

Beszámoló a 13. Pénzügyi piacok likviditása című konferenciáról*

Varga Erzsébet Teréz – Vidovics-Dancs Ágnes

2022. november 10–11-én a Budapesti Corvinus Egyetem (BCE) tizenharmadik alkalommal rendezte meg és adott otthont az Éves Pénzügyi Piacok Likviditása Konferenciának¹, Magyarország egyik legfontosabb nemzetközi pénzügyi konferenciájának. A konferenciát a korábbi évekhez hasonlóan a Budapesti Corvinus Egyetem Pénzügy Intézete és a Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont „Lendület” Játékelméleti Kutatócsoportja szervezte. A Befektetések és Vállalati Pénzügyek Tanszék Alapítványa mint arany fokozatú támogató mellett ezüst fokozatú szponzorációt biztosított a KELER KSZF, a Morgan Stanley és az OTP Bank. 2022-ben a konferenciát már másodszor rendezték meg hibrid formában, így a mintegy 130 regisztrált résztvevő online is részt vehetett, de a többség személyesen volt jelen az egyetem kampuszán. Az Éves Pénzügyi Piacok Likviditása Konferencia egyedülálló lehetőséget kínál a világ minden tájáról érkező résztvevők kutatási hálózatának felfrissítésére és további bővítésére. Közülük sokan már rendszeres előadói és résztvevői a konferenciának, ami interaktív atmoszférát biztosít.

A konferencia mindkét napja plenáris előadásokkal kezdődött (az első azzal is záródott), amelyeket különböző témákban tartott párhuzamos szekciók követtek. Az első nap párhuzamos szekciói a következő témákat érintették: Piaci és finanszírozási likviditás; Banki és partnerkockázat; Vagyonkezelés; Banki, katasztrófa- és rendszerkockázat; valamint Környezet, társadalom és irányítás (ESG). A második nap párhuzamos szekcióinak témái a következők voltak: Likviditás és származtatott termékek piaca; Banki és hitelkockázat; Piaci minőség; Empirikus eszközárzási módszerek; Piaci mikrostruktúra. A párhuzamos szekciókba a tudományos bizottság 40 hosszabb (30 perces) és 15 rövidebb (15 perces) előadást fogadott el. Emellett három vitaindító előadás és öt meghívott szakértő által tartott előadás is elhangzott. Az előadók közel kétharmada külföldről érkezett.

A nyitó plenáris ülésen az első előadást Darrell Duffie, a Stanford Egyetem Graduate School of Business professzora tartotta, aki az amerikai kincstári értékpapírok és más államkötvénypiacok likviditásáról beszélt. Emlékeztetett arra, hogy 2020

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

Varga Erzsébet Teréz: Budapesti Corvinus Egyetem, egyetemi adjunktus. E-mail: erzsebet.varga@uni-corvinus.hu
Vidovics-Dancs Ágnes: Budapesti Corvinus Egyetem, egyetemi docens. E-mail: agnes.dancs@uni-corvinus.hu

¹ https://www.uni-corvinus.hu/contents/uploads/2022/11/AFML_book_of_abstracts_final3.804.pdf

