

Babos Dániel - Rots Eyno:

Tényleg tuti tipp az ingatlan? És a kockázatok?

Az elmúlt évek magas bérdinamikájának köszönhetően számottevően megemelkedett a háztartások kereslete a különböző befektetések iránt. A megnövekedett kereslet általánosan tetten érhető volt az egyes befektetési eszközök árainak növekedésében (részvény-, lakásárak), illetve a lakossági állampapírok állományának emelkedésében is. A hozamok mellett azonban fontos a kockázatokat is figyelembe venni. Számításaink alapján az elmúlt 4-5 évben valóban az ingatlan volt a legjobb befektetés, mellyel a dinamikus lakásár-növekedés miatt 15-25 százalékos éves hozamot lehetett elérni. Merőben eltérő eredmény adódik azonban, ha sokkal hosszabb időszakot vizsgálunk: az ingatlanvásárlásnak az elmúlt 15 éves átlagos hozama mindössze 6 százalék volt, alacsonyabb, mint a bankbetétek vagy nagybani állampapírok hozama. Ráadásul a hozamok ingadozása miatt, az ingatlanbefektetés jóval kockázatosabb volt, mint a bankbetét, illetve a lakossági állampapír.

1. A NÖVEKVŐ BÉREK MELLETT NÓTT A PÉNZÜGYI BEFEKTETÉSEK ÉS A LAKÁSOK IRÁNTI KERESLET

Az elmúlt években érdemben növekedtek a bérek hazánkban, ami jelentősen növelte a háztartások befektetési étvágyát. A növekvő bérjövdelem növelte ugyan a fogyasztást is, ugyanakkor a háztartások többletjövedelmének jelentős része megtakarításokban csapódott ki. A lakosság nettó pénzügyi megtakarítási rátája Magyarországon továbbra is 5 százalék feletti, ami jóval magasabb a régiós országok átlagánál.

A megtakarítások növekedésének hatására az eszközárakban is jelentős növekedés volt megfigyelhető. A legfrissebb [MNB által publikált adatok](#) alapján a lakásárak közel megduplázódtak az elmúlt 5 évben. Ennek egyik oka, hogy érdemben megemelkedett a befektetési célú ingatlanvásárlás mértéke. A 2019. novemberi Lakáspiaci jelentésben hivatkozott piaci kérdőív alapján a városokban a tranzakciók 40 százaléka befektetési célú, míg vidéken ez az arány 25 százalék. Ezzel egybevág a 2017-es "Felmérés a háztartások pénzügyi és fogyasztási helyzetéről" eredménye is, amely szerint a háztartások 84 százaléka rendelkezik ingatlannal, míg 19 százalékának van legalább két ingatlanja.

