

Глава 11

Влияние экономических факторов на инвестиционные рынки

Разделы программы

(b)(ii)8. Объясните влияние основных экономических факторов на инвестиционные рынки.

0. Введение

Цены каждого основного класса активов, а, следовательно, и предлагаемая ими доходность, определяется на соответствующем инвестиционном рынке. Как и цены любого товара или услуги, которые могут быть куплены на рынке, эти цены отражают воздействие спроса и предложения.

На большинстве инвестиционных рынков спрос меняется более быстро и сильно, чем предложение, поэтому именно спрос наиболее сильно влияет на цены. Спрос инвесторов на конкретный актив будет отражать, как ставку доходности, которую они хотят получить от него с учетом риска, товарности и т.д., так и ожидаемую доходность актива.

В свою очередь, ожидаемая доходность отражает множество воздействий, в основном экономических. Это особенно верно в отношении реальных активов, таких как акции и недвижимость, доходность которых напрямую связана с состоянием экономики. Однако это верно и в отношении финансовых инструментов, таких как облигации. Например, хотя номинальная доходность обычных облигаций фиксирована, реальная доходность, которую они в конечном итоге обеспечат, напрямую зависит от ставки инфляции в течение срока их действия. Поэтому, ожидания инвесторов в отношении инфляции повлияют на спрос на облигации.

Более общо, именно экономическая среда определяет инвестиционные и рискованные характеристики, и, в частности, ожидаемую доходность, как отдельных активов, так и классов активов в целом. Таким образом, знание и понимание воздействия основных экономических факторов на инвестиционные рынки принципиально важно для процесса управления активами.

Более того, поскольку экономическая среда непрерывно меняется, непрерывно меняются и инвестиционные и рискованные характеристики существующих активов, и, следовательно, размещение активов, наилучшим образом отвечающее целям инвестора, которые сами могут меняться в ответ на изменение экономической среды. Поэтому инвестору нужно проводить непрерывный мониторинг экономической среды и ее воздействия на инвестиционные рынки.

В данной главе мы обсудим различные экономические факторы, влияющие на уровни цен и доходность, определяемые на всех основных инвестиционных рынках: денег (краткосрочные ставки процента), облигаций, акций и недвижимости. При изучении данной главы вам нужно будет вспомнить некоторые экономические вопросы, которые вы изучали в предмете 107; глава начинается с краткого повторения базовых принципов спроса и предложения.

1. Спрос и предложение

Общий уровень всех рынков определяется взаимодействием покупателей и продавцов. Если спрос на некоторый класс ценных бумаг вырастет, то общий уровень рынка этих бумаг вырастет. Если спрос упадет, то цены упадут. Спрос на большинство инвестиций имеет высокую ценовую эластичность, вследствие существования близких заменителей. Основным, влияющим на спрос фактором, являются ожидания инвесторов в отношении уровня и рискованности доходности данного класса активов. В данной главе мы рассмотрим экономические факторы, влияющие на доходность и рискованность различных рынков, а также некоторые факторы, влияющие на предложение на различных рынках.

В данном контексте нужно рассмотреть фундаментальные вопросы макроэкономики, изложенные в Конспекте предмета 107.

Цена является фундаментальным фактором актива, одним из наиболее важных при принятии любого инвестиционного решения. Вы не купите актив, если считаете, что цена слишком высока, тогда как вы можете купить его, если сочтете цену слишком низкой (и если актив соответствует вашим обязательствам, имеет адекватную товарность и т.д.).

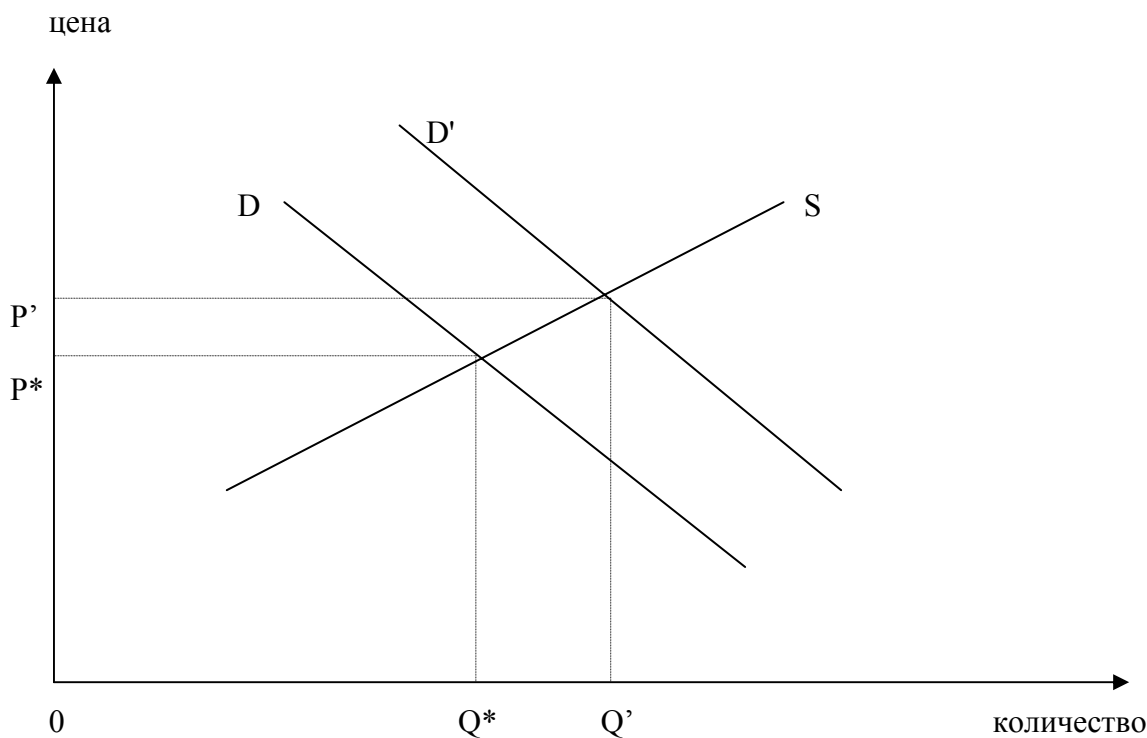
На любом рынке, цена определяется *спросом* и *предложением*. Любой влияющий на цену фактор делает это посредством изменения спроса или предложения. Если в ответе на экзаменационный вопрос вы покроете все факторы, лежащие в основе спроса и предложения, то вы покроете все факторы, влияющие на цену актива.

Вспомним, что и спрос и предложение можно рассматривать как функции цены рассматриваемого товара.

Кривая *спроса* на товар показывает количество товара, которое покупатели готовы купить в зависимости от цены. Наименьший спрос будет иметь место при наибольшей цене.

Кривая *предложения* товара показывает количество товара, которое продавцы готовы поставить в зависимости от цены. Предложение будет самым высоким при наибольшей цене.