márciusában, miután az Egészségügyi Világszervezet (WHO) globális világjárvánnyá nyilvánította a Covid19-járványt, minden likviditási mutató drámaian romlott ezeken a piacokon. A probléma olyan súlyos volt, hogy be kellett látnunk, ezek a piacok működésképtelenné váltak. De hogyan történhetett meg, hogy a világ leglikvidebb piaca, az Egyesült Államok állampapírpiaca működésképtelenné vált? Duffie több lehetséges okot is említett, többek között a piac szerkezetét és a szabályozási kérdéseket. Az egyik fontos jellemző a kereslet és a kínálat alakulása közötti különbség volt. A kint lévő állampapírok állománya folyamatosan nőtt, a legnagyobb kereskedők mérlegeiben azonban csökkent a mozgástér a nagy pénzügyi válságot követő szabályozási változások miatt. Egy normál likviditású napon a kereslet és a kínálat között hatékony egyensúlyt lehet elérni. Ez az egyensúly azonban nem érhető el egy olyan napon, amikor a készpénz iránti roham miatt megnő a rendszerszintű likviditási igény („dash-for-cash”), mivel ilyenkor a mennyiség meghaladja azt az összeget, amelyet a kereskedők mérlege elbír. A WHO nyilatkozata után a Fed hatalmas mennyiségű állampapírt vásárolt, de lehet, hogy nem ez volt a legjobb megoldás, mivel felvetette az erkölcsi kockázat kérdését, és feszültséget okozhatott volna a monetáris politikai intézkedésekkel kapcsolatban. Az előadás több irányvonalat is felvázolt az államkötvénypiacok stabilitásának és kapacitásának javítására vonatkozóan. A központi elszámolás például megszüntetné a láncreakciókat az államkötvények piacán. Továbbá a bankok tőkeáttételi mutatójára vonatkozó szabályt felülvizsgálhatnák anélkül, hogy az ágazat stabilitása veszélybe kerülne. Az árinformációk nyilvánosságra hozatala növelhetné e piacok átláthatóságát és hatékonyságát. Végezetül a központi bankoknak meg kellene különböztetniük a mennyiségi lazítást célzó (azaz monetáris politikai célú) vásárlásokat a piaci funkciójú vásárlási programoktól.

A délutáni ülészakban két meghívott előadó tartott előadást. *Thomas Walker*, a Concordia Egyetem professzora online csatlakozott a *Banki, katasztrófa- és rendszerkockázat* szekcióhoz. Előadásában a *Yixin Xuval*, *Dieter Gramlichhal* és *Yunfei Zhaoval* közösen írt tanulmányukat mutatta be. Az Egyesült Államokban 2000 és 2014 között bekövetkezett 187 nagy természeti katasztrófa és egy 2891 bankból álló minta segítségével megvizsgálták, hogy a katasztrófakárok befolyásolják-e, és ha igen, hogyan, a bankok jövedelmezőségének és fizetőképességének egyes mutatóit. A különböző típusú bankok (helyi, regionális és országos) megkülönböztetése mellett a banki betétek állami szintű bontását használták fel annak vizsgálatára, hogy hogyan reagálnak a bankok a károokra, és ezt azon államok GDP-jével súlyozták, amelyekben működnek. Megállapították, hogy a természeti katasztrófák erőteljes hatást gyakorolnak a bankok nettó eszközarányos nyereségére és nettó sajáttőke-arányos nyereségére, valamint az értékvesztett hiteleikre és az átlagos eszközarányos megtérülésre. Emellett jelentős hatást figyeltek meg a saját tőke és az alapvető szavatolótőke-megfelelési mutatóra is. Érdekes módon ez utóbbi kedvezően hatott a regionális bankokra, amelyek a jelek szerint profitálnak a letéti őrzéshez, a katasztrófa utáni helyreállításra irányuló kormányzati kifizetésekhez és

a biztosítási kifizetésekhez kapcsolódó megnövekedett ügyfélbetétekből és a csökkenő forráskivonásokból. Ugyanakkor a katasztrófák jelentős negatív hatást gyakorolnak a helyi vagy országos szinten működő bankokra.

Rose Liao, a Rutgers Egyetemről szintén online vett részt a délutáni, ESG-vel foglalkozó szekcióban. *Xiaoxue Huval* és *Dongxu Livel* közösen végzett munkájukat mutatta be, amelyben azt vizsgálták, hogy a multinacionális vállalatok hogyan terjeszthetik az ESG-gyakorlatokat a szigorúbb ESG-politikával rendelkező külföldi országokban működő leányvállalatokon keresztül. Egy külföldi ország ESG-re vonatkozó szigorúságában bekövetkező szabályozási változásokat exogén sokkhatásként használva azt találták, hogy a szigorúbb ESG-politikával rendelkező országokban leányvállalatokkal rendelkező multinacionális vállalatok számottevően növelték K+F-beruházásaikat, több zöld találmányt hoztak létre a hazai tevékenységükben, és magasabb ESG-besorolással rendelkeztek. Azokban a városokban, ahol több multinacionális vállalat van kitéve a külföldi ESG-szabályozások változásainak, nagyobb mértékben csökken a légszennyezőanyag-kibocsátás. Eredményeik összhangban vannak azzal az érveléssel, miszerint valószínűleg az a jelenség, hogy a multinacionális vállalatok támogatják és terjesztik az ESG-gyakorlatokat az országok között, biztosítja a finanszírozáshoz való hozzáférést egy szigorú ESG-szabványokkal rendelkező külföldi országban.