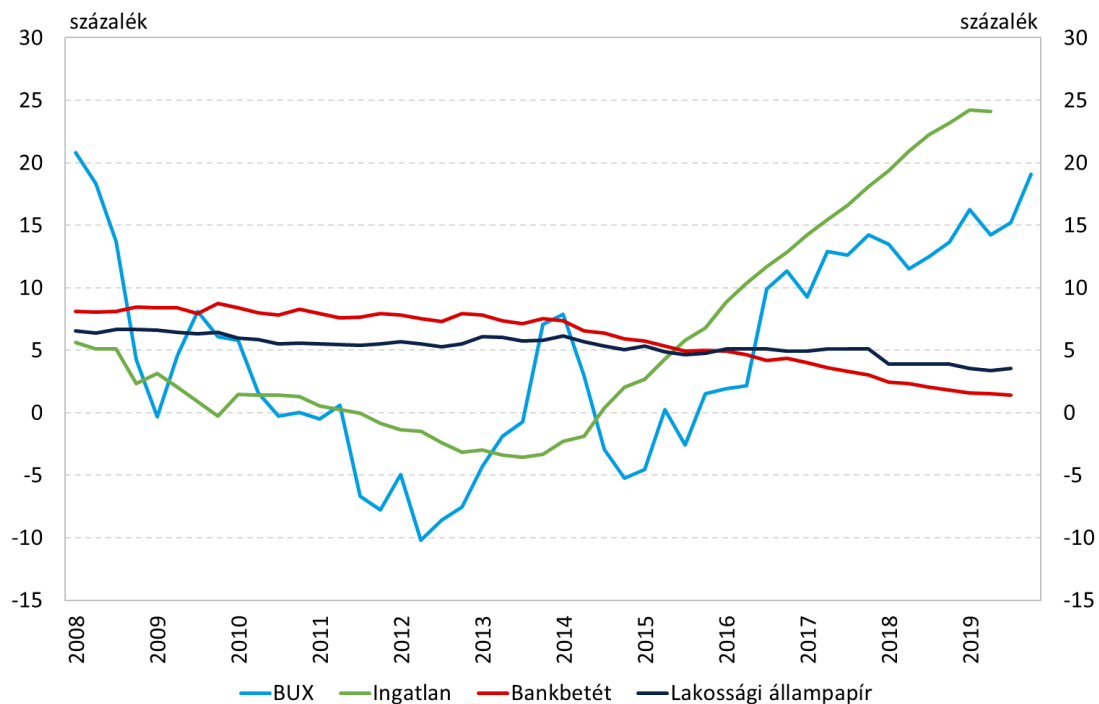
De vajon, ha a kockázatot is figyelembe vesszük, akkor mit lehet elmondani a lakosság számára elérhető befektetések hosszú távú teljesítményéről? A kérdés megválaszolása érdekében több pénzügyi (részvényindexek, kötvényindexek, lakossági állampapír, bankbetét) és nem pénzügyi (ingatlan) eszköz 5 éves visszatekintő hozamát és kockázatát (hozamok szórása) vetettük össze az elmúlt másfél évtized adatai alapján.

2. AZ ELMÚLT 15 ÉVBEN A LAKOSSÁGI ÁLLAMPAPÍRNAK JÓVAL KEDVEZŐBB VOLT A KOCKÁZATTAL KORRIGÁLT TELJESÍTMÉNYE, MINT A LAKÁSBEFEKTETÉSNEK

Eredményeink alapján a legjobb befektetés a piaci körülmények módosulásával együtt folyamatosan változik. Bár az elmúlt 4-5 évben a legmagasabb hozamot a lakásvásárlással

lehetett elérni, azt megelőzőn voltak időszakok, amikor a legjobb befektetés a részvény (BUX) volt, vagy éppen a bankbetét. **A hozamok ingadozása alapján viszont az elmúlt bő 15 évben egyértelműen az ingatlan és a hazai részvényindex volt a legkockázatosabb befektetés.** Ezeknél a befektetéseknél megfigyelhetőek voltak olyan periódusok, amikor öt éves időtávon negatív volt a nominális hozama a befektetésnek. A lakásbefektetésnél ennek fő oka, hogy a hozam jelentős részét az árváltozás adja, ami rendkívül változékonyságban alakult a múltban.

1. ábra: Különböző ötéves befektetéssel elérhető éves nettó hozam (2003-2019)



Forrás: Bloomberg, ÁKK, saját számítás

Megjegyzés: Az ábra ötéves visszatekintő hozamokat mutat, azaz a 2008 első negyedévére vonatkozó adat, annak a befektetésnek az éves átlagos hozama, amelyet 2003 első negyedévében indult.