На свободном рынке, цена товара будет меняться так, чтобы спрос равнялся предложению. Поэтому точка пересечения кривых спроса и предложения определяет цену товара и количество продаваемого по этой цене товара. Это показано на нижеприведенной диаграмме, где равновесная рыночная цена и количество обозначены P^* и Q^* соответственно.



Если популярность товара растет (т.е. растет спрос), кривая спроса сдвигается вправо (D'). Это происходит потому, что при любой заданной цене люди будут готовы платить больше, чем раньше. Предполагая, что кривая предложения остается неизменной, вы должны видеть, что это приведет и к росту цены, и к росту объемов торговли (P' и Q' соответственно). Падение спроса приведет к противоположному результату.

Рост спроса увеличивает цену. Падение спроса уменьшает цену.

Если товар становится проще поставлять (т.е. растет предложение), кривая предложения сдвинется вправо. Предполагая, что кривая спроса остается неизменной, вы должны видеть, что это приведет к падению цены и росту объемов торговли. Падение предложения приведет к противоположному результату.

Рост предложения уменьшает цену. Падение предложения увеличивает цену.

При сдаче экзамена, часто полезно думать о факторах предложения и факторах спроса, чтобы сгенерировать необходимые идеи. Иногда, раздельное рассмотрение предложения и спроса может быть использовано в качестве структуры для ответа на длинные вопросы.

Интересным моментом применения к инвестированию связанных со спросом и предложением идей является то, что спрос часто очень *эластичен* (экономический жаргон), поскольку, для многих активов, существуют близкие *заменители*. Это означает, что если цена актива А слегка вырастет по сравнению с ценой аналогичной ценной бумаги В, то желания многих инвесторов переключатся с А на В. Отсюда следует несколько результатов:

1. Цены любых двух близких ценных бумаг должны быть очень близки друг к другу. В предельном варианте, две идентичные бумаги должны иметь одинаковые цены, в противном случае возникнет возможность арбитража.
2. Для больших изменений спроса обычно достаточно малых изменений цены.
3. Большое изменение предложения будет иметь только небольшое влияние на цену.

2. Факторы, влияющие на краткосрочные ставки процентов

2.1 Введение

В долгосрочной перспективе ставки процента привязаны к инфляции и к изменению спроса на деньги в соответствии с экономическим циклом, но для коротких периодов времени доминирующим фактором являются решения правительства. Краткосрочные ставки процента в значительной мере контролируются правительством за счет интервенций центрального банка на денежном рынке. Правительство устанавливает ставки процентов в попытке выполнить свои (часто конфликтующие) политические цели.

Центральный банк устанавливает исходную краткосрочную ставку, по которой он готов сужать деньги на денежном рынке. Все краткосрочные ставки процента, т.е. ставки, по которым банки и другие финансовые институты готовы сужать деньги друг другу, будут очень тесно связаны с исходной ставкой. Контролируя исходную ставку, центральный банк может диктовать уровень краткосрочных ставок процентов во всей экономике.

В некоторых странах центральный банк пользуется полной независимостью от правительства в отношении монетаристской политики, включая установление краткосрочных ставок процентов. В других странах, такие решения полностью являются прерогативой действующего правительства. И, наконец, при установлении краткосрочных ставок процентов центральный банк может пользоваться частичной независимостью, в рамках некоторых ограничений, например, требования обеспечения определенной целевой инфляции.

Ниже приведены основные причины изменения ставок процентов.

2.2 Контроль экономического роста

Низкие реальные ставки стимулируют инвестиционные расходы фирм и увеличивают уровень потребительских расходов. Поэтому, в краткосрочной перспективе, уменьшение ставок процентов увеличивает скорость роста.

Это происходит потому, что низкие ставки процентов уменьшают стоимость инвестирования и потребления, финансируемого за счет займов, и тем самым стимулируют инвестиции и потребление. Это увеличивает агрегированный спрос и, следовательно, краткосрочный экономический рост. И наоборот, рост ставки процента может использоваться для уменьшения спроса, и, поэтому, замедления краткосрочного роста.

2.3 Инфляция

Более низкие реальные ставки процентов означают увеличенный объем спроса на деньги, который покрывается за счет увеличения предложения денег. Это может привести к инфляции.

Ставки процента можно интерпретировать как «цену» денег или кредита. Уменьшение этой цены поощряет спрос на кредиты со стороны клиентов банков, удовлетворяя который банки увеличивают предложение денег. Рост объема денег в обращении может привести к инфляции. Это является приложением *количественной теории денег*.

Вопрос 11.1

Кратко объясните *количественную теорию денег*.

Низкие реальные ставки процентов могут также привести к инфляционному давлению за счет увеличения спроса. Увеличение спроса, описанное в разделе 2.2, вполне может привести к *инфляции спроса*.

Вопрос 11.2

Кратко объясните, что такое *инфляция спроса*.

Как и ранее, более высокие ставки процентов будут, вообще говоря, оказывать противоположное воздействие, т.е. снижать инфляцию.

2.4 Контроль обменного курса

Высокие, по сравнению с другими странами, отечественные ставки процента увеличивают спрос на банковские депозиты в отечественной, а не зарубежной валюте. Эта дополнительная потребность в отечественной валюте приведет к росту величины обменного курса.

Поэтому, высокие, по сравнению с другими странами, ставки процента могут использоваться для поддержки курса отечественной валюты.

Если ставки процента в стране низки, по сравнению с другими странами, международные инвесторы будут менее склонны вкладывать деньги в эту страну. Это уменьшает спрос на отечественную валюту и стремится уменьшить курс обмена.

Отметим, что уменьшение курса обмена вследствие сокращения краткосрочных ставок процента может привести к инфляции, вызванной ростом издержек.

Вопрос 11.3

Кратко объясните, что понимается под *инфляцией, вызванной ростом издержек*.

На практике, уровень краткосрочных процентов будет, в каждый момент времени, отражать баланс между потребностями, связанными с достижением разных политических целей. Сам баланс может меняться во времени в соответствии, как с состоянием экономики, так и с амбициями правительства, которые также могут меняться во времени.

2.5 Другие факторы, влияющие на краткосрочные ставки процентов

В принципе, существуют два других важных фактора, которые должны влиять на уровень ставок процента, хотя, на практике, для краткосрочных ставок процента важна политика правительства, а не эти факторы.

1. Инфляция

В общем случае, кредиторы хотят компенсации инфляции. Если ставка инфляции вырастет на 1%, то инвесторы, вероятно, потребуют дополнительно 1% номинальной ставки процента. Действительно, политика правительства стремится реагировать на уровень *реальных* ставок процентов, а не номинальных. В результате, краткосрочные ставки процента имеют тенденцию *достаточно* точно следовать за инфляцией в течение средних и длительных периодов времени.

2. «Прямое» влияние спроса и предложения

На свободном рынке цены всегда устанавливаются спросом и предложением. Это применимо и к цене денег (т.е. ставкам процентов). Даже политика правительства может быть проведена центральным банком за счет корректировки предложения денег, доступных на денежных рынках (за счет покупки/продажи казначейских векселей). В отсутствие вмешательства правительства, экономический цикл будет наиболее важным определяющим фактором спроса и предложения.

