

FX TRADING: DISCLOSED VS ANONYMOUS MODELS

Александр Михайлов

Николай Молоков

Алена Пряничникова

Елена Мельникова

Анна Харыбина

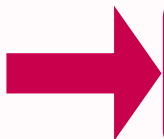
Почта команды: asmikhaylov_1@edu.hse.ru



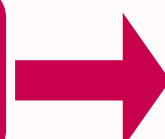


1

Анализ FX рынка в мире и
России



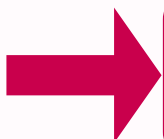
Теоретический анализ
Disclosed & Anonymous
моделей



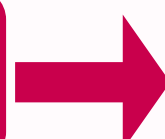
Статистический анализ
Disclosed & Anonymous по
инструментам Forex

2

Формы дистрибуции
ликвидности на Forex



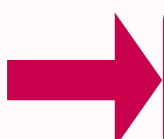
Платформы Forex



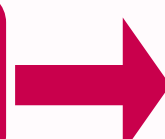
Execution methods

3

Выводы



Источники



Приложение



1

FX trends

3

4

5

6

7

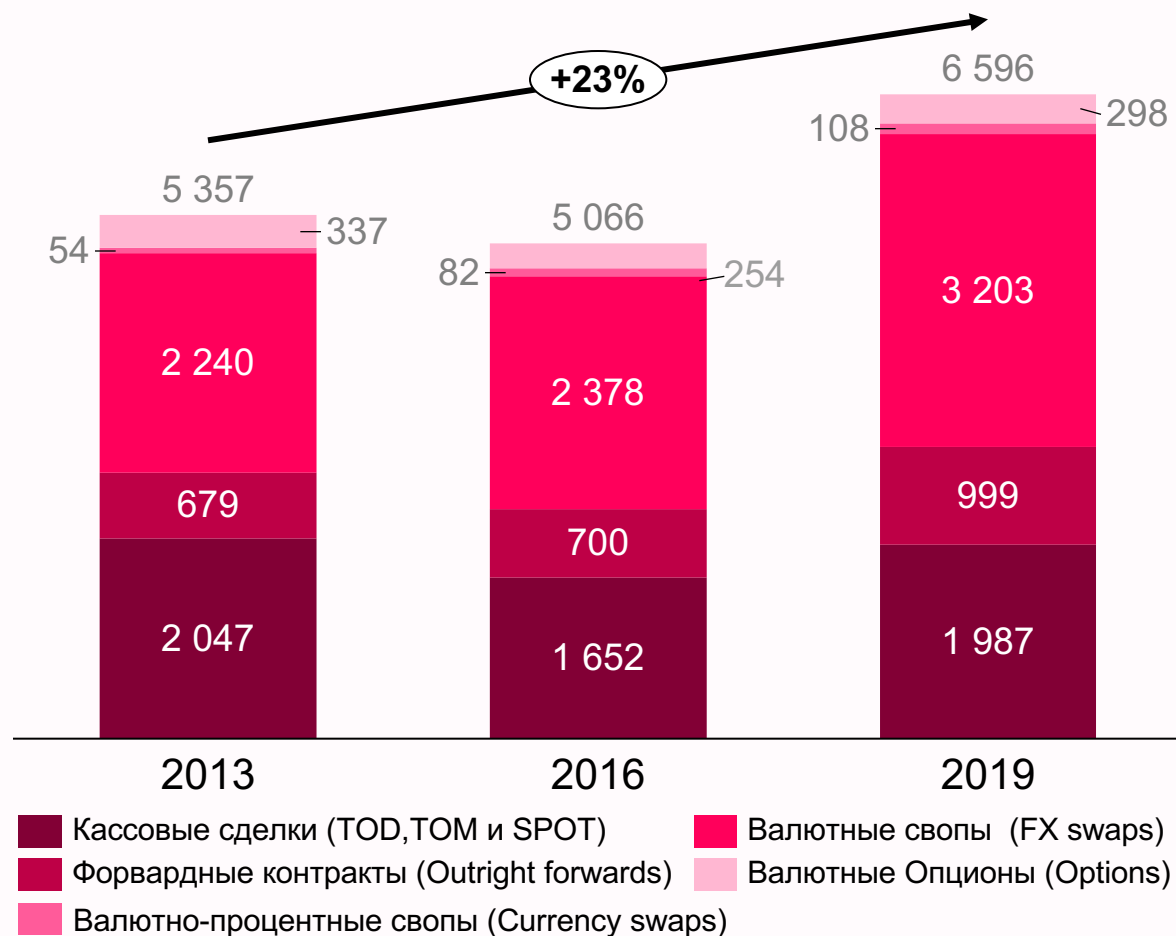
8

9

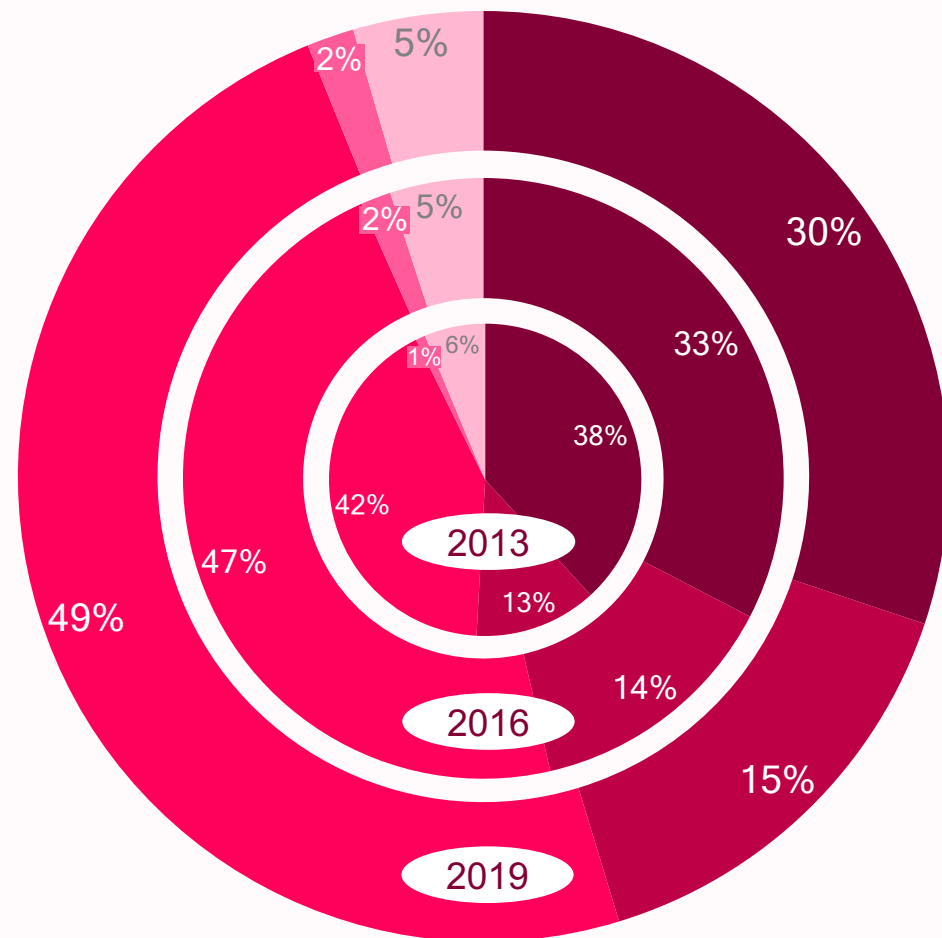
10

Доля **Spot** операций в мире за последние 6 лет **падает**, в то время как популярность **FX Swap** растет

Ежедневный объем торгов мирового валютного рынка
(в млрд. долл.)



Доля основных инструментов мирового валютного рынка
(в % от общего объема торгов)





