

ЭТО ДОЛЖЕН ЗНАТЬ КАЖДЫЙ!!!

=====

**Тайны Мадридского двора (Дворцовые тайны, Том 3: Изабелла)
Заговор равных (Илья Эренбург)
За нами следят (гр. Мультфильмы)**

Аннотация

Все изложенное ниже написано по мотивам дискуссии в данной ветке

<http://www.forexpf.ru/forum/index.php?showtopic=394897>

форума компании ProFinanceService. Подобные вопросы обсуждаются на протяжении многих лет с завидной периодичностью, отражая низкий профессиональный уровень представителей российского финансового сообщества, которые занимаются торговлей на retail spot-Forex рынке. При этом ситуация ни коим образом не разрешается тем, что в течение этих лет на различных тематических ресурсах в сети интернет, а также в печатных изданиях неоднократно публиковалась информация о структуре рынка, взаимосвязи и составе его участников, формировании цен и т.д. Целью данной работы является очередная попытка прояснить вопрос, актуальность которого очевидна. Работа выполнена в специфическом стиле, присущем автору, и отражает лишь его субъективное мнение, поэтому не может быть использована в качестве последней инстанции при разрешении споров на темы, которые в ней будут затронуты. Данная статья рассчитана на читателя, имеющего понимание используемой в ней биржевой терминологии, а также четко понимающего объект и предмет изучения макроэкономики на уровне подготовки в высшем учебном заведении.

Вместо пролога

Незнание порождает непонимание. Непонимание, в свою очередь, порождает сплетни и слухи. Последние, передаваемые из уст в уста продолжительное время, порождают веру в них. В итоге первоначальный факт непонимания полностью растворяется. Как говорится: “А был ли мальчик”? Долгое время сам для себя не мог ответить на вопрос о том, почему же Forex в России привлекает огромное количество игроков, которые даже после нескольких лет работы вряд ли внятно могут объяснить “как это все тут устроено и как оно работает”. По сути, международный валютный рынок является сложнейшим из всех своих финансовых собратьев, однако уровень профессионализма трейдеров на национальных фондовых площадках на порядок выше, чем у соотечественников, торгующих на spot-Forex. Наверное, первопричиной привлекательности является возможность генерировать гипердоходность при минимальных капиталовложениях на условиях маржинальной торговли (retail spot-Forex). Далее немаловажную роль играют тепличные условия для трейдинга, созданные компаниями, которые предоставляют подобного рода услуги, а также простота входного билета. Минимальный набор документов, банковский перевод страхового депозита, и вы получаете в бесплатное пользование электронную торговую платформу с кнопками купить продать. И понеслась душа в рай!

Далее возможны два варианта развития событий. Первый из них это полоса успешной торговли. Рост баланса и положительный “хистори” затмевает взор. “Я вижу рынок!”, - часто слышал я в подобных случаях эту фразу, вызывавшую мое недоумение. Как человек, едва отличающий бид от офера, без нецензурной брани неспособный объяснить, что такое

swap и имеющий перед глазами только Level 1 (график динамики котировок по инструменту) может “видеть рынок”? Результат такого трейдинга известен. Вторым вариантом сразу начинается полоса потерь. После 50-процентной просадки страхового депозита начинается паника, вызывающая хаотичный набор действий и полное поражение. Разочарование, обида, злость. Что там еще? Ах да! “Кто виноват, скажи-ка, брат?” (гр. Воскресенье). Меня разорили “крупные дядьки” к этому выводу рано или поздно приходит большинство. Скажу откровенно. Господа! Вы даже не представляете, как вы себе льстите, считая, что против вас играл BNP Paribas, Citigroup или Mizuho. Более того, вашей мании величия нет предела, если вы считаете, что они это делали все вместе, объединившись против вас и ваших собратьев, которые фигают с маржинальным плечом от 1/100 до 1/400.

