

## Beszámoló a 11. Pénzügyi piacok likviditása konferenciáról\*

Dobránszky-Bartus Katalin – Dudás Fanni – Lakatos Zsolt – Tóth Fanni

A 11. Pénzügyi piacok likviditása konferenciát 2020. november 26–27-én rendezték, a koronavírus-járvány következtében – az esemény történetében először – online formában. A konferenciát a korábbi évekhez hasonlóan az Budapesti Corvinus Egyetem (BCE) Pénzügyi, Számviteli és Gazdasági Jogi Intézetének Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszékén működő Pénzügyi Kutatóközpont (Financial Research Centre) és a Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont (KRTK) „Lendület” Játékelméleti Kutatócsoportja közösen szervezte. A Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék Alapítványa, mint arany fokozatú támogató mellett kiemelt szponzorációt biztosított a CFA Society Hungary, a KELER KSZF, az MSCI, a Morgan Stanley és az OTP Bank. A konferenciára mintegy 300-an regisztráltak, ebből nagyjából 100-an egyetemi hallgatók. A konferencia résztvevői között ott találjuk mind a hazai és nemzetközi tudományos világ szereplőit, mind a vállalati partnereket. A kétnapos konferencián – az előző évekhez hasonlóan – az előadások párhuzamos szekciókban zajlottak, kivéve a négy meghívott előadó prezentációját. A konferencián előadással az előadók révén 22 egyetem képviseltette magát, emellett banki szakértők, illetve kutatóintézetek munkatársai is részt vettek, fele-fele arányban a magyar és a külföldi szereplőkkel. Összesen 40 előadás hangzott el.

A konferenciát *Vastag Gyula*, a BCE tudományos rektorhelyettese nyitotta meg. Ezt követte az első plenáris szekció főelőadása, melyet meghívottként *Jonathan A. Batten*, a Melbourne-i RMIT Egyetem professzora tartott. Az előadó arra a kérdésre kereste a választ, hogy a koronavírus-válságot követően az éghajlatváltozás milyen hatást gyakorol a pénzügyi piacokra. Az előadás három fő vonal mentén épült fel: (1) bemutatta a szén-dioxid-kibocsátás sikeres kereskedelméhez szükséges árdinamikát, és hogy (2) hogyan kellene kezelnünk a zöld és alternatív befektetések árképzését és portfóliókezelését, különös tekintettel a társadalmilag felelős befektetési portfóliókra, valamint, hogy (3) hogyan vegyük figyelembe a szén-dioxid-intenzív iparágakból való átmenet szélesebb társadalmi következményeit. Az előadó szerint

---

\* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Dobránszky-Bartus Katalin a Budapesti Corvinus Egyetem Phd-hallgatója.

E-mail: [katalin.bartus@uni-corvinus.hu](mailto:katalin.bartus@uni-corvinus.hu)

Dudás Fanni a Budapesti Corvinus Egyetem Phd-hallgatója. E-mail: [fanni.dudas@uni-corvinus.hu](mailto:fanni.dudas@uni-corvinus.hu)

Lakatos Zsolt a Budapesti Corvinus Egyetem Phd-hallgatója. E-mail: [zsolt.lakatos@uni-corvinus.hu](mailto:zsolt.lakatos@uni-corvinus.hu)

Tóth Fanni a Budapesti Corvinus Egyetem Phd-hallgatója. E-mail: [toth.fanni@uni-corvinus.hu](mailto:toth.fanni@uni-corvinus.hu)

