

Kézdi Gábor: Heterogeneity in Stock Market Expectations and Portfolio Choice of American Households

című disszertációjáról.

Kézdi Gábor MTA doktori disszertációja a közgazdaságtan és általánosabban a társadalomtudományok egyik meghatározó alapszituációjának empirikus megalapozottságú és teoretikus implikációjú vizsgálatát tartalmazza. Ismeretes, hogy a közgazdasági elmélet a bizonytalan helyzetekben történő döntések három meghatározó elemeként, a *kényszerek*, a *preferenciák* és a *várakozások* szerepét emeli ki. Kézdi Gábor kiemeli, hogy a preferenciák és a várakozások analitikus megkülönböztetése a közgazdaságtan egyik fontos eredménye. A közpolitikai döntéseknek a kényszerekre gyakorolt hatása is alaposan kutatott terület. A várakozásokra gyakorolt hatásukat a közgazdaságtan azonban nem vizsgálja, a preferenciák esetében pedig inkább csak vélelmezi, hogy nincs hatásuk.

Kézdi Gábor kutatói érdeklődése éppen ebből a pontból indul. A disszertáció bevezető fejezetében igen világosan és meggyőzően mutatja be, hogy a preferenciák szokásszerű, azaz valamilyen kísérleti szituációban történő mérése milyen korlátokat jelent. Másrészt az a kiinduló kijelentése, hogy a várakozások tesztelése azért problémás feladat, mert közvetlenül csak a cselekvéseket figyelhetjük meg már szociológusi vénára is utal.

Ráadásul a jövőre vonatkozó várakozásoknak a szerzőt foglalkoztató mérése nem is kísérlettel, hanem survey kérdéssel történhet, így – a leginkább mégiscsak szociológus identitású opponens öröme – az alapján véve közgazdasági probléma felvetésű disszertáció máris a szociológia egyik legüzemszerűbben működő eszköztárához vezetett el bennünket.

A disszertáció központi témája általában a jövőre vonatkozó várakozások, konkrétabban a tőkepiacokon elérhető hozamokra vonatkozó várakozások vizsgálata. Adatbázisként a Health and Retirement Study (HRS) 1992-ben indult kétévenkénti panel felméréseire támaszkodik, mivel ezek foglaltak magukba a jövőbeni eseményekre vonatkozó valószínűségi, 2002 óta pedig kifejezetten a tőkepiacokra vonatkozó kérdéseket.

Az első empirikus eredmények azt mutatták, hogy az emberek jövőre vonatkozó várakozásai jelentős heterogenitást mutatnak. A szerző alapállása, hogy ez korántsem

magától értetődő, s a disszertáció ebből fakadó alapkérdése, hogy mért térnek el egymástól a tőzsdei hozamokra vonatkozó várakozások.

Mivel a korábban másutt már megjelent vagy előadott és itt összefűzött tanulmányok közös feltételezése, hogy a tőzsdei hozamok logaritmusai IID-k és normális eloszlásúak, a bírálatot mindjárt egy erre vonatkozó kérdéssel kezdeném. A kilencvenes évek közepén ezt, a hatékony piacok elméletével kapcsolatba hozható feltételezést, a káoszelmélet és a nemlineáris dinamika közgazdász hívei felől nagyhatású vagy csak csupán nagyigényű támadás érte. Kíváncsi lennék a szerző véleményére arról, hogy mi lett a sorsa ezen kezdeményezéseknek. Az elmélet ignorálta s ezért, vagy integrálta és ezért, de mindenképpen túlélte ezt a bírálatot? Világos, hogy ezen feltevés érvényességén áll vagy bukik a disszertáció valamennyi eredménye, hiszen csak ebben az esetben feltételezhetjük, hogy az egyének várakozásait teljes mértékben meghatározza a hozamok átlagára és szórására vonatkozó várakozása.

