

1.

Az értékpapírpiacok szintje történelmi perspektívában

Amikor Alan Greenspan, az amerikai jegybank szerepét betöltő washingtoni székhelyű Federal Reserve (Fed) elnöke 1996. december 5-én egy amúgy higgadt beszédében először használta az „*irrational exuberance*” (tőzsdemámor) kifejezést a tőzsdei befektetők viselkedésének jellemzésére, a világ közvéleménye szinte belekapaszkodott ezekbe a szavakba. A tőzsdei mutatók hirtelen zuhanni kezdtek. Japánban a Nikkei index 3,2 százalékkal csökkent; Hongkongban a Hang Seng 2,9 százalékkal; Németországban a DAX 4 százalékkal. Londonban a FT-SE 100 index -4 százalékon is állt a nap folyamán, s az Egyesült Államokban a Dow Jones 2,3 százalékos csökkenést mutatott a kereskedés megkezdése előtt. Az „*irrational exuberance*” gyorsan Greenspan leghíresebb idézetévé vált – szállóige mindenki számára, aki követi a piac alakulását.

Miért reagált a világ ilyen hevesen ezekre a szavakra? Egyes vélemények szerint azért, mert bizonyítéknak tűntek, hogy a Federal Reserve hamarosan szorítani fog monetáris politikáján, s a világ csupán a valószínűsíthető lépések prognózisaira reagált. Ez azonban még nem magyarázza azt, hogy miért emlékszik a közvélemény erre a kifejezésre most, évekkel később is. Én azt hiszem, az ezekre a szavakra jelentkező reakció tükrözi a közvélemény aggodalmát, miszerint az árak a piaclelektan hatására valóban szokatlanul és tarthatat-

lanul magasra hágtak. Greenspan szavai annak lehetőségét sugallják, hogy a tőzsdei árak zuhannak – vagy legalábbis a tőzsde már nem lesz olyan ígéretes befektetés.

A történelem bizonyára hitelt ad ennek az aggodalomnak. E fejezetben átnézzük a történelmi feljegyzéseket. Noha eléggé belemegyünk majd a részletekbe, javasolom, hogy kövessék a gondolatmenetet, mert a részletek igen hasznos kontextusba helyezik a jelenlegi helyzetet.

Piaci csúcspontok

Történelmi mércével mérve az Egyesült Államok értékpapírpiacon hihetetlen magasságokba szárnyalt az utóbbi években. Ezek az eredmények azt a képet keltették a befektetőkben, hogy e magas árfolyamok – sőt talán még magasabbak is – a belátható jövőben fennmaradnak. Ám ha a magas piaci árfolyamok történelmét iránymutatónak fogadjuk el, a közvélemény az elkövetkezendő években igen nagyot fog csalódnai a tőzsde teljesítményében.

Nem sokkal az új évezred beköszönte előtt példátlan növekedés következett be, amelynek hatására a tőzsdeindexek szárnyalni kezdtek. A Dow Jones 1994 elején 3600-on állt. 1999-re elhagyta a 11 000 pontos határt, vagyis öt év alatt megtriplázódott, ami a tőzsdei árfolyamok teljességére vonatkoztatva 200 százalékos jelent. A 2000. év elején a Dow elhagyta a 11 700 pontot is.

Ugyanebben az időszakban azonban az alapvető gazdasági mutatók máshol nem triplázódtak. Az amerikai keresetek és a GDP kevesebb, mint 30 százalékkal nőttek, ám ennek fele az inflációnak volt köszönhető. A vállalatok nyeresége kevesebb, mint 60 százalékkal nőtt, de csak az átmeneti recessziós bázishoz képest. Az adatok fényében a tőzsdei árak szárnyalása indokolatlannak és garancia nélkülinek látszik, s nem valószínű, hogy sokáig fog tartani.