Когда экономическая активность низка, будет иметь место низкий спрос на займы, и, возможно, большое предложение кредитов. Поэтому, естественно, что ставки процентов обычно будут низки. И наоборот, высокая экономическая активность увеличит спрос на деньги и, тем самым, увеличит ставки процентов. Поэтому, в отсутствие вмешательства правительства, краткосрочные ставки процентов обычно коррелированы с уровнем экономической активности. На практике, однако, этот фактор часто заглушается тем, что правительство односторонне снижает ставки процентов по политическим причинам.

Вопрос 11.4

Перечислите факторы, определяющие краткосрочные ставки процентов.

2.6 Факторы, влияющие на долгосрочные ставки процентов

Альтернативой долгосрочным инвестициям являются серии краткосрочных инвестиций. Аналогично, альтернативой заниманию денег на длительный срок являются краткосрочные займы с непрерывным повторением.

За исключением ситуации, когда долгосрочные ставки процентов точно отражают ожидания заемщиков и кредиторов относительно среднего уровня краткосрочных ставок процентов в течение срока кредита, будет иметь место избыток или долгосрочных заемщиков, или долгосрочных кредиторов. Например, если долгосрочные ставки процента будут «слишком низки», будет существовать избыточный спрос со стороны заемщиков. Это будет поднимать долгосрочные ставки процентов до тех пор, пока не будет восстановлено равновесие.

Ожидания в отношении краткосрочных ставок процентов являются, поэтому, основным определяющим фактором для долгосрочных ставок процентов, который мы обсуждали в главе, посвященной рынкам облигаций. Поэтому, чтобы понять факторы, влияющие на долгосрочные ставки процентов, вам нужно понять факторы, влияющие на *будущие* краткосрочные ставки процентов. Действительно, все, что вам нужно сделать, это рассмотреть как факторы, лежащие в основе вышеприведенного обсуждения, могут меняться в будущем.

Долгосрочные ставки процентов в значительной мере определяются взглядами инвесторов на будущие краткосрочные ставки процентов. Это известно как <i>теория ожиданий</i> .
--

3. Факторы, влияющие на уровень доходности облигаций

3.1 Введение

Доходность облигаций определяется спросом и предложением на рынке. Предложение облигаций обеспечивается в первую очередь правительством, а также корпоративными заемщиками, тогда как спрос, в основном, имеет место со стороны организаций инвесторов (включая зарубежных инвесторов). Любые факторы, влияющие на спрос и предложение облигаций, влияют на доходность облигаций и, следовательно, уровень и форму кривой доходности.

Отметим, что для изменения доходности не обязательно требуется *фактическое* изменение факторов. Если инвесторы начнут *предполагать* изменение одного из факторов, цена облигаций начнет изменяться, чтобы учесть рыночные ожидания.

Вопрос 11.5

Перечислите четыре теории кривой доходности.

3.2 Главные экономические факторы

К числу экономических факторов, влияющих на доходность облигаций, относятся:

- 1) инфляция;
- 2) краткосрочные ставки процентов;
- 3) заимствования государственного сектора – *фискальный дефицит*;
- 4) обменный курс;
- 5) денежные потоки организаций;
- 6) доходность альтернативных инвестиций.

На практике, взгляды на инфляцию, краткосрочные ставки процентов, фискальный дефицит и ставку обмена взаимосвязаны. Рыночные оценки будущих величин этих факторов часто меняются одновременно, вследствие чего иногда может показаться, что рынок не реагирует на экономические воздействия так, как вы могли бы ожидать. Ниже мы обсудим каждый фактор в предположении, что прочие факторы не меняются.

Инфляция

Инфляция разъедает реальную стоимость выплат дохода и капитала по облигациям с фиксированными купонами. Ожидание более высокой ставки инфляции приведет, вероятно, к более высокой доходности облигаций, и наоборот.

Инвесторы постараются оценить средний уровень инфляции в течение всего срока действия облигации. Они купят облигацию только в том случае, если доходность к погашению будет выше их оценки инфляции, как минимум, на величину требуемой ими реальной ставки

процента. Отметим, что нас интересует именно инфляция в течение всего срока действия облигации. Она может существенно отличаться от текущей ставки инфляции.

Рынок облигаций обычно очень интересуется объявляемыми каждый месяц величинами инфляции. Это связано с тем, что месячные величины инфляции являются одними из наиболее полезных элементов новой информации, которую инвесторы могут использовать для уточнения своих оценок будущей инфляции и краткосрочных ставок процента.

Инфляционная рискованная премия

Инфляционная рискованная премия должна быть выше тогда, когда перспективы инфляции особенно неясны. Например, после экономического шока (типа роста цен на нефть в 1973 году), или во времена политической нестабильности (например, когда инвесторы ожидают назначения всеобщих выборов). Отметим также, что нестабильность инфляции обычно выше тогда, когда выше уровень инфляции.

Краткосрочные ставки процентов

Доходность краткосрочных облигаций тесно связана с доходностью инструментов денежного рынка, так что сокращение краткосрочных ставок процентов почти наверняка увеличит цены на краткосрочные облигации.

Следовательно, доходность краткосрочных облигаций будет близка к уровню краткосрочных ставок процентов. Поэтому, вы можете считать, что краткосрочные ставки процентов фиксируют левый конец кривой доходности.

Влияние изменения краткосрочных ставок процента на доходность долгосрочных облигаций не очевидно. Теория ожиданий предсказывает, что сокращение краткосрочных процентов на 1%, повлекшее уменьшение рыночных оценок будущих краткосрочных процентов при всех сроках на 1%, приведет к снижению долгосрочной доходности на 1%.

Однако инвесторы в долгосрочные облигации могут интерпретировать сокращение ставки процентов как признак ослабления монетаристской политики, которое может привести к повышению инфляции в долгосрочной перспективе. Поэтому, доходность облигаций может уменьшиться в меньшей степени, или даже вырасти.

Таким образом, изменение краткосрочных ставок процентов может изменить доходность долгосрочных облигаций в любом направлении.

Пример

Реальную проблематичность определения того, какой из двух эффектов окажется сильнее, проиллюстрировали действия Федеральной резервной системы США в феврале 1994 года. Рынки облигаций США проявляли озабоченность тем, что экономическое восстановление США было слишком быстрым и несовместимым с поддержанием низкой инфляции. В результате, долгосрочная доходность слегка поднялась. Федеральная резервная система почувствовала, что рынок должен больше доверять ее решимости контролировать инфляцию. Поэтому, она решила увеличить краткосрочные ставки процента, чтобы продемонстрировать свою решимость бороться с инфляцией.

Федеральная резервная система ожидала падения долгосрочной доходности вследствие того, что рынок снизит свою оценку будущей инфляции. На деле произошло обратное. Доходность выросла, поскольку рынок сфокусировался на возможности дальнейшего повышения ставок процента и того факта, что Федеральная резервная система тоже явно озабочена инфляцией.