1

FX trends

3

4

5

6

7

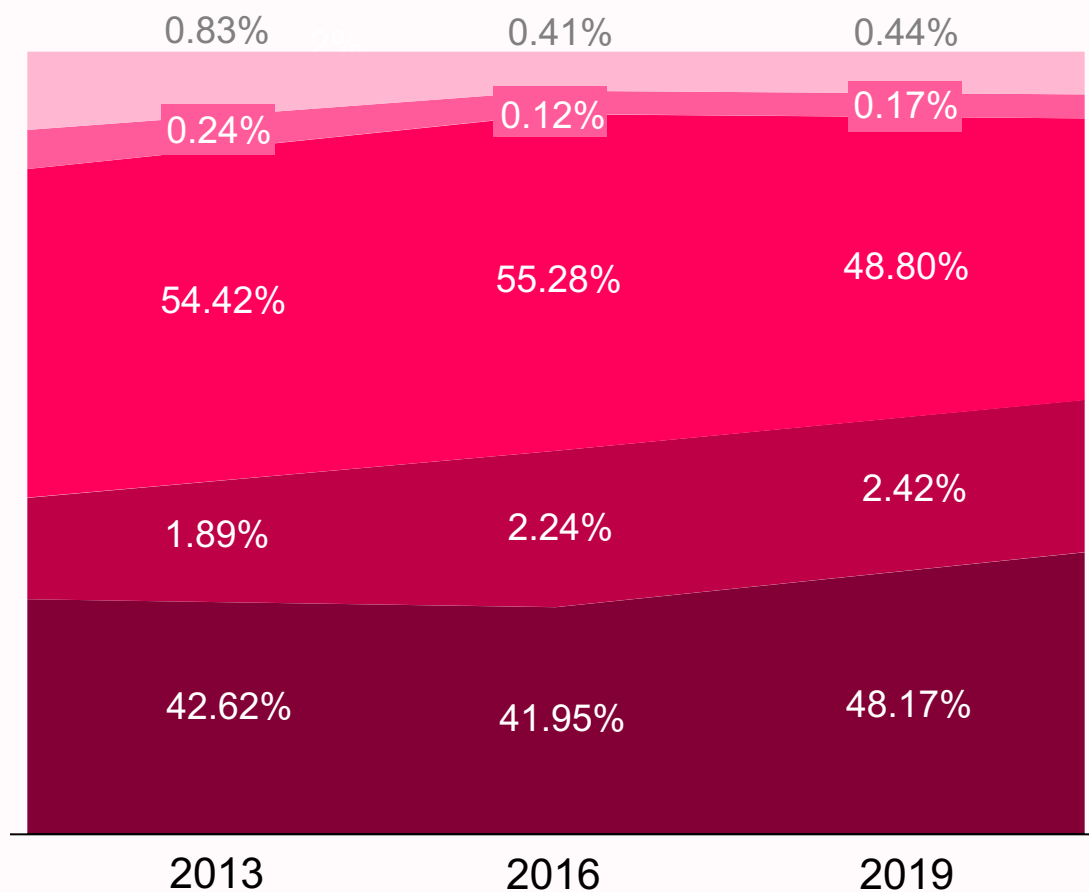
8

9

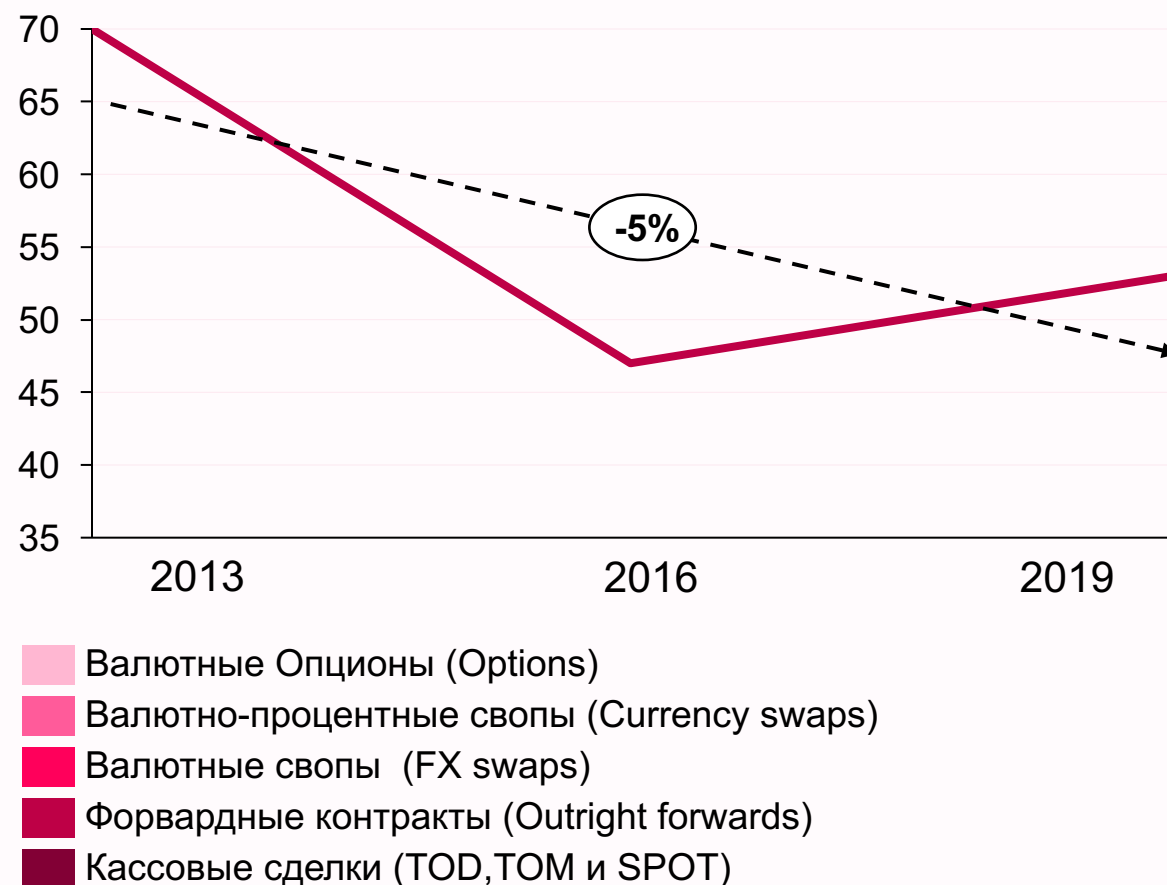
10

Согласно статистике BIS, **популярность инструментов Spot и FX Swaps в России стала примерно равной** к 2019 году

Основные **инструменты** Российского валютного рынка по статистике **BIS** в % от общего объема торгов



Ежедневный **объем торгов** Российского валютного рынка с 2013 по 2019 годы в млрд. долл.





1

2

Disclosed &
Anonymous

4

5

6

7

8

9

10

Виды площадок валютного рынка охватывают весь **спектр** от полностью раскрытых моделей трейдинга до полностью анонимных





1

2

Disclosed &
Anonymous

4

5

6

7

8

9

10

Раскрытая модель торговли на FX (Disclosed trading) **более популярна** в мире **благодаря прозрачности** механизма ценообразования и отношений между контрагентами.

Признаки

- **Прозрачные** отношения контрагентов
- **Идентификация** контрагентов **после** совершения сделки
- Иногда **идентификация** контрагентов происходит **до** совершения сделки



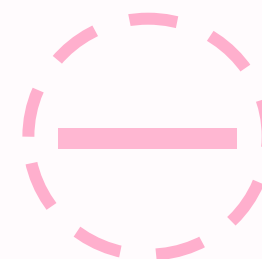
Плюсы

- **Прозрачное** ценообразование
- **Минимизация** влияния на рыночные котировки
- Большой **пул ликвидности**, чем при анонимной торговле
- Возможен **анализ** действий контрагентов, сделок и рисков
- **Низкая комиссия** брокера или ее отсутствие



Минусы

- Осуществление договорных сделок по **нерыночной цене**
- Возможно **смещение ликвидности**
- Благоприятные условия для высокочастотного трейдинга (**HFT**)
- Возможна **хищническая торговля**



Примеры платформ: FXSpotStream, EBS Direct, disclosed streams at Euronext FX



1

2

Disclosed &
Anonymous

4

5

6

7

8

9

10

Анонимная модель торговли на FX (Anonymous trading) становится **менее популярной** в мире из-за низкой степени раскрытия информации о сделках

Признаки

- **Информация** об операциях не раскрывается
- Используется **крупными участниками** торгов
- **Идентификация** контрагентов происходит с помощью **тегов**
- Иногда **идентификация** контрагентов **не происходит** вообще



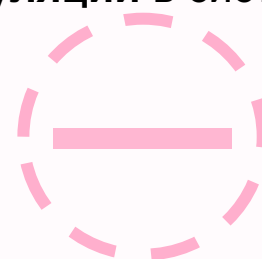
Плюсы

- Возможность **не раскрывать информацию** о сделке
- Улучшение **ценовой конкуренции** и сужение спредов
- Приведение рынка к **равновесным ценам**
- **Большая ликвидность** в системе Last look



Минусы

- Увеличение **информационной асимметрии**
- **Влияние** отдельных сделок на котировки
- **Высокие комиссии** брокера
- Относительно **низкий fill ratio** заявок
- Большая вероятность **манипуляций** в системе Last look