Ugyanebben az időszakban sok más országban is emelkedtek a tőzsdei árfolyamok. 1994 és 1999 között Franciaországban, Németországban, Olaszországban, Spanyolországban és az Egyesült Királyságban az árak nagyjából megduplázódtak. Ugyanez történt Kanadában is, Ausztráliában pedig másfélszeres növekedés következett be. Az ázsiai (hongkongi, indonéziai, japán, malajziai, szingapúri és dél-koreai) és a latin-amerikai (brazíliai, chilei, mexikói) tőzsdék számottevő nyereségre tettek szert 1999-ben. Azonban sehol máshol nem zajlott le olyan óriási növekedés 1994 óta, mint az Egyesült Államokban.*

Ugyanebben az időszakban a családi házak árai szintén nőttek, de nagyobb mértékben csak néhány városban. 1994 és 1999 között az átlagos lakásár-növekedés 10 nagy amerikai városban csak 9 százalékos volt. Ez a drágulás tehát nem követi az Egyesült Államok tőzsdéjén végbement ugrást.¹

Fontos kérdéseket vet fel az amerikai részvényárak jelenlegi magas szintje és azok az elvárások, melyek szerint ezt a szintet fent lehet tartani, sőt növelni lehet a közeljövőben. Tudnunk kell, hogy az ugyanilyen történelmi periódusokhoz hasonlóan most is negatív teljesítmény fogja-e követni a piac szárnyalását. Határozottan tudnunk kell, hogy a növekedés, ami ide juttatott minket, vajon tényleg egy *spekulációs buborék* következménye-e – vagyis az árak fenntarthatatlan növekedése, amelyet a befektetők vásárlási viselkedése okozott –, nem pedig hiteles és valós információ az értékekről. Röviden, fel kell ismernünk, ha a befektetők által a piacnak tulajdonított érték valójában nem létezik – mindezt azért, hogy korrigálhassuk a terveinket és gondolkodásunkat.

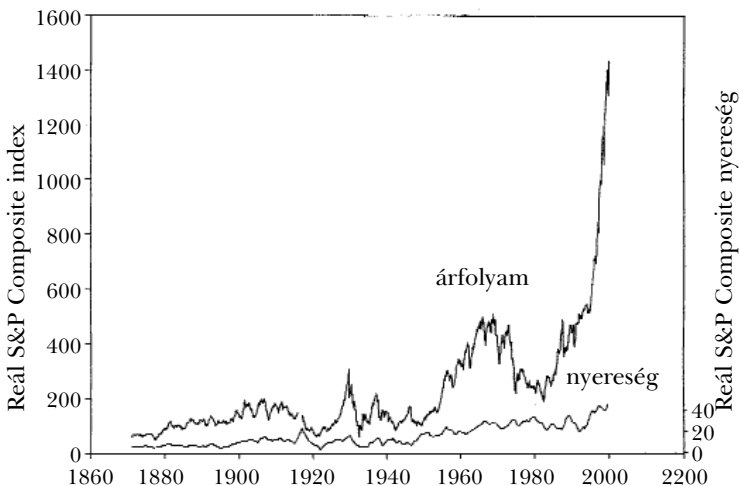
* A szerző könyvében a kelet-közép-európai értékpapírpiacon csak érintőlegesen foglalkozik. Valójában ezeken a tőzsdéken is hasonló volt az árfolyam-emelkedés, sőt a magyar BUX-index emelkedése még meg is haladta a Dow növekedését – *a magyar kiadás szerkesztője.*

Egy pillantás az adatokra

Az 1.1. ábra az Egyesült Államokban a havi reál Standard and Poor (S&P) Composite indexet mutatja (a fogyasztói árindexet használva az inflációs változások korrigálására) 1871 januárjától 2000 januárjáig (felső görbe), az ugyanerre az időszakra eső S&P reálnyereségekkel (alsó görbe).² Az ábra segítségével az Egyesült Államok tőzsdéjének jelenlegi szintjét egy igazán távoli perspektívából vizsgálhatjuk. Láthatjuk, hogy a múlttal összevetve mennyire másként viselkedett a piac mostanában. Világosan kitűnik, hogy a piac meglehetősen egyenletesen emelkedik az 1982. júliusi mélypont óta. Az Egyesült Államok történetében eddig ez a legdrámaibb tőzsdei hossz. A görbe 1992 és 2000 között válik igazán érdekessé; az index görbéje olyan, mint amikor kilőnek egy rakétát! Ezt a legnagyobb tőzsdei ugrást akár a millenniumi boomnak is nevezhetjük.³

