Rozdział 5

ISTOTA HANDLU O WYSOKIEJ CZĘSTOTLIWOŚCI

5.1. Ewolucja handlu elektronicznego

Istotny wzrost aktywności widoczny dziś na rynku walutowym wynika ze wzrostu aktywności handlu elektronicznego. W latach 80. i 90. handel występował głównie między brokerami i market makerami, przy czym rynek międzydealerski odgrywał główną rolę. To na nim były przeprowadzane wszystkie transakcje walutowe. Podmioty wyrażające zapotrzebowanie na waluty musiały się kierować do swoich banków, które jeśli nie były dealerami walutowymi, dalej kierowały zgromadzony popyt na waluty do banków, które nimi były. Tak więc poza brokerami walutowymi nie występowały inne podmioty, które miałyby za zadanie np. zbieranie zleceń typu limit do realizacji również na rynku międzydealerskim. W konsekwencji występowały dwa rynki, jeden dealerski, a drugi pozadealerski, w którym uczestniczyli klienci bankowi, gdzie spread był znacznie szerszy. Kwotowanie i transakcje następowały w formie telefonicznej, tak więc czas potrzebny do zawarcia transakcji walutowych był znacznie dłuższy, a możliwości przeprowadzenia krótkoterminowej spekulacji nie występowały.

Handel elektroniczny pochodzi w istocie z rynku kapitałowego, kiedy to w 1998 roku wprowadzono możliwość przeprowadzania transakcji handlowych z każdego komputera. Do tego czasu handel był znacznie prostszy – nabywcy i sprzedawcy spotykali się, aby zaspokajać swoje potrzeby transakcyjne. W tymże

roku SEC umożliwił działanie giełd elektronicznych, które miały konkurować z tradycyjnymi giełdami, takimi jak New York Stock Exchange. Pomysł polegał na tym, aby umożliwić przeprowadzanie transakcji każdej osobie posiadającej komputer i mającej innowacyjny pomysł (Duhigg, NY Times, 2009). Ten krok zrewolucjonował sposób działania handlu na całym rynku finansowym, między innymi na rynku walutowym. Początkowo dotyczyło to rynku międzydealerskiego, a ponieważ jeszcze długo takie możliwości były dostępne tylko na wyżej wymienionym rynku, to nadal występowała pewna dysproporcja w możliwościach technicznych poszczególnych podmiotów. Dopiero po roku 2000 handel elektroniczny faktycznie zaczął być stosowany na rynku pozadealerskim, początkowo poprzez zastosowanie platform typu SBP czy MBP łączących banki z klientami, a następnie już między różnymi podmiotami – niezależnie od tego, czy były to podmioty finansowe, czy też detaliczne.

Kluczową rolę w rozwoju handlu elektronicznego, a co za tym idzie – rynku walutowego, odegrały podmioty prime broker, także zmieniające architekturę rynku nie tylko poprzez wprowadzenie nowych podmiotów, jakich wcześniej na nim nie było, ale również poprzez relacje między podmiotami. Banki, które były też dealerami, mogły teraz nie tylko przeprowadzać transakcje z klientami, lecz także utrzymywać z nimi relacje kredytowe. Poprzez relacje banku dealerskiego z podmiotem prime broker inne podmioty niebędące dealerami walutowymi uzyskały dostęp do instytucjonalnych platform, jakimi są Reuters Matching, EBS, lub innych, jak ECN, mogących także anonimowo przeprowadzać transakcje podmiotami w imieniu prime brokerów (Rime, Schrimpf, 2013).

Handel elektroniczny odgrywa obecnie wiodącą rolę na rynku walutowym. Szacuje się, że ponad 50% uczestników w różnych segmentach preferuje ten kanał transakcyjny, co przedstawiono w tabeli 9[127]. Zarówno w przypadku handlu głosowego, jak i elektronicznego określenie „bezpośredni" różni się od „pośredni" tym, że transakcje nie przechodzą przez brokerów walutowych.

SBP to wcześniej wspomniane platformy oferowane przez banki bezpośrednio własnym klientom, np. BARX (Barclays), Autobahn (Deutsche Bank), Velocity (Citigroup).

Inne bezpośrednie platformy elektroniczne to przykładowo: Bloomberg Tradebook, Reuters Conversational czy bezpośrednie systemy kwotowania. Do kategorii innych ECN można zaliczyć Currenex, FXall czy Hotspot.

[127] Wartości procentowe nie sumują się do 100% ze względu na niekompletne raportowanie podmiotów.

Tabela 9. Udział poszczególnych segmentów podmiotów w podziale na kanały transakcyjne (na 2013 r., w procentach)

	Głosowy			Elektroniczny							
				bezpośredni			pośredni				Suma
	bezpośredni	pośredni	suma	SBP	inne	suma	Reuters EBS	inne ECN	inne	suma	
Dealer	22	19	**41**	14	15	**29**	16	9	3	**27**	**56**
Finansowe inne	30	14	**43**	10	20	**31**	14	9	2	**25**	**55**
Niefinansowe	37	4	**42**	18	10	**28**	3	9	12	**24**	**52**

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (Rime, Schrimpf, 2013).