Az előző évhez hasonlóan az esti plenáris ülészak *Yakov Amihud*, a New York-i Egyetem Stern School of Business professzorának előadásával kezdődött, aki több mint 42 000 Google Scholar hivatkozást tudhat magáénak. *Viral V. Acharyával*, *Heitor Almeidaival* és *Ping Liuval* közösen készített tanulmányukról tartott online előadást. Kutatásuk kiterjed a vállalati pénzügyi politikák értékelésére, az egyesületekre és felvásárlásokra, a nyilvános tőzsdéi kibocsátásokra, a vállalati összeolvadások céljaira, valamint az osztalékpolitikára. Az előadó kitért az operatív fedezeti ügyletek (például az ügyfelekkel szembeni kötelezettségek nem teljesítésének elkerülése) és a pénzügyi fedezeti ügyletek közötti vállalati választásra, és elmagyarázta, hogy ez hogyan kapcsolódik a likviditáshoz. Fontos megjegyezni, hogy a pénzügyi fedezeti ügylet itt a vállalati készpénzben kifejezett likviditására vonatkozik, szemben a tőkepiaci likviditással, amely az értékpapírok kereskedelmének elősegítésére utal. Egy magasabb nemteljesítési kockázattal rendelkező vállalat – ami magasabb hitelkockázati felárakban tükröződik – kevesebbet költ működési fedezeti ügyletekre. Így a likviditásért folyó küzdelem a pénzügyi kockázat vagy a működési kockázat elhárítása között zajlik. Az eredményeik azt mutatják, hogy pozitív kapcsolat áll fenn a vállalat működési haszonkulcsa (markup) és a pénzügyi tőkeáttétel, valamint a markup és a hitelfelár között. Ez utóbbi kapcsolat erősebb a pénzügyileg korlátozott vállalatok esetében. A professzor empirikus bizonyítékokat mutatott be a kapcsolat alátámasztására a működési fedezeti ügyletek két megközelítésével (nevezetesen a készletek és az ellátási lánc diverzifikációjának alkalmazásával),

a recessziót és a globális pénzügyi válságot mint a működési és hitelkockázatokat érintő exogén, korrelált sokkokat használva.

A második nap a tavalyi konferenciához hasonlóan *Jonathan Batten*, az ausztráliai RMIT Egyetem pénzügytan professzorának előadásával kezdődött. Batten felhívta a figyelmet egy, a *Nature* folyóiratban nemrégiben megjelent vezércikkre, amely szerint az ENSZ Társadalmi Fejlesztési Céljainak (SDG) témája még mindig nem tartozik a fejlett gazdaságok kiemelt kutatási területei közé, és áttekintést adott a pénzügyi piacokon az utóbbi néhány évben tapasztalt legfontosabb tendenciákról. E kérdések megvitatása és elemzése széles körben zajlik. Ugyanakkor a professzor hangsúlyozta, hogy a kutatásokat át kellene értékelni, és ki kellene terjeszteni a tágabb értelemben vett hatásokra, többek között az SDG-re is. Az SDG-eket érintő publikációk száma gyorsan növekszik, de a közgazdaságtan, az ökonometria és a pénzügyek aránya még mindig nagyon alacsony. Egy zöldkötvényekkel kapcsolatos, legújabb kutatási trendet szemléltető esettanulmány példaként szolgált arra, hogy az azonosítás, a módszerek és az adatok mennyire problematikusak tudnak lenni ezeken az újszerű területeken. Előadását azzal zárta, hogy felsorolt néhány olyan, a fenntartható fejlődési célokkal kapcsolatos pénzügyi témát, amelyek ösztönözhetik és remélhetőleg ösztönözni is fogják a kutatókat, hogy foglalkozzanak velük.