Вопрос 11.6

В простых терминах, опишите три различных варианта возможного влияния увеличения краткосрочных ставок процента на доходность краткосрочных или долгосрочных облигаций.

Фискальный дефицит

Если фискальный дефицит правительства финансируется за счет заимствований, то более высокое предложение облигаций приведет, вероятно, к давлению в сторону повышения доходности облигаций, особенно облигаций с датами погашения, в которых правительство сконцентрировало большую часть финансирования.

Это попросту нормальный механизм спроса и предложения. Увеличение предложения – вероятно ассоциирующееся с увеличением фискального дефицита – означает более низкие цены и более высокую доходность. Наряду с воздействием на облигации с конкретными датами погашения, решение о том, какие продавать облигации, может по-разному воздействовать на доходность обычных и индексируемых облигаций. Например, объявление об увеличении использования индексируемых облигаций может привести к снижению доходности обычных облигаций.

Точное воздействие фискального дефицита зависит от принятой правительством *политики финансирования*. Более конкретно:

- Привержено ли существующее правительство политике полного финансирования, означающей покрытие всего дефицита за счет заимствований? Альтернативой полному финансированию является печатанье денег.
- Какую форму принимает правительственное заимствование? Например, оно может проводиться посредством обычных или индексируемых облигаций, казначейских векселей и/или других вариантов заимствований, например, займов у индивидуальных инвесторов.

Продажа казначейских векселей увеличит краткосрочные ставки процента, тогда как печатанье денег понизит ставки, но увеличит инфляционные ожидания.

В любом случае, будет существовать тенденция роста доходности облигаций. Поэтому, как бы ни проводилось финансирование фискального дефицита, его рост обычно приводит к росту доходности облигаций.

Вопрос 11.7

1. Почему продажа казначейских облигаций увеличит краткосрочные ставки процента?
2. Почему печатанье денег понизит (краткосрочные процентные) ставки?
3. Почему печатанье денег увеличит инфляционные ожидания?
4. Почему продажа казначейских облигаций может привести к росту доходности облигаций?
5. Почему печатанье денег приводит к росту доходности облигаций?

Вопрос 11.8

В течение 1993 года Великобритания имела один из наиболее высоких уровней фискального дефицита за все времена, поэтому предложение облигаций быстро росло. Однако доходность облигаций упала до своего самого низкого за более чем 20 лет уровня (т.е. цены облигаций резко выросли). Предложите причины того, что доходность изменилась в «неправильном» направлении.

Обменный курс

На многих рынках, значительная часть спроса на государственные облигации приходит из-за границы. Изменение ожиданий относительно будущего обменного курса, повлияет на спрос со стороны зарубежных инвесторов. Оно также изменит относительную привлекательность отечественных и зарубежных облигаций для отечественных инвесторов.

Если вы инвестируете за рубежом, ваша доходность состоит из двух компонентов:

- 1) доходность инвестиции, измеренная в местной валюте;
- 2) прибыль или убыток вследствие изменения обменного курса.

Например, когда американские инвесторы сравнивают ожидаемую доходность инвестирования в обычные британские государственные облигации с доходностью инвестирования в казначейские облигации США, то должна быть учтена *ожидаемая* прибыль или убыток от изменения обменного курса в течение срока инвестирования. Если инвесторы будут попросту выбирать инвестиции, дающие наибольшую доходность (т.е. проигнорирует валютный *риск* и необходимость согласования с обязательствами), то мы будем ожидать выполнения следующего уравнения, когда инвестиционные рынки находятся *в равновесии*:

$$\begin{aligned} & n\text{-летняя годовая спот ставка в } \pounds = \\ & n\text{-летней годовая спот ставка в } \$ \\ & + \text{ожидаемый годовой рост } \$ \text{ относительно } \pounds \text{ в течение } n \text{ лет} \end{aligned}$$

Вопрос 11.9

Объясните, почему равенство должно выполняться, рассмотрев, что произойдет, если оно временно не будет выполняться.

Этот результат, который иногда называют *паритетом ставок процента*, должен, чтобы не допустить арбитража, выполняться для любых сроков, в предположении, что британские и американские облигации и депозиты являются идентичными активами.

В краткосрочной перспективе, ставки процента являются основным фактором, определяющим обменный курс. В долгосрочной перспективе, однако, обменный курс стремится следовать *траектории паритета покупательной способности*. Это означает, что если p мало (т.е. мы обсуждаем краткосрочные ставки процента), изменение процентных ставок в США может привести к изменению обменного курса фунт/доллар, а не к изменению процентных ставок в Великобритании.

Вопрос 11.10

Что понимается под *траекторией паритета покупательной способности* для обменного курса?

Однако если p велико (т.е. мы обсуждаем доходность долгосрочных облигаций), связанный с обменным курсом член равенства должен быть зафиксирован в соответствии с мнением рынка об относительной инфляции в Великобритании и США. Это означает, что при заданных взглядах на инфляцию в США, изменение доходности облигаций США должно привести к идентичному изменению доходности в Великобритании. Отсюда следует предположение о существовании тесной связи между долгосрочной доходностью в США и Великобритании.

Можно утверждать, что доходность облигаций в США является одним из наиболее важных факторов, определяющих международную доходность облигаций. Если доходность в США упадет, облигации других стран станут относительно более привлекательными. В ответ на дополнительный спрос, доходность облигаций в других странах также будет иметь тенденцию к падению до тех пор, пока не будет обеспечено равновесие. Поэтому, все факторы, влияющие на доходность облигаций США, будут, вероятно, влиять и на глобальную доходность облигаций.

Вопрос 11.11

Каково будет воздействие на доходность британских долгосрочных облигаций:

1. Мнения рынка о том, что фискальный дефицит США увеличит долгосрочную доходность в США на 1%?
2. Мнения рынка о том, что средняя ставка будущей инфляции в США увеличит долгосрочную доходность в США на 1%?
3. Мнения рынка о том, что средняя ставка будущей инфляции в Великобритании увеличится на 1%?
4. Мнения рынка о том, что фискальный дефицит Великобритании вырастет?

Премия риска ликвидности

Трудно сказать, насколько велико влияние теории предпочтения ликвидности на практике. Проведенные до настоящего времени исследования ее значимости были неубедительны.

Денежные потоки организаций

На спрос на облигации может повлиять денежный поток организаций. Если организации наращивают фонды вследствие роста уровня накоплений, это увеличит спрос на облигации. На изменение спроса организаций на облигации может также повлиять изменение инвестиционной стратегии.

Например, изменение требований к платежеспособности или резервированию, может привести к тому, что соответствующие организации увеличат вложения в облигации.

Комбинируя эти два фактора можно увидеть, что решения относительно прямых зарубежных инвестиций и соответствующие денежные потоки являются факторами, влияющими на доходность облигаций.

Физические лица обычно относительно мало влияют на рынок облигаций.

