

Konferencia a pénzügyi piacok likviditásáról

Fifth Annual Financial Market Liquidity Conference,
2014 (AFLM–2014). BCE Befektetések és Vállalati Pénzügy
Tanszék–MTA KRTK Játékelméleti Kutatócsoport*
Budapest, 2014. november 20–21.

A pénzügyi piacok likviditásának témakörében immár ötödik alkalommal megrendezett konferenciára 190-en regisztráltak, köztük 40 diák (az ország bármelyik egyeteméről lehetett jelentkezni motivációs levéllel). A konferencia angol nyelven zajlott, a hazai és a nemzetközi tudományos és üzleti élet vezető szereplőivel, a következő meghívott előadókkal: *Yakov Amihud* (New York University, Stern School of Business, kiemelt előadó), *Carlo Acerbi* (Morgan Stanley Capital International, MSCI), *Gabrielle Demange* (Paris School of Economics), *Eisler Zoltán* (Capital Fund Management), *Peter Feldhütter* (London Business School), *Kondor Péter* (Central European University), *Kondor Imre* (Parmenides Foundation), *Fabrizio Lillo* (Scuola Normale Superiore di Pisa), *Rosario N. Mantegna* (Central European University).

A konferencia első előadója *Carlo Acerbi* volt, aki mind az öt eddig szervezett konferenciát aktív részvételével és előadásával erősítette. Kutatásának gyakorlati jelentőségét bizonyítja, hogy eredményeit figyelembe vették a legújabb bázeli szabályozás során is. Legfrissebb cikkében (amelyet elő is adott a konferencián) az *expected shortfall* (kockázati mérték, amely a legrosszabb néhány százaléknyi potenciális veszteség átlaga) utótesztelhetőségét (*backtesting*) tisztázta.

A konferencia vitaindító előadását *Yakov Amihud*, a New York University pénzügytan-professzora tartotta. Arról beszélt, hogy a részvények árazásában hogyan játszik szerepet a részvények piaci likviditása. Tőzsdei adatokon mutatta meg, hogy míg a likviditási válságban a likviditás hiánya jelentősen módosítja a részvények árát, addig nyugodt időszakokban ezt szinte el is felejtik a befektetők. Az előadást követően arról beszélt, hogy sokat kutatott téma a számviteli gyakorlat hatása a likviditásra – például az, hogy az Egyesült Államokban mennyire hat a piaci likviditásra (így a részvényektől elvárt hozamra is) az éves beszámoló közzététele, az információk időközi nyilvánosságra hozatala.

Az előadások ismét betekintést nyújtottak a pénzügyi piacok néhány aktuális kutatási kérdésébe. Az egyik témakör a piaci likviditás és a kereskedési mintázatok összekapcsolása a piaci szereplők alkotta hálózat alakjával. Hatással van-e a

* A Budapesti Corvinus Egyetem Pénzügyi, Számviteli és Gazdasági Jogi Intézetének a Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszékén idén megalakult Financial Research Centre szervezete közösen az MTA KRTK Lendület Program Játékelméleti Kutatócsoportjával.

kereskedés alakulására és a mikrostruktúrára, hogy miként kapcsolódnak egymáshoz a tőzsdei kereskedők? A kérdés vizsgálatához *Rosario N. Mantegna* és szerzőtársai a finn tőzsde adatbázisát felhasználva az ajánlati könyves piacok szereplőinek kereskedési viselkedését összekötötték a szereplők közötti hálózat szerkezetével. A tőzsdei azonnali ajánlatok árhatása a hálózatoktól függetlenül, továbbra is érdekes vizsgálati téma. *Fabrizio Lillo* előadásában két tanulmányát is bemutatta, mindkettő a nagyméretű ajánlatok áreltérítő hatásainak tulajdonságait elemezte. Ehhez kapcsolódott *Kondor Imre* előadása is, aki az árhatások banki szabályozásának módszertani lehetőségeit járta körül. Központi kérdése, hogy miként illeszthető be a pénzügyi szereplők által tartott portfóliók kockázatának mérésébe az a tény, hogy a portfólió kiigazításakor az eszközök adásvétele megváltoztatja az eszköz árát. A jelenség a piacon bevezetésre kerülő kockázati mérték (expected shortfall) kezelése miatt érdekes.