Примеры платформ: FXall, Currenex, 360GTX, EuronextFX, EBS market, Autobahn



1

2

3

Instruments

5

6

7

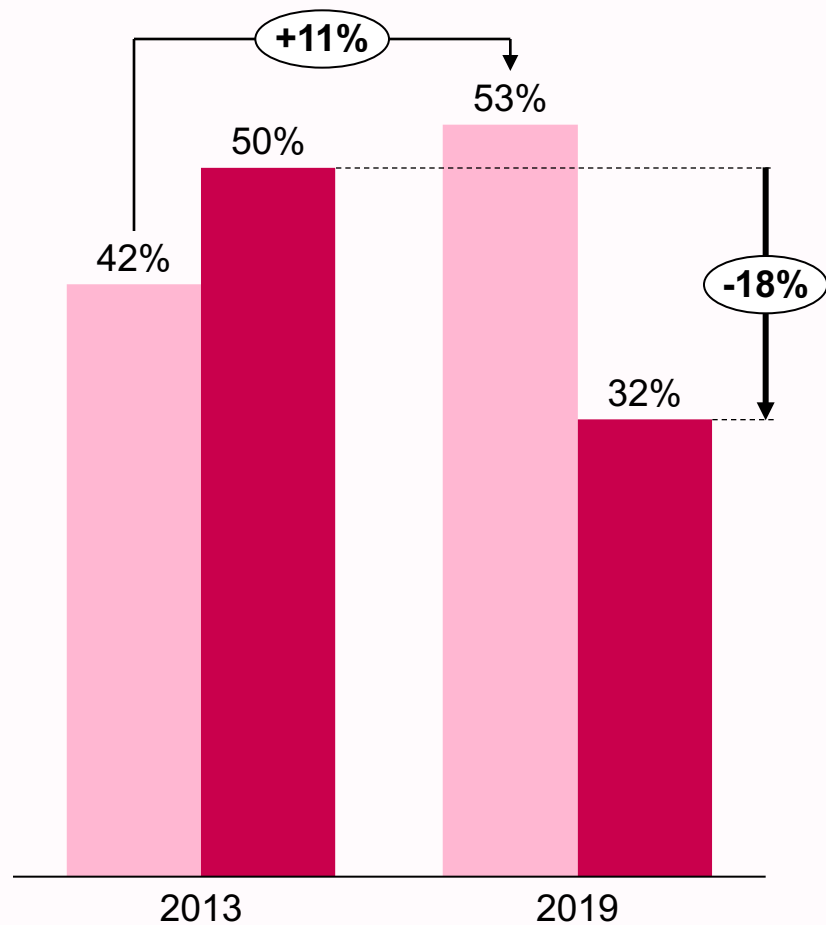
8

9

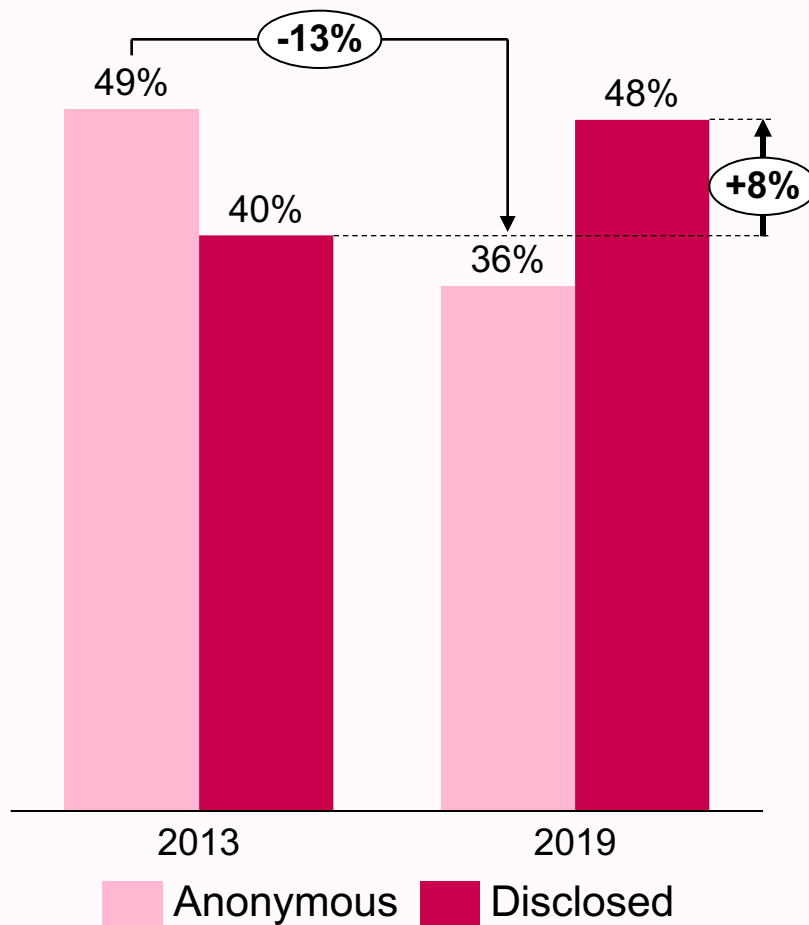
10

Spot сделки в мире чаще заключаются в **анонимном** формате, а **FX Swaps** – в раскрытом. В России **Spot** операции стали более **раскрытыми** за последние 6 лет.

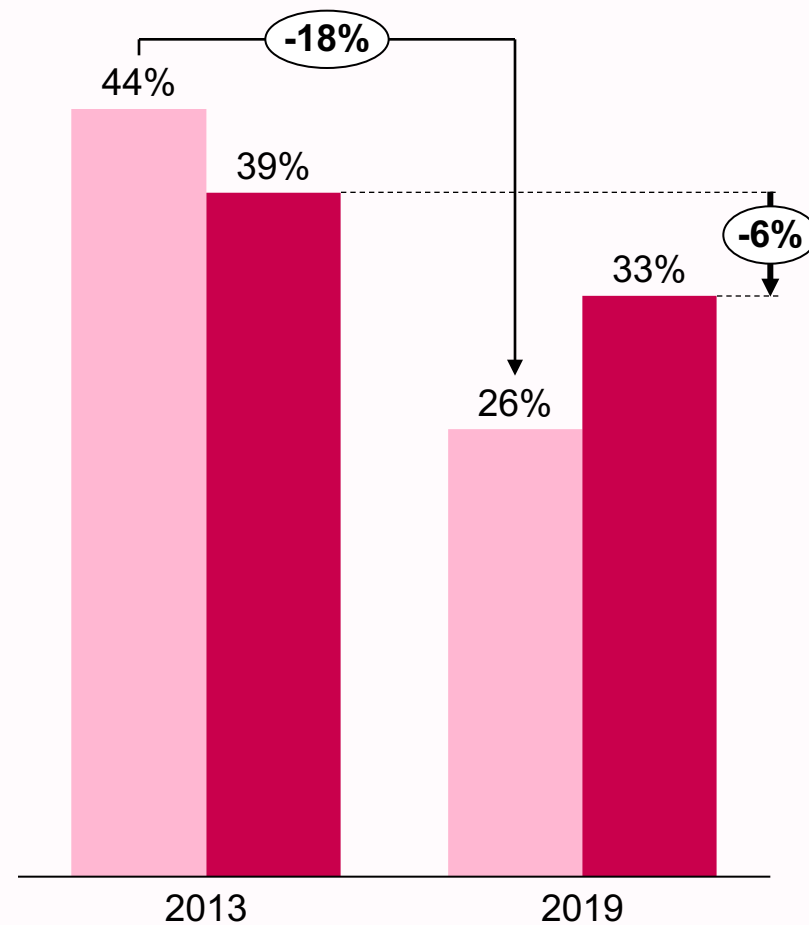
Доля **Spot** операций в мире среди анонимных и раскрытых сделок