Вряд ли этот вывод пришел бы в голову тому, кто понимает, сколько денег придется потратить, чтобы двинуть рынок против Вас! Как раз понимание сути ценообразования на Forex делает его сложнее фондовой торговли. Котировка акции, с точки зрения смысла проще, чем цена валюты одного государства против валюты другого государства. Количество факторов, влияющих на такую котировку столь велико, что попытка их все учесть граничит с безумием. Присутствие “стакана” или Level 2 для конкретной бумаги делает торговлю более менее упорядоченной и логичной. Для торговца на retail spot-Forex этот аспект не более чем туманная дымка. Увы, единого “стакана” на Forex не существует. Однако нежелание разбираться в сути проблемы ведет новоиспеченного трейдера путем домыслов к теории заговоров. В истории человечества немало примеров, подтверждающих, что толпе всегда было проще спалить Джордано Бруно на Площади Цветов, нежели признать полную несостоятельность своих собственных убеждений. Посему призываю к полноценному разбирательству сути того, чем Вы занимаетесь. К тому же это далеко не “тайна за семью печатями”. Цель одна у всех все хотят денег. Многие падут смертью храбрых. У кого то получится *A la guerre comme a la guerre!*

Предупрежден значит, вооружен!

Для начала в контексте аксиом повторим и запомним следующее: жизнь на третьей по астрономическому счету планете Солнечной системы полностью несправедливая штука! Особенно когда речь заходит о деньгах и материальном благополучии. Поэтому верить и надеяться в справедливый трейдинг утопично по сути. Справедливости в трейдинге нет. Смысл таков каждый за себя. Подчеркиваю, каждый! Иногда те или иные группы участников валютного, да в прочем и любого, рынка объединяются в “стаи” для того, чтобы выжить. Эти “клубы по интересам” существуют только до момента достижения этих “интересов”. Потом снова каждый за себя. Каждый участник рынка по отношению к другому участнику рынка, вне зависимости от его величины и преследуемых целей, в те или иные моменты времени является “то другом, то врагом”.

Теперь можно переходить от словоплетства к делу. Все последующие рассуждения будут вестись, исходя из прояснения вопроса ценообразования. Именно на этот вопрос будет сделан акцент. Forex межбанковский рынок. Можно несколько изменить формулировку для более точного понимания вопроса. Forex рынок очень больших объемов денежных средств, владельцами которых являются крупные финансовые институты (не обязательно банки) различного рода. Именно они делают погоду на рынке. Причем, подчеркиваю, “погоду” не против Вас (трейдер retail spot-Forex), а друг для или против друга. С точки зрения ценообразования, Вы для них не существуете. Если говорить буквально, то абсолютно каждый участник рынка влияет на цену. Понимание состоит в степени этого влияния. Если вы будете чашечкой для кофе вычерпывать воду из океана, то в принципе, будете влиять на уровень воды в нем. Если вас будет 10000, то вы будете влиять в 10000 раз сильнее, но фактически Смысл я думаю понятен.

Рынок Forex не является биржей с позиции единого места торговли с едиными условиями для всех участников. В этом контексте Forex полная противоположность. С точки

зрения ценообразования, под рынком Forex мы будем понимать не только торговлю валютами на спот, но и торговлю срочными и производными валютными контрактами, т.е. фьючерсами, опционами и даже варрантами. С точки зрения целей, которые преследуют участники рынка Forex, его роль в системе международных экономических отношений можно разделить на две составляющие: Forex посредник и Forex - рынок инвестиционный. Те участники рынка, которые совершают обмен валюты одного государства на валюту другого государства для ведения международной торговли, т.е. выступают в роли экспортеров или импортеров, а также те, кто совершает конверсионные операции для того, чтобы за купленную валюту потом приобрести другой инвестиционный актив (японский пенсионный фонд за йены купил доллары для того, чтобы за них купить гос. облигации Казначейства США) используют форекс, как посредника. Те участники рынка, которые покупают одну валюту за другую с точки зрения вложения средств, а также с целью хеджирования валютного риска, используют Forex, как инвестиционный рынок.

Я не буду делить участников по их типам более подробно. Во-первых, это детально описано во многочисленных тематических книгах, во-вторых, это не суть важно с точки зрения ценообразования. Важно понимать следующее на рынке есть все лишь два постулирующих понятия: цена и ликвидность. Так как речь мы ведем как раз о цене, то “мейкером” цены является любой обладатель достаточной для ее создания ликвидности. Т.е. в роли мейкера также может выступить и спекулянт, например, модельный фонд, если его залоговых средств, обеспечивающих маржу достаточно для того, чтобы поддержать такой объем, который может влиять на цену. Далее нужно понимать, что любой участник, имеющий на рынке портфель, открытый посредством предоставленного ему кем то кредитного плеча, даже если это плечо 1:2, находится в более уязвимом положении с точки зрения устойчивости своего финансового положения в зависимости от конъюнктуры рынка, чем участник, работающий без плеча.