Jeśli oprzeć się na danych przedstawionych w tabeli 9, dotyczących wszystkich transakcji rynku walutowego (niezależnie, czy są to kontrakty forward, opcje czy spot), i jeśli określić udział handlu elektronicznego jedynie dla transakcji spot, szacuje się, że wynosi około 64% całkowitego udziału transakcji spot. Nie mając dostępu do danych z tabeli 9, można było się spodziewać, że handel głosowy w obecnym czasie nie będzie odgrywał tak dużej roli, jak na to wskazują dane. Należy jednak pamiętać, że może to być spowodowane także zaletami, jakie wynikają z handlu głosowego. Dzięki kanałowi transakcyjnemu dealer może się dokładnie dowiedzieć, z kim przeprowadza transakcje (unikając np. podmiotów HFT), może dostać informacje o zmieniających się warunkach rynkowych czy transakcyjnych lub udzielać (bądź otrzymywać) rad odnośnie do danej strategii, co czyni z tego kanału szczególnie polecany dla bardziej kompleksowych instrumentów, jak kontrakty opcyjne stanowiące 62% handlu głosowego (Rime, Schrimpf, 2013).

Zastosowanie platform SBP także istotnie zmieniło sposób, w jaki transakcje walutowe były wcześniej rozliczane. Banki zaczęły stosować wysokozautomatyzowane procesy, które miały na celu nettowanie (w sposób wewnętrzny) transakcji z klientami, umożliwiając zarządzanie pozycjami w sposób netto (zamiast brutto) – to proces, który nosi nazwę *internalisation of customer flows*, co można przetłumaczyć jako „internalizacja przepływów pieniężnych" (Heath, Whitelaw, 2011). W konsekwencji proces ten doprowadził do mniejszego zapotrzebowania na

otwieranie odwrotnych (przeciwstawnych) pozycji na rynku dealerskim, ponieważ banki mogą obecnie tego dokonać wewnętrznie za pomocą transakcji z klientami.

Ostatecznie handel elektroniczny doprowadził do następujących istotnych zmian na rynku walutowym:

- nastąpiło obniżenie kosztów transakcyjnych mierzonych jako spread Bid-Ask;
- cena obecnie jest obliczana na podstawie ofert wielu podmiotów proces, który jest także znany jako fragmentacja płynności. Co prawda teoretycznie ceny pochodzące z wielu podmiotów powinny doprowadzić do braku efektywności cenowej i transakcyjnej, ale ze względu na możliwość przeprowadzenia transakcji z każdym z tych podmiotów następuje pewnego rodzaju agregacja efektywności;
- obserwowana jest, jak wcześniej podkreślono, większa koncentracja aktywności w ograniczonej liczbie banków, co wynika poniekąd z wpływu SBP na relację klient – bank w sposobie przeprowadzania transakcji walutowych;
- dzięki handlowi elektronicznemu występuje także mechanizm white labelling, w którym banki są dostawcami płynności za pośrednictwem innych większych banków. Jest to mechanizm, w którym dostawcami płynności są nie jedynie banki, ale również inne podmioty finansowe, polegający na tym, że np. bank oferuje swoim klientom płynność walutową, lecz po cenach oferowanych przez inne większe banki (niewidoczne dla klienta);
- znacznie trudniej jest określić granicę pomiędzy tradycyjnym rynkiem dealerskim a rynkiem pozadealerskim. Obecność podmiotów oferujących bezpośredni dostęp do rynku dealerskiego, np. DMA, czy nawet mechanizm white labelling doprowadza do tego, że każdy podmiot może być klientem innego podmiotu i w ten sposób stać się dawcą i biorcą płynności;
- handel elektroniczny, a w szczególności platformy SBP i MBP, doprowadził do istotnego wzrostu aktywności handlu banków ze swoimi klientami, która przewyższyła nawet aktywność handlu banków z innymi dealerami.
- handel elektroniczny doprowadził do wyłonienia nowych podmiotów na rynku walutowym lub podnoszenia istotności innych podmiotów, jak np. klientów detalicznych;
- podmioty detaliczne stały się bardzo ważne, w szczególności w przypadku niektórych krajów, jak np. Japonia, doprowadzając do zmian pewnych zachowań kursów walutowych na parze walutowej USD/JPY (Terada et al., 2008)[128]. Jeśli mowa dodatkowo o nowych podmiotach, to na uwagę zasługują podmioty handlu algorytmicznego, a w szczególności podmioty HFT.

[128] Badania wykazują, że klienci detaliczni mają skłonność do zawierania znacznie większej ilości transakcji „przeciwko jenowi" (długa pozycja w walucie obcej i krótka w JPY) niż np. w Stanach Zjednoczonych (Terada et al., 2008).