Az árakban 1982 óta bekövetkezett drámai növekedés azonban nem hasonlítható össze a reálnyereségek növekedésé-

1.1. ábra. Részvényárfolyamok és nyereségek alakulása



vel. Az ábrát szemlélve láthatjuk, hogy a nyereségekben nem volt ilyen ugrás az utóbbi években. A reálnyereség görbéje egy lassú, évszázada tartó növekedési pálya mentén ingadozik.

Ilyen még nem fordult elő az Egyesült Államok tőzsdéjének történetében. Ott volt persze a húszas évek híres felfutása, mely az 1929-es tőzsdeösszeomlásban végződött. Az 1.1. ábra ezt a fellendülést karéjszerű mintázattal ábrázolja. Észrevehető, hogy az 1920-as évek eme epizódja valahogy emlékeztet minket a jelenlegi tőzsdei árfolyam növekedésére, ám ez az egyetlen történelmi esemény, amely összehasonlítás szempontjából egyáltalán szóba jöhet.

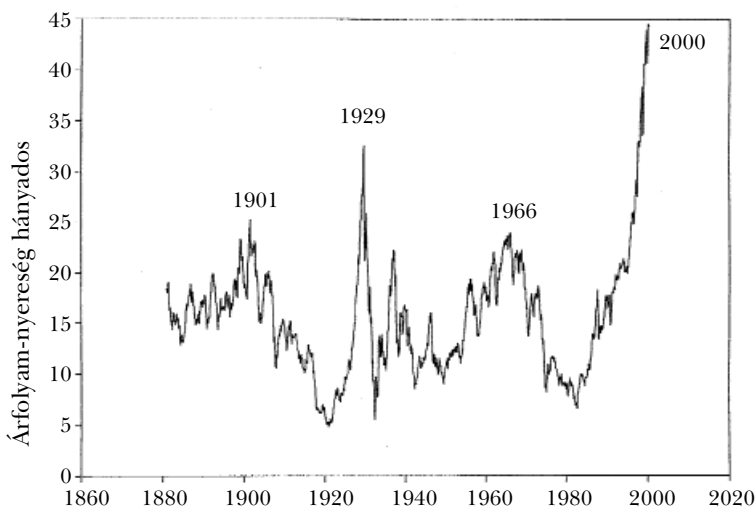
Volt egy drámai felfutás az ötvenes évek végén, és a hatvanas évek elején is, mely egy öt évig tartó egy helyben topogás után 1973–74-ben szintén krachban végződött. De akkor az árfolyam-növekedés jóval kisebb volt, mint manapság.

A nyereséghez viszonyított árfolyam

Egyes magyarázatok szerint az 1990 és 2000 között végbe ment egyedülálló árfolyam-alakulásnak köze lehetett a rendkívüli mértékű árfolyamnyereségekhez. Több megfigyelő megjegyezte, hogy az 1997-tel végződött ötéves periódusban példa nélküli növekedést tapasztalhattunk a nyereségek terén: a reál S&P nyereségek megduplázódtak az időszak során, márpedig a nyereségek öt év alatt bekövetkező ilyen arányú növekedése fél évszázada nem fordult elő. 1992 azonban egy recessziós időszak végét jelentette, mely alatt a nyereségek lecsökkentek. Hasonló, recessziót vagy gazdasági válságot követő nyereségnövekedések máskor is megfigyelhetők voltak. 1921 és 1926 között, miután a gazdaság kilábalta az 1921-es komoly recesszióból, a reálnyereség több mint négyeszeresére emelkedett (a virágzó húszas évek). Az 1890-es válságot, a harmincas évek nagy válságát és a második világháborút követő ötéves periódusokban pedig a reálnyereség megduplázódott.

