

REÁLIS-E A REÁLHOZAM?

BÉT Elemzések, 2003. augusztus 15.

Magyarországon a 90-es évek magasabb inflációs környezete szükségszerűen magas hozamokkal járt együtt. Ez az emberek többségét hozzászoktatta a kétszámjegyű hozamelvárásokhoz, melyekhez még a jóval alacsonyabb infláció mellett is ragaszkodnának. Emiatt sokan nehezen fogadják el a manapság jelentősen lecsökkent hozamokat, miközben egyáltalán nem biztos, hogy ez az alacsonyabb hozamszint alacsonyabb reálmegtérülést is takar. Az alábbi áttekintéssel ennek megítéléséhez szeretnénk egy kis fogódzót adni.

Befektetési döntéseink során folyamatosan szembesülünk a kérdéssel, milyen hozammal lennénk elégedettek. Mielőtt azonban ezt a kérdést meg tudnánk válaszolni, nem árt tisztázni, milyen hozamról beszélünk. Nem mindegy ugyanis, hogy a rendelkezésünkre álló pénz tömegének alakulását vesszük alapul, vagy pénzünk vásárlóerejének, azaz tényleges értékének változását. Előbbit a szakirodalom az ún. „nominális” hozammal ragadja meg, míg utóbbira nézve a „reálhozam” kifejezés a megfelelő.

A pénzünk mennyiségének változása ugyan látványos lehet, ám ez egyáltalán nem megnyugtató, ha eközben annak vásárlóereje nem emelkedik, mert így nem emelkedik vagyunk reálértéke sem. Ezért minket inkább a reálhozam érdekelne, viszont a probléma az, hogy a hirdetésekben, újságokban szereplő hozamok nominális hozamokat jelentenek, azokból nekünk magunknak kell a reálhozamokat meghatároznunk.

A két mutatószám természetesen szoros kapcsolatban áll egymással, a kapcsolatot pedig nem más, mint az infláció jelenti, azaz a pénz vásárlóerejének változása. Az összefüggés egyszerűsítve azt jelenti, hogy a reálhozam egyenlő a nominális hozam és az inflációs ráta különbségével.

Ha feltesszük azt a kérdést, vajon értékesebb volt-e egy olyan befektetés hat éve, ami 30 százalékos nominális hozamot adott egy év alatt, mint manapság egy olyan, ami 20 százalékos megtérülést ad, akkor erre az a válasz adható, hogy attól függ, mekkora volt az infláció akkor és most. 1997-ben a fogyasztói árindex 18,5 százalék volt, így a 30 százalékos nominális hozam hozzávetőlegesen 11,5 százalékos reálhozamot jelentett. Ma az infláció kb. 4,5-5 százalék, így a 20 százalékos nominális hozam 15 százalékos reálhozamot takar.

Az infláció hosszú ideje hű, bár cseppet sem kívánatos társául szegődött a magyar gazdaságnak. Hatását mindenki érezhette saját pénztárcáján is, megtanulva ezzel a pénzügytan első alaptörvényét, hogy ma 100 forint többet ér, mint holnap 100 forint.

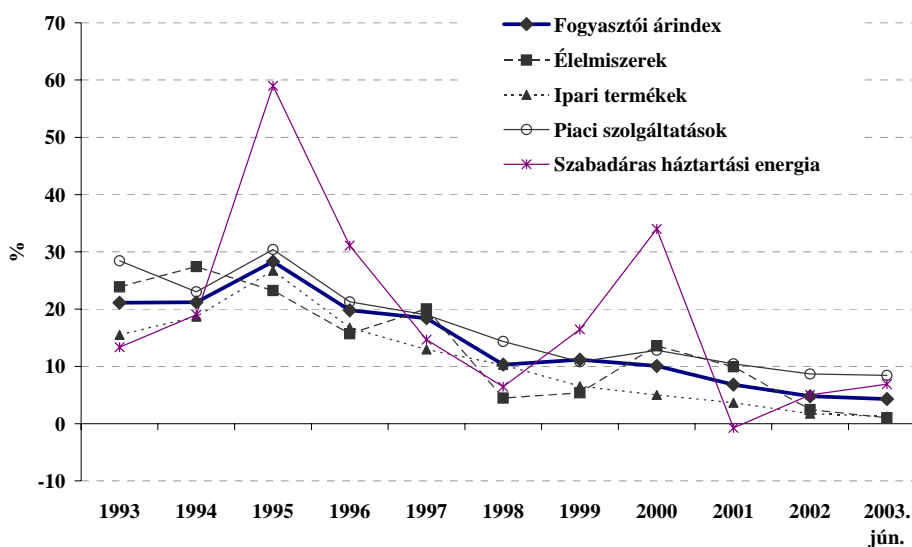
Egyszerű példával élve 1998 tavaszán 259 forintért lehetett egy Big Mac szendvicset vásárolni. Ugyanezt 2003 tavaszán már csak 490 forintért tehettük meg. Azaz 5 év alatt pénzünk értéke közel felére esett vissza.

