

Дългосрочна норма на възвращаемост на капиталовите пазари

Свилен Тонев

***Long-term Rate of Return on the Capital Markets:** The paper provides an estimate of expected returns of US main asset classes. This estimate is used to help guide strategic assets allocation for multi-asset portfolios and serve for long and medium-term financial forecasts. The estimate assumes that over the next several years the economies of developed countries gradually converge to a stable state as a result of economic policy and the action of market forces. Nevertheless that global economic and financial conditions remain unsettled, we don't assume any deep further recession or contraction in next ten years.*

***Key words:** returns, risk premium, historical approach, valuation approach, gross domestic product, inflation, interest rates, cyclical fluctuations*

ВЪВЕДЕНИЕ

В настоящия доклад си поставяме за цел да разгледаме предимствата и недостатъците на исторически и оценъчен подход, както и на различни по продължителност периоди за определяне на дългосрочна норма на възвращаемост на капиталовите пазари, както от гледна точка на определяне на историческата възвращаемост, така и на използването им за финансови прогнози.

ИЗЛОЖЕНИЕ

В икономическата теория и практика, особено за целите на счетоводната отчетност, е прието разграничението между понятията кратък период и дълъг период да бъде една година. Тези активи, които имат срок на съществуване по-кратък от една година, се определят като текущи или краткосрочни, а тези, които има срок на съществуване по-дълъг от една година, се определят като дългосрочни. Във финансовата теория при разглеждане на финансовите пазари се прилага по-широко тълкуване на понятието дългосрочно, като, според някои разбираня, активите със срок от една до десет години се определят като средносрочни, а дългосрочните финансови активи имат срок на действие по-дълъг от десет години. Освен това за получаване на представителни изводи при определяне на дългосрочна норма на възвращаемост на капиталовите пазари трябва да се използва още по-дълъг период. В известните изследвания на инвестиционната фирма Charles Schwab Investment Advisory, Inc. (CSIA) се използва 20 годишен времеви хоризонт. Най-дълъг период на непрекъснато наблюдаване на доходността и цените на финансови активи е налице на финансовия пазар в САЩ, като например Ibbotson Associates предоставя данни за дългосрочната норма на възвращаемост на основни класове финансови активи от 1926 г. досега.

Колкото по-кратък е времевият период, например последните 10 години, толкова по-голямо ще бъде влиянието на конкретни събития или на текущата конюнктура, като например финансовата криза от 2007-2009 г. и това ще предизвика по-чувствително отклонение на нормата на възвращаемост от средната норма за по-продължителен период. От друга страна, колкото по-продължителен период се използва за определяне на дългосрочната норма на възвращаемост на финансовите инструменти, толкова повече полученият резултат ще е отдалечен от текущото състояние на финансовите пазари и може да се окаже по-малко надежден за предвиждане на бъдещото състояние.

Главен елемент на дългосрочната норма на възвращаемост на капиталовите пазари е безрисковата норма на възвращаемост. Основен подход за оценка на берисковата възвращаемост е използването на доходността до падежа на държавни ценни книжа в страните с най-стабилна икономическа и финансова система. Най-често ролята на основен ориентир или бенчмарк играят държавните облигации на

правителството на САЩ. Доходността до падежа на 30-годишните облигации на 15.07.2013 г. е 3.58%.

Оценката на очакваната норма на възвращаемост и степента на колебания на цените на основните класове инвестиционни активи е необходимо условие за краткосрочното и дългосрочно финансово планиране и стратегическото и тактическо управление на активите. Съвременната икономическа теория приема, че очакваната възвращаемост на активите се изменя по предвидим начин и че промените са със сравнително устойчиво и дълготрайно значение. Това е в съответствие с теорията за ефективност на капиталовите пазари, според която нормата на възвращаемост се обуславя от степента на риск. Като сновен фактор за прогнозиране на очакваната възвращаемост се разглежда изменението на рисковата премия на активите – Assets Risk Premium (ARP), която представлява допълнителна възвращаемост на конкретни класове активи над възвращаемостта на безрисковите активи. Рисковата премия се изисква от инвеститорите, за да вложат парите си в даден клас активи с по-висок риск, вместо безрисковите държавни облигации. Този подход приема имплицитно, че безрисковата норма на възвращаемост е много устойчива във времето и е подложена на съвсем слаби колебания.