Az 1.2. ábra az árfolyam-nyereség hányadost (P/E) mutatja, amely a reál (inflációval korrigált) S&P indexnek és a reálnyereség tízéves mozgó átlagának a hányadosa. Az adatok 1881 januárjától 2000 januárjáig havi bontásban láthatók. Az árfolyam-nyereség hányados jelzi, hogy mennyire drága a piac egy objektív mutatóhoz, a vállalatok profitszerző képességéhez képest. A tízéves átlagnyereséget használom denominátornak, melyet Benjamin Graham és David Dodd ajánlott 1934-ben. A tízéves átlag kisimítja az olyan eseményeket, mint a nyereségek időszakos megugrása az első világháború alatt, a második világháború alatti visszaesés vagy a gyakori emelkedések/visszaesések, melyek az újratermelési ciklus következményei.⁴ Figyeljük meg ismét, mekkora ugrás van 1997-nél, amikor a hányados addig emelkedik, míg 2000 januárjában eléri a 44,3-es értéket. Árfolyam-nyereség hányados még soha máskor nem volt ilyen magas. A legközelebbi párhuzamot az 1929-es szeptemberi adatokkal lehet észrevenni, amikor az érték 32,6 volt.

1.2. ábra. Árfolyam-nyereség hányados alakulása



A legfrissebb adatok szerint a nyereségek viszonylag magasak, összevetve a hosszú távú nyereségek Graham és Dodd-féle mértékével, de itt semmi igazán rendkívülit nem találunk. Ami figyelemre méltó, az az árfolyamok viselkedése (lásd 1.1. ábra), nem pedig a nyereségké.

A nyereséghez viszonyított magas árfolyamok más időszakokban

Három alkalommal fordult még elő magas árfolyam-nyereség hányados, bár ezek korántsem voltak olyan ugrások, mint a 2000-es. Először 1901 júniusában, ekkor az árfolyam-nyereség hányados értéke 25,2 volt. Ezt „huszadik századi csúcspontnak” hívhették volna, mivel a század-előn köszöntött be. (A huszadik század beköszöntét 1901 januárjában ünnepelték, nem 1900. január 1-jén.)⁵ Ez az ugrás azután következett be, miután öt éven belül megduplázódtak a reálnyereségek, s az amerikai gazdaság sikeresen kilábalta az 1890-es évek gazdasági válságából.⁶ Az 1901-es csúcs során 1900 júliusa és 1901 júniusa között – vagyis tizenegy hónap alatt – az árfolyam-nyereség hányados növekedése 43 százalékos volt. Mindez a század eleji optimizmus számlájára írható: mindenki a virágzó, high-tech jövőről beszélt.

A reálárakat tekintve 1901 után nem volt azonnali hanyatló trend, de a következő évtizedben az árak az 1901-es szint körül ingadoztak, majd esni kezdtek. 1920 júniusára a tőzsde elvesztette az 1901. júniusi reálérték 67 százalékát. Az 1901 júniusát követő öt évben a tőzsde átlaghozama (beleértve az osztalékot) 3,4 százalék volt évente, ami alig több, mint a reál kamatláb. Ha tízéves átlaghozamot számolunk, 4,4 százalék, ha tizenöt éves átlaghozamot, 3,1 százalék, ha pedig húszéves átlaghozamot, akkor $-0,2$ százalék eredményt kapunk egy évre lebontva.⁷ Ezek alacsonyabb hoza-

mok, mint amit általában a tőzsdétől vár az ember, bár ha valaki kitartott volna a húszas évekig, a hozamok drámaian megnövekedtek volna.