Azt, hogy mindez mit jelentett a lakosság vagyona nézve könnyű elképzelni, de érdemes egy kis számítást is végezni a rendelkezésre álló adatok alapján. Beszédess szám, hogy 1997 óta a lakosság készpénzben és látra szóló betétben tartott vagyonán az infláció miatt minimálisan 600 milliárd forintot veszített (a teljes készpénzben és látra szóló betétben tartott összeg 2003 márciusában meghaladta a 2000 milliárd forintot). Természetesen likviditási szükségletek miatt nem lehet minden pénzt befektetni, ám ezen tételek bruttó pénzügyi vagyonaon belüli magas, közel 20 százalékos aránya, azt mutatja, hogy korántsem csak likviditási, hanem sokkal inkább „befektetési” céllal tartják az emberek pénzüket ilyen eszközökben.

Természetesen legtöbbször nem a hamburger árából indulnak ki az áremelkedés számszerűsítésekor, hanem a fogyasztói árindexből, amely gyakorlatilag egy olyan fogyasztói kosár árváltozását követi nyomon, amelyben egy átlagos fogyasztó által vásárolt javak legszélesebb köre megtalálható. Ez gyakorlatilag egy kb. 1100 jószágot tartalmazó kosár, amiben éppúgy megtalálható a kenyér és a tej, mint a digitális kamera, vagy a hajvágás.

A fogyasztói árindex mindenhatóságával kapcsolatban meg kell jegyezni, hogy a fogyasztói kosár mindenkinél más és más, ezért nem biztos, hogy az megfelel a statisztikában szereplő kosárral. Az alábbi ábrán látható, hogy az elmúlt tíz évben hogyan alakult a fogyasztói árindex, valamint példaként egyes komponenseinek árindexe, így az élelmiszerek, az ipari termékek, szolgáltatások és a szabadáras háztartási energia. A fogyasztói árindex azt jelzi, hogy 10 év alatt az árak négyszeresére emelkedtek, ezen belül az ipari termékek háromszoros, míg a piaci szolgáltatások ötszörös áremelkedést mutattak. Így az inflációt is másként érezkelhette az, aki az átlaghoz képest többet költött szolgáltatásokra, mint élelmiszerekre.