Доходность альтернативных инвестиций

Относительная привлекательность альтернативных инвестиций, как отечественных, так и зарубежных, влияет на спрос на облигации и, следовательно, их доходность. Как мы уже видели, особенно важен уровень доходности государственных облигаций США.

Спрос на облигации уменьшится (увеличится доходность), если другие инвестиции будут иметь привлекательные цены, или если другие инвестиции станут более привлекательны.

Другие экономические факторы

Почти любые экономические новости влияют на инфляцию или краткосрочные ставки процента. Поэтому, влияние иных экономических факторов можно обычно понять в терминах этих величин.

Примеры:

- Дефицит платежного баланса, вероятно, приведет к ослаблению валюты, и, поэтому, может потребовать увеличения ставок процентов. Доходность облигаций будет иметь тенденцию к росту.
- Объем розничной торговли дает полезное представление о покупательской активности. Падение объемов розничной торговли сделает уменьшение ставок процента более вероятным.

Вопрос 11.12

Что, по вашему мнению, произойдет с кривой доходности, если государственная статистика покажет, что имел место неожиданный рост:

- 1) предложения денег;
- 2) коэффициента накопления (т.е. накоплений, деленных на чистый личный доход);
- 3) производительности?

При оценивании вероятного воздействия конкретных экономических факторов на уровень доходности облигаций, нужно понимать, что их важность меняется со временем.

Вопрос 11.13

Что, по вашему мнению, произойдет с кривой доходности в каждом из нижеприведенных случаев? (Рассматривайте каждое событие отдельно от других. Предполагайте, что рынок не предвидел этого события.)

1. Правительство объявило большую новую программу государственных расходов без изменения налогообложения.
2. Вслед за сменой британского правительства, зарубежные инвесторы потеряли доверие к британской правительственной политике, направленной на поддержание уровня £.
3. Имеет место большой рост уверенности потребителей, ведущий к росту продаж.
4. Правительство объявило о своем намерении уменьшить предложение денег за счет поддержания очень высокой ставки процента.

Вопрос 11.14

Назовите три основных экономических фактора, влияющих на рынок облигаций. В простых терминах укажите, как, по вашему мнению, рост каждого из этих факторов повлияет на доходность облигаций?

3.3. Относительный уровень доходности государственных и корпоративных облигаций

Экономические факторы, отрицательно влияющие на перспективы корпоративной прибыльности, увеличивают, вероятно, воспринимаемый риск корпоративных

облигаций по сравнению с государственными. Это увеличит общий уровень маржи доходности корпоративных облигаций по сравнению с государственными.

Маржа доходности корпоративных облигаций по сравнению с государственными, отражает различия в товарности и безопасности, т.е. риск того, что корпоративный заемщик может не выполнить свои обязательства по выплате процентов или капитала. Инвесторы могут более серьезно опасаться дефолта во время спада, когда прибыльность корпораций падает и увеличивается вероятность того, что заемщик не сможет выполнить свои обязательства. Поэтому, мы обычно ожидаем, что размер маржи доходности увеличится (уменьшится), когда экономика вступает в кризис (выходит из кризиса).

Вопрос 11.15

Для какой из нижеуказанных компаний, маржа доходности их долга по сравнению со сравнимой государственной облигацией предположительно вырастет больше всего во время экономического спада:

- клиринговый банк;
- большой розничный продавец продуктов питания;
- маленькая промышленная компания?

4. Уровень рынка акций

4.1 Введение

Как и в случае других рынков, общий уровень рынка акций определяется взаимодействием спроса и предложения. Если спрос на акции вырастет, общий уровень рынка акций вырастет. Если спрос упадет, цены акций упадут. Поэтому, уровень рынка акций определяют факторы, влияющие на спрос и предложение. Отметим, что на практике факторы спроса обычно доминируют, и, поэтому, определяют уровень рынка акций.

4.2 Ожидаемая прибыль

Одним из ключевых определяющих спрос со стороны инвесторов факторов являются *ожидания*.

Спрос инвесторов на акции отражает их мнение о стоимости акций. Если рыночная цена акций какой либо конкретной компании меньше оценки инвестора, то, при прочих равных, инвестор будет заинтересован в этих акциях и действительно их купит.

Как мы увидим далее в данном курсе, акции можно оценивать посредством дисконтирования потока будущих дивидендов, которые инвестор предполагает получить за счет покупки акций конкретной компании. Сами эти дивиденды отражают ожидаемую будущую прибыльность компании. В результате, именно ожидания инвесторов в отношении будущих прибылей от акции в значительной мере определяют уровень спроса на данную акцию. Это важно. Именно поэтому уровень рынка акций не привязан напрямую к изменениям прибыльности компаний.

Ожидания инвесторов в отношении будущей прибыльности корпораций и размер этой прибыли являются факторами, которые, в основном, определяют общий уровень рынка акций.

Вопрос 11.16

В одном предложении подытожьте, почему общий уровень рынка акций меняется ежедневно.

Вопрос 11.17

Влиятельная группа экономического прогнозирования публикует ежегодные предсказания будущего роста прибылей корпорации. Группа готова опубликовать свой последний отчет, который указывает, что прибыль будет на 5% выше, чем предсказывал их предыдущий отчет. Что произойдет с ценами акций в день, когда отчет будет опубликован? (Существует несколько возможных ответов.)

Цены акций и, следовательно, общий уровень рынка акций, устанавливаются за счет взаимодействия спроса и предложения.

Решения инвесторов относительно покупки и продажи в значительной мере определяются их предположениями относительно будущего.

К числу факторов, влияющих на общий уровень рынка акций, относятся:

- **предположения относительно ставок процентов и инфляции;**
- **мнение инвесторов относительно рискованности инвестирования в акции;**
- **реальный уровень экономического роста в экономике.**

Это утверждение очевидно, если вы рассмотрите упрощенную *модель дисконтированных дивидендов*, которая подробно обсуждается в главе 14, и примените ее к рынку в целом.

Для единичной акции, модель утверждает, что стоимость акции равна:

$$V = \frac{D}{i - g},$$

где: D – перспективный дивиденд (выплачивается через год);
 i – реальная безрисковая ставка процента + рисковая премия для акции + ожидаемая инфляция;
 g – реальный экономический рост + ожидаемая инфляция.

Мы можем применить те же рассуждения к фондовой бирже в целом. Учитывая, что перспективный дивиденд (почти) постоянен, поскольку он вряд ли будет сильно отличаться от последнего выплаченного дивиденда, нам остаются i и g в качестве ключевых факторов, определяющих уровень фондовой биржи. Учитывая, что инфляция входит и в i и в g , модель сокращается до:

$$\sum_{\text{акции}} \frac{D}{\text{реальная безрисковая ставка процента} + \text{рисковая премия для акции} - \text{реальный экономический рост}}$$

Эта простая модель помогает нам идентифицировать реальные безрисковые ставки процента, рисковую премию для акции и реальный экономический рост в качестве ключевых факторов, лежащих в основе общего уровня рынка акций. Они обсуждаются ниже.