az elmúlt év bebizonyította, hogy a befektetők jelentős profitot érhetnek el környezettudatos, illetve stratégiai társadalmi felelősségvállalással (CSR-ral) rendelkező vállalatok értékpapír befektetéseiből. Az éghajlatváltozás a befektetők kockázati preferenciáinak megváltozása révén hatást gyakorol a kormányokra, a vállalatokra és a magánszemélyekre is. A befektetések elmozdulnak a biztonságos menedékeszközök (devizák, áruk és egyéb pénzügyi eszközök) felé. A kockázatkezelés megdrágul, mivel a volatilitás növeli a pénzügyi kockázat kezelésének költségeit, különösen a biztosítási típusú termékek, például a pénzügyi opciók és a kapcsolódó derivatívák esetében. Ugyanakkor Batten úgy véli, hogy ezek a költségek ellensúlyozhatók stratégiai pozíciók vállalásával, és több célt is megfogalmazott, ezek: hosszú távú stratégiák megalkotása a rövid távú volatilitás leküzdésére, együttműködés és partnerségi kapcsolatok kialakítása a deglobalizáció és az éghajlatváltozás regionális hatásainak mérséklésére, biztosítási és kockázati piacok fejlesztése, különösen az éghajlati kockázatok kereskedelme szempontjából, valamint a vállalati és a személyes átalakulás tervének megalkotása.

A plenáris előadást párhuzamosan futó szekciók előadásai követték. Az első nap délelőtti szekciók makrogazdasági, eszközárzási és vállalati pénzügyi kérdésekkel, valamint a pénzügyi piacokon zajló kereskedés és az információk kapcsolatát leíró előadásokkal foglalkoztak. Az *Információ és kereskedés* szekciónak méltó felvezetést adott a londoni Brunel Egyetem professzora, *James M Steeley* a piaci mikrostruktúra elemzéséről szóló előadása. Steeley és szerzőtársai elemzése bebizonyította, hogy a részleges információval rendelkező befektetők a tökéletesen informált befektetőkhez képest eltérő piaci viselkedést tanúsítanak. A kutatás során „laboratóriumi” piacokat alakítottak ki, 9 859 limitáras ajánlatot és 3 474 tranzakciót elemeztek. A hat informált és két likviditási kereskedőt folyamatosan frissülő piaci információval látták el a többször ismételt, háromperces kereskedési idő alatt. Rövidre eladás nem volt lehetséges, a kereskedés anonim, és az ajánlat megváltoztatása költségmentes volt. Az informált kereskedőket három típusba osztották, azok mindegyike, típusától függően kapott egy árjelzést. Az összesen háromféle árjelzés összegével módosították az eszköz árát. A likviditási kereskedők, ha nem teljesítették a kereskedési célt, büntetést kaptak. Az előadó rámutatott, hogy a kifizetődőbb megbízások azok, amelyek lehetővé teszik a befektetők számára a „rejtőzködő” stratégiát, vagyis azt, hogy döntéseiket úgy hozzák meg, hogy elrejtsek az általuk ismert (részleges) információt. Ez magyarázza, hogy a befektető az árszignál ellenében tesz ajánlatot, továbbá megerősíti a piaci elemzések következtetéseit is, mely szerint az ajánlattípusok korrelálnak, vagyis az előző ajánlat típusa hatással van az aktuális ajánlat típusára.

Az *Információ és kereskedés* szekciót a szekció elnöke, a Szingapúri Nemzeti Egyetem adjunktusa, valamint a CEU és Szingapúri Menedzsment Egyetemek vendégtanára, *R. Huszár Zsuzsa* zárta. Érdekes és rendkívül tanulságos előadása során *R. Huszár* bemutatta, hogy a tranzakciós költségek és a piaci kompenzáció milyen szerepet

tölt be a shortolók, vagyis a viszonylag jól informált kereskedők viselkedésében. Szerzőtársaival azt vizsgálta, hogy az árjegyzői kompenzációs programok, valamint a kereskedés költsége befolyásolja-e a piaci árak feltérképezését. 4 BATS kereskedési felületet vettek górcső alá: BZX Equities, EDGX Equities, melyek árjegyző piacok és BYX Equities és EDGA Equities, melyek invert piacok. Napi tranzakciós és kereskedési adatokat használtak 2010 és 2015 között, és a shortolás méréséhez a shortha eladott ügyletek teljes kereskedési volumenhez viszonyított arányát nézték. Az előadó kifejtette, hogy az alacsony költségű piacokon a short ügyleteket hajszoló trend egyértelműen megtérülést jelző tényező, valamint, hogy az új, feltörekvő kereskedési felületeken a likviditás mérése kihívást jelent, és ennek megfelelően a tradicionális adatszolgáltatókra való támaszkodás félrevezető lehet.