Az éves fogyasztói árindex alakulása 1993-2003 között



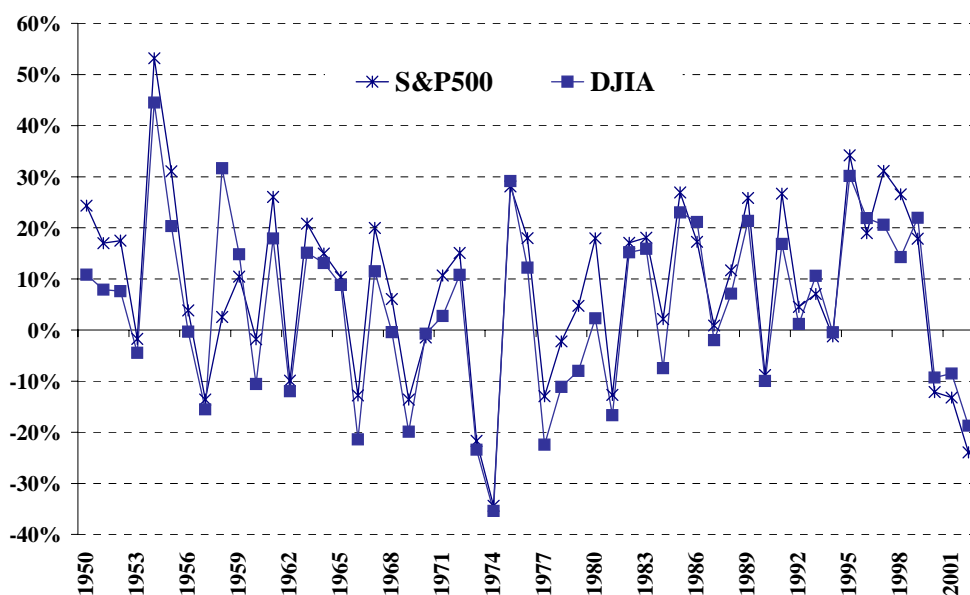
Forrás: MNB

Az eredeti kérdés így az alábbiak szerint tehető fel: mekkora reálhozamot várhatok el egy-egy befektetéstől? Sok szakember, tudós-közgazdász vallja, hogy míg a nominális hozamok az

infláció ingadozása miatt állandóan változnak, addig a reálhozamoknak alapvetően stabilnak kell maradni, azok időben többé-kevésbé állandóak. Ez azt jelenti, hogy a múltban megfigyelt reálhozamok jó becslést adnak a jövőbeli reálhozamokra. Ez persze vitatható, de mindenféleképpen érdemes megnézni, hogyan alakultak a reálhozamok a múltban. Sajnos a hazai piacon rendelkezésre álló rövid idősor nem teszi lehetővé érdemi információk kinyerését, de segítségül hívhatjuk a fejlettebb piacok statisztikáit.

Az amerikai piacon az 1950-től napjainkig tartó időszakot vizsgáltuk, amikor a gazdaság átlagosan közel 4 százalékos infláció mellett működött, kisebb nagyobb kilengésekkel (pl. olajválságok, amikor 10 százalék fölé emelkedett az árindex). Ezalatt az idő alatt a részvényt piacon átlagosan 12,5 százalékos nominális hozam, vagyis 8,3 százalékos reálhozam volt elérhető (S&P 500 index alapján). A hozamok szórása (változékonyságukat jelző mutató) azonban 17 százalékos volt (a reálhozamoké is), ami a hozamok jelentős ingadozását mutatja. Ez a változékonyság pedig nem igazán támasztja alá a reálhozam állandóságára vonatkozó tézist.