Съществуват два основни подхода за определяне на рисковата премия на финансовите активи:

1. Исторически подход, който използва статистически данни за нормата на възвращаемост в миналото и разликата във възвращаемостта на безрисковите и рисковите активи, и екстраполира получените резултати. Този подход получава теоретично обобщение в Модела за оценка на капиталовите активи (Capital Asset Pricing Model – CAPM).

2. Оценъчен подход, който изследва фундаментални данни – макроикономически показатели, като брутен вътрешен продукт, инфлация, лихвени проценти; отраслови данни, като печалби, рентабилност, дивиденди и др.

Историческият подход се основава на разбирането, че е изключително трудно да се предвиди бъдещата дългосрочна възвращаемост, като се изхожда от текущите икономически условия. Затова фактически постигнатата в миналото възвращаемост е по-надеждна основа, особено по-отношение на дългосрочните прогнози, тъй като данните показват, че в дълъг период нормата на възвращаемост се изменя сравнително плавно.

Като най-често използван показател служи рисковата премия на акциите на големи компании – Equity Risk Premium (ERP). Тази рискова премия се използва като база за оценяване на рисковата премия на акциите на малки и средни компании и на акциите на чуждестранни компании. Charles Schwab Investment Advisory, Inc. извършва разлагане на източниците на средната възвращаемост на големите акции. Целта е да се установи кой компонент на възвращаемостта може да се очаква да действа в бъдеще и кой не. Източниците на възвращаемостта се обособяват на три равнища:

Първо равнище: средна възвращаемост на акциите на големи компании за периода 1926-2012 г. от 9.5%.

Второ равнище: разлагане на източниците на възвращаемостта на три компонента:

- Инфлация
- Капиталова печалба след инфлация
- Дивиденди

Трето равнище: капиталовата печалба от своя страна се разлага на два източника:

- Растеж на историческата цена спрямо печалбата (Price/Earnings ratio)

- Растеж на приспособеното към инфлацията съотношение P/E

Това изследване стига до извода, че приспособената към инфлацията историческа средна възвращаемост на акциите на големи компании за посочения период е 8.7%. Рисковата премия за акциите е равна на възвращаемостта минус историческата средна възвращаемост на безрисковите активи, която фирмата определя 5.1%. Това означава, че рисковата премия е $(8.7\% - 5.1\%) = 3.6\%$. На тази основа очакваната възвращаемост се получава като сума от текущата възвращаемост на дългосрочните облигации от 3.58% плюс рисковата премия от 3.6%, или 7.18%. [1, р.4]

Ако сравним получения резултат с историческата дългосрочна норма на възвращаемост, данните се оказват много близки. Фирмата за инвестиционна информация Morningstar, собственик на Ibbotson Associates определя средната доходност на акциите на големи компании за периода 1926-2012 г. на 9.84% в номинално изражение, а реалната възвращаемост след инфлация на 6.66%. [2, р.3] Изводът, който може да се направи, е, че историческият подход дава основата за оценка на дългосрочната норма на възвращаемост и мерило, спрямо което да се правят сравнения. Същевременно той може да служи за прогнозиране на нормата на възвращаемост и за стратегическо управление на активите в периоди на нормални колебания в пазарната икономика.

В средносрочен и краткосрочен период използването само на историческия подход може да доведе до неточни резултати. Очевидно е, че прогнозирането на цените и възвращаемостта на капиталовите активи в периода на спукването на дотком балона и при финансовата криза от 2007-2009 г. не може да стане без отчитането на текущата икономическа конюнктура. Оценъчният подход има достойнството да е обърнат към бъдещето. Предвидимостта на промените в икономическата среда служи като основа за предвидимостта на възвращаемостта на активите. Краткосрочните колебания на нормата на възвращаемост на капиталовите пазари следват случайно движение и като такива са непредвидими според теорията за ефективност на финансовите пазари. В средносрочен и дългосрочен аспект фундаменталните фактори, влияещи върху възвращаемостта, надделяват и нейното изменение показва тенденция към коригиране на отклоненията и доближаване в дълъг период до средната норма на възвращаемост.

Стойността на финансовите активи се определя, като се дисконтират очакваните парични потоци. Тази зависимост може да се разложи на следните части:

- Очаквани парични потоци
- Очаквана пазарна рискова премия
- Времева структура на лихвените проценти

Приходите на фирмите и паричните потоци са в силна зависимост от деловия цикъл. Пазарната рискова премия на финансовите активи е висока при низходящите фази на икономическия цикъл – спад и дъно. В тези периоди потребителите се стараят да поддържат своето потребление въпреки спада на доходите и склонността им към поемане на риск се понижава.