Если бы рынок Forex имел централизованное место торговли, обеспеченное для всех уровней участников рынка третьим лицом биржей, то все было бы гораздо проще с точки зрения понимания процесса ценообразования. Было бы единое окно заказов, в котором участники всех уровней устанавливали бы приказы на покупку и продажу. Участники рынка могли бы видеть “глубину рынка” и объемы. К сожалению, пока это невозможно. В первую очередь по причине клиринга, но сейчас это не суть важно. Тот рынок Forex, который существует на данный момент, представляет собой совокупность разбросанных по планете и мировой сети мест, где люди торгуют валютой спот и срочными и производными контрактами на валюту. Т.е. мы имеем совокупность электронных торговых площадок и собственных биржевых площадок, расположенных во многих государствах. Мест для “сборищ” воистину очень много. Однако, с точки зрения ценообразования, большинство из них мы можем опустить, оставив только три. Два из них представляют собой электронные системы: EBS и Reuters. Третье место - International Money Market (IMM) Division of CME (Chicago Mercantile Exchange) и принадлежащая ей электронная система GLOBEX.

На IMM происходит самая большая по объемам и ликвидности торговля валютными фьючерсами, как в “яме”, так и в электронном варианте через GLOBEX. Принцип торговли соответствует стандартным биржевым правилам. Не вдаваясь во все тонкости (иначе мои внуки пойдут в школу прежде, чем я закончу, а у меня, между прочим, еще и детей то нет), в Чикаго существует “стакан” или Level 2, в который все участники торгов заводят свои приказы на покупку и продажу. Можно видеть “глубину рынка” и объемы, стоящие на каждом уровне. Цены формируются посредством спроса и предложения. Чтобы цена на контракт росла, покупатели своими бидами должны поглощать/съедать офера продавцов и наоборот. Вот пример. Трехмесячный фьючерсный контракт, базовый актив евро/доллар. Размер стандартного контракта 125000. В моменте наблюдаем ситуацию Лучший Bid 1.2100. Объем этого бида равен 50 контрактов. Лучший Offer 1.2110. Его объем равен 50 контрактов. Далее Offer 1.2111 20 контрактов. Далее Offer 1.2112 50 контрактов. Далее Offer 1.2115 70 контрактов.

1.2115 70

1.2112 50

1.2111 20

Offer 1.2110 50

Bid 1.2100 50

Предположим, что по рынку никто ничего доливать не будет. Для того чтобы цена выросла на 15 пунктов те участники рынка, которые стоят на стороне покупателей, должны поглотить все офера включая 1.2115. Т.е. покупатели должны купить 50 контрактов по цене 1.2110, потом 20 по цене 1.2111, потом 50 по цене 1.2112 и 70 по цене 1.2115. Соответственно, в приведенном примере несложно посчитать объем, который должен быть потрачен для того, чтобы поднять цену на 15 пунктов. Торговлей на IMM управлять естественно можно, что и пытаются сделать многие участники рынка. Не хотите, чтобы актив рос? Нет ничего проще. Поставьте Offer на 1.2115 объемом в 1000 контрактов. При этом вы должны быть способны поддерживать маржу по этим контрактам, если они будут поглощены. Это отпугнет мелких спекулянтов, но если другие крупные участники рынка имеют виды на рост актива, то вам придется сражаться, жертвуя деньгами. Если ваши 1000 контрактов будут поглощены поставьте еще 1000. Если вам хватит денег для того, чтобы удовлетворить спрос покупателей и при этом сохранить свой офер на 1.2115, можете смело считать, что вы держите верх рынка. Но если вы окажетесь в одиночестве, то вас попросту съедят и вы влезете в существенные убытки.

