



„Az árfolyam sohasem arra megy, amerre a befektetők többsége várja.”

RÉSZVÉNYPIACOK

Iránykeresés feltámadás után

A részvények 2010 őszén sok szempontból jobb befektetésnek tűntek, mint a rekordalacsony kamatot kínáló kötvények, különösen akkor, ha valaki hitt abban, hogy el lehet kerülni az újabb recessziót.

A világ részvénypiacain a 2008-as év az összeomlásról, a 2009-es a feltámadásról szólt, 2010 első nyolc hónapja pedig az iránykeresés jegyében telt. A befektetők az 1929–1933-as gazdasági válság óta nem látott krachot élhettek át, de a talpra állás üteme is előkelő helyet vívott ki magának a gazdasági történelemkönyvekben.

A józan ész és a kényszer

Az utólag, hideg fejjel visszatekintve túlzónak nevezhető tőzsdei reakcióra alapvetően két magyarázat adható: az egyik érzelmi, a másik „technikai jellegű”. A befektetőkön a Lehman-csőd utáni

szabadesést látva úrrá lett a pánik, és – a brókerkörökben népszerű szólással élve – egyszerre próbálták meg kimenekülni az égő házból. Az árfolyamok a világ fejlett tőzsdéin naponta 5-10 százalékokkal zuhantak, ami egyre több befektetőt rémített meg, akik ekkor már nem tudtak józanul gondolkodni, és limit, azaz alsó árkorlát nélkül dobtak piacra mindent.

A pánik mellett a másik magyarázat a kényszerlikvidálások beindulása volt. A korábban 3-4-5-szörös tőkeáttétellel fölépített pozíciókat ugyanis a piac 20-30 százalékos visszaesésénél a brókercégek elkezdték fölszámolni, miután a befektetők a hitelből vásárolt részvényeken felhalmozódott veszteségeket már képtelenek voltak fedezni.



A világ legnagyobb tőzsdéinek részvényindexei 2010 őszén már közelítették, meghaladták a 2008 őszi értékeket, jócskán elmaradtak azonban a 2007-es csúcsoktól.



ABSZURD MÉLYSÉGEK

A limit nélküli eladások elképesztő szintekre nyomták le a részvényárakat. A világ legnagyobb piacán, az amerikai tőzsdén például 2009 tavaszán tucatjával forogtak részvények 2-3-as árfolyam/nyereség rátával (P/E-vel) – békeidőben ez a szám átlagosan 15-20 között szokott lenni –, sőt számos cég piaci értéke még a társaság számláján heverő készpénz szintjét sem érte el.

A magyar tőzsdét sem kerülhette el a pánik, így a mélyponton a pesti parkettet is világvége-hangulat jellemezte. Olyan cégek, mint az Egis, a Mol vagy épp a TVK forogtak az egy részvényre jutó saját tőke alatt, ami „normál időben” a tartósan veszteséges társaságok sajátja szokott lenni.

A kényszerlikvidálásnál pedig nincs mód mérlegelésre. A megszorult anyagi helyzetbe került ügyfél részvényeit a brókerek olyan árfolyamon adják, amennyiért az elkel. A Lehman-csőd utáni hetekben a vásárlói oldal teljesen kiszáradt, így az árfolyamok úgy zuhantak, akár a kő.

Hegymenet, megálló nélkül

A mélyponton, 2009 márciusában a brókercégek ügyfelei nem tehettek mást, mint a veszteségeket számolgatták. Ekkor már nem akadt senki, akinek kedve lett volna részvényt venni – emlékszik vissza az egyik hazai bróker cég üzletkötője –, és olyan sem, aki el tudta volna képzelni az árfolyamok emelkedését. Arra pedig, hogy a BUX bő fél év múlva ismét 20 000 pont közelébe emelkedik, még a legvadabb álmaiban sem gondolt senki. A piac pszichológiája alapján tehát megérett a helyzet arra, hogy az árfolyamok elinduljanak a korábbi csúcscok irányába...