Az S&P 500 index és a Dow Jones Ipari Átlag éves reálhozamai az elmúlt 50 évben



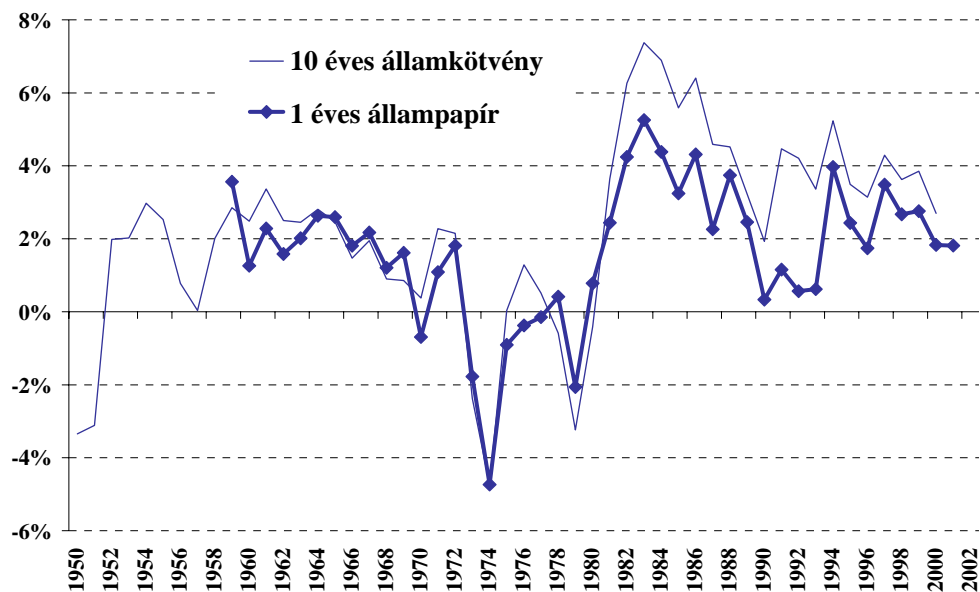
Forrás: S&P, Dow Jones, FED

A 8,3 százalékos reálhozam talán nem is tűnik olyan magasnak, mint vártuk, hiszen a köztudatban 15-20 százalékos elvárt részvényhozamok élnek leginkább. Ez a fentiek alapján még a fejlett és hatékonyan tartott amerikai piacokon sem teljesül az esetek jelentős részében. Ezzel együtt még mindig a részvények adják a legmagasabb átlagos megtérülést az értékpapírpiacon. Ugyanebben az 50 éves időszakban ugyanis a kockázatmentes befektetésnek számító állampapírok közül a hosszú, legalább 10 éves lejáratú papírok hozama 2,2 százalék, míg a rövid, egy éves futamidejű papírok éves reálhozama mindössze 1,7 százalék volt.

A következő ábrán nyomon követhető állampapír hozamalakulásból ezen kívül az a fontos tanulság is leszűrhető, hogy hiába számít kockázatmentes befektetésnek az állampapír, a reálhozamok itt sem garantáltak. Látható, hogy a hozamok ingadozása – bár kisebb mértékű kilengésekkel – ezeknek a papíroknak is alapvető tulajdonsága, és előfordulhat, hogy itt is

negatív reálhozamokat kap a befektető. (A 70-80-as években fordult elő több alkalommal ilyen eset, amikor az olajválságok hatására felgyorsult az infláció az USA-ban.)

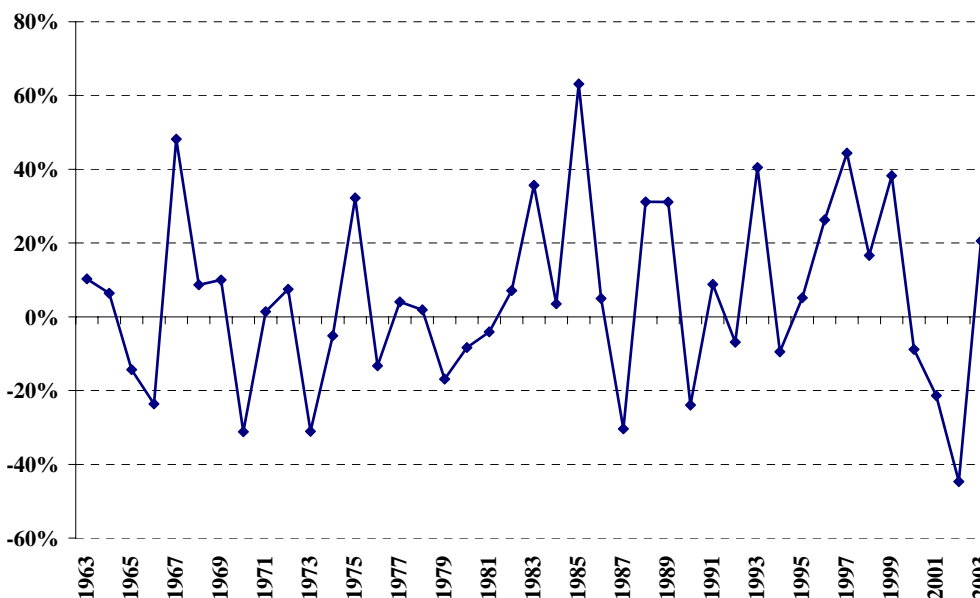
Állampapír reálhozamok az USA-ban



Forrás: FED

Az amerikaiétól lényegesen eltérő tőkepiaci struktúrával rendelkező Németországban az előbbiekkal közel azonos folyamatok voltak megfigyelhetők az elmúlt évtizedekben. Az átlagos részvény reálhozam – melyet a DAX index értékváltozásával szemléltettünk – azonban még alacsonyabb, 5,2 százalékos, miközben az átlagos infláció az amerikaiánál kisebb, 3,1 százalékot tett ki. A részvénypiaci reálhozamok ingadozása ugyanakkor nagyon hasonló képet mutat, mint a tengerentúlon.