A finanszírozás, a kockázat és a hálózatok játszottak központi szerepet *Gabrielle Demange* kutatásában is. Demange a pénzügyi fertőzés mint rendszerkockázat egy mérőszámát dolgozta ki játékelméleti megközelítésben, amely a fertőzésnek való kitettséget tükrözi.

A CDS- (hitelderivatíva-) piacok megjelenése vetette fel azt a kérdést, hogy a CDS-ek árai vagy a kötvénypiaci hozamfelárak tükrözik jobban a kötvényki-bocsátó vállalatok csődvalószínűségét. A két piac mikrostruktúrája és árazási technikája nagy eltéréseket mutat. *Peter Feldhütter* és szerzőtársai különbségekre derítenek fényt: a kötvényfelár jobban jelezheti előre magát a csődöt, míg a CDS-ár inkább a piaci vélekedéseket tükrözi. A likviditás hatása a derivatívák áraira is népszerű kutatási téma. *Philipp Grueber* a finanszírozási likviditás függvényében méri az ETF (*Exchange Traded Funds* – az indexet másoló termékek) piacán lévő arbitrázsörök aktivitását, ami nagyban hat az árakra is. Grueberhez hasonlóan *Zhiping Zou* az indexek opciós piacain vizsgálta a finanszírozási likviditás és a piaci likviditás közötti kapcsolatot. *Barbara Będowska-Sójka* a varsói tőzsdei árakban látható ugrások okaival foglalkozott. Azt találta, hogy a közzétett híreknek és a likviditás hiányának egyaránt szerepe van a megfigyelt ugrások létrejöttében, ami nagyban hat az árakra is.

Kondor Péter idén Kőszegi Botonddal írt tanulmányukat ismertette előadásában. Közgazdasági elemzésük a pénzügyi innovációk eladását a bank és a befektető közötti aszimmetrikus helyzet keretén belül vizsgálja. A helyzet akkor válik érdekessé, amikor a kisbefektetőknek vonzóznak tűnő termék nem úgy működik, mint ahogy ezek a nem szakmai vásárlók gondolják. Modelljükben a bankok a piaci ár fölött tudnak eladni pénzügyi innovációkat, kihasználva azok marketingértékét.

Ebben az évben ismét betekintést nyerhettünk a régió pénzügyi közvetítő rendszerének néhány fő gazdaságpolitikai, üzletpolitikai kérdéseibe is. *Székely P. István* a régióban működő bankok szerkezetének átalakításairól és az új trendekről beszélt. *Kuti Zsolt* a magyar államkötvényeket vásárló befektetők összetételét elemezte. *Öcsi Béla* a Bázeli-III. likviditási mutatók (például a likviditás fedezeti ráta, LCR) banki mérlegre való hatására hívta fel a figyelmet. Bankszabályozáshoz kapcsolódott *Eisler Zoltán* előadása is, aki arra a gyakorlati kihívásra mutatott rá, hogy az amerikai

szabályozás (Dodd–Frank-törvény) értelmében a legtöbb pénzügyi eszköz kereskedését át kell terelni elektronikus formába.

A konferencia idén is elérte a célját: erősíteni a tudományos és a gyakorlati pénzügyi élet szereplői közötti kapcsolatot, továbbá barátságos, interaktív környezetben megvitatni a legfrissebb, likviditáshoz kapcsolódó eredményeket.¹

A következő konferencia 2015. november 19–20-án lesz. Olyan gyakorló szakembereknek és vezetőiknek is ajánljuk a részvételt, akik érteni és ismerni szeretnék a piaci igények által generált kérdésekre a tudomány által adott legfrissebb válaszokat. További hasznos információ található a konferencia honlapján: <http://liquidityconference.uni-corvinus.hu/>.

Csóka Péter–Havran Dániel–Váradi Kata

¹ Köszönjük szponzoraink (Befektetések és Vállalati Pénzügyi Tanszék Alapítványa, Pallas Athéné Domus Scientiae Alapítvány, Morgan Stanley, ISC Alapítvány, CFA Society Hungary, MTA Lendület Program, MSCI, Keler KSZF Zrt., EFFAS, Bankárképző) támogatását.

Csóka Péter, BCE Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék és MTA KRTK Játékelméleti Kutatócsoport.

Havran Dániel, a Magyar Tudományos Akadémia Posztdoktori Kutatói Program 2013 ösztöndíjasa. MTA KRTK KTI, BCE Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék.

Váradi Kata, BCE Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék.