятельно

отрицают их предполагаемую роль, в то время как Агентство Рейтер не будет комментировать, даже притом, что некоторые банкиры говорят, что их технология существует и готова к работе.

Некоторые вещи более ясны. Ведущие банки играли большую роль в создании системы, которая угрожает принести им больше вреда, чем пользы. В действительности они пилили сук, на котором сидели. Разрастание электронных торговых платформ (никто фактически не знает, сколько их существует) увеличило торговые обороты спот рынка, но в то же самое время сократило спреды до крайности. Ликвидность низкая. Ловкие трейдеры используют систему в своих интересах за счет основных поставщиков ликвидности.

Эта интрига ясно подводит итог текущего состояния валютного рынка. Он пронизан противоречиями. Его участники знают это, даже если они не хотят признавать этого. Они будут говорить Вам, что forex - наибольший рынок в мире, с ежедневным оборотом больше 2 триллионов \$ в день. Далее они будут утверждать, что он имеет проблему ликвидности. Если оба утверждения верны, рынок должен иметь глубокие структурные недостатки, которые неблагоприятно затрагивают его общую эффективность.

Неудивительно, что ведущие банки, инвестировав огромные денежные суммы в становление одной из групп истинных поставщиков ликвидности на этот огромный рынок, хотят исправить ситуацию. Вопрос в следующем: предпримут ли они усилие, чтобы объединить их собственную ликвидность, или они только создадут другую платформу, которая имеет небольшой шанс изменить что-либо?

### Новое решение

Предлагаемое решение ощущаемой проблемы ликвидности - новая платформа, к которой будут иметь доступ только большие торговые банки. В действительности, это попытка восстановить межбанковскую торговлю, которая почти исчезла, начиная с появления электронной торговли в 1993 году. До этого, наиболее крупные банки торговали обычно друг с другом большими, больше чем рыночные стандарты объемами по телефону или через систему Агентства Рейтер. Рыночные источники утверждают, что Deutsche Bank руководит этой инициативой.

Deutsche Bank отрицает, что является движущей силой инициативы, создания какой либо платформы доступной только для банков, и представитель банка говорит, что банк продолжает работать в тесном сотрудничестве со многими вендорами, чтобы улучшить способ, которым он обеспечивает и получает ликвидность.

Хотя Deutsche Bank не стал бы комментировать более определенно, и без сомнения другие банки тоже, понимание потенциальной проблемы на валютном спот рынке было представлено *Ian O'Flaherty*, руководителем подразделения электронной коммерции для мировых валют и товаров Deutsche Bank, в журнале *Euromoney* в прошлом месяце. В статье, *O'Flaherty* сказал, что он рассматривал электронный рынок как маятник, где в точке равновесия и покупающая сторона и продающая сторона получают выгоду. Но, он добавил: "Новая вводимая технология могла бы качнуть маятник в пользу покупающей стороны. Мы должны будем посмотреть насколько это жизнеспособно".

Кто бы ни стоял за этим, концепция, кажется, имеет достоинства; до некоторой степени она имитирует торговые платформы крупными пакетами ценных бумаг на фондовом рынке. Они действуют главным образом как дополнительный, а не конкурентный сервис, предлагаемый биржами.

Немногие из вовлеченных по слухам банков желают говорить что-нибудь, по крайней мере, официально. Но если прорваться через закон молчания рынка FX, слухи достаточны, чтобы предположить, что предприятие может быть уже на стадии концепции.

Из восьми основных банков, опрошенных для этой статьи, только три готовы продолжить отчет о новой платформе. UBS говорит, что просто не имеет никаких планов принимать участие в этом в настоящее время, HSBC говорит, что рассматривает вопрос и Deutsche Bank отрицает, что руководит этим.

Один из основных шести банков FX из рейтинга согласно последнему обзору *Euromoney*, изданному в мае 2005, который отказался быть названным, предложил следующий комментарий: "Мы изучаем предложение, сделанное Агентством Рейтер. Как это работало бы на практике не ясно, таким образом, было бы неправильно предположить, что мы скажем да. Предложение состоит в том, чтобы создать уровень только для банков на рынке, закрытую пользовательскую группу для шести банков. Об этом говорят люди из Deutsche Bank. Идея, кажется, состоит в том, чтобы исключить посредническую функцию EBS."

Это сильное заявление и, не удивительно, Deutsche Bank опровергает это, говоря, что не имеет никакого намерения пытаться исключить посредническую функцию EBS или любого другого портала, который обеспечивает его ликвидностью. Агентство Рейтер, которое является единственным реальным конкурентом EBS, также не много что говорит по этому вопросу.