4.3 Реальные ставки процента

Реальные ставки процента имеют два важных эффекта:

1. **Низкие реальные ставки процента должны помочь стимулировать экономическую активность, увеличить уровень корпоративной прибыльности, и, таким образом, поднять общий уровень рынка акций.**
2. **Кроме того, требуемая инвесторами ставка доходности будет ниже, так что современная стоимость будущих дивидендов будет выше.**

Реальные ставки процента вероятно более важны, чем номинальные. Ожидание низких реальных ставок процента очень важно для акций.

4.4 Рисксовая премия для акции

Рисксовая премия для акции – это дополнительная, сверх безрисковых ставок, доходность, которую, в качестве компенсации за риск, инвесторы требуют от инвестиций в акции.

Рисксовая премия для акции может меняться в зависимости от общего уровня уверенности инвесторов и их взглядов на риск.

Вопрос 11.18

Каковы три основных фактора, обуславливающих требование более высокой доходности от акций, чем от государственных облигаций?

4.5 Реальный экономический рост

Также очень важен.

Предположим, например, что:

- отечественная экономика растет на 3% в реальном исчислении;
- распределение состояния (богатства) между основными факторами производства остается постоянным;
- баланс между частными компаниями и зарегистрированными на бирже компаниями остается постоянным.

В этом случае, фундаментальная стоимость отечественных компаний вырастет на 3%.

Иногда происходит изменение распределения богатства между трудом и капиталом, но этот эффект мал по сравнению с влиянием самого экономического роста. Этот вопрос имеет в большей мере научный, чем практический интерес.

В общем случае предполагается, что реальные дивиденды и, следовательно, стоимость компаний, будут расти примерно на уровне реального экономического роста. Поэтому, изменение взглядов инвестора на реальный экономический рост оказывает большое влияние на уровень рынка акций.

4.6 Инфляция

Фондовая биржа должна быть в достаточной мере индифферентна по отношению к высоким номинальным ставкам процента и высокой инфляции. Если ставка инфляции высока, то предполагается, что скорость роста дивидендов вырастет в соответствии с требуемой инвесторами доходностью.

Если акции оцениваются по формуле $D/(i-g)$, то стоимость останется неизменной, если i и g вырастут на одинаковую величину.

Могут иметь место различия во времени, в том смысле, что рост дивидендов может не совпадать с краткосрочной инфляцией. Однако, в долгосрочной перспективе, инфляция не должна снижать *реальную* стоимость акций. Если доходы и расходы вырастут в результате инфляции на $x\%$, то и прибыль вырастет на $x\%$, и стоимость акций должна быть на $x\%$ выше (т.е. той же в *реальных* величинах).

Имеют место некоторые непрямые эффекты инфляции:

- **Можно утверждать, что высокие ставки процента и высокая инфляция неблагоприятны для стабильного экономического роста, так что опасения инфляции понизят стоимость акций.**
- **Инвесторы, ожидающие высокую инфляцию, могут также предполагать, что правительство повысит реальные ставки процентов.**
- **Часто рост инфляции делает перспективы инфляции менее определенными. Неопределенность в отношении будущей инфляции заставляет инвесторов больше опасаться инвестиций в облигации с твердым процентом. Нервозность на рынке облигаций может привести к росту инвестиций в акции, поскольку акции должны обеспечить хеджирование против инфляции. Это создает тенденцию роста относительного уровня рынка акций.**
- **Некоторые инвесторы могут использовать такие методы, как отношение доходности государственных облигаций к доходности акций, или разницу между доходностью государственных облигаций и доходностью акций. Более высокая инфляция увеличит доходность государственных облигаций и, следовательно, увеличит отношение доходности и разницу доходности. Некоторые инвесторы могут (неправильно) интерпретировать это как признак того, что акции являются относительно дорогими, и, поэтому, потребовать, чтобы акции немного упали.**

Реальные ставки процентов, рискованная премия акции и реальный экономический рост (и взгляд рынка на них) являются основными факторами, определяющими уровень рынка акций. Взгляды на будущую инфляцию имеют разнообразные последствия, которые действуют в разных направлениях.

4.7 Валюта

Фактор валюты может работать в обоих направлениях. Некоторые последствия являются прямыми, а некоторые косвенными.

Более слабая отечественная валюта повышает конкурентоспособность экспорта, так что прибыль должна возрасти, а прибыль, полученная в других валютах, становится более ценной после конвертирования в отечественную валюту.

Более слабая отечественная валюта повышает стоимость импорта. Это плохо для корпоративной прибыли в той мере, в какой эти фирмы не могут переложить более высокую стоимость импортированного сырья на потребителей (что, в свою очередь, ведет к инфляции). Однако если импорт готовых товаров становится дороже, должна вырасти рыночная доля отечественных фирм.

В целом, в таких странах, как Великобритания, где большая доля доходов зарабатывается за рубежом, эти факторы работают в пользу акций, так что удешевление фунта должно поднять общий уровень рынка акций. Однако если инвесторы сочтут, что, для защиты фунта, ставки процента вырастут, это может оказать на рынок угнетающее воздействие.

В странах, в которых зарубежная торговля и потоки капиталов менее важны, воздействие изменения обменного курса будет меньшим.

4.8 Другие факторы, которые могут влиять на рынок акций

В дополнение к перечисленным выше факторам, на рынок будут влиять любые факторы, воздействующие на предложение (например, объем выпуска новых акций или приватизация) или спрос (изменение налогов, поток средств организаций, привлекательность альтернативных инвестиций).

В данном разделе мы рассмотрим влияние на спрос на акции и, следовательно, на уровень рынка акций, следующих факторов:

- политика и политический климат;
- зарубежные рынки акций;
- денежные потоки организаций;
- налогообложение;
- альтернативные инвестиции.

Факторы, которые могут повлиять на *предложение* акций, описаны в главе 13.

Политика и политический климат

Инвесторы в акции предпочитают политическую стабильность. Политическая нестабильность вредна для рынка, особенно когда инвесторы опасаются того, что политический климат изменится неблагоприятным образом. Инвесторы в акции обычно предпочитают политические партии, которые открыто поддерживают капитализм.

Зарубежные рынки акций

Существует значимая корреляция между изменениями цен на разных рынках акций по всему миру, и особенно между рынками Европы и рынком США.

Она отражает:

- свободу движения капитала;
- усовершенствование информационных технологий;
- стандартизацию бухгалтерского учета и инвестиционных процедур;
- регистрацию акций в разных странах;
- общий рост мировой торговли.

Быстрое падение или рост уровня рынка США (например, вследствие изменения взглядов на прибыльность в США) приведет, вероятно, к изменению во всем мире и в том же направлении, хотя и в меньшей степени. Этот эффект может быть значимым, как показал мировой крах акций в октябре 1987 года, который начался с нервной продажи в Нью-Йорке.

Денежные потоки организаций

Чем больше объем средств, которые могут инвестировать крупные организации, тем больше общая поддержка рынка акций.