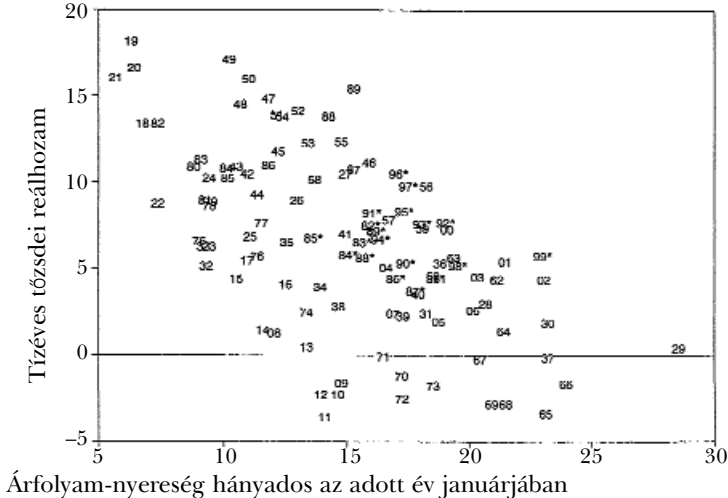
A második példa a magas árfolyam-nyereség hányadosra 1929 szeptemberében következett be, mely a piac csúcspontja volt a húszas években, s minden idők második legmagasabb értékét mérték ekkor. A húszas évek látványos árfolyam-emelkedése után az arány elérte a 32,6-es értéket. Mint tudjuk, a piac ezután hanyatlani kezdett, s 1932 júniusára az S&P index 80,6 százalékkal csökkent. A reálérték tekintetében a hanyatlás mély és hosszan tartó volt. Az S&P index egészen 1958 decemberéig nem tért vissza az 1929 szeptemberében mért szinthez. A tőzsde éves átlaghozama $-13,1$ százalék volt az 1929 szeptembere utáni öt évben, $-1,4$ százalék tízéves, $-0,5$ százalék tizenöt éves és $0,4$ százalék húszéves szinten.⁸ A harmadik példa a magas árfolyam-nyereség hányadosra 1966 januárjában fordult elő, amikor is elérte a 24,1-es lokális maximumot (ahogy ezt a 1.2. ábra is mutatja). Ezt akár Kennedy-Johnson-csúcs néven is emlegethetnénk, tekintve, hogy ez mind a karizmatikus személyiségű John Kennedy, majd alelnöke, később utódja, Lyndon Johnson elnöksége alatt történt. Ez a csúcspont egy drámai tőzsdehossz után következett be, az 1960 májusát követő öt év alatt az áremelkedés 46 százalékos volt. Ez az emelkedés – mely az árfolyam-nyereség hányadost a lokális maximumig vitte – egybeesett a nyereségek 53 százalékos növekedésével. A piac erre úgy reagált, mintha további növekedésre számítana, ami persze nem következett be. A következő évtizedben a reálnyereségek csak igen csekély mértékben növekedtek. Az árak az 1966-os tetőpont körül ingadoztak, 1968-ban némileg meghaladták azt, majd visszaestek, s 1974 decemberére a részvények ára az 1966-os árak 56 százalékára zuhant. Az árak ezt követően csak 1992 májusában tudtak visszakapaszkodni az 1966. januári szintre. A tőzsde éves átlaghozama (beleértve az osztalékot) $-2,6$ százalék volt az 1966

januárját követő öt évben, $-1,8$ százalék évente, ha tízéves, $-0,5$ százalék, ha tizenöt éves és $1,9$ százalék, ha húszéves átlagot vizsgálunk.

Az árfolyam-nyereség hányados és a hosszú távú hozamok közötti összefüggés

Az 1.3. ábra egy szórásdiagram, mely az 1881 és 1989 közötti januári hónapokra mutatja az árfolyam-nyereség hányadost a vízszintes tengelyen, s a következő 10 év tőzsdei (inflációval korrigált) reálhozamát a függőleges tengelyen. Ez a diagram vizuálisan érzékelteti, hogy az árfolyam-nyereség hányados milyen jól előre jelzi a hosszú távú (tízéves) hozamokat. Csak januári adatokat használtunk: ha mind a tizenkét hónapot feltüntettük volna, a szórást nem lehetne leolvasni. Ennek a grafikus ábrázolási módszernek az a hátránya, hogy a kizárólag januári adatok bemutatásával elmulasztjuk a piac csúcsait és mélypontjait. Példának okáért

1.3. ábra. Az árfolyam-nyereség hányados, mint a tíz éves hozam előrejelzője



nem látjuk az 1929-es tetőpontot, s lemaradunk a negatív hozamokról, melyek e csúcst követték. Az 1.3. ábrán szereplő árfolyam-nyereség hányados ugyanaz, mint ami az 1.2. ábrán látható. Az éveket az utolsó két számjegy jelzi; a XIX. század éveit csillaggal jelöltük.