Единственный полученный от них ответ был следующим: "Рынок FX - чрезвычайно конкурентоспособный рынок, и для участников естественно искать новые пути получения доступа к самой выгодной цене и объединениям ликвидности. Агентство Рейтер поддерживает развитие рынка и счастливо работать, чтобы поддержать деловые цели его клиентов. Однако, Агентство Рейтер не комментирует слухи рынка и не может прокомментировать эту определенную инициативу."

Один из руководителей из американского банка находящегося в Лондоне, говорит, что он разговаривал с Агентством Рейтер о предложении и что технология, для создания платформы уже готова. Агентство Рейтер, добавляет он, активно опрашивает клиентов об их взглядах, чтобы оценить жизнеспособность проекта.

Руководитель FX подразделения другого крупного игрока говорит: "это все появилось, потому что EBS открыл и позволил хедж фондам войти в систему. Это не понравилось многим, особенно Deutsche Bank."

Он добавляет, что существующая проблема ликвидности на рынке возникла, не потому что EBS открыл свою платформу покупателям через свой продукт EBS Prime, а потому что Deutsche Bank не достаточно различал, кому поставляет свои цены. "Ситуация [мираж ликвидности] возникла, потому что Deutsche Bank поддерживал слишком много платформ - они не думали о том, что они делают. Они выпустили джина из бутылки, и теперь пробуют загнать его обратно."

Нет сомнения, что Deutsche Bank является главным противником EBS Prime, но он твердо заявляет, что имеет хорошие отношения с брокером. "Мы работаем в тесном сотрудничестве с EBS, чтобы предоставлять EBS Prime, если это требуется нашим клиентам," говорит представитель.

Даже в этом случае, рыночные источники непреклонны в том, что банку не нравится анонимная FX торговля; он не одинок в этом, но кажется, только банк подготовился высказаться. Хотя полная анонимность хорошо работает на регулируемых биржах, кредит долго играл большую роль на рынке FX в управлении ценами. Даже если крупнейшие банки признают наступающую анонимность, казалось бы, что они полны решимости отсрочить процесс.

Проблема для FX состоит в том, что рынок застрял где-то по середине: одни участники могут торговать анонимно на главных платформах, в то время как другие, особенно фактические поставщики ликвидности, не могут. Но помещение всей вины на EBS кажется несправедливым. "Deutsche Bank кажется не признает, что EBS соревнуется с другими платформами и должен отвечать на угрозы," говорит главный дилер в одном британском банке, ссылаясь определенно на сильный рост на CME, а так же угрозу от электронных коммуникационных сетей, типа Hotspot.

EBS, по крайней мере, частично открыл свою платформу для покупающей стороны; замечено, что некоторые из них действуют чрезвычайно агрессивно. В результате покупающая сторона получила преимущество. "Анонимность не должна быть выборочной. Это дает несправедливое преимущество для определенных хедж фондов. Если мы помещаем цену в систему на большую сумму, кто-то может посмотреть это для доллара или евро, видеть, что это - мы, и если они думают, что мы имеем направленное усилие, развернутся и отодвинуть рынок. Хедж фонды не стоят перед этой проблемой. И они не маркет мейкеры - они не обеспечивают поток цен".

Justyn Trenner, руководитель и глава сектора услуг финансирования консультационной компании ClientKnowledge, выражает подобные представления. "Есть очень определенный интерес участия покупающей-стороны в платформах рыночного направления", говорит он. "Некоторые из этих покупающих сторон действуют очень агрессивно. Они не являются маркет мейкерами. Я думаю, приглашая их, EBS имеет действительно реальные предпосылки. Бизнес покупающей стороны, который проникает через EBS, может представлять существенные трудности для продающей стороны".

Это могло бы быть верным, но реальная проблема, кажется, состоит в том, что к рынку можно получить доступ через большое количество точек входа. Банки будут пытаться усвоить этот поток; когда они не смогут справиться с ним, это будет отражаться на центрах рынка, возможно приводя к разрывам цен.

Ответом на это является снижение большого количества платформ. Проблема ликвидности рынка не должна существовать, учитывая его обширный размер. Если она существует, то только потому, что рынок сам создал ее. Ответ кажется очевидным - ликвидность должна быть объединена. Но это вряд ли осуществится в настоящее время. Поэтому технология «smart order routing technology» рекламируется как другое возможное решение.

"Введение новой электронной торговой технологии было бы очень выгодным для валютного рынка и могло бы быть направлено на большие разрывы эффективности, которые в настоящее время существуют," говорит Дэвид Огг, руководитель Lava FX. "Например, банки были бы в состоянии извлечь выгоду из ультрасовременных решений, чтобы смягчить эффекты разрывов ликвидности. Самые прогрессивные и изобретательные платформы будут хорошо позиционироваться, обращаясь к технологическим потребностям валютного торгового сообщества".

Глядя на американские фондовые рынки, прогноз Огга мог бы быть точен. Но, учитывая текущий климат на FX, есть те, кто считает, что «соединители» (aggregators в оригинале) могли бы фактически усилить проблему, потому что это сделает многочисленные платформы еще более уязвимыми для агрессивных участников.

"Рынок должен быть осторожным, чтобы новая технология не усилила проблему миража ликвидности. Присоединение многих выходов, которые обеспечивают ту же самую цену от того же самого поставщика ликвидности, сделает риск менеджмент потока чрезвычайно жестким для поставщиков ликвидности в будущем", говорит представитель Deutsche Bank.

## Рынок с оборотом 2.5 триллиона \$

Как может рынок, который согласно последнему трехлетнему обзору Банка международных расчетов имел общий ежедневный оборот на валютном рынке в апреле 2004 более 1.9 триллионов \$, иметь эти проблемы? И каким образом они ухудшаются, поскольку рынок становится больше?

Постоянно действующий объединенный Комитет по валютному рынку Великобритании и Валютный Комитет США, которые встречаются под покровительством Государственного банка Англии и Федерального резервного банка Нью-Йорка соответственно, недавно опубликовали данные, показывающие, что рынок еще вырос на 17 % в Лондоне и 20 % в Нью-Йорке за шесть месяцев с октября 2004 по апрель 2005. Участники рынка заявляют, что подобные темпы роста, показанные рынком за предыдущие шесть месяцев, предполагают, что ежедневный оборот рынка FX теперь превышает 2.5 триллиона \$.

Не смотря на то, что на рынке торгуется большое количество валют и различные продукты, основная активность сконцентрирована на "majors" - долларе США, Евро, Йене и Фунте стерлингов. Согласно Банку международных расчетов, *форвардный* рынок составляет приблизительно 50 % оборота, а *спот* рынок, который является общим понятием, о котором большинство людей думает, рассматривая FX, составляет приблизительно одну треть деятельности. Остальная часть объема состоит из прямых сделок, которые являются комбинацией *спот* и *форвард* сделок и *опционов*. По валютным парам, объем операций по евро/доллар составляет 28 % рынка, доллар/иена 17% и фунт/доллар 14%.

Каждый из различных валютных сегментов FX сам по себе представляет огромный рынок. Ежедневный оборот спот рынка теперь оценивают приблизительно в 800 миллиардов \$ в день. Однако, несмотря на огромный размер рынка, участники FX часто утверждают, что спот рынок является неликвидным. Это кажется полностью невообразимым. Основная причина, почему это утверждение имеет некоторый смысл, состоит в том, что торговля FX не централизована как многие другие рынки.

Другой фактор в том, что рынок консолидировался за последние семь лет - 11 банков теперь удерживают 75 % оборота в США по сравнению с 20 в 1998 году. В другом противоречии, в то время как происходила эта консолидация, рынок также значительно подвергся фрагментации.

Консолидация в банковской сфере это очевидная причина, почему доля рынка сконцентрировалась у меньшего количества участников. Технология также играла роль, вводя прозрачность и эффективность; это привело к такому сокращению спреда, что он теперь почти не существует. Размывание маржи эффективно выжало многие банки из бизнеса. Однако, с положительной стороны, технология сделала рынок намного более доступным и, несомненно, сыграла роль в его росте.

Технология позволила поставщикам ликвидности распространять их цены дальше и шире и эффективно обрабатывать меньшие заявки. Никто не знает точное количество мест обслуживающих интернет торговлю на FX, но по оценкам количество таких мест находится в диапазоне между 200 и 600. В настоящее время нет никаких причин полагать, что это предел.

Такая фрагментация, возможно, является реальной причиной, почему участники рынка чувствуют потребность говорить о проблеме ликвидности спот рынка FX. Вопрос в том, почему рынок FX допустил эту фрагментацию?