A kora délutáni párhuzamos szekciókban a pénzügyi piacokon megfigyelhető összekapcsoltság problémáiról, a szociális innovációkról, valamint a pénzügyi likviditás kérdéseiről zajlottak előadások. A csütörtöki napon mind a délelőtti, mind a délutáni szekciók során 4–4 előadást tartottak.

A konferencia első napját lezáró plenáris szekcióban *Thomas Walker*, a montreali Concordia Egyetem pénzügyi professzorának előadása hangzott el. Kutatótársaival Walker azt vizsgálta, hogy a természeti katasztrófáknak van-e hatásuk a bankok hosszú távú fizetőképességére a szabályozói alaptőke megfelelési mutatón, a számviteli sajáttőke arányon és egyéni bankjellemzőkön keresztül. Elemzésük 149 ország 9 928 bankjának adataira terjed ki 2000 és 2017 között. Három csatornán keresztül gyűrűzhet be a természeti csapások hatása a bankok életébe: 1) a jelzáloghiteleken keresztül, amelyek fedezete – az ügyfelek ingatlanjai – megsemmisülhet, és ezáltal a hitel behajthatatlanná válik; 2) közvetlen hatásokon keresztül, amelyek a pénzintézetek épületeinek közvetlen kárát jelentik; 3) a magasabb szabályozói kötelező tartalék előírásán keresztül, amely visszafoghatja a bankokat a hitelezéstől és ezáltal a gazdaságot a növekedéstől. Az eredmények szerint a GDP-arányos bekövetkezett károk nagysága szignifikáns negatív kapcsolatban áll a bankok hosszú távú fizetőképességével. Az egyedi tulajdonságok alapján a hatás azoknál a bankoknál a legnagyobb, ahol az okozott kár a GDP-hez viszonyítva relatíve nagy, illetve amelyeknek alacsony a piaci kapitalizációja. Az eredmények a bankok kockázatkezelési területe számára óriási jelentőséggel bírhatnak.

A pénteki napot a párhuzamos szekciók előadásai nyitották meg. Mind délelőtt, mind kora délután két párhuzamos szekcióban 3–3 előadásra került sor. A délelőtti szekciókban a zöld pénzügyek, illetve a kötvénypiacok kérdéskörével foglalkoztak az előadók. E szekciókat követte a 2020-as konferencia egyik legjobban várt előadása, melyet az idei év második főelőadója, *Mariassunta Gianetti*, a Stockholm School of Economics professzora tartott. Izgalmas és didaktikus előadása során bemutatta, segíthet-e a piaci fegyelem egy környezetileg és társadalmilag fenntarthatóbb gazdaság megvalósításában, valamint arra is kitért, hogy milyen mértékben működik

ez a piaci fegyelem. A bemutatott kutatás során 6 919 vállalatot elemeztek 2007 és 2016 között. Az eredmények azt mutatják, hogy a vállalatok környezeti és társadalmi (Environmental & Social, E&S) kockázata nőtt, ha csökkent az olyan intézményi befektetők tulajdonhányada, akiknek erős E&S preferenciái voltak, valamint csökkentek az eladások olyan országokban, ahol erős E&S preferenciák figyelhetők meg. Az előadás összefoglalásaként Gianetti kiemelte, hogy a piaci fegyelem működik, de szükség van hozzá a befektetők tudatos viselkedésére, valamint hangsúlyozta, hogy az értékelések során a vállalat környezeti és társadalmi szabályzásával kapcsolatos negatív hírek hatását felerősítik a befektetők bojkottjai és exitjei.