A kényszerlikvidálások, azaz a limit nélküli eladási megbízások utáni időszakokra jellemző, hogy az árfolyamok a pánik mélypontja után már vissza se néznek, azaz szinte megálló nélkül emelkednek, akár a víz alá nyomott gumilabda, amikor elengedik. Pontosán ez történt 2009 márciusa és 2010 áprilisa között: a részvényindexek néhány,

A medvepiac a részvények tartós árfolyamcsökkenése, aminek következtében a vezető részvényindexek esése meghaladja a 20 százalékot. A „bika” a tőzsdéken a markánsan emelkedő, hosszabb – általában több évben mérhető – időszak jelképe. Medvepiaci raliként a jellemzően lefelé tartó indexmozgásokat megszakító, átmeneti emelkedéseket jellemzik.

2-3 hetes korrekciótól eltekintve csak egy irányt ismertek – fölfelé!

A befektetők és elemzők többsége azonban a közel 14 hónapig tartó hegymenet alatt végig „medvének nézte a bikát”, azaz a piac zöme egy átmeneti medvepiaci ralinak gondolta az emelkedést, és folyamatosan várta az újabb, meredek visszaesést, ám az csak nem akart megérkezni.

Jegybanki „segítség”

A meredek emelkedés első számú üzemanyagát, a likviditást a jegybankok pumpálták a rendszerbe. A nemzeti pénzügyintézetek azon túl, hogy 0 százalék közelébe vitték le a fejlett világ alapkamatait, frissen nyomtatott pénzekből állampapírokat vásároltak, százmilliárdokat juttatva így a világ pénzügyi rendszerébe.

Ezek a milliárdok azonban nem a reálgazdaságba áramlottak – vagyis nem elsősorban a beruházásokat és az új munkahelyek létrehozását segítették –, hanem utat találtak a tőzsdékre, folyamatosan táplálva az árfolyamok emelkedését. Egyszerűbben fogalmazva, a nagybankok ezeket a pénzeket nem kihitelezték a vállalatoknak és a lakosságnak, hanem megforgatták a tőzsdéken, hozzájárulva az árfolyamok emelkedéséhez és a volatilitás megugrásához.

Így történhetett, hogy hiába érkeztek aggasztó makrogazdasági adatok, és hiába hullottak ki



Forrás: Bloomberg, Equilor

a csontvázak a szekrényekből (a Dubai-csőd, a 2010 első negyedévében felbukkanó görög aggodalmak), az árfolyamok csak nem akartak visszaesni. Az egyik hazai bank privátbanki igazgatója ezt a következőképp tette egyértelművé: „Ha a fundamentumok és a likviditás ellentétes irányba mutatnak, akkor rövid távon az árfolyamok mindig a likviditás irányába mozdulnak el...”



A főbb részvényindexek nyeresége ez alatt a bő egy év alatt közelítette a 100 százalékot, a feltörekvő piacokon pedig még ennél is sebb álmok váltak valóra. Az élen természetesen a korábban „agyonütött” részvények haladtak, úgymint a bankok, az ingatlan- vagy épp az autóipari társaságok papírjai. Ez a tendencia az országok szintjén is megfigyelhető volt, azaz a lejtmenet alatt legnagyobbat eső piacok – ilyen volt például a Budapesti Értéktőzsde is – a föltámadásban is élen jártak.

Kijózanodás vagy átmeneti pihenő?

Az európai adósságproblémákkal kapcsolatos aggályok 2010 tavaszán megakasztották a tőzsdei emelkedést. Az indexek megtorpantak, a befektetők pedig komolyan aggódni kezdtek a W alakú recesszió miatt. Az őszi változást ígért, az irány azonban bizonytalan volt. Vajon a medve veszi át az uralmat, vagy pedig az állami stimulusok kifutásával egy szükségszerű és elkerülhetetlen megtorpanást követően eljön a fenntartható növekedés időszaka?

Érvek bőven sorakoztak mindkét álláspont mellett. Akadt közöttük bőven statisztikai adatokkal alátámasztott, de megfigyelésekre, pszichológiai tényezőkre épített is.

A pesszimista szcenárió mellett szólt többek között a válság súlyossága. Való igaz, hogy a gazdasági kríziseknek csupán töredéke válik W alakú recesszióvá – az USA-ban a Lehman-csöddel indult összeomlást megelőző hat alkalomból ez mindössze egyszer fordult elő –, ugyanakkor nem szabad elfelejteni azt, hogy a 2008–2009-es válság az elmúlt hét évtized legpusztítóbb összeomlását hozta. Ha pedig a krach okozta károk olyanok, amilyeneket az 1929–1933-as válság óta nem látott a világ, akkor logikusan hangzott, hogy a talpra állás is hosszú éveket fog követelni. A részvényárak pedig toporognak vagy csendesen olvadnak.