Налогообложение

Любое изменение системы налогообложения может оказать некоторое влияние на относительные предпочтения разных инвесторов в отношении разных типов активов; например, изменение налогообложения прибылей компаний или дохода, получаемого в форме дивидендов.

Альтернативные инвестиции

Привлекательность альтернативных инвестиций может, косвенным образом, повлиять на акции. Если альтернативные инвестиции станут более привлекательными, то можно ожидать, что общий спрос на акции упадет вследствие переключения средств на альтернативные инвестиции.

На практике, это вряд ли будет крупным фактором, хотя изменение требований к финансовым организациям в отношении платежеспособности или резервирования, может оказать заметное влияние.

Факторы предложения

Рост предложения акций, например, вследствие наплыва новых выпусков, приведет к давлению в сторону понижения цен на акции. Факторы предложения более подробно обсуждаются в главе 13.

Вопрос 11.19

Ответьте, *правда*, или *ложь* на следующие утверждения:

1. Цены на акции, вероятно, поднимутся, если отечественная валюта девальвируется по отношению к другим валютам.
2. Ожидание высокого экономического роста является важным фактором, лежащим в основе цен на акции.
3. Более низкая рискованная премия для акций, понизит цены акций.
4. Ожидание более низкой инфляции снизит уровень рынка акций.
5. Крах фондового рынка в Нью-Йорке является положительным фактором для Ирландского рынка акций, поскольку фонды убегают через Атлантику на покупку Ирландских акций.

5. Рынок недвижимости

5.1 Введение

Экономические факторы влияют на рынок недвижимости в трех взаимозависимых областях:

- рынок площадей для бизнеса, т.е. спрос на недвижимость для бизнеса;
- циклы строительства, т.е. предложение новых законченных построек;
- инвестиционный рынок, т.е. спрос и предложение недвижимости в качестве инвестиций.

Взаимодействие между спросом на недвижимость для бизнеса и предложением недвижимости внаем, определяет рыночный уровень ренты. На инвестиционном рынке определяется капитальная стоимость сдаваемой недвижимости. Капитальная стоимость будет, конечно, отражать рыночный уровень ренты.

5.2 Спрос на недвижимость для бизнеса

Вновь, цена на недвижимость определяется спросом и предложением. Поэтому, рента (которая является ценой использования недвижимости) является функцией взаимодействия спроса и предложения. Когда спрос на использование недвижимости велик, по сравнению с предложением, рента растет. Более высокая рента увеличивает стоимость недвижимости, поскольку стоимость недвижимости фактически является современной стоимостью будущей ренты (за вычетом затрат).

Любой влияющий на экономическую активность фактор, такой как реальные ставки процентов, будет влиять на спрос на недвижимость для бизнеса.

Экономический рост

Спрос со стороны арендаторов тесно связан с оживлением торговли и ВВП. Экономический рост, при прочих равных, увеличивает спрос на коммерческие и промышленные помещения. Увеличенный спрос должен содействовать повышению ренты и стоимости недвижимости.

Однако воздействие экономического роста не будет равномерным для всех секторов недвижимости или для всех регионов страны. Например, промышленная недвижимость зависит от судьбы промышленных отраслей, а магазины зависят от розничного сектора (важны расходы потребителей). Уровень занятости в секторе услуг обычно очень серьезно влияет на спрос на офисы.

Реальные ставки процентов

Уровень реальных ставок процентов сильно влияет на уровень экономической активности. Ставки процентов будут влиять на рынок недвижимости через экономический рост. Более

низкие реальные ставки процентов должны стимулировать экономическую активность и, поэтому, будут положительно влиять на ренту и стоимость недвижимости.

Структурные изменения спроса на недвижимость

Новая структура экономической активности в своей стране или за рубежом, меняет структуру спроса. Примером является тенденция перемещения штата фирм из дорогих столичных городов в более дешевые регионы.

Другим примером является растущая важность вычислительных машин и сетей в 1970 и 1980 годах, приведшая к тому, что многие старые офисы вышли из употребления.

5.3 Предложение недвижимости

Местоположение недвижимости фиксировано, на ее строительство требуется время. Рынок можно рассматривать в терминах существующих построек плюс прогноз дополнительного строительства. Но имеет место связанный с предложением лаг, который трудно прогнозировать. Строительство трубопровода может продлиться до пяти лет.

Разрешение на планирование ограничивает предложение

Может существовать установленный законом контроль над использованием недвижимости. Поэтому, строительство часто ограничено местными планирующими органами. Это делает предложение недвижимости относительно неэластичным (т.е. фиксированным). Поэтому, когда меняются факторы спроса, предложение вместе с ними не меняется, и, следовательно, имеют место большие изменения стоимости недвижимости. Это увеличивает нестабильность стоимости недвижимости.

Временной лаг строительства

Пик цикла строительства недвижимости не совпадает с пиком делового цикла. Промежуток времени между получением разрешения на строительство и его завершением часто приводит к тому, что большой объем недвижимости поступает на рынок тогда, когда экономика замедляет свое развитие. Замедление развития экономики, связанное с ростом реальных ставок процентов, вредно для индустрии строительства недвижимости.

Взаимоотношение между спросом и предложением на рынке недвижимости для бизнеса усугубляется экономическими характеристиками недвижимости, которые, в некоторых случаях, ведут к дисбалансу, так что требуется время, чтобы рента установилась на уровне, при котором спрос равен предложению. Этими характеристиками являются:

- **фиксированное месторасположение** ограничивает предложение недвижимости в конкретных местностях, таких как центральные районы города, являющегося финансовым центром страны;

- **высокая стоимость транзакций**, связанная с оплатой специалистов и другими издержками при покупке недвижимости;
- **сегментация рынка**. Некоторые объекты недвижимости имеют только один вариант использования, хотя магазины и офисы могут обычно использоваться множеством разных арендаторов.

5.4 Рынок инвестиций в недвижимость

Состояние рынка инвестиций в недвижимость в существенной мере зависит от рынка недвижимости для бизнеса, поскольку последний обеспечивает инвестиционный доход и потенциал роста ренты.

Инфляция

Обеспечиваемая инвестированием в недвижимость доходность была хорошим методом хеджирования неожиданной инфляции. В предположении отсутствия других внешних воздействий, полноправный владелец должен суметь увеличить ренту в соответствии с инфляцией, чтобы сохранить реальную стоимость ренты.

Однако в случае недвижимости, предусматривающей большие промежутки между датами пересмотра ренты, инфляция разъедает реальную стоимость потока ренты. Поведение цены на такие объекты недвижимости будет больше похоже на цены обычных облигаций. Например, если инвесторы начнут предполагать более высокую будущую инфляцию, цены должны упасть.

Реальные ставки процентов

Более высокие ставки процентов должны привести к более низкой оценке будущей ренты, и, поэтому, более низкой капитальной стоимости, в предположении, что капитальная стоимость является дисконтированной современной стоимостью будущего рентного дохода от недвижимости.