A plenáris ülés nyitóelőadását az utolsó fő előadó, *Mariassunta Giannetti*, a Stockholm School of Economics pénzügytan professzorának online előadása követte. A professzor a *Nickolay Gantchev*vel és *Rachel Livel* közösen végzett kutatását mutatta be, amely a fenntarthatóság és a teljesítmény közötti kompromisszumra helyezte a hangsúlyt. Megjegyezte, hogy a befektetők a fenntarthatóságot gyakran a jó jövőbeli teljesítmény mutatójának tekintik. E szempont elemzéséhez a Morningstar fenntarthatósági besorolását (más néven Globe Rating) használták. Korábbi tanulmányok azt is megállapították, hogy a legmagasabb fenntarthatósági besorolással rendelkező alapok e minősítések megszerzése után megnövekedett tőkebeáramlást tapasztaltak. Következésképpen az alapkezelők a magasabb besorolás elérése érdekében növelték a fenntartható részvények arányát a portfólióikban, ami csökkenő hozamokat eredményezett ebben a szektorban. Ez az a pont, ahol a fenntarthatóság és a teljesítmény közötti kompromisszum hangsúlyossá válik. Mivel úgy tűnik, hogy hosszú távon a teljesítmény fontosabb a befektetők számára, ezért csökkent a portfóliókezelők motivációja arra, hogy javítsák a fenntarthatósági besorolásukat. Giannetti professzor következtetése szerint a fenntarthatósági besorolások irrelevánssá válhatnak a befektetési döntésekben.

A plenáris ülést három párhuzamos szekció követte. A délelőtti Banki és hitelkockázati szekcióban két meghívott előadó tartott előadást. Az első *Igor Lončarski*, a Ljubljani Egyetem Pénzügy Tanszékének docense volt, aki az *Ursula Slapnikkal* közösen végzett, a hitelminősítési jelentésekből származó, szövegalapú bizonyítékokat felhasználó munkájukat mutatta be. Az államadósság-minősítések meghatározó

tényezőivel foglalkozó szakirodalmat tekintve ezek a jelentések két részre oszthatók. A minősítésnek van egy olyan része, amelyet a kvantitatív adatok nem tudnak megmagyarázni. Lehet ez egyfajta részrehajlás, azért, mert ezeket a minősítéseket emberek vagy hitelminősítő bizottságok adják? Vagy alapvetően olyan puha információkról van szó, amelyeket a más forrásokból származó kvantitatív adatok nem tudnak megragadni? Korábbi kutatások azt mutatták, hogy ezek a torzítások két irányban jelentkeznek: a fejlett gazdaságok hitelbesorolása pozitív irányba torzított, a fejlődő gazdaságok viszont hátrányos helyzetben vannak, és besorolásuk negatív irányba torzított. Lončarski elemzésének két legfontosabb hozadéka a pénzügyi szakirodalomban a módszertan, a szöveges hangulatelemzés (ezt már korábban is alkalmazták hitelminősítésekre, de az államadósság szintjén még nem), valamint az államadósság-minősítések meghatározó tényezőinek jobb megértése. Az adatokat a három nagy hitelminősítő intézettől, a Moody's-tól, az S&P-től és a Fitch-től gyűjtötték. Az 1996–2018 közötti időszakban a skálán a befektetési fokozattól egészen a spekulatív fokozatig terjedő 35 fejlett és 63 feltörekvő ország esetében véletlen-hatás logit modell segítségével bizonyítékot találtak arra, hogy a szubjektivitási pontszám olyan kiegészítő információt nyújt, amelyet az államadósság-minősítések korábban azonosított, meghatározó tényezői nem tudtak megragadni, még a politikai kockázat, az intézményrendszer szilárdsága és a lehetséges torzítások ellenőrzése után sem. A két- és többváltozós elemzések eredményei megerősítik a feltörekvő és a fejlett gazdaságok között tapasztalt, a 2008-as globális pénzügyi válság előtti és utáni szöveges hangulati és a szubjektivitáson alapuló elemzések terén mutatkozó különbségeket.