A bika úgy szeret menni, ha minél kevesebben ülnek rajta.

A pesti parketten a figyelem középpontjába az OTP került. 2009 márciusában még a közelgő csődről és az elkerülhetetlen állami mentőcsomagról szóltak a hírek/pletykák, a mélypont után azonban mégis hatszorosára emelkedett az árfolyam, kiérdemelve ezzel a világ egyik legjobban teljesítő részvényének címét.

Forrás: Bloomberg, Equilor

A borúlátó prognózisokat a világgazdaság motorjának tartott amerikai fogyasztók szorult helyzete is táplálta. Az érvelés szerint az USA GDP-jének 70 százalékáért felelős fogyasztás egészen addig nem állhat stabil növekedési pályára, amíg a cégek el nem kezdenek havi szinten százezres nagyságrendben új munkahelyeket létrehozni. Hiába a több negyedév óta bővülő GDP, a munkaerőpiac talpra állása egészen 2010 augusztusáig nem következett be, ennek megfelelően a munkanélküliségi ráta megmaradt 10 százalék közelében.

Ha pedig az amerikai fogyasztónak nincs munkája, és nem költ, akkor a világgazdaság tartós növekedése szintén nehezen képzelhető el.

Küszöbön a megszorítások

A visszaesésekkel ríogató elemzések gyakran ismételt eleme volt, hogy a kormányoknak hamarosan el kell kezdeniük a megszorításokat, ami derékba törheti az éledező gazdasági növekedéseket. Elemzők a fejlett világban 2011–2012-ben éves szinten a GDP 2 százalékára rúgó megszorítással számoltak, ami még nem is tűnik túlzásnak, tekintettel az USA (vagy éppen Nagy-Britannia) 2010-ben várt, 10 százalékos költségvetési hiányára.



ADÓSSÁGVÁLSÁG

Az államcsőd-forgatókönyvekben Görögország volt a fő mumus. Adóssága ugyanis 2010 nyarán 300 milliárd euróra rúgott, a görög államkötvények jelentős hányada pedig az európai óriásbankok páncélszekrényeiben pihent. Ez jelentős időzített bombának tűnt, ami akár egy adósságlavinát is elindíthat Európában, sokmilliárdos veszteséget okozva ezzel a bankoknak. Az öreg kontinensen az adóssághelyzetük okán kockázatos országok listája Portugáliával, Írországgal, Spanyolországgal folytatódott, de akadtak gondok bőven máshol is. Ha Európát illetően éppen megnyugodtak a kedélyek, rendre napvilágot láttak egyéb térségek, például az USA egyes államainak csődjéről szóló elemzések (a CDS-árak alapján a világ legkockázatosabb 10 állama közé „jutott be” például Kalifornia).



Hiány és adósság

(2010-re vonatkozó becslések a GDP százalékában)

	Költségvetési hiány	Államadósság
Egyesült Királyság	-12	79,1
Írország	-11,7	77,3
USA	-10	92,6
Spanyolország	-9,8	64,9
Görögország	-8,1	133
Franciaország	-8	83,6
Portugália	-7,3	85,8
Japán	-6,7	227,3
Euróönya	-6,6	84,7
Olaszország	-5,3	118,2
Németország	-5	78,8
Kína	-2,7	18,9

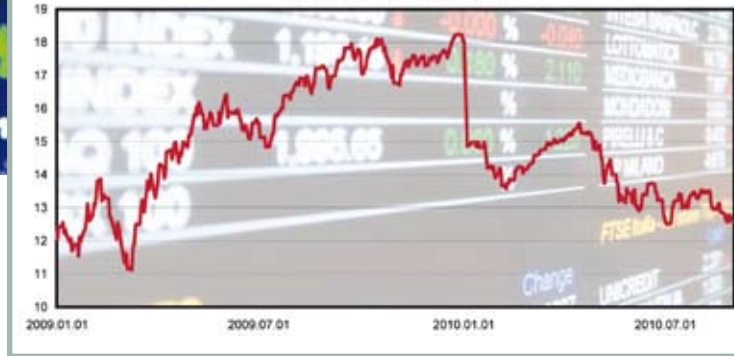
Forrás: HSBC, júniusi becslések

Egyvalami mindenképpen biztosan kijelenthetőnek tűnt: az évezred második évtizedében a fejlett gazdaságoknak még sok gondjuk lesz a 100 százalék közelébe vagy a fölé ugró államadósságokkal. És éppen ez volt az újabb nagy összeomlást előrevetítő forgatókönyvek egyik fontos érve.