Доля **Swap** операций в мире среди анонимных и раскрытых сделок



Доля **Spot** операций в России среди анонимных и раскрытых сделок





1

2

3

4

Liquidity
distribution

6

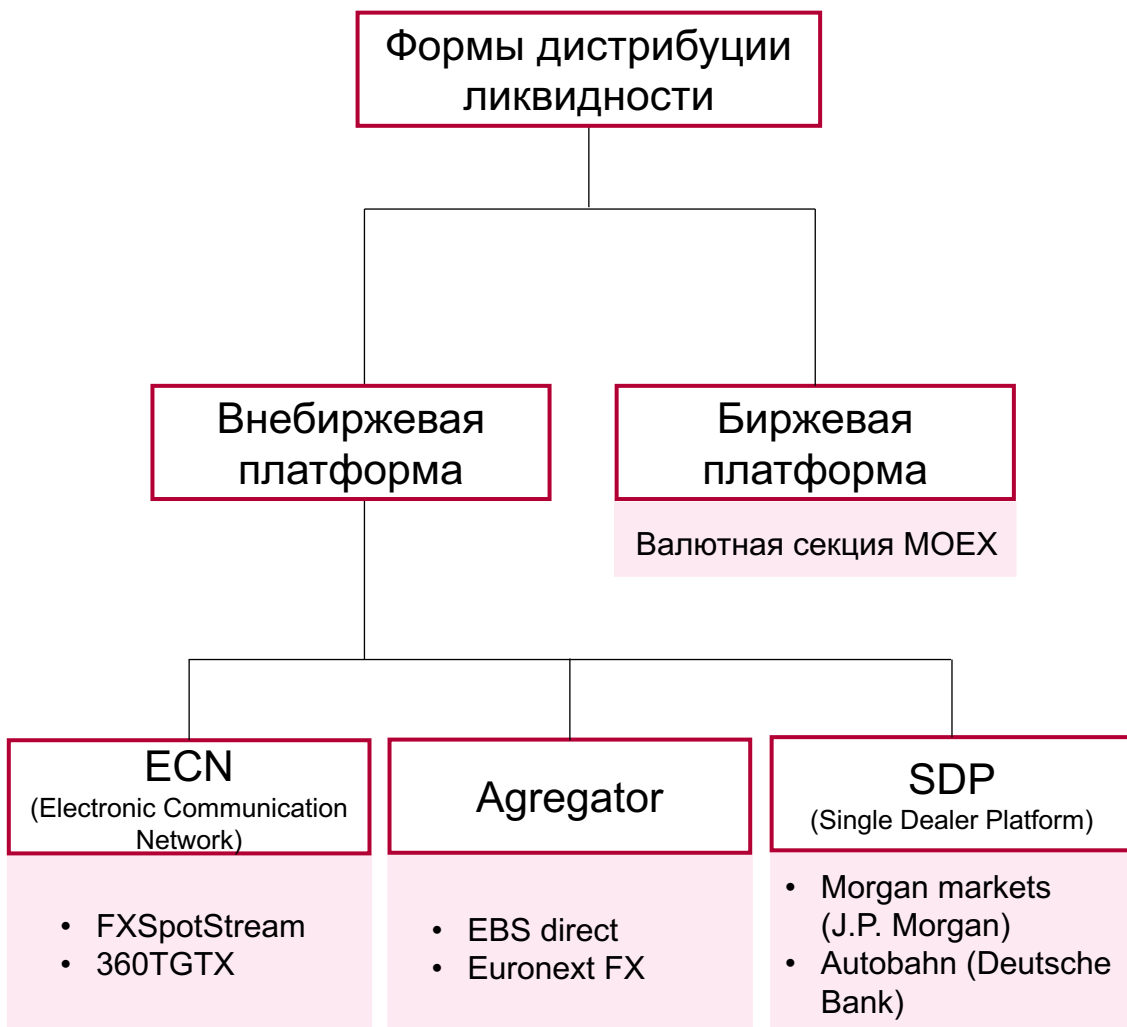
7

8

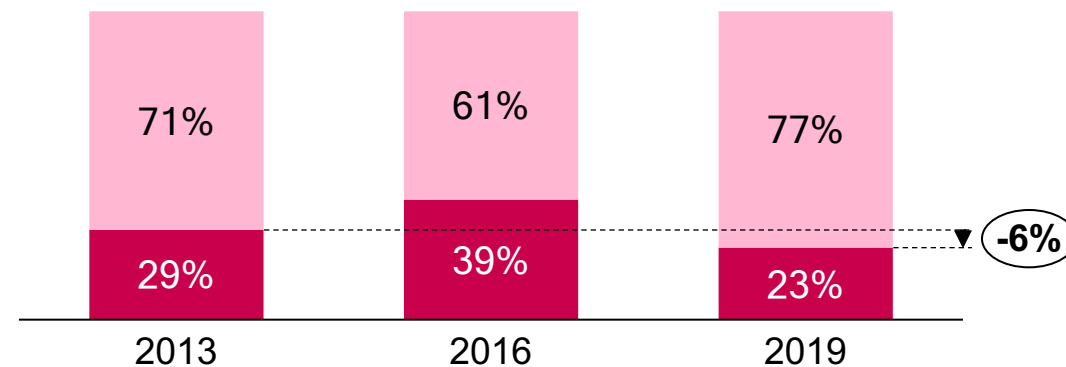
9

10

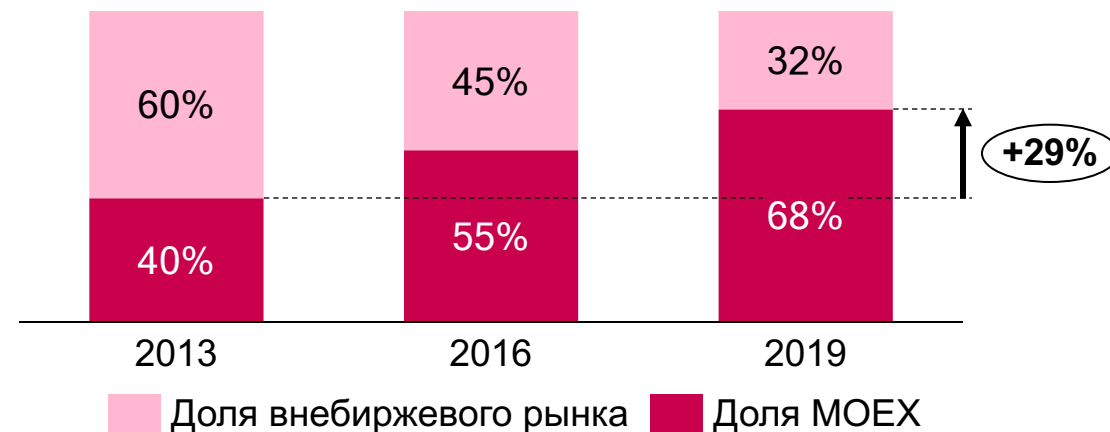
Доля биржевого рынка России по **Spot** операциям с 2013 по 2019 годы несущественно **снизилась**, а по **FX Swaps** – существенно **возросла**



Доля MOEX в общем объеме торгов на валютном рынке России по операциям **Spot**



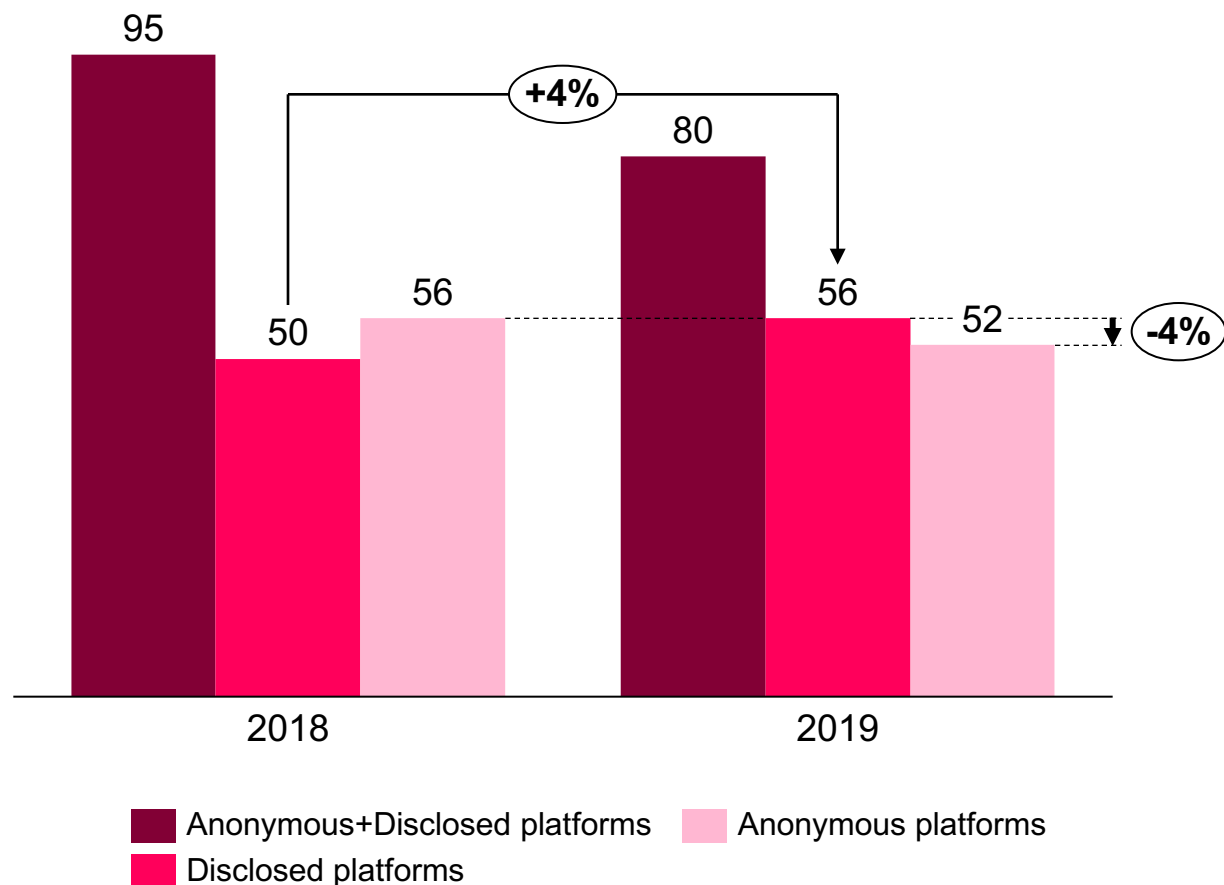
Доля MOEX в общем объеме торгов на валютном рынке России по операциям **Swap**



Крупнейшие мировые **FX платформы** предлагают клиентам как **раскрытые** модели трейдинга, так и **анонимные** в примерно **равной пропорции**

Название платформы	Раскрытая модель?	Дистрибуция ликвидности
EBS direct	✓	Agregator
EBS market	✗	ECN
Euronext FX	✓	Agregator
360TGTX	✗	ECN
FXSpotStream	✓	ECN
Refinitiv Fxall	✗	ECN
CFETS	✗	SDP (China's Central bank)

Средний **объем торгов** по Spot операциям среди **крупнейших FX платформ** (млрд. долл.)