По крайней мере, часть причины в том, что поскольку спреда сузились, начала появляться новая модель бизнеса спот рынка FX. Чтобы управлять жизнеспособным спот бизнесом теперь требуется иметь способность накапливать существенный риск или иметь достаточную долю рынка позволяющую зарабатывать на спреде. Спред мог бы быть минимальным, но размер рынка означает, что, если собирается достаточный поток, спот рынок FX остается жизнеспособным предприятием для продающей стороны. Многие банки, поэтому решили поставлять ликвидность в как можно большее количество платформ, чтобы привлечь поток заявок.

Однако, быстрое распространение потоковых цен привело к проблеме, которую Мартин Моллетт, главный дилер в Государственном банке Англии, замечательно назвал "мираж ликвидности" в речи на Конгрессе ACI в Лондоне в мае 2004. Есть сотни торговых платформ, но они все по существу показывают ту же самую цену. Это дает видимость того, что рынок FX намного больше, чем он есть. Если несколько из платформ поражаются в одно и то же время, что участники рынка говорят, случается достаточно регулярно, продающая сторона поставщик ликвидности, вероятно, будет наследовать большую позицию.

Хотя рынок FX не централизован на бирже, он имеет в своем центре двух электронных брокеров - EBS и Агентство Рейтер. За последние пять лет, Чикагская Биржа также перестроилась, чтобы стать существенным альтернативным выходом для бизнеса. EBS является крупнейшим из этих рыночных центров, сообщая о среднем ежедневном обороте в 120 миллиардов \$. Это чрезвычайно внушительно, но цены на ее экранах часто даются только на небольшие суммы. Согласно компании, средний размер сделок EBS менее 3 миллионов \$.

Если банк только что унаследовал позицию на 50 миллионов \$, и затем только делает сделку на 3 миллиона \$, когда пробует выйти из торговли на EBS, неудивительно, что он выражает недовольство. Однако, эти жалобы не являются распространенными и один ветеран рынка имеет немного другую точку зрения. "Нет никакой проблемы ликвидности как таковой, только проблема (ликвидности) по определенным ценам," говорит он. Кроме того, все торговцы имеют привычку запоминания сделок, которые не идут, как запланировано.

Безотносительно истинной ситуации, некоторые из крупнейших банков FX проверяют, кому они направляют свои цены, зная что некоторые из альтернативных платформ или злоупотребляют системой самостоятельно или имеют клиентов, которые злоупотребляют. В результате ликвидность определенно занижена в некоторых местах, но существует слишком большая конкуренция между банками, чтобы можно было представить себе расширение спреда на постоянной основе. Фактически происходит противоположное, и спреда все еще сужаются.

## Критика картеля

Идея создания альтернативной платформы, для обеспечения поставщиков ликвидности ликвидностью может иметь некоторый смысл. Однако на данном этапе кажется маловероятным, что это произойдет. Это рискует быть помеченным как картель, хотя, как предположил один дилер это легко обойдется, если любой сможет присоединиться, до тех пор, пока они дают обязательство давать цены на большие суммы.

Кроме того, люди с подозрением относятся к мотивам немецкого банка. Эти подозрения могут быть неуместны, и быть вызваны успехом банка на FX; Немецкий банк мог вполне действовать альтруистично для большей пользы рынка.

Но, в конечном счете, предприятие, скорее всего ни к чему не приведет, потому что для игроков рынка не очевидно, что они смогут извлечь пользу из этого. "Это, вероятно, не будет работать. Зачем Вам котировать пять других банков на огромные суммы? Люди будут более склонны рискнуть на EBS (чтобы разбить объем)", говорит глава FX подразделения американского инвестиционного банка. "Зачем делать сильное еще более сильным?"

<b>ДОЛИ РЫНКА занимаемые лидирующими FX банками</b>				
<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>Банк</b>	<b>Доля рынка</b>	<b>Изменение доли рынка</b>
1	2	Deutsche Bank	16.72%	4.54%
2	1	UBS	12.47%	0.11%
3	3	Citigroup	7.50%	-1.87%
4	5	HSBC	6.37%	1.48%
5	7	Barclays	5.85%	1.77%
6	10	Merrill Lynch	5.69%	2.20%
7	4	JPMorgan Chase	5.29%	-0.49%

Source: Euromoney "Annual ranking of leading foreign exchange banks", May 2005

по материалам **Euromoney 2005**

Перевод подготовлен [www.fxinvest.ru](http://www.fxinvest.ru)

**FXINVEST** - представляющий брокер компании [Forex Capital Markets LLC](http://Forex Capital Markets LLC).