A következő meghívott előadó a Banki és hitelkockázati szekcióban *Alexander Szimayer*, a Hamburgi Egyetem pénzügytan professzora volt, aki egyben a szekció elnöki tisztét is betöltötte. A professzor egy *Antje Berndt*tel és *Mick Schaeffer*rel közösen készített tanulmányt mutatott be. Szimayer véleménye szerint a válságok mindig hoznak valami pozitívumot, mivel megtanítanak minket arra, hogyan kerülhetjük el, hogy egy hasonló eset újra megtörténjen. A kormányzat szempontjából a bankok fizetéseképtelenségének egyik átmeneti kényszermegoldása a bajba jutott bankok megmentése a pénzügyi rendszer stabilitásának megőrzése érdekében. Egy másik lehetőség a korai beavatkozás, ami rugalmasabb pénzügyi rendszerhez vezet. Természetesen az intézkedéseknek a közvélemény számára is elfogadhatónak kell lenniük, ezért a fellépésekkel kapcsolatos költségeket ellenőrizni, esetleg valamilyen módon korlátozni vagy minimalizálni kell. A „túl nagy ahhoz, hogy csődbe menjen” elv helytelen ösztönzőkhöz vezetne. A kutatás alapvető célja, hogy megoldást találjon a bankok fizetéseképtelenségére, nem csupán mentőcsomag, hanem alapvetően korai beavatkozások segítségével. A kulcskérdés a korai intervenciók rendszerhez illeszkedő politika. A szerzők egy dinamikus strukturális modellt javasoltak a banki adósságok és a saját tőke értékelésére, amely lehetővé teszi a kormányzati beavatkozás lehetőségét mind a fizetéseképtelenség előtt, mind pedig fizetéseképtelenség

esetén. Zárt alakú megoldásokat vezetnek le a banki eszközök optimális fizetésképtelenségi küszöbértékére vonatkozóan, és meghatározzák azt az intervenciós rendszert, amely minimalizálja a kormányzatnak a fizetésképtelenség előtti esetleges tőkeinjekciókkal és a fizetésképtelenség esetén a bankoknak juttatott mentőcsomaggal kapcsolatos költségeit. Bizonyos szabályozási követelményeknek, például a tőkemegfelelési mutatónak mindig egy adott szint felett kell maradnia. Mi történik, ha ez nem teljesül? Ekkor megkezdődhet a korai beavatkozás, és korlátozásokat lehet bevezetni: az osztalékfizetés csökkenthető vagy akár fel is függeszthető. A szerzők dokumentálták, hogy a korai intervenciós rendszerek, különösen azok, amelyek a meglévő részvényesek és a kormányzat közötti költségmegosztást írják elő, csökkenthetik a kormányzatnak a fizetésképtelen bankok megmentésével kapcsolatos költségeit. Modelljük alapvetően az intervenciós rendszerek meghatározott változatainak jellemzésére alkalmas. A következő lépés az optimális intervenciós rendszer meghatározása, amelyben a költség és a haszon egyensúlyban van.

A 14. Pénzügyi piacok likviditása konferencia megrendezésére 2023. november 9-én és 10-én kerül sor. (<http://afml.uni-corvinus.hu>). Idén a Budapesti Corvinus Egyetem csak személyes részvétel lehetőségével ad otthont a konferenciának. A konferencia a világ pénzügyi szakembereit gyűjti egybe Budapesten, kivételes lehetőséget biztosítva a kutatások bemutatására és megvitatására, új ötletek és megoldások generálására és kidolgozására.