1

2

3

4

5

Platforms

7

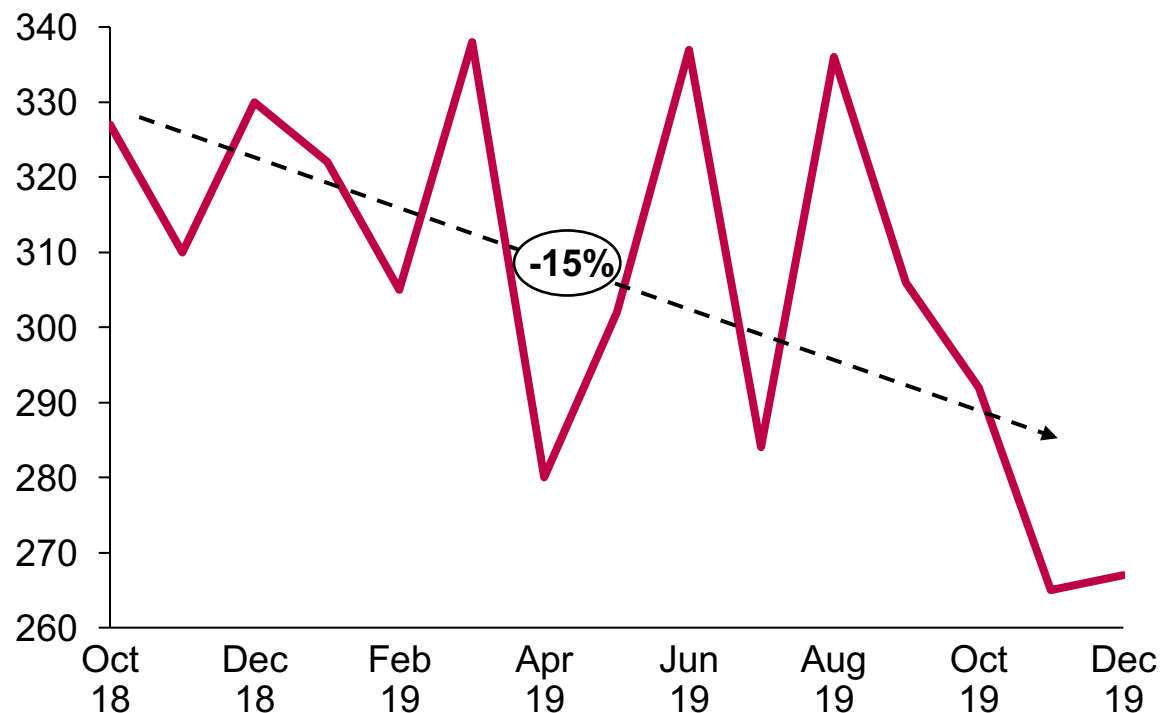
8

9

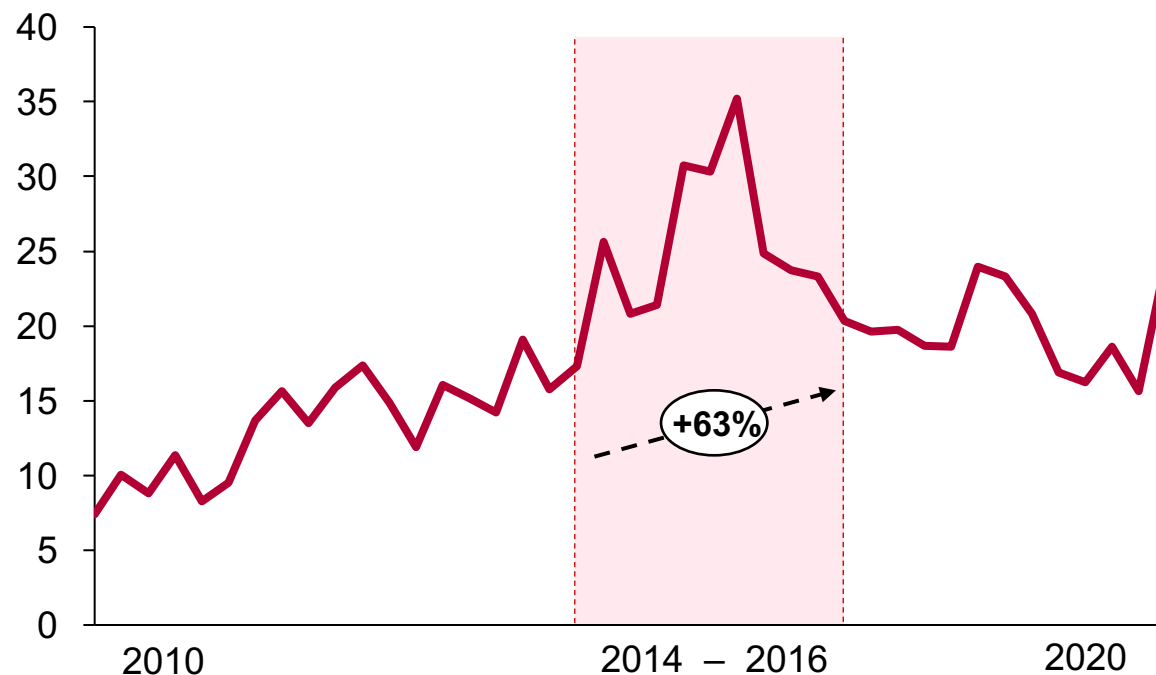
10

Низкая волатильность и неопределенность снижают объем торгов на более надежных платформах, тогда как в периоды кризиса такие платформы пользуются большим спросом

Сумма средних ежедневных объемов торгов свопами среди ведущих мировых форекс платформ (млрд. долл)



Средний объем торгов по Spot операциям на MOEX с 2010 по 2020 годы (тыс. трлн.руб)



Рост неопределенности

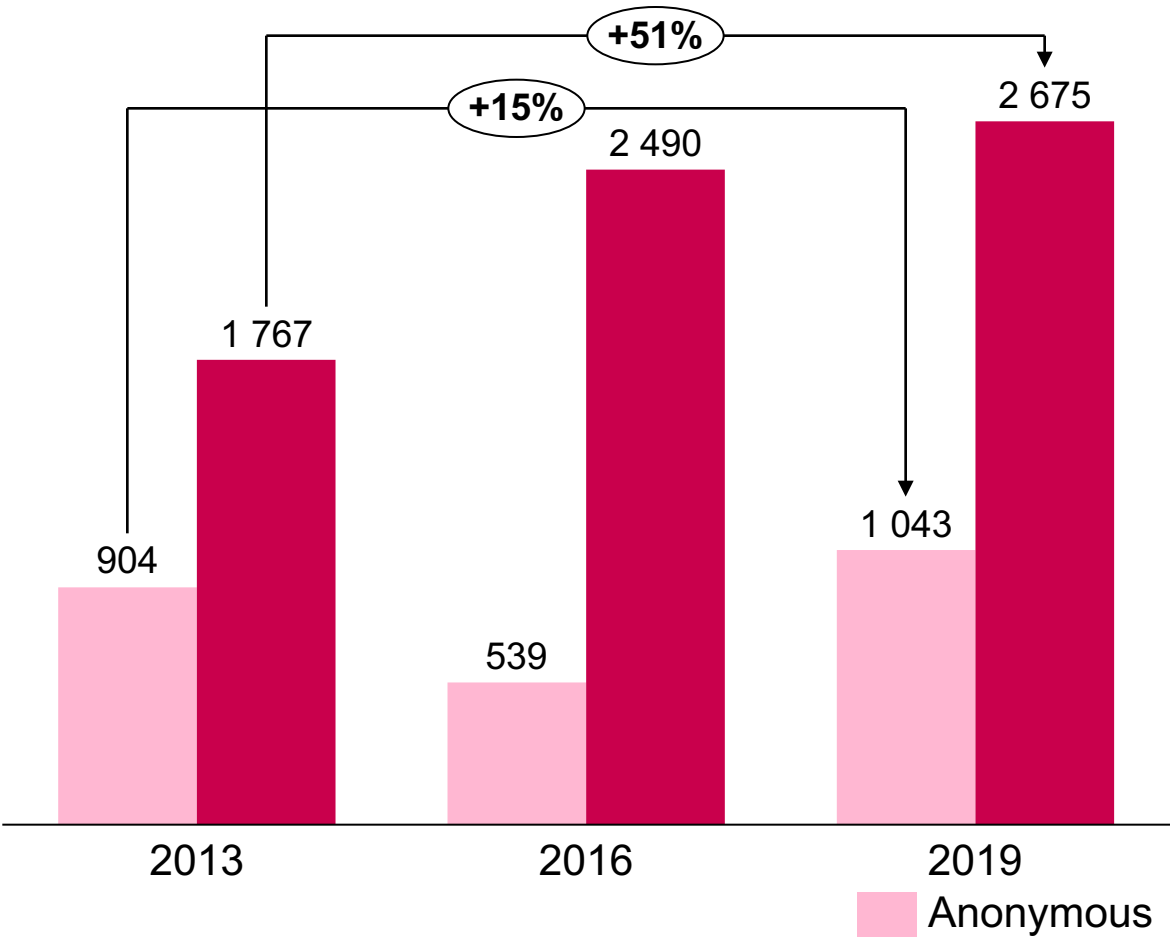
Переход на платформы с доступом к ЦК и прайм брокерам