A vizsgált befektetési eszközök teljesítményének összevetéséhez kiszámoltuk az elérhető átlagos hozamot, illetve figyelembe vettük az eszközök hozamainak szórását, ami a kockázatosságukról nyújt információt. A hozam és kockázat értékéből meghatároztuk a befektetések összehasonlítására leggyakrabban használt ún. Sharpe-mutatót.¹

Ha összevetjük az átlagos hozamokat, az látható, hogy **hosszútávon sokkal kisebb különbségek vannak az egyes befektetések hozamai között, mint egy-egy adott időpillanatban.** A vizsgált befektetések átlagos évesített hozama 4-7,5 százalék között szóródik, ami bár hosszútávú

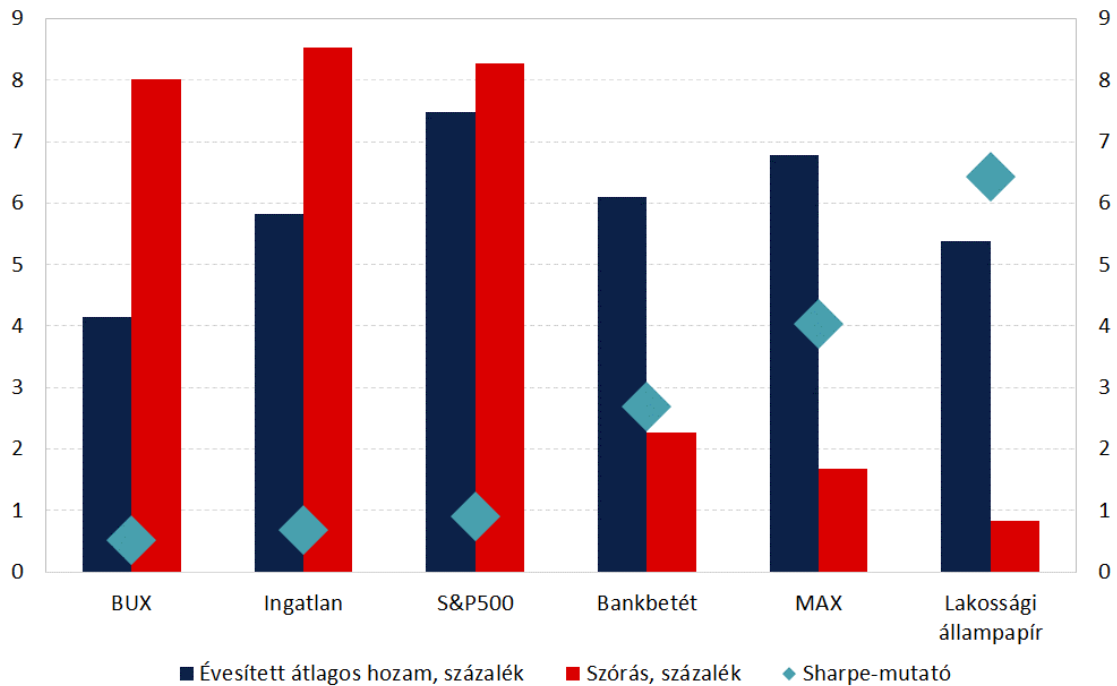
¹ A kockázat mérésére a pénzügyekben gyakran használt Sharpe-mutatót számszerűsítettük. Kockázatmentes befektetésnek a folyószámlát/késpénzt vettük, aminek nominális hozama nulla. A Sharpe-mutató képlete így egyszerűen a vizsgált eszköz hozamának és hozama szórásának hányadosából adódik (Sharpe-mutató= r/σ).

befektetésnél jelentős különbséget eredményezhet, de számottevően alacsonyabb, mint amit a lakossági befektetők az elmúlt 4-5 évben például a lakásbefektetéssel realizálhattak.

A kockázatokkal súlyozott hozam mutató (Sharpe-mutató) alapján a vizsgált opciók közül a legjobb befektetés a lakossági állampapír volt az elmúlt 15-20 évben.