A délutáni szekciók során a bankszektor, illetve közgazdasági elméleteket érintő témákról zajlottak előadások. A péntek délutáni bankszakmai szekciót a konferencia egyik meghívott előadója, *Rafael Schiozer* nyitotta meg, aki a brazil FGV-EAESP pénzügyprofesszora, valamint a Brazil Nemzeti Kutatási Tanács kutatója és a likviditási konferencia visszatérő előadója. Fő területe a pénzügyi stabilitás és a bankrendszerek vizsgálata. Idei előadását a brazil vállalatok és a bankok közötti bilaterális devizafedezeti ügyletek költségének alakulásáról tartotta a köztük lévő hitelezői kapcsolat tükrében. A kutatás fő motivációja, hogy a bankok a közvetítésen túl sokféle szolgáltatást nyújtanak. Ilyen például a fedezeti ügylet, amellyel az exportőrök és importőrök a devizaárfolyam ingadozásai ellen védekezhetnek, a fejlődő országokban azonban ennek költsége igen magas. A brazil eredmények szerint önmagában a hitelezői kapcsolat megléte nincs hatással a fedezeti ügyletek költségére, azonban csökkenti az árrést, ha a kölcsönt amerikai dollárban nyújtották. A vállalatok nagyobb valószínűséggel kötnek olyan bankokkal derivatív ügyleteket, amelyekről korábban hitelt vettek fel, a bank-vállalat között fennálló erősebb kapcsolat tovább növeli ennek valószínűségét. Felhívta a figyelmet egy szabályozási változásra is, amely hatására a bankoknak költségesebbé vált devizaügyletet biztosítani az importőrök számára. Fennálló erős bank-vállalat kapcsolat mellett negatív kínálati sokk esetén alacsonyabb árrés érhető el.

A 2020-as likviditási konferenciát záró plenáris ülésen az utolsó előadást díszelőadóként *Paul Shrivastava* tartotta, aki a Penn State University professzora és az egyetem fenntarthatóságért felelős vezetője. Az előadás során Shrivastava a jóléti gazdaság és a pénzügy kapcsolatát elemezte az antropocén korban. Először ismertette az elmúlt évtizedek társadalmi-gazdasági trendjeit, és kiemelte, hogy fontos a hosszú távú és globális szemlélet. Az előadó ezen túl bemutatta a jóléti államok új szerepköreit is, amelyek feladata, hogy egyensúlyt teremtsenek a fenntarthatóság és a profitabilitás között abban a korban, amikor az emberi tevékenység hatása a Föld ökoszisztémáira jelentős és globális. Shrivastava a „jóléti” egyetemek jellemzésével zárta a prezentációját, amelyben kifejtette, hogy az ilyen egyetem négy fő területre fókuszál, amelyek a kutatás, az oktatás, a közösségi ismeretátadás és a hallgatói élet. Véleménye szerint fundamentális változásokat kell eszközölni az egyetemeknek,

hiszen például a kutatás területén jelenleg egy olyan modell működik, melyben a kutatók outputokat készítenek a világ problémaira adott tényleges megoldások helyett. Szerinte a jövőben az egyetemi kutatások integrált kutatások lesznek, és megoldási javaslatokat nyújtanak majd a valós problémákra.

A konferenciát *Dömötör Barbara*, a Budapesti Corvinus Egyetem Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszékének docense és a konferencia szervezőbizottságának elnöke zárta, és kifejezte abbéli reményét, hogy a következő évben a konferencia már a korábbi évekhez hasonlóan, fizikai formában kerül megrendezésre. Megköszönte továbbá az előadók munkáját és a hallgatóságnak az online részvételt, és bejelentette, hogy a 12. Pénzügyi piacok likviditása konferenciát 2021. november 11-én és 12-én rendezik, valamint a konferenciára való jelentkezést megnyitották (<http://afml.uni-corvinus.hu>).