Рост объемов торгов на этих платформах

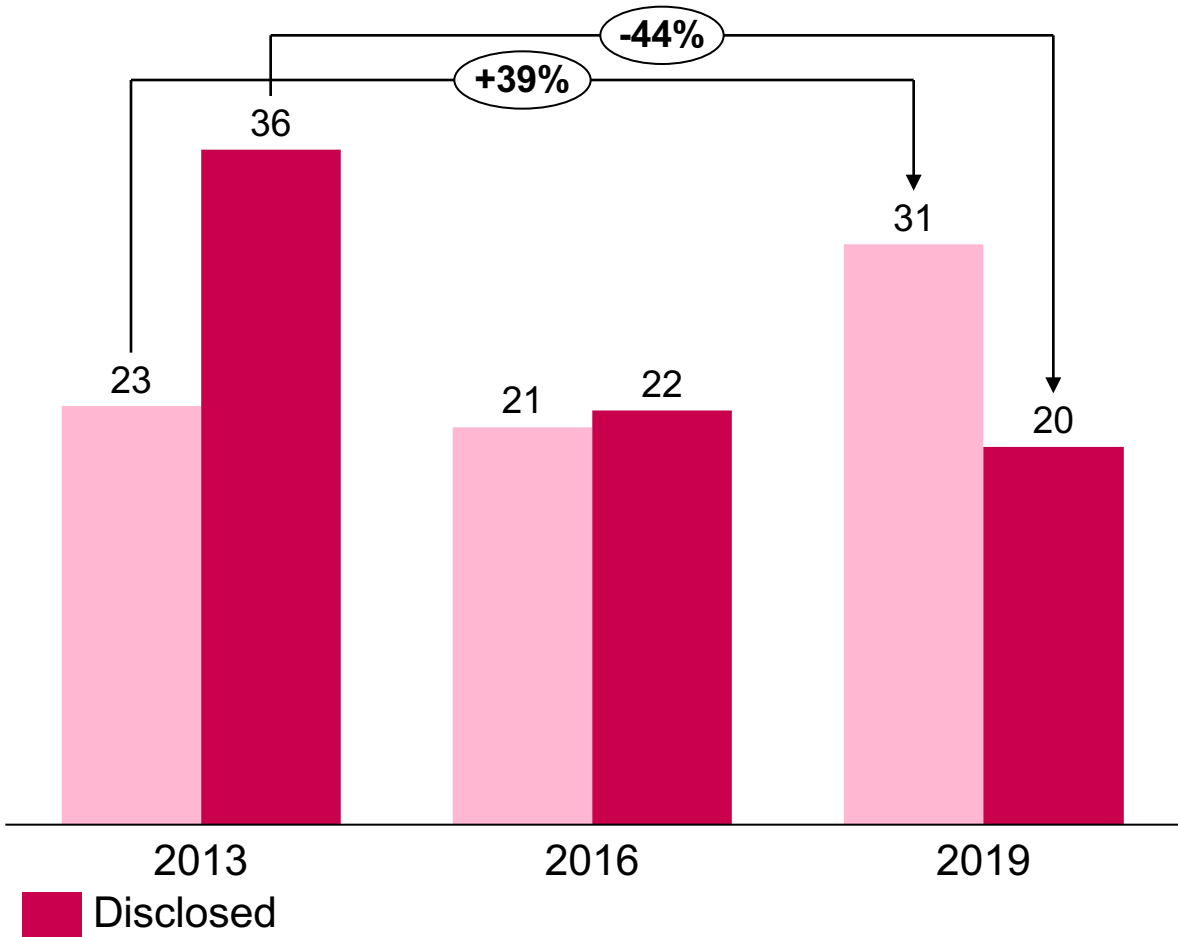


Раскрытые модели закрепили свое преимущество в мире за 6 лет. В России более популярны анонимные модели, однако в последние 1-2 года прослеживается тренд на использование раскрытых платформ с запозданием от мира.

Ежедневный **объем** анонимных и раскрытых операций в **мире** среди всех электронных операций (млрд. долл.)

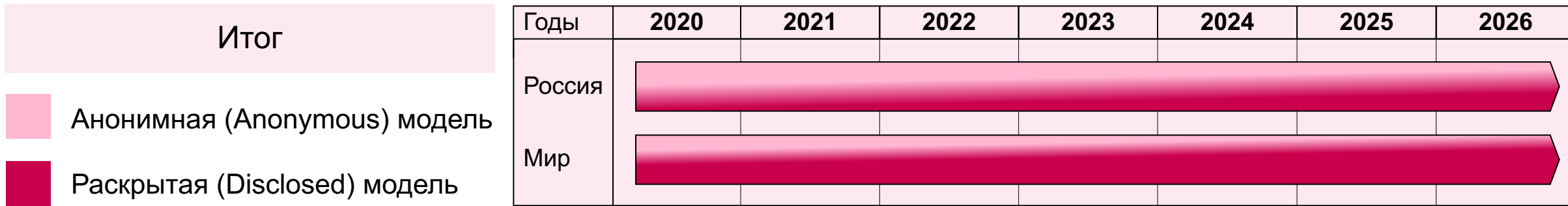


Ежедневный **объем** анонимных и раскрытых операций в **России** среди всех электронных операций (млрд. долл.)



В мире будет доминировать раскрытая модель трейдинга. В России ближайшие 2 года анонимные модели станут более популярными, но затем более популярными станут Disclosed модели.

Предпосылки	Мир	Россия
Динамика инструментов Spot и FX Swaps	<ul style="list-style-type: none">Disclosed характерны для растущих в объёмах FX SwapsAnonymous характерны для падающих в объёмах Spot	<ul style="list-style-type: none">MOEX (Anonymous) доминирует по инструменту FX SwapsSpot на MOEX пользуются высокой популярностью только в периоды рецессий
Требования трейдеров на валютном рынке	<ul style="list-style-type: none">ПрозрачностьНадёжностьВысокая ликвидность	<ul style="list-style-type: none">Россия должна ориентироваться на мировые тренды для привлечения иностранных инвесторов
Неопределенность	<ul style="list-style-type: none">Участники рынка используют более надёжные раскрытые платформы	<ul style="list-style-type: none">Участники рынка используют наиболее надёжную анонимную MOEX





1

2

3

4

5

6

7

8

Источники

10

Источники

1. Банк международных расчётов. [Электронный ресурс]: <https://stats.bis.org/> Дата обращения: 18.04.2020.
2. Банк России. [Электронный ресурс]: <https://cbr.ru/statistics/finr/> Дата обращения: 18.04.2020.
3. “Московская биржа подвела итоги торгов в мае 2020 года”. [Электронный ресурс]: <https://www.moex.com/n28657/?nt=113> Дата обращения: 08.06.2020.
4. Bruckermann, Willis. The Structure of the Flow FX Market is Stabilising. E-Forex Magazine 76 / e-FX Industry Report / July 2017. [Электронный ресурс]: <http://e-forex.net/articles/jun-2017-the-structure-of-the-flow-fx-market-is-stabilising.html> Дата обращения: 25.04.2020.
5. Clark, Joel. FX trading shifts to disclosed platforms as volume falls. Euromoney, May 27, 2014. [Электронный ресурс]: <https://www.euromoney.com/article/b12kjmj2xjhft/fx-trading-shifts-to-disclosed-platforms-as-volume-falls> Дата обращения: 22.04.2020.
6. Garnham, Peter . Managing the flow. FX-MM magazine. Volume 23 Issue 1, 2017. [Электронный ресурс]: <https://data.bloomberglp.com/professional/sites/4/bfm287D.pdf> Дата обращения: 23.04.2020.
7. Golden, Paul. FX: Limitations leave smaller multi-dealer platforms facing uncertain future. Euromoney, September 20, 2018. [Электронный ресурс]: <https://www.euromoney.com/article/b1b164nt3drcgq/fx-limitations-leave-smaller-multi-dealer-platforms-facing-uncertain-future> Дата обращения: 27.04.2020.
8. EBS Platforms. [Электронный ресурс]: <https://www.cmegroup.com/trading/market-tech-and-data-services/ebs/platforms.html> Дата обращения: 08.06.2020.