Az 1.3. ábra azt mutatja be, hogy az árfolyam-nyereség hányados miként jelzi előre a hozamokat, mivel a vízszintes tengelyen ábrázolt minden egyes árfolyam-nyereség hányados ismert volt a tízéves periódus elején. Ezt a szórásdiagramot közgazdász kollégámmal, John Campbellel fejlesztettem ki. Az ilyen és ehhez hasonló grafikonok voltak a Federal Reserve igazgatótanácsa előtti 1996. december 3-i meghallgatásunk középpontjában.⁹

A pontok világos, balról jobbra tartó lejtést mutatnak. Az is világosan látszik, hogy a bal oldalon néhány évben (pl. 1920, 1949 vagy 1982 januárjában) a hosszú távú hozamok nagyon magasak voltak. Láthatjuk viszont a jobb oldalon, hogy bizonyos években (1929, 1937 vagy 1966 januárjában) a későbbi hozam alacsony volt. Vannak fontos kivételek, például 1899 januárja, amikor is tíz évre lebontva sikerült 5,5 százalékos éves hozamot produkálni a magas 22,9-es árfolyam-nyereség hányados ellenére. Ilyen kivétel még 1922 januárja is, amikor az éves hozam 8,7 százalék volt, az árfolyam-nyereség hányados pedig alacsony, 7,4. Ám a lényeg az, hogy azokat az éveket, amelyeket alacsony arány jelleméz, rendszerint magas hozamok követik, magas árfolyam-nyereség hányadossal dicsekedő évek után pedig alacsony vagy negatív hozamok következnek.

Az árfolyam-nyereség hányadosok és az azt követő hozamok közötti összefüggés meglehetősen erősnek tűnik, mivel a 119 évet átölelő adathalmazban csak majdnem tizenkét, nem átfedő tízéves időszakot találunk. Fontos elvi vita folyik az ilyen összefüggések statisztikai szignifikanciájáról, s a statisztikai módszertan néhány nehéz kérdését még meg kell válaszolni. Mi azonban úgy gondoljuk, hogy ezt az összefüggést, mint statisztikailag szignifikáns tényezőnek tekinthet-

jük.¹⁰ Meggyőződésünk részben abból a tényből ered, hogy hasonló összefüggéseket kapunk, ha ugyanezt a módszert más tőzsdékre és más országokra alkalmazzuk. Az 1.3. ábra megerősíti, hogy a hosszú távú befektetők – azok, akik akár egy tízéves időszakra is be tudják fektetni a pénzüket – jól járnak, amikor az árak alacsonyak a nyereségekhez képest a tízéves időszak elején, s nem megy olyan jól nekik, amikor az árak magasak a tízéves periódus kezdetén. A hosszú távú befektetőknek azt kellene tanácsolni, hogy maradjanak távol a piactól, amikor az szárnyal – mint manapság –, s akkor lépjenek be, amikor az árak alacsonyak.¹¹

Az árfolyam-nyereség hányados ma a 40-es érték fölött van, túl minden eddigi történelmi értéken. Ha egy ilyen értéket el akarnánk helyezni a vízszintes tengelyen, nem férne rá a grafikonra. Megítélés kérdése, hogy az 1.3. ábra milyen hozamot sugall a következő tíz évre; a válasz attól függ, hogy egyenest vagy görbe vonalat illesztünk a pontokra, s mivel a 2000. évi árfolyam-nyereség hányados kívül esik a történelmi értéken, a görbe alakja sokat számít. Elég az hozzá, hogy a diagram alapján véve negatív hozamot sugall a következő tíz évre.