- **A lakossági állampapír volt a legkedvezőbb befektetés a hozam-kockázat térben, 6,5 körüli Sharpe mutatóval.** A lakossági állampapírok hozamának szórása ugyanis alacsony volt az időszakban, míg az 5 százalékos fölötti hozama alig maradt el a többi befektetésétől.
- **A magyar állampapírindex befektetés is jelentős, közel 7 százalékos hozamot nyújtott, és a Sharpe mutatója szintén kedvező, 4 körüli volt.** Ehhez érdemben hozzájárult, hogy a hazai és a nemzetközi piacokon jelentősen csökkentek a hozamok, és az is, hogy a hazai állampapírok relatív megítélése is jelentősen javult.
- **A bankbetétek historikus összevetésben szintén jól teljesítettek.** Az átlagos éves hozamuk 6 százalékos körül alakult, míg a **Sharpe-mutató 2,7 volt**, ami azt jelenti, hogy stabil és viszonylag magas hozamot biztosítottak.
- **A forintban számított S&P 500 index magas, 7,5 százalékos hozamot biztosított, de kockázatos befektetés volt (0,9-es Sharpe-mutató).** Külföldi részvényindexbe való befektetés esetén a hozamok volatilitása nemcsak az indexben szereplő cégek árfolyamától függ, de a külföldi deviza árfolyamának változásától is.
- **Az ingatlanbefektetés hozama átlagos (6 százalékos) volt a vizsgált periódusban, azonban a hozamok volatilitása ennél az eszköznél volt a legmagasabb (0,7-es Sharpe-mutató).** Tehát, bár az elmúlt 1-2 évben kiemelkedő (20 százalékos feletti) visszatérítő hozamot lehetett elérni ingatlanvásárlással, korábban voltak olyan időszakok, amikor ennél csak sokkal alacsonyabbat. Másrészt az ingatlanvásárlás hozamát jelentős részben az áremelkedés és nem a bérleti díj teszi ki, ebből adódik a magas volatilitás.
- **A BUX relatíve kedvezőtlenebb teljesítményét (4 százalékos hozam, 0,5-ös Sharpe-mutató) a hazai gazdaság a nagy gazdasági világválság körül mutatott negatív teljesítménye magyarázhatja.** Míg az utóbbi néhány év részvényindex-hozama közelítette a lakásbefektetésekét, a válság környezetében több periódusban nulla közeli hozamot mutatott.

2. ábra: Az egyes befektetések átlagos éves hozama és a Sharpe-mutatójuk



Forrás: Bloomberg, ÁKK, saját számítás

3. A BEFEKTETÉSI DÖNTÉSNÉL A NEHEZEN SZÁMSZERŰSÍTHETŐ KOCKÁZATOKAT IS FIGYELEMBE KELL VENNI

Egyes nehezen számszerűsíthető kockázatok a hozamok ingadozásában nem tükröződnek, de egy kisbefektető számára fontos döntési szempontot jelenthetnek:

- **Likviditási kockázat:** egyes eszközök nem adhatók el minden esetben azonnal a piaci áron. Ez különösen igaz az ingatlanra, amely a vizsgált eszközök közül legkevésbé likvidnek tekinthető. Emellett az ingatlan elleni érv lehet, hogy eladása akár hónapokig tartó adminisztratív folyamat is lehet.
- **Inflációs kockázat:** számításaink során a nettó nominális hozamokra koncentráltunk, ugyanakkor a lakossági befektetők számára a befektetések reálértékének a védelme is szempont lehet. A reáleszközök (részvény, ingatlan) ebből a szempontból előnyösek lehetnek, de a lakossági állampapírok közül PMÁP vagy a Babakötvény is védelmet nyújt.
- **Csőd kockázat:** a befektetés kibocsátójának (pl. bank, állam) csődje ugyan nem zárható ki, de ezzel a kockázattal nem számoltunk. A bankcsőd kockázatától azért tekinthetünk el, mert ebben az esetben az Országos Betétvédelmi Alap kártalanítja a befektetőket. Az állam lakossággal szembeni csődjére pedig szintén lényegesen kisebb az esélye, mint a nagybani befektetők kötvényeinél, még ha utóbbi számszerűsíthető is volna az országgkockázati felárral (ún. CDS felárral).