1

2

3

4

5

6

7

8

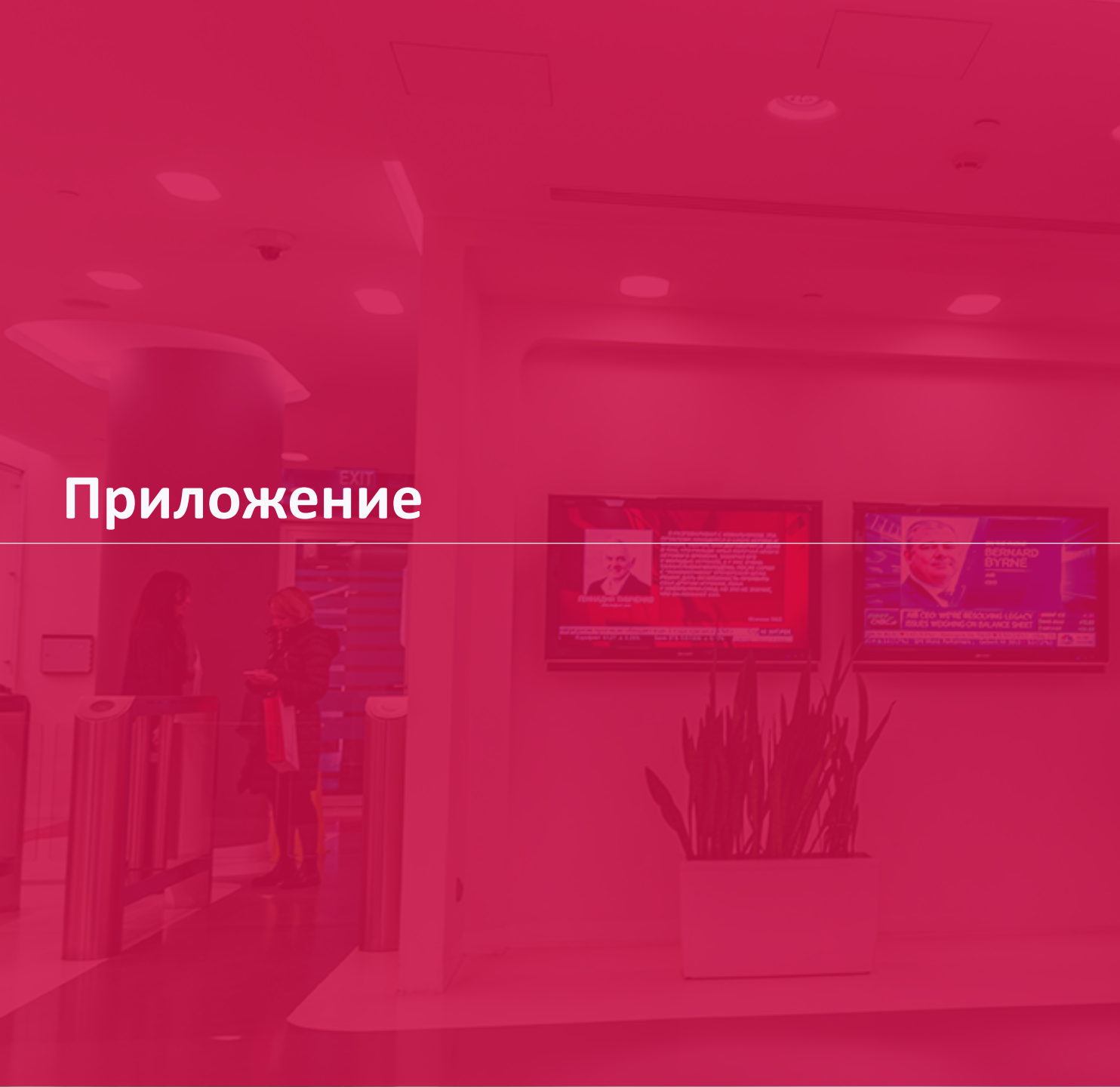
Источники

10

Источники

9. Euronext Press Releases. [Электронный ресурс]: <https://www.euronext.com/en/about/media/euronext-press-releases>
Дата обращения: 08.06.2020.
10. Las Marias, Carlo P. Exchange types explained: CLOB, RFQ, and Automated, oh my! April 24, 2019. [Электронный ресурс]: <https://hummingbot.io/blog/2019-04-crypto-exchange-types/> Дата обращения: 20.04.2020.
11. Latreille, Mikael. Trading volumes fall on most ECNs in July. FX-Markets, Aug 2019. [Электронный ресурс]: <https://www.fx-markets.com/foreign-exchange/trading/4408846/trading-volumes-fall-on-most-ecns-in-july>
Дата обращения: 23.04.2020.
12. Matthews, Laura. Spot volumes rise in March. FX-Markets, Apr 2017. [Электронный ресурс]: <https://www.fx-markets.com/foreign-exchange/trading/3252971/spot-volumes-rise-in-march> Дата обращения: 25.04.2020.
13. Monahan, Ken. FX API Aggregators and Anonymous ECNs. Will the Platforms on the Periphery Take the Center? Greenwich, October 9, 2019. [Электронный ресурс]: <https://www.greenwich.com/fx/fx-api-aggregators-and-anonymous-ecns>
Дата обращения: 22.04.2020.
14. Schwarz Alan F. The market shift from Anonymous to Disclosed trading. E-Forex Magazine 90 / Expert Opinion / November 2019. [Электронный ресурс]: <http://e-forex.net/articles/nov-2019-the-market-shift-from-anonymous-to-disclosed-trading.html>
Дата обращения: 25.04.2020.
15. Volume and Open Interest Data. CME Group DataMine. [Электронный ресурс]: <https://datamine.cmegroup.com/#/datasets/cme.voi> Дата обращения: 08.06.2020.
16. Willsher, Richard. Laying the foundations – FX takes steps to secure its future. E-Forex Magazine November 2018. [Электронный ресурс]: <https://www.lmax.com/laying-the-foundations-fx-takes-steps-to-secure-its-future>
Дата обращения: 25.04.2020.

Приложение





Россия BIS Сводка

Виды операций/ годы	2013	2016	2019
Кассовые сделки (TOD,TOM и SPOT)	25882	18918	22429
Форвардные контракты (Outright forwards)	1146	1012	1127
Валютные свопы (FX swaps)	33047	24928	22723
Валютно-процентные свопы (Currency swaps)	148	55	77
Валютные Опционы (Options)	503	185	207
Общая сумма контрактов	60726	45098	46563
Россия в %	2013	2016	2019
Кассовые сделки (TOD,TOM и SPOT)	42,62%	41,95%	48,17%
Форвардные контракты (Outright forwards)	1,89%	2,24%	2,42%
Валютные свопы (FX swaps)	54,42%	55,28%	48,80%
Валютно-процентные свопы (Currency swaps)	0,24%	0,12%	0,17%
Валютные Опционы (Options)	0,83%	0,41%	0,44%

Структура ежедневного оборота валют по основным показателям внутреннего валютного рынка и рынка ПФИ в России по методологии BIS за 2013 год

	Голосовые (voice)		Электронные (Electronic)						Нераспреде ленные (Unallocated)	Total	%
Виды операций (Instruments)	Прямые (Direct)	С посредником (Indirect)	Прямые (Direct)		С посредником (Indirect)						
			Торговые системы, принадлежащие банку (Single- bank proprietary trading system)	Прочие (Other)	Reuters Matching / EBS	Электронные брокерские системы	Итого Anonimous (Other electronic communicatio n networks)	Disclosed (Other)			
Кассовые сделки (TOD,TOM и SPOT)	2 691	202	2 471	11 664	730	9 198	9 928	147	6 644	33 746	42,29%
Форвардные контракты (Outright forwards)	102	0	64	294	1	204	205	0	298	964	1,21%
Валютные свопы (FX swaps)	6 952	325	1 287	20 199	2	12 384	12 386	2	3 583	44 733	56,06%
Валютные Опционы (Options)	35	0	7	178	–	1	1	13	115	350	0,44%
Общая сумма контрактов	9 780	527	3 829	32 334	733	21 787	22 521	162	10 640	79 793	



1

2

3

4

5

6

7

8

9

Приложение

Структура ежедневного оборота валют по основным показателям внутреннего валютного рынка и рынка ПФИ
в России по методологии BIS в России за 2016 год

	Голосовые (voice)		Электронные (Electronic)						Нераспред еленные (Unallocated)	Total	
Виды операций (Instruments)	Прямые (Direct)	С посреднико м (Indirect)	Прямые (Direct)		С посредником (Indirect)						%
			Торговые системы, принадлежащ ие банку (Single-bank proprietary trading system)	Прочие (Other)	Reuters Matching / EBS	Электронные брокерские системы	Итого Anonymous (Other electronic communica tion networks)	Disclosed (Other)			
Кассовые сделки (TOD,TOM и SPOT)	1 787	12	1 434	5 881	468	7 338	7 806	0	889	17 810	36,40%
Форвардные контракты (Outright forwards)	76	0	11	672	0	283	283	0	32	1 075	2,20%
Валютные свопы (FX swaps)	1 746	22	822	13 370	–	13 288	13 288	–	534	29 784	60,87%
Валютные Опционы (Options)	11	0	6	97	–	23	23	–	121	258	0,53%
Общая сумма контрактов	3 621	35	2 273	20 020	468	20 932	21 401	0	1 576	48 926	



1

2

3

4

5

6

7

8

9

Приложение

Структура ежедневного оборота валют по основным показателям внутреннего валютного рынка и рынка ПФИ в России по методологии BIS в России за 2019 год