Теперь об электронных системах спот торговли валютами. Две самых крупных из них, как было уже упомянуто, EBS и Reuters. Причем подобная IMM модель торговли присутствует лишь на электронной площадке EBS. С точки зрения организации торгов по биржевому принципу, Reuters ему не соответствует. Подробно ознакомится с принципом торговли в Reuters самостоятельно для вас не составит труда. Я лишь изложу суть в упрощенном варианте с точки зрения аналогий. Reuters не что иное как большая финансовая ICQ. У каждого участника торгов есть определенное количество контрагентов в зависимости от открытых двусторонних лимитов. Чем больше двусторонних лимитов открыто, тем больше контрагентов, доступных для совершения с ними операций. По аналогии с ICQ это будут пользователи вашего контакт листа, находящиеся в Онлайн. Участники не обязаны держать двустороннюю котировку. Могут стоять как на стороне продажи, так и покупки. Могут и на обеих сторонах. Единого стакана нет. В системе участники торгов выставляют информационные цены. Торговая котировка может быть получена по запросу дилеру вашего контрагента. В Reuters Dealing 3000 возможен Broadcast всем доступным контрагентам. Объемы торгов ограничены размерами встречных лимитов. Чем они выше, тем большие объемы участник себе может позволить. Тем не менее, роль Reuters с точки зрения совокупного ценообразования существенно. Подробнее об этом позже.

Теперь об Electronic Broking Services (EBS). Эта электронная площадка является моделью торгов, близкой к биржевому принципу. Сама EBS выступает в роли Supplier'a, третьего лица, организующего торги. Обеспечивают ликвидность Prime Bank, среди которых числятся, как говорится, "знакомые все лица": ABN AMRO, JP Morgan Chase, Bank of America, Lehman Brothers, Barclays, S-E-Banken, Citigroup, The Minex Corporation of Japan, Commerzbank, The Royal Bank of Scotland, Credit Suisse First Boston, UBS, HSBC. Существует два уровня доступа: Spot Customer и Prime Customer. Стакана в биржевом понимании нет, есть как бы его некая модель. Spot Customer торгует по ценам Prime Bank в зависимости от размера своего кредитного лимита. Spot Customer видит лучшие цены, но торгует по тем ценам, которые может себе позволить исходя из своего кредитного лимита. Prime Customer получает доступ к лучшим ценам и возможность торговать с себе подобными, но не со Spot Customer.

Eppur si muove! Но как ???

Отвечаю на вопрос заголовка раздела очень сложно. Три указанных места торговли

являются основой формирования цен. Связующим механизмом между ними является “Его Величество” Арбитраж. Мы же не забываем, что Forex - рынок очень больших объемов денежных средств, владельцами которых являются крупные финансовые институты. Одним из преимуществ их является тот факт, что они могут позволить себе присутствие в трех указанных местах. При этом их присутствие не ограничивается участием в IMM, EBS и Reuters. Оно распространяется многим шире по менее значимым площадкам, что создает широкое поле для арбитража и урегулирования цен с его помощью. Вариантов арбитражных операций в таких условиях просто бесчисленное множество, однако громадное количество участников позволяет сводить и выравнивать цены сравнительно быстро. В любом случае, основополагающая роль остается за тремя упомянутыми “столпами”. Надеюсь, что теперь становится понятно, для того, чтобы двинуть рынок в ту или иную сторону по “теории заговоров”, надо занять превалирующее положение, как минимум в трех местах мировой валютной торговли. Основными претендентами на реализацию такого прецедента являются банки. Однако стоит четко понимать, что активы банка предназначены для выполнения сотен различных задач и не сконцентрированы на валютной торговле. Здесь используется доля совокупных активов. Далее поток, поступающий от банка можно разделить на собственный поток и клиентский поток. По клиентскому потоку банк несет обязательства по его исполнению. Эти объемы не могут быть использованы по собственному усмотрению. Они отражают позицию клиента. Если банк или группа банков желает двинуть рынок в нужном направлении они могут использовать лишь те клиентские объемы, которые соответствуют желаемому направлению, а также свои собственные средства, которых на самом деле недостаточно, для того, чтобы таскать весь Forex “на поводке” в нужном направлении. Роль Центробанков государств целенаправленно здесь не рассматривается, поскольку скрыто или открыто они выступают через, коммерческие национальные банки, что имеет отношение к варианту “клиентский” (вынужденный) поток.