Eredményeink alapján tehát lakossági állampapírok bár átlagosan alacsonyabb nettó hozamot kínáltak az elmúlt 15-20 évben, mint a nagybani állampapírindex vagy az ingatlanbefektetés, sokkal alacsonyabb kockázatuk miatt mégis kiemelkedő befektetésnek bizonyultak a hozamkockázat térben. Az ingatlanbefektetés kiemelkedően teljesített az elmúlt 4-5 évben, hosszabb időtávon azonban az éves elérhető átlagos hozama nagyságrendileg hasonló volt a többi vizsgált eszköz hozamához. Továbbá, az ingatlanárak nagy változékonysága miatt a hozamok ingadozása is ennél az eszköznél volt a legmagasabb, ráadásul az egyik legkevésbé likvid befektetésnek tekinthető. Emellett az ingatlanbefektetések éppen a recessziós időszakokban (pl. 2008-at követő gazdasági visszaesés idején) nem tudták támogatni a lakossági fogyasztás simítását, sőt az elérhető hozam évekig negatív tartományban tartózkodott.

ÍGY SZÁMOLTUNK

A befektetések értékelésénél az 5 éves időtáv kiválasztását az indokolta, hogy az a lakossági befektetőknek még belátható időtáv, de nem túl rövid, így eredményeink nem váltak zajossá. Emellett öt év után adómentes az ingatlan eladása és a Tartós Befektetési Számlán (TBSZ) tartott befektetések hozama is.

Minden eszköz esetében azonos a befektetési stratégiával számoltunk: a befektető megvásárolja az adott eszközt, öt évig tartja és azt követően eladja. Az időszak alatt a befektető számára az eszköz tartásából vannak bevételei (pl. kuponfizetések, bérleti díj), illetve költségei (pl. adók), amelyeket számításba vettünk.

További feltevéseink:

- **A lakásvásárlásnál** egy átlagos budapesti téglalakás vásárlásával számoltunk, melynek bérleti díja az átlagos éves bérleti díjak változásával évente felülvizsgálatra kerül. Értéke az átlagos budapesti árváltozással mozog együtt.
- **A lakossági állampapíroknál** mindig a legmagasabb kupont fizető eszközt vásárolta a befektető. Amíg nem volt ötéves lakossági papír, addig egyéves értékpapírok görgetésével számoltunk.
- A **bankbetétnél** egyéves lekötött betét görgetésével számoltunk, és feltettük, hogy a befektető az átlagos piaci ajánlatot éri el, amelyre vonatkozóan az MNB adatait használtuk.
- **Részvény/kötvényindex** esetén a BUX, a MAX és a forintra átszámított S&P-t vizsgáltuk. Ezen termékeknél a lakossági papíroknál magasabb éves költséggel számoltunk.

1. ábra: A főbb pénzáramlások összefoglalója az egyes befektetések esetében

Eszköz	Bevételek / kiadások	Adózás	További költségek
Ingatlan	<ul style="list-style-type: none"> • Vételár (-) • Bérleti díj (+) • Eladási ár (+) 	<ul style="list-style-type: none"> • illeték • lakáskiadást érintő adók 	<ul style="list-style-type: none"> • jogi költségek • értékvesztés (2 százalék) • egyéb (pl. ügynöki díj)
Lakossági állampapír	<ul style="list-style-type: none"> • Vételár (-) • Kuponfizetések (+) • Névérték (+) 	<ul style="list-style-type: none"> • kamatadó (2010 után TBSZ miatt adómentesség) 	<ul style="list-style-type: none"> • éves számlavezetési díj (0,2 százalék)
Bankbetét	<ul style="list-style-type: none"> • Lekötött összeg (-) • Újrabefektetett kamat (+) • Lejáratkori összeg (+) 	<ul style="list-style-type: none"> • kamatadó 	
Részvény / kötvényindex	<ul style="list-style-type: none"> • Vásárláskori árfolyam (-) • Újrabefektetett osztalék (+) • Eladáskori árfolyam (+) 	<ul style="list-style-type: none"> • árfolyamnyereség adó (2010 után TBSZ miatt adómentesség) 	<ul style="list-style-type: none"> • éves számlavezetési díj + brókerköltség (0,5 százalék)