Csak jobb lehet!

A válság kitörésénél kicsit messzebb tekintve viszont az is látható, hogy a 21. század első évtizede katasztrofálisan alakult a részvénypiacokon. A világ legfontosabb indexeként számon tartott S&P 500 például 2010. szeptember 1-jén 1080 pont közelében fejezte be a kereskedést, míg pontosan 10 évvel korábban, 2000. szeptember 1-jén 1500 pont fölött járt. Ez idő alatt tehát nemhogy nyeresége nem volt a részvénytulajdonosoknak, de sok esetben egyenesen veszteséget könyvelhettek el.

S&P 500 indexben szereplő részvények átlagos árfolyam/nyereség-rátája (2009. 01. 1. – 2010. 08. 31. között, pont)



Forrás: Bloomberg, Equilor

És itt nominális hozamról beszélünk, azaz reálértelemben még ennél is nagyobb „bukót” voltak kénytelenek elszenvedni az investorok. Hosszú távra visszatekintve pedig, ha egy évtized ennyire borzalmasan alakult, akkor az azt követő 10 év rendszerint szép nyereséget hozott a részvénytulajdonosoknak. (Összehasonlításként érdemes megemlíteni, hogy az S&P 500 1990 és 2000 között 350 pontról 1500-ra, míg 1980 és 1990 között 100 pontról 350 pontra erősödött.)



A részvények kötvényekhez mért relatív olcsóságát kitűnően mutatta a Microsoft 2010 szeptemberi kötvénykibocsátása. A világ legnagyobb szoftvergyártója 4,75 milliárd dollárnyi hitelpapírt adott el rekordalacsony kamat mellett, 3 éves lejáratú csomagot 0,875 éves kamat mellett sikerült értékesíteni. Eközben a cég részvényei 2,5 százalékos osztalékhozammal és 11-es árfolyam/nyereség rátával forogtak a tőzsdén.

Csúcsokon az osztalékhozamok

Nyár végére, szeptember elejére a vállalati kötvényhozamok történelmi mélységbe, átlagosan 3,7 százalékra estek az USA-ban. Ez arra ösztönözte a cégvezetőket, hogy milliárdos tételekben dobjanak piacra kötvényeket – hiszen a finanszíro-

DRÁGÁK VAGY OLCSÓK?

A fundamentumokat szemügyre véve, 2010 őszén nem tűnnek drágának a részvények. Ismét csak az amerikai S&P 500-at vizsgálva az index átlagos P/BV mutatója (árfolyam/könyv szerinti érték) a történelmi átlag alatt volt, és a 2011-re várt profitokkal az index átlagos P/E (árfolyam/nyereség) mutatója is alig haladta meg a 12-t, szemben a 16-os történelmi átlaggal.

A vállalati eredmények remekül alakultak 2010 első fél évében, az elemzők már 35-40 százalékos profitbővüléssel számoltak 2010 egészére, és további 15-20 százalékkal 2011-re.



zás rendkívül olcsóvá vált –, az így bevont forrást pedig osztalékfizetésre, akvizícióra vagy saját részvény-visszavásárlásra fordítsák. Ahogy az egyik vezető hazai befektetésialap-kezelő fogalmazott, a rekordmélységben lévő kötvényhozamok és a történelmi átlagnál olcsóbb részvények szinte rákényszerítették a cégeket ezekre a lépésekre. Ami a felvásárlásokat illeti, a tranzakciók száma augusztusban ugrott meg látványosan, és az elemzők további pezsgést vártak, mind 2010 végén, mind 2011 elején. A vállalati kötvénykamatokhoz viszonyított osztalékhozamok eközben 15 éves csúcra ugrottak, a társaságok pedig – a Microsofttól a Xeroxig – sorra jelentették be a kifizetések emelését. Végezetül a saját részvényvásárlások volumene az év első nyolc hónapjában elérte a 250 milliárd dollárt, ami ötszörös értéket jelentett a 2009-es év hasonló időszakához mérve. A társaságok kasszájában mindeközben bőszes készpénztartalékok halmozódtak föl. 2010 második negyedévében már zsinóiban hetedik negyedéve mutatott bővülést az S&P 500 cégeinek összesített készpénzállománya. A cégvezetők tehát a rendkívül bizonytalan növekedési kilátásokat érzékelve elsősorban nem munkahelyteremtő beruházásokra költötték a készpénzt és a kötvénypiacról bevont, olcsó forrást, hanem egyéb módon, osztalék, akvizíció vagy saját részvény-vásárláson keresztül próbálták meg gazdaggá tenni a részvényeseket.