При этом если рыночная конъюнктура будет такова, что интересы многих банков совпадут, то они обязательно двинут рынок в нужном им направлении. История знавала такие примеры. К сожалению, для банков, подобная конъюнктура возникает редко. Причина проста интересы банков совпадают нечасто. У каждого своя экспозиция, свой поток заказов, свои предпочтения и нужды в той или иной валюте. Каждый сам за себя. Да и на самом деле, нет экономического смысла в том, чтобы таскать куда то курс, выбрасывая на это кучу денег. Другое дело охота за стопами. Для начала определимся, что понимается под этим термином. Стоп это не только приказ на закрытие удерживаемой клиентом позиции, ограничивающий размер убытка. Самый железный стоп это недостаточность средств для поддержания позиции или попросту Margin Call. Существуют три уровня рынка. Level 1 это график информационных цен по торгуемому активу. Например, обычный свечной график евро/доллара. Level 2 это окно, где отражены биды и офера с указанными объемами. Level 3 это уровни цен, на которых размещены стопы и уровни цен, на которых у банковских клиентов возникает недостаточность маржи для поддержания открытых позиций. Единого Level 3 на Forex нет. У каждого банка свой Level 3. Отсюда и разница в желаниях даже при охоте за стопами. Вспомним пример с Bid и Offer на IMM, который я приводил ранее. Допустим по 1.2116 расположены стопы. Однако попробуйте оценить количество денег, которое вам придется потратить, если вы единолично пойдете за ними при условии, что на 1.2115 стоят офера на 1000 контрактов? Игра попросту может не стоить свеч. Маржинальная торговля на retail спот-Forex создает иллюзию бесконечной ликвидности. Это не так. Ликвидность на Forex велика, но конечна. Даже моих кратких описаний IMM, Reuters и EBS достаточно для того, чтобы понять. Движение цен вещь крайне затратная. Если в рамках retail вам на депозит в 10/50 тыс. долларов будут давать кредитные плечи в размере 1/100. То это не значит, что подобное плечо вы можете получить на объем в 100 млн. даже если у вас будет хватать маржи инициализации. Такую ликвидность вам попросту не дадут.

Вместо эпилога

Значительное увеличение использования электронного трейдинга, наблюдаемое в течение последних 10 лет, способствовало существенному повышению эффективности торговли иностранной валютой. Однако этот факт также создал ряд потенциальных проблем и усилил беспокойства в отношении недостатка ликвидности в том случае, если произойдет серьезный рыночный кризис. С одной стороны электронный трейдинг выгоден для обеих сторон осуществляемых торговых взаимоотношений, т.е. и для банка и для клиента. Он позволяет устранить рутинную “бумажную процедуру” отчетности, сопряженную с большими издержками. Автоматизация торговли на несколько порядков увеличивает скорость проведения операций, что в целом и создает ту заманчивую эффективность, выгоду из которой извлекают и клиенты и банки. При этом теперь корпоративные дески валютного рынка в буквальном смысле стонут, потому что их прибыли от данного вида деятельности существенно снизились, ведь большинство клиентов теперь торгует посредством электронных систем вместо того, чтобы оплачивать минимальную маржу, обычно предоставляемую для них кредитной линией банка. “Теперь же корпорации хотят получать уровень обслуживания по ценам Home Depot и по качеству, равному Cartier”. В российской интерпретации процитированное выше высказывание одного из американских менеджеров по работе с корпоративными клиентами звучало бы примерно так: “Люди желают одеваться от Armani по ценам Черкизовского рынка”.