A részvénypiaci reálhozamok alakulása Németországban (DAX)

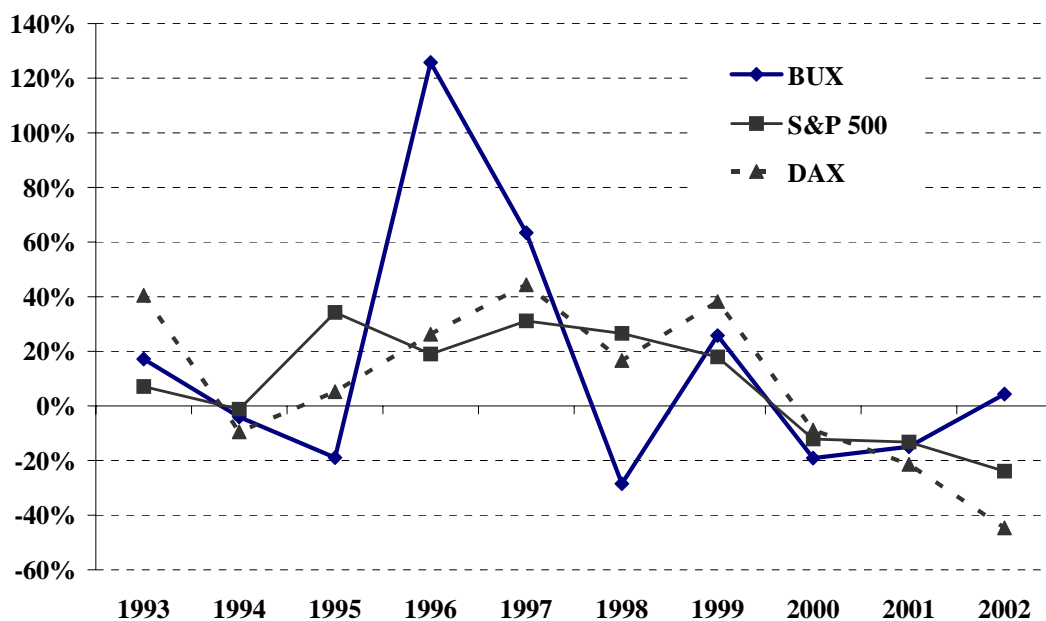


Forrás: Deutsche Bundesbank, Deutsche Börse

A nemzetközi példák egyrészt megmutatják azt, amit már így is tudunk: a részvénytársasági hozamok szóródása meglehetősen magas, de cserébe az itt realizálható hozamok is meghaladják a kisebb kockázatot jelentő állampapírok teljesítményét. Másrészt bizonyítják, hogy alacsonyabb inflációs környezetben nem indokolható hosszú távon 20 százalékos vagy ennél is magasabb hozamok elvárása. A hangsúly itt a „hosszú távon” van, hiszen rövid távon ennél lényegesen magasabb hozamok is előfordultak már a múltban is, és várhatóan elő fognak fordulni a jövőben is.

Ehhez mérten érdemes megvizsgálni hogyan teljesített a magyar részvénytársasági piac rövidke története során, mekkora reálhozamokat adott a vállalkozó kedvű befektetőknek. Az alábbi ábrán az elmúlt tíz év éves reálhozamai láthatók a hazai részvénytársasági piac, valamint összehasonlításként a már bemutatott két fejlett piac esetében.

A részvénytársasági piac reálhozamai az elmúlt tíz évben



Forrás: BÉT, FER, S&P, Dow Jones

A részvényindexek összehasonlíthatóságával kapcsolatban említést érdemel, hogy alapvetően két típusú indexet használnak világszerte. Az első típus, melybe a BUX is tartozik az ún. teljesítmény index, ami figyelembe veszi a kosárban szereplő értékpapírok osztalékfizetéseit is. A másik típus az árindexek csoportja, ami ezzel szemben figyelmen kívül hagyja az osztalékokat és kizárólag a kosárban szereplő papírok árváltozását mutatja. A tényleges részvénytársasági hozamokat ezért csak a teljesítményindexek mutatják helyesen, a két típusú index összevetése pedig kevésbé használható eredményt ad. Az elemzésünkben szereplő S&P és DAX index, a BUX-hoz hasonlóan teljesítmény indexek, ellentétben a Dow Jones Ipari Átlaggal, ami egy egyszerű árindex (a két amerikai indexet bemutató korábbi ábrán jól látható, hogy az S&P index rendre meghaladja a Dow Jones index hozamát, köszönhetően többek között az osztalékhozamoknak is).