Az egyik ok, ami miatt gyaníthatjuk, hogy az 1.3. ábrán mutatott összefüggés valós, az az, hogy a történelem folyamán, amikor az árak magasak voltak a nyereségekhez képest – ahogy itt kiszámoltuk a nyereségek tízéves mozgóátlagát használva –, az osztalékban kifejezett hozam alacsony volt, amikor pedig az árak alacsonyak voltak a nyereséghez képest, a hozam magas volt.¹² A jelenlegi rekord magasságú árfolyam-nyereség hányadosok rekord mélységű osztalékokkal párosultak. 2000 januárjában az S&P osztalék 1,2 százalékos volt, ami jóval a 4,7 százalékos történelmi átlag alatt van. Természetes dolog feltételezni, hogy ha az ember sokkal kevesebb osztalékot kap a részvényeiért, akkor összességében kevesebb hozamot kap. Az osztalék végül is a teljes hozam része, amit az ember azért kap, mert értékpapírjai vannak (a másik fele a árfolyamnyereség), s

az osztalék általában az átlag tőzsdehozamot reprezentálja. A megbízható hozam az osztalékoknak tulajdonítható, nem pedig a kevésbé kiszámítható tételeknek, melyek a árfolyamnyereségből származnak, s ez a fő ok, amiért a tőzsde történelmi távlatokban általában jó befektetésnek bizonyult.

A részvények hozamainak ezért tehát alacsonyoknak kell lenniük, amikor az osztalék alacsony – hacsak maga az alacsony osztalék nem vetíti előre valamiképpen, hogy a tőzsdei árak emelkedni fognak. Tehát az alacsony osztalékok idején az ember tulajdonképpen számíthat arra, hogy a részvényárak a szokásosnál magasabbak lesznek, és hogy ellensúlyozzák az alacsony osztalékok hatását. Ami a történelmi tényeket illeti, amikor az osztalékok alacsonyak voltak a részvényárakhoz képest, azt a következő öt-tíz évben általában nem követte áremelkedés. Éppen az ellenkezője történt: alacsony osztalékok idején a tőzsdén a részvényárak hosszú távon inkább csökkentek, tehát a hozamokat dupla csapás érte ilyenkor, hiszen mind az osztalékok, mind az árak csökkentek. Ezek szerint az egyszerű bölcsesség – miszerint amikor az ember nem kap túl sok osztalékot a részvényekért fizetett árhoz képest, az nem a legjobb időpont a részvényvásárlásra – történelmileg általában igaznak bizonyul.

A tőzsdemámmal kapcsolatos aggodalmak

A sajtó tele van a piac magas szintjéről szóló beszámolókkal, de arról gyakorlatilag soha nem esik szó, hogy milyenek a kilátások. És mégis, az emberek valahol érzik, hogy a piac túl magasan áll, s kényelmetlennek érzik ezt aényt.

A legtöbben, akikkel az élet különböző területéről találkoztam, tanácsstalanok a tőzsde jelenlegi magas szintjét illetően. Nem vagyunk benne biztosak, hogy ez véletlen, vagy tényleg egy olyan tendencia eredménye, amelyet tőzsdemámmal is nevezhetünk. Nem tudjuk, hogy a tőzsde magas

szintje indokolatlan optimizmust tükröz-e, ami hatással van a gondolkodásunkra s a döntéseinkre. Nem tudjuk, hogyan kezeljük a hirtelen piaci korrekciókat, s azon tűnődünk, visszatér-e az ezt megelőző piacpszichológia.

Még Alan Greenspan is bizonytalannak látszik. Két nappal a Greenspan és a Federal Reserve Board előtti – a piac szintjének irracionálisával kapcsolatos – meghallgatásunk után tartotta elhíresült „tőzsdemámor”-beszédét, de alig hét hónappal később már optimista hangon beszélt a gazdaság és a tőzsde „új korszakáról”. Greenspan tulajdonképpen mindig nagyon óvatos volt a nyilvánosság előtt tett kijelentéseivel, s nem kötelezte el magát egyik álláspont mellett sem. A talányokban beszélő próféták újkori megtestesítőjeként Greenspan inkább kérdéseket szeretett feltenni, mint tényeket kijelenteni. Megjegyzései magyarázatánál gyakran elfelejtik, hogy amikor ilyen kérdések felmerülnek benne, legtöbbször ő maga sem tudja a választ.