Так или иначе, текущая тенденция такова, поэтому для того, чтобы сохранить корпоративный бизнес многие банки теперь предлагают к использованию их собственные торговые системы. Наиболее крупные менеджеры и клиенты, которые общаются с банками, в которых они размещают залоговые средства под совершаемые операции, конечно, желали бы использовать мультибанковскую торговую платформу. Однако большинство банков при этом жалуют иметь собственные торговые системы, замыкая в них клиентов исключительно на себя. Основная проблема всех этих систем заключается в том, что валютные цены формируются котировочными механизмами, как это происходит в EBS или Reuters Matching. Эти две электронные системы торговли исторически были созданы в начале 90-х годов прошлого века, как альтернатива “голосовым” брокерам, которые в то время доминировали на рынке. В настоящий момент среднесуточный оборот валютной торговли в EBS составляет порядка 110 млрд. долларов (первоисточник EBS). Но даже такие обороты являются “каплей в море” с точки зрения совокупного дневного объема торговли на FX. По данным обзора Bank for International Settlement, который составлялся по отчетам Центробанков (учитывалась активность не только на валютном рынке спот, но и активность рынка деривативов), взятых за трехлетний период, по состоянию на апрель 2004 года ежедневный оборот на рынке Forex составляет 1.9 трлн. долларов, что почти в два раза выше, чем в апреле 2001 года.

Несмотря на то, что объемы торгов в EBS и Reuters составляют порядка 100 млрд. для каждой из систем, многие трейдеры в последнее время стали обеспокоены тем, что роль этих двух систем в совокупном процессе формирования цен на FX значительно возросла. Другими словами, цены EBS и Reuters стали основополагающим фундаментом для других дилинговых платформ. Так, например, если в EBS стоит евро бид на 1.2100, а евро офер на 1.2102 (примечание: Если речь идет о Prime Customer, то спрэд может быть и меньше, т.е. 1 пункт), то многие другие платформы, отслеживающие EBS, также ставят у себя 1.2100/02. Это создает иллюзию громадной ликвидности, которая искусственным образом становится больше, чем может быть фактически. Один из европейских валютных стратегов, карьера которого долгое время была связана с работой в Центробанке, говорит, что опасается исчезновения реальной ликвидности в связи с образованием так называемой вторичной ликвидности, которая реализуется на электронных торговых платформах. Во главе угла здесь стоит двусторонняя котировка с низким спрэдом, выполнение обязательств по которой очень затруднительно. “Нет и никогда не было мейкеров, которые

дают только справедливые цены. Время двусторонних котировок постепенно уходит, и люди будут становиться только на одну сторону”, - говорит этот эксперт.

Система двусторонней котировки в каждый момент времени великолепно работает в обычных условиях рынка. Однако в случае кризиса может быть сформирован громадный односторонний клиентский поток, что ставит под сомнение способность многих платформ (включая EBS) удерживать объем в две стороны. Именно это ставит эти платформы под удар. Учитывая текущие спекулятивные объемы, многие эксперты опасаются, что эффект полученный от кризиса, может превысить негативные последствия энергетических кризисов 70-х годов. Поэтому в дополнение к беспокойствам в отношении ликвидности можно добавить и опасения в отношении сдвига рисков выполнения обязательств на пути от спот дилинга до корпоративного общего дилинга вместо этого. В предшествующих годах трейдер на спот был единоличным поставщиком цен в дилинговые залы. Все транзакции от корпоративных и частных десков проходили через одного человека. При этом некоторые дилинговые залы назначали плату за ручное котирование основных валют в больших объемах. Теперь же использование электронных платформ позволило кардинальным образом увеличить количество корпоративных платформ, самостоятельно ответственных за выполнение их же собственных приказов, за исключением особо крупных ордеров.

Беспокойства в отношении ликвидности находят свое практическое подтверждение в те моменты, когда выходят важные макроэкономические данные. В этих случаях зачастую ликвидность буквально “высыхает”, формируя пустоты ниже беда и выше офера, которые стояли перед самым моментом выхода новости, и последующими ценами, которые появляются после публикации. Это как раз и подчеркивает “мираж ликвидности”. Внутренние электронные торговые платформы, включая EBS и Reuters, сколь бы крупны они ни были, в любом случае имеют ограниченную “пропускную способность”, однако ее пределы измерить не представляется возможным. Факт того, что пока не является возможным оценить пределы ликвидности, создает прецедент для того, что в будущем случившееся событие, имеющее крайне негативные последствия, может создать сильный поток сделок в одну сторону. Другими словами “все люди, находящиеся в комнате, рванутся к выходу в одну единственную дверь”. Видимо тогда и удастся измерить пропускную “способность этой двери” (предельную ликвидность), но последствия этого эксперимента, скорее всего, окажутся