Взаимосвязь между ставками процентов и доходами от недвижимости в краткосрочной перспективе, неясна. Для более длительных периодов, высокая долгосрочная доходность (например, индексированных облигаций и, в некоторой степени, обычных облигаций) имеет, при прочих равных, тенденцию оказывать давление в сторону увеличения доходов от инвестиций в недвижимость. (Рост доходности облигаций приводит к уменьшению спроса на недвижимость, и, следовательно, увеличивает доходность недвижимости.)

Другие факторы

Источники инвестиционных средств, а также их знак (положительный или отрицательный) в терминах денежных потоков, важны для определения состояния инвестиционного рынка недвижимости. Основными источниками являются: организации инвесторы, использующие банковские долги государственные/частные занимающиеся недвижимостью компании и международные инвесторы.

Если зарубежные инвесторы являются значимыми покупателями недвижимости, на уровень спроса будет влиять обменный курс. Это особенно существенно для офисной недвижимости в столичных городах или крупных финансовых центрах. Например, в Великобритании недвижимость привлекательна для иностранных покупателей тогда, когда фунт имеет низкий курс и предполагается, что его курс укрепится.

Вопрос 11.20

Объясните, почему рост спроса на офисное пространство может сильно повлиять на уровень ренты.

Вопрос 11.21

Какие две из нижеприведенных экономических переменных больше всего влияют на состояние рынка недвижимости?

ставки процентов, инфляция, фискальный дефицит, экономический рост, платежный баланс

Какие две наименее существенны при оценке уровня обычных облигаций?

Глава 11. Резюме

Краткосрочные ставки процентов

Краткосрочные ставки процентов определяются, в основном, *политикой правительства*, поскольку правительство балансирует потребность в контроле над инфляцией с потребностью поощрения экономического роста. Они могут также использоваться для управления уровнем обменного курса. Уровень процентных ставок обычно слегка выше ставки инфляции.

Долгосрочные ставки процентов в основном определяются *ожиданиями* будущих краткосрочных ставок процентов и, следовательно, инфляцией.

Доходность облигаций

К числу основных факторов, определяющих доходность облигаций, относятся:

- инфляция;
- краткосрочные ставки процентов;
- фискальный дефицит;
- обменный курс;
- денежные потоки организаций;
- доходность альтернативных инвестиций.

Уровень рынка акций

Наиболее важными факторами, определяющими общий уровень рынка недвижимости, являются:

- ожидания в отношении реальных ставок процентов и инфляции;
- оценка инвесторами рискованности инвестирования в акции;
- реальный уровень экономического роста.

Другими, влияющими на уровень рынка акций факторами, являются:

- инфляция;
- крепость валюты;
- привлекательность альтернативных инвестиций;
- уровень зарубежных рынков;
- факторы предложения;
- денежные потоки организаций инвесторов;
- налогообложение;
- политический климат.

Недвижимость и экономика

Экономические факторы могут повлиять на:

- потребность для бизнеса;
- предложение со стороны строительного цикла;
- инвестиционный рынок.

Экономические факторы сильно влияют на рынок недвижимости. Ключевыми факторами являются:

- экономический рост;
- реальные ставки процентов.

Инфляция и обменный курс важны в меньшей степени.

Неэластичность предложения недвижимости усиливает воздействие этих факторов на общую стоимость недвижимости. Неэластичность предложения недвижимости вызвана:

- правилами планирования и ограниченным, в некоторых местностях, физическим пространством;
- временем, необходимым для строительства новой недвижимости.

Решения

Решение 11.1

Количественная теория денег основана на экономическом тождестве:

$$M \times V = P \times T,$$

где: М – номинальное предложение денег;
V – скорость обращения (как часто деньги переходят из рук в руки);
P – уровень цен;
T – количество транзакций (т.е. реальный уровень экономической активности).

Если мы предположим, что V и T фиксированы, что может быть приблизительно верно для короткого периода времени, то количественная теория денег утверждает, что рост (номинальный) денег в обращении приведет к росту цен. Таким образом, если мы согласимся с предположениями, то знаем, что уровень инфляции (который является скоростью изменения уровня цен) прямо зависит от скорости роста предложения денег.

Решение 11.2

Инфляция спроса обозначает ситуацию, в которой в экономике существует избыточный спрос, позволяющий фирмам увеличить свои цены (что они наверняка и сделают!). В результате, цены будут увеличены.

Решение 11.3

Если затраты фирм вырастут, то они постараются переложить этот рост, хотя бы частично, на потребителей. Рост затрат может привести к повышению среднего уровня цен. Возможными источниками инфляции, связанной с ростом издержек, являются:

- более высокие цены на импорт, вследствие ослабления отечественной валюты;
- более высокие цены на импорт, вследствие иных причин (например, рост цен на нефть);
- требования повышения зарплаты, не покрываемые ростом производительности труда.

Решение 11.4

Факторами, определяющими краткосрочные ставки процентов, являются:

- политика правительства в отношении ставки процента, направленная на:
 - стимулирование или сокращение экономического роста;
 - контроль инфляции;
 - управление отечественной валютой.
- уровень инфляции;
- спрос на краткосрочные деньги и их предложение.

Решение 11.5

Четыре теории кривой доходности:

- 1) *теория ожиданий* – долгосрочная доходность отражает ожидания инвесторов относительно будущих краткосрочных ставок процентов;
- 2) *инфляционная рискованная премия* - инвесторы требуют от долгосрочных облигаций более высокой доходности, в качестве компенсации за дополнительный инфляционный риск;
- 3) *премия ликвидности* – инвесторы требуют от менее ликвидных облигаций более высокой доходности, в качестве компенсации за их более высокую нестабильность;
- 4) *сегментация рынка* – доходность облигаций отражает спрос со стороны разных инвесторов на облигации с разными сроками.

Решение 11.6

1. Более высокие краткосрочные ставки процента напрямую увеличивают доходность краткосрочных облигаций, поскольку они всегда должны быть близки.
2. Ожидание более высоких будущих краткосрочных ставок процента может привести к увеличению доходности долгосрочных облигаций, в соответствии с теорией ожиданий для кривой доходности.
3. Более высокие краткосрочные ставки процента могут сократить инфляционные ожидания и, таким образом, способствовать снижению долгосрочной доходности.

Решение 11.7

1. Почему продажа казначейских облигаций увеличит краткосрочные ставки процента?

Чтобы продать больше казначейских векселей центральный банк должен снизить их цену. Этот рост дисконта соответствует росту одной из мер краткосрочной ставки процента. Ставки других инструментов денежного рынка изменятся аналогично.

2. Почему печатанье денег понизит (краткосрочные процентные) ставки?

На самом деле, это противоположно вышесказанному. Рост объема денег в обращении, делает их более доступными для размещения на краткосрочных депозитах. Поэтому банкам легче привлечь депозиты. В результате, они могут сократить ставки процента по депозитам, а дисконты по векселям будут иметь тенденцию к аналогичному уменьшению.

3. Почему печатанье денег увеличит инфляционные ожидания?

Количественная теория денег утверждает, что существует прямая взаимосвязь между предложением денег и