	Голосовые (voice)		Электронные (Electronic)						Нераспределенные (Unallocated)	Total	%
Виды операций (Instruments)	Прямые (Direct)	С посредником (Indirect)	Прямые (Direct)		С посредником (Indirect)						
			Торговые системы, принадлежащие банку (Single-bank proprietary trading system)	Прочие (Other)	Reuters Matching / EBS	Электронные брокерские системы	Итого Anonimous (Other electronic communication networks)	Disclosed (Other)			
Кассовые сделки (TOD,TOM и SPOT)	5 117	36	1 084	9 330	665	4 557	5 222	3	2 241	23 033	45-%
Форвардные контракты (Outright forwards)	346	21	19	582	0	203	203	0	35	1 207	1,94%
Валютные свопы (FX swaps)	1 913	107	1 477	18 291	–	14 865	14 865	246	700	37 599	60,45%
Валютные Опционы (Options)	88	27	9	190	0	42	43	1	–	358	0,58%
Общая сумма контрактов	7 463	192	2 589	28 394	665	19 667	20 332	251	2 976	62 197	



1

2

3

4

5

6

7

8

9

Приложение

Структура ежедневного оборота валют по основным показателям внутреннего валютного рынка и рынка ПФИ в России по методологии BIS в России за 2020 год (январь - март)

	Голосовые (voice)		Электронные (Electronic)						Нераспределенные (Unallocated)	Total
Виды операций (Instruments)	Прямые (Direct)	С посредником (Indirect)	Прямые (Direct)		С посредником (Indirect)					
			Торговые системы, принадлежащие банку (Single-bank proprietary trading system)	Прочие (Other)	Reuters Matching / EBS	Электронные брокерские системы	Anonymous (Other electronic communication networks)	Disclosed (Other)		
Кассовые сделки (TOD,TOM и SPOT)	5 803	41	3 178	9 901	–	–	6 775	484	0	26 183
Форвардные контракты (Outright forwards)	404	26	93	765	–	–	127	257	0	1 671
Валютные свопы (FX swaps)	1 573	99	2 653	17 528	–	–	14 007	223	0	36 084
Валютно-процентные свопы (Currency swaps)	25	–	–	114	–	–	1	–	0	139
Валютные Опционы (Options)	92	121	70	186	56	–	32	22	0	579
Общая сумма контрактов	7 896	287	5 995	28 493	56	–	20 942	986	–	

Доля MOEX в Spot и Swap операциях России*

Год	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Спот за год в млрд.руб	47 091	61 543	57 297	77 798	103 335	107 169	78 380	86 682	67 370
Средний курс за год	29	31	31	38	61	67	58	62	64
Примерное количество торговых дней	242	242	242	242	242	242	242	242	242
Среднедневной объем торгов после коорректировки	6710,017	8203,597	7637,549	8459,959	7000,091	6609,687	5584,228	5777,293	4349,826
Споты	39 923	55 436	98 720	150 748	207 502	222 785	269 291	261 686	240 904
Чистые споты	5688,606	7389,522	13159,1	16392,81	14056,47	13740,28	19185,71	17441,08	15554,25
Виды операций/ годы					2013		2016		2019
Кассовые сделки (TOD,TOM и SPOT)					25882		18918		22429
Доля биржи в спот операциях в %					29%		39%		23%
Внебиржа					71%		61%		77%
Валютные свопы (FX swaps)					33047		24928		22723
Доля биржи в свопах					40%		55%		68%
Внебиржа					60%		45%		32%

* Для более точного подсчета следует брать курс не по годам, а по месяцам

Структура ежедневного оборота валют по основным показателям мирового валютного рынка за 2013 год

	Голосовые (voice)		Электронные (Electronic)						Нераспределенные (Unallocated)	Total
Виды операций (Instruments)	Прямые (Direct)	С посредником (Indirect)	Прямые (Direct)		С посредником (Indirect)					
			Торговые системы, принадлежащие банку (Single-bank system)	Прочие (Other)	Reuters Matching / EBS	Электронные брокерские системы (other ECN)	Disclosed (от общего числа электронных с посредником)	Other		
Кассовые сделки (TOD,TOM и SPOT)	517 691	187 667	282 113	481 530	313 259	167 672	167 672	62 080	34 684	2 046 696
Форвардные контракты (Outright forwards)	214 874	91 434	87 559	126 518	33 277	73 341	73 341	31 717	20 239	678 959
Валютные свопы (FX swaps)	578 426	435 405	279 878	256 561	360 668	189 316	189 316	79 012	60 790	2 240 056
Валютно-процентные свопы (Currency swaps)	17 556	8 607	3 664	9 881	2 772	4 024	4 024	3 708	3 788	54 000
Валютные Опционы (Options)	146 742	62 070	21 383	49 923	15 485	31 687	31 687	1 921	7 635	336 846
Общая сумма контрактов	1 475 289	785 183	674 597	924 413	725 461	466 040	466 040	178 438	127 136	5 356 557
Итого Anonymous		Итого Disclosed			% Анонимные			% Раскрытые		
375339		931 315			41,52%			53%		
64994		381 749			7,19%			22%		
439680		704 111			48,64%			40%		
6480		181 217			0,72%			10%		
17406		238 978			1,93%			14%		
903899		1 766 682			100,00%			100%		

Структура ежедневного оборота валют по основным показателям мирового валютного рынка за 2016 год

	Голосовые (voice)		Электронные (Electronic)						Нераспределенн ые (Unallocated)	Total
Виды операций (Instruments)	Прямые (Direct)	С посредником (Indirect)	Прямые (Direct)		С посредником (Indirect)					
			Торговые системы, принадлежащие банку (Single-bank system)	Прочие (Other)	Reuters Matching / EBS	Электронные брокерские системы (other ECN)	Disclosed (от общего числа электронных с посреднико м)	Dark pools		
Кассовые сделки (TOD,TOM и SPOT)	410 394	142 103	414 215	289 936	208 184	146 920	164 799	17 579	22 718	1 652 049
Форвардные контракты (Outright forwards)	257 523	60 717	111 037	115 789	35 159	97 816	103 574	5 758	15 822	699 621
Валютные свопы (FX swaps)	589 834	472 525	376 644	301 625	283 965	266 568	290 455	23 887	62 754	2 377 802
Валютно-процентные свопы (Currency swaps)	28 666	17 811	3 449	13 499	2 837	11 322	11 618	295	4 268	82 147
Валютные Опционы (Options)	122 915	62 161	25 423	14 285	9 598	15 338	15 875	537	4 154	254 411
Общая сумма контрактов	1 409 332	755 317	930 768	735 134	539 743	537 964	586 321	48 056	109 716	5 066 030
Итого Anonymous				Итого Disclosed						
207 884				868 950						
35 159				391 625						
283 965				843 068						
2 836				181 747						
9 598				204 507						
539 442				2 489 897						

Структура ежедневного оборота валют по основным показателям мирового валютного рынка за 2019 год

	Голосовые (voice)		Электронные (Electronic)						Нераспределенные (Unallocated)	Total
Виды операций (Instruments)	Прямые (Direct)	С посредником (Indirect)	Прямые (Direct)		С посредником (Indirect)					
			Торговые системы, принадлежащие банку (Single-bank system)	Прочие (Other)	Reuters Matching / EBS	Электронные брокерские системы (other ECN)	Итого Anonimous (Other electronic communication networks)	Disclosed (Other)		
Кассовые сделки (TOD,TOM и SPOT)	497 679	51 053	330 864	299 404	518 325	–	518 325	226 817	63 301	1 987 443
Форвардные контракты (Outright forwards)	310 450	71 778	129 635	159 071	134 825	–	134 825	145 434	48 233	999 426
Валютные свопы (FX swaps)	781 351	682 073	436 646	395 385	379 803	–	379 803	449 892	77 514	3 202 664
Валютно-процентные свопы (Currency swaps)	68 558	14 939	3 491	10 083	1 084	–	1 084	6 443	3 885	108 483
Валютные Опционы (Options)	149 250	45 040	56 192	5 254	9 366	–	9 366	20 478	11 939	297 519
Общая сумма контрактов	1 807 288	864 883	956 828	869 197	1 043 403	–	1 043 403	849 064	204 872	6 595 535
Итого Anonymous		Итого Disclosed			% Anonymous			% Disclosed		
518325		857 085			49,7%			32,0%		
134825		434 140			12,9%			16,2%		
379803		1 281 923			36,4%			47,9%		
1084		20 017			0,1%			0,7%		
9366		81 924			0,9%			3,1%		
1043403		2 675 089			100,0%			100,0%		

Мир BIS Сводка

Виды операций / годы	2013	2016	2019
Кассовые сделки (TOD,TOM и SPOT)	2459764	2054019	2378712
Форвардные контракты (Outright forwards)	813775	829736	1182332
Валютные свопы (FX swaps)	2946509	3208608	4234248
Валютно-процентные свопы (Currency swaps)	68270	105699	143750
Валютные Опционы (Options)	397419	315389	361493
Общая сумма контрактов	6685737	6513451	8300535