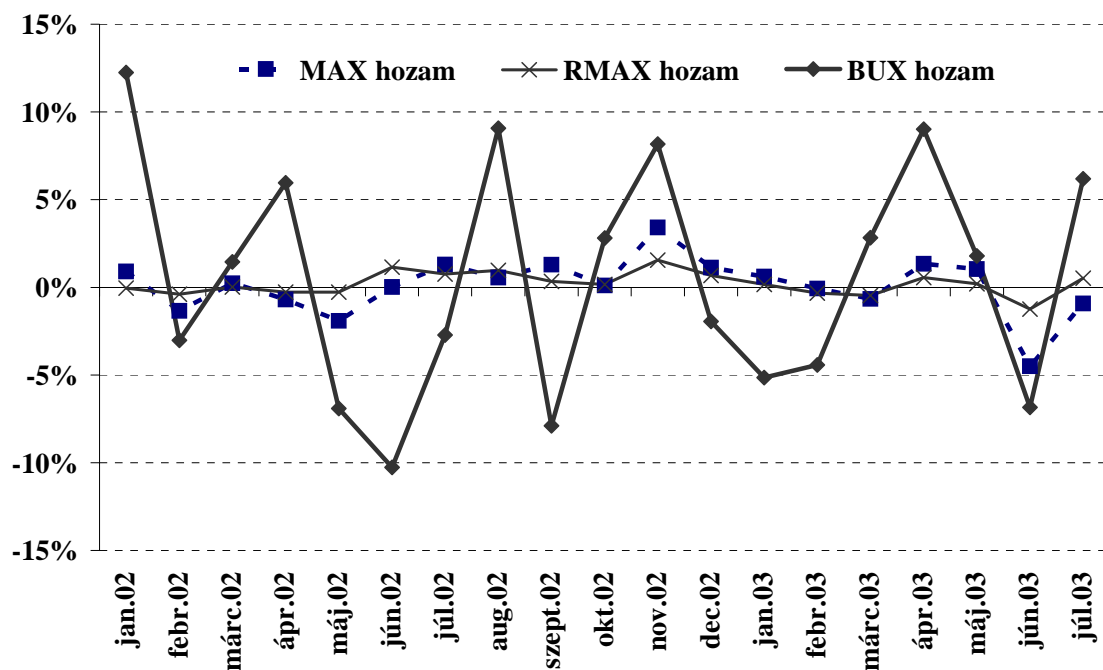
Az már első ránézésre látszik, hogy a BUX index nem teljesített rosszabbul, mint a „versenytársak”, sőt a tíz év alatt mindössze háromszor fordult elő, hogy a hazai részvényindex éves reálnövekedése elmaradt mindkét külföldi piac gyarapodásától.

Összességében a hazai befektetők – tíz év alatt - közel 120 százalékkal növelhették vagyonuk reálértékét a BÉT-en történő befektetésükkel, míg az amerikai befektetők 91 százalékos, a német befektetők pedig 56 százalékos hozamot értek el saját piacaikon.

Sokszor olvasható egyes sajtóorgánokban – különösen az elmúlt hónapokban –, hogy a részvénybefektetések már nem teljesítik a hozamelvárásokat, még az állampapír hozamokkal szemben sem versenyképesek. Ennek ellentmond, hogy 2003 első hét hónapjában a részvényindex emelkedése – az infláció kiszűrése után – 2,3 százalékos volt, míg a hosszú lejáratú állampapírok teljesítményét mutató MAX index -3,25 százalékos, a rövid lejáratú állampapírokat követő RMAX index pedig -0,6 százalékos, azaz negatív reálhozamokat adott. A meglepő adatok hátterében elsősorban nem az alacsony, inflációs rátánál alacsonyabb állampapír hozamok állnak, hanem az év első félévében bekövetkezett jelentős hozamemelkedés, ami törvényszerűen lenyomta az állampapírok árát. A vizsgálatot kiterjesztve 2002-re azt az eredményt kapjuk, hogy a részvények átlagosan 6,6 százalékos – egy év és hét hónapos – reálhozama 2,5 százalékponttal haladta meg a hasonló időszakra vetített RMAX, és 5 százalékponttal a MAX index reálhozamát.