A konkrét eredmények bemutatása a második fejezettel kezdődik, amelynek közvetlen célja, hogy a jellemezze, megértse, s a portfólióikkal összekapcsolja az USA háztartások tőzsdepiaci várakozásait. A vizsgált HRS minta 55-65 éves korosztályra vonatkozik, akik vagyon felhalmozási folyamatuk csúcsán vannak. Ez lehetővé teszi, hogy a szerző egy populáció várakozásait korábbi tanulási folyamatok eredményének tekintse, s ezzel ellenőrizze azt a hipotézist, hogy a várakozások megfigyelhető heterogenitása összefügg-e a tanulási folyamatokkal. Plauzibilisnek találtam a disszertáció érvelését arról, hogy az emberek tanulnak a pénzügyekről, s ezen belül a tőzsdefolyamatok sztochasztikus jellegéről. A tanulás értéke arányos a megtakarítással, költsége azonban állandó. Következésképpen azok, akiknek több keresetre van esélyük, többet fektetnek be a tanulásba. Jól láthatóan tulajdonképpen a humán tőke fogalom ezen a területre vonatkozó alkalmazásával van dolgunk.

A tanulási költségek és az általános attitűdök különbségei addicionális hozzájárulások a heterogenitáshoz, miközben a kezdeti feltételek különbsége szintén számít.

A 2. fejezetben a szerző a várakozásokat a hozamokra vonatkozó szubjektív várakozások átlagával és szórásával jellemezi. Persze, az emberek szubjektív várakozásai nem megfigyelhetők. Ezek helyett olyan valószínűségi kérdésekre adott válaszaikat elemezzük, mint hogy

- mi a p_0 valószínűsége annak, hogy a következő évben a tőzsde emelkedik

- mi a p_{10} valószínűsége annak, hogy a következő évben a tőzsde legalább 10 százalékkal emelkedik

Amennyiben ismertek a fenti kérdésekre adott válaszok, a normális eloszlás feltételezése mellett a logaritmikus hozamok átlagának és szórásának becslése eléggé magától értetődő.

Meggyőződésem szerint Kézdi Gábor sikeresen verifikálja a fenti „tanulás-elméletet”. Eredményei összhangban vannak annak empirikus implikációival. Kiderült, hogy azoknak, akiknek komolyabb ösztönzőik voltak a tanulásra, olyan várakozásokkal rendelkeztek, amelyek konzisztensek voltak ezzel a több tanulással. Még pontosabban azok, akik magasabb életkeresetekre számíthatnak, magasabb képzettségűek, magasabb kognitív képességűek optimistábbak, és kevésbé bizonytalanok várakozásaikban. Az ő várakozásaik kisebb heterogenitást mutatnak és közelebb vannak ahhoz, ami a történeti adatokból kirajzolódik.

A szerző dicséretes módszertani alaposággal néz szembe azzal a ténnyel, hogy a valószínűségi kérdésekre kapott válaszok erősen zajosak. Néha egyszerű kerekítésekkel van dolgunk, máskor a valószínűségi szabályok nyílt megsértésével vagy az ismételt kérdésekre adott eltérő válaszokkal. Figyelemre méltónak találom, hogy a szerző eredményei szerint a zaj nem mutat összefüggést a megtakarításokkal vagy a kognitív képességekkel. Mindenesetre a strukturális modellezés az mutatta, hogy a survey kérdésekre adott válaszok, amennyiben a zajt jelenlétét komolyan vesszük, alkalmasak lehetnek a várakozások heterogenitásainak jellemzésére.

A szerző a harmadik fejezetben két újabb, a második fejezetet kiegészítő kérdésre keres választ.

- A pénzügyi ismeretek kapcsolatban állnak-e a várakozásokkal
- személyiségjegyek kapcsolatban állnak-e a várakozásokkal

Ami az első kérdést illeti, az eredmények azt mutatják, hogy a tőzsdepiacok hozamaira vonatkozó történeti ismeretek szerepe meghatározó a várakozások kialakulásában. Ezeknek az embereknek a várakozásai közelebb állnak a történeti adatokhoz.

A szűkebben vett pénzügyi ismeretek szerepe már kevésbé volt magától értetődő. Lehetséges, hogy ebben az esetben csak a történeti ismeretek proxyjával van dolgunk.