В макроикономически план през 2013 г. продължават процесите на стабилизиране на световната икономика, които се изразяват в нарастване на брутна вътрешен продукт, ниска инфлация и лихвени проценти. Според данни на Международния валутен фонд през 2012 г световната икономика е нараснала с 3.1%. [3,р. 2] Нормата на инфлация в САЩ и Еврозоната остава под 2%, а лихвените проценти са рекордно ниски. Централните банки декларират, че в перспектива ще поддържат паричните стимули докато е необходимо и много плавно, при много внимателно наблюдаване на реалната икономика ще пристъпят, когато това стане възможно, към затягане на паричната политика. Ограничаването на паричните стимули и повишаване на лихвените проценти е неизбежно в бъдеще, но очевидно

това ще се извършва след убедителни признаци за стабилизиране на икономиката и особено на най-невралгичната част от нея – пазарът на труда. От развитите страни само САЩ и Канада са достигнали и надминали през 2012 г. предкризисните равнища на производството, а Еврозоната все още продължава да се бори с дълговата криза.

Може да се предвиди, че през следващите години изискваната доходност по държавните облигации ще продължи да се повишава, а техните цени да спадат, така че облигациите и други финансови инструменти, основани на тях, като лихвени фючърси, няма да бъдат привлекателен обект за инвестиране. Финансови активи за собственост, които са чувствителни към цикличните изменения, като акции, ще продължат да повишават цените си и са подходяща ниша за дългосрочните инвеститори. Докато дивидентната доходност на акциите е ограничена от темпа на нарастване на прозиводителността, цените на акциите се повишават в резултат на вливането на голяма парична маса в икономиката чрез количествените улесния за изкупуване на облигации. Извеждането на бъдещата възвращаемост на различните класове активи чрез оценъчния метод, основан на прогнозиране на фундаменталните променливи, се подчинява на зависимостта, че тази възвръщаемост е сума от бъдещата възвръщаемост на безрисковите активи и очакваната или изисквана от инвеститорите рискова премия за отделните класове активи.

Връщайки се към текущата норма на възвращаемост на безрисковите финансови активи на основата на доходността до падежа на 30-годишните държавни облигации на САЩ от 3.58%, можем да очакваме нейното плавно повишение до равнище от 4.5 – 5% в следващия десет годишен период. За намиране на очакваната норма на възвращаемост трябва да се даде оценка на рисковата премия, но не изведена от историческите данни, а прогнозирана на основата на фундаменталните фактори. През следващите години може да се очаква поддържането на умерен икономически растеж поради непреодоляната висока задлъжнялост на икономическите агенти и особено наличието на големи държавни дългове, което внася елемент на несигурност във финансово икономическата среда. Освен това, както беше посочено, е неизбежно бъдещо повишаване на лихвените проценти и това ще доведе до повишаване на доходността на държавните облигации, но при отсъствие на рецесия може да намали рисковата премия на другите класове активи. Това дава основание да се прогнозира понижаване на рисковата премия под нейното средно дългосрочно равнище от 3.6% до към 3%.

Следователно средната норма на възвръщаемост на финансовите инструменти за собственост и по-кокретно на акциите на големи компании, изразени чрез борсовия индекс S&P 500 може да се прогнозира около 7.5% - 8.00%. Тази норма е по-ниска от историческата в номинално изражение и може да се очаква да остане такава докато не се преодолееят проблемите със задлъжнялостта както на фирмено, така и на държавно равнище.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В периоди на нормална степен на колебания на икономиката и финансовите пазари историческият подход дава достатъчно надежден инструментариум за прогнозиране на дългосрочната норма на възвращаемост на капиталовите пазари. В периоди на извънредно големи колебания на финансовите пазари е необходимо да се интегрират историческият и оценъчния подход, който е обърнат към бъдещето и се основава на прогнозиране на фундаментални икономически променливи. Това дава възможност да се отчете влиянието на фактори с фундаментално значение и преди всичко на икономическия цикъл.

ЛИТЕРАТУРА

[1] Lind M., Q and A: Estimating Long-term Market Returns, 2013

[2] Morningstar Research Paper, 2013

[3] World Economic Outlook Update, International Monetary Fund, July, 2013

За контакти:

Доц. д-р Свилен Тонев, Катедра "Икономика и моделиране", Шуменски университет "Епископ К.Преславски", тел.: 0878938954; е-mail: svilen.tonev@gmail.com

Докладът е рецензиран.