Természetesen ebben a bő másfél évben is lehet találni olyan részidőszakokat, amikor ettől eltérő képet kapunk, a havi reálhozamokat nyomon követő alábbi ábrán is ugyanaz köszön vissza, mint az amerikai, hosszabb időszakot felölelő példán: a részvénypiac még a kedvezőtlen piaci környezetben is sokkal nagyobb nyereség potenciállal rendelkezik, mint az állampapírpiac, amely cserébe az alacsonyabb hozamért megadja a befektetőknek a biztonságot.

A havi reálhozamok a részvénypiacon és az állampapíroknál



Forrás: MNB, BÉT, ÁKK

A jó hír tehát az, hogy a részvénypiaci befektetések teljesítménye továbbra is versenyképes az alternatív lehetőségekkel szemben, a „rossz” hír viszont az, hogy túlzottak azok az elvárások, amelyek tartósan magas, 20-30 százalékos vagy e feletti reálhozamokra számítanak a részvénypiacon.

Zárásként néhány további praktikus tanácsot fogalmazunk meg, melyet a hozamok vizsgálatakor, összehasonlításakor érdemes szem előtt tartani.

1. Csak azonos időtávú hozamok hasonlíthatók össze

Amikor azt nézzük, hogy az elmúlt hét hónapban a BUX index 6,3 százalékkal emelkedett, hajlamosak vagyunk ezt az állampapír piaci hozamokkal úgy összevetni, hogy eközben elfeledkezünk róla, az újságban olvasható számok éves hozamokat jelentenek. Így pl. a 12 hónapos kincstárjegy hozam ez év január elején 7,5 százalékos nagysága hét hónapra arányosítva nem egészen 4,4 százalékot jelent.

2. Az inflációs adatok visszatekintő adatok

A ma publikált inflációs adatok az előző hónapra illetve évre vonatkoznak, míg pl. a ma elérhető állampapír hozamok a jövőre vonatkoznak, így azokat csak a jövőre becsült inflációval lehet szembeállítani, ami komoly bizonytalansági tényezőt tartalmaz. (Emiatt fordulhat elő még az állampapírpiacra is negatív reálhozam a vártnál magasabb infláció miatt)

3. Az alacsonyabb hosszú lejáratú hozamok nem jelentenek feltétlenül alacsonyabb reálhozamokat is.

Az infláció évek óta folyamatosan csökken és a gazdaságpolitikai célkitűzések alapján várhatóan továbbra is csökkenni fog. A hosszú lejáratú hozamok rövidtávon ugyan alacsonyabb hozamot adnak, ám később egy alacsonyabb inflációs környezetben már ez a hozam magasabb lesz, mint az akkor aktuális rövid lejáratú hozamok. Példaként elég egy 1998 decemberében vásárolt 5 éves futamidejű kötvényre gondolni, melyet akkoriban 14 százalékos hozam mellett lehetett megvásárolni. Ez a kötvény ebben az évben jár le, amikor is a hozamok már messze 10 százalék alatt vannak.

4. A részvények hozamába az osztalék is beletartozik

Az egyedi részvények teljesítményének mérésénél nem szabad kizárólag az árváltozásból kiindulni, hiszen a vállalatok egy része évente osztalékot is fizet a részvényesek számára. Az osztalékfizető vállalatok 2003-ban átlagosan több mint 7 százalékos osztalékot fizettek ki (a 2003 évi nyitóárhoz viszonyítva), de több társaságnál előfordult 10 százalék feletti osztalék is. Ez már önmagában tisztas megtérülésnek számít, amelyet egy esetleges árfolyamnyereség is kiegészíthet.

Készítette: Tóth Attila, BÉT

Amennyiben további kérdése van, kérjük, forduljon a Budapesti Értéktőzsde Részvénytársaság Üzletpolitikai és Kommunikációs Igazgatóságához (Tel.: 429-6866), e-mail: media@bse.hu.

Budapesti Értéktőzsde Részvénytársaság
Üzletpolitikai és Kommunikációs Igazgatóság
Tel.: 429-6857, 429-6866
e-mail: media@bse.hu