A fejezet második kérdésének megválaszolásában a személyiségjegyek mintázatának leírására egy széles körben használatos elméletre támaszkodik a szerző. Magam nem ismertem ezt az elméletet, osztottam mindenesetre a szerző azon várakozását, hogy a kooperációs hajlandóság, a szabálykövetés mértéke, a jutalomérzékenység, az érzelmi instabilitás illetve az absztrakt gondolkodásra való képesség mértéke – itt most a személyiségjegyeknek inkább a leírását, semmint a nevüket használva - mind olyan személyiségjegyek, amelyek szerepet játszhatnak a várakozások formálódásában. Rendkívül meglepőnek találtam ezért, hogy az első négynek egészében nincs kapcsolata a várakozásokkal. Az utolsó ugyan kapcsolatban áll a várakozások szintjével, bár nem szignifikáns a nemre és az iskolázottságra. Úgy találtam, hogy a szerző túlságosan könnyen vette tudomásul ezt az eredményt, és eresztette el a kiinduló hipotézist. A negatív eredmény egy kicsivel több megfontolást érhetett volna. Kíváncsi lennék, hogy most milyen magyarázatát látja ennek az eredménynek, s milyen a személyiség struktúrára vonatkozó más modell jöhetne esetleg még szóba.

Rendkívül aktuális és izgalmas kérdést a 2008 őszi hitelválságnak a várakozásokra gyakorolt hatását vizsgálja a negyedik fejezet. A kérdést a szerző a tőle korábban is megszokott módszertani gondossággal járja körül. Már az elemzés legelején felhívja a figyelmünket arra a tényre, hogy a válság bizonyos jelei már a 2008. októberi összeomlás előtt megjelentek. Ennek tudtával végzi el a 2008-as év krach előtti hónapjainak összehasonlítását a krach utáni hónapokkal.

A szerző ebben a fejezetben is alaposan utánajár annak a ténynek, hogy a valószínűségi kérdésekre adott válaszok erősen problémásak. Ezt sugallja az 50%-os válaszok túltreprezentáltsága illetve az inkonzisztens válaszok igen magas aránya. A szerző maga is felveti, hogy lehet-e ezek után ilyen adatokra bármilyen érvényes állítást alapozni. Pozitív válaszát nem mindenben, de azt a disszertáció által sugallt alapállást, hogy a legkülönbébb megközelítések, mérési kísérletezések, és próbálkozások hosszú sora vezethet el bennünket a felmerült problémák megnyugtatóbb kezeléséhez teljes egészében tudom osztani.

A fejezetben alkalmazott egyszerű regresszió és a strukturális modell is hasonló eredményre vezetett. A krachot követően az átlagos optimizmus megnőtt a 2008. október-

november időszakban, mintha az emberek valamiféle helyreállításra számítottak volna. Decemberre e várakozásokat tekintve visszaállt a krach előtti állapot. Az átlagos bizonytalanság mérőszáma már nyáron emelkedést mutatott, de ez jelentősen felerősödött az október-novemberi időszakban, hogy utána viszonylag hamar le is csengjen. Tartósabbnak bizonyult a hitelválság hatása a heterogenitás terén, amely a decemberi csökkenés ellenére is a korábbiakhoz képest magasabb szinteken maradt.

Két megjegyzést fűznék ezen eredményekhez. Érdekes lenne a fejezet vizsgálódását napjainkig közelebb eső mintán is elemezni. 2009 folyamán ugyanis kiderült, hogy a hitelválság következményei tartósabbak. Érdekes lenne ennek az esetleges felismerésnek az esetleges következményeit verifikálni. Másrészt ez a megközelítés érdekesen kapcsolja össze a disszertációt Barabási Albert László fizikus kezdeményezésével, aki a *The origin of bursts and heavy tails in human dynamics* című publikációjával kezdeményezte a „villanások”-ként jellemezhető társadalmi jelenségek és lecsengésük vizsgálatát. A jelen fejezet vizsgálódásának folytatása hozzájárulás lehet ezen interdiszciplináris programhoz.

Kézdí Gábor disszertációját egy céltudatos kutatói érdeklődés érett termékének tartom, ezért a nyilvános vita kitűzését és ott a disszertáció elfogadását javaslom.

Budapest 2014-05-12

Fokasz Nikosz