A második V betű

A javíthatatlan optimisták érvei között szerepel az is, hogy a múltban a W alakú recessziók alatt a második V betűnél már nem következett be a vállalati profitok összeomlása, tekintettel arra, hogy az első V-nél a cégvezetők megtették a szükséges költségcsökkentő és hatékonyságjavító intézkedéseket.

Nem volt ez másképp 2009–2010-ben sem, így a recesszió második leszálló ága (ha egyáltalán bekövetkezne) a vállalatokat már „egészségesebb állapotban” találná. A Citigroup becslése szerint például egy újabb visszaesésnél a nyereségek



HA MINDENKI PESSZIMISTA...

Első hallásra talán ellentmondásosnak tűnhet, de a részvényvásárlás mellett szólt 2010 őszén az is, hogy mind az alapkezelői társadalom, mind a lakosság rendkívül pesszimistán ítéli meg a jövőbeni lehetőségeket. A többség fél-egy éves időtávon belül esésre számít.

Az AAI (American Association of Individual Investors) heti rendszerességgel készülő felméréséből például az derült ki, hogy az amerikai lakossági befektetők 2009 márciusa óta – akkor érte el mélypontját a Lehman-összeomlás utáni zuhanás – nem látták annyira borúsán a kilátásokat, mint 2010 augusztusában. Eközben nyár végére éves mélypontra esett a befektetési alapokban mért részvényarány, a hírek pedig szinte hétről hétre arról szóltak, hogy a befektetők a részvényekből a biztonságosnak vélt kötvényekbe menekítik a pénzt.

Amikor pedig ennyire tapintható a részvényekkel kapcsolatos pesszimizmus, miközben az árfolyamok ezt tulajdonképpen nem indokolják – hiszen az S&P 500 lényegében ugyanott áll, ahol év elején, tehát nem esett semmit –, akkor az esetek többségében pozitív elmozdulás szokott következni.



A felvásárlások és összeolvadások piacán (M&A) 2010 augusztusa az elmúlt tíz év legerősebb hónapját hozta, a cégvezetők az év harmadik negyedévében összesen 599 milliárd dollár értékben jelentettek be felvásárlásokat és összeolvadásokat a világban, ami 35 százalékos javulást jelentett 2009 hasonló időszakához képest. Az év első három negyedévében összességében 21 százalékos bővülést regisztráltak, a tranzakciók volumene 1678 milliárd dollárt tett ki. Elemzők hangsúlyozták: minden adott az M&A piac további bővüléséhez.

mindössze 10-20 százalékkal esnének, ekkora profitszökkenés pedig talán nem indokolna egy újabb tőzsdekrachot vagy elhúzódozó medvepiacot.

Venni, vagy nem venni?

A részvények árazása történelmi összehasonlításban tehát 2010 őszén kedvező volt, és sok szempontból jobb befektetésnek tűntek, mint a rekordalacsony kamatot kínáló kötvények, különösen akkor, ha valaki hitt abban, hogy el lehet kerülni az újabb recessziót. Ráadásul az óriási költségvetési hiányok következtében a 2010 utáni években reálisnak tűnt a szigorú fiskális és laza monetáris politikára vonatkozó várakozás, vagyis az a remény, hogy fennmaradhat a tőzsdéket éltető pénzbőség, miközben a válság előtti hitelállományok fokozatosan leépülhetnek.

Ezzel együtt a válság előtti évek alatt zsúfolásig megtöltött szekrények bőven rejtettek még csontvázakat, így a befektetőknek továbbra is jócskán maradt okuk arra, hogy óvatosak maradjanak.

■ KOVÁCS BALÁZS

A cikk megírását Elek Péter, a Dialóg Alapkezelő befektetési igazgatója és Nyári Zsolt, a KBC Securities vezető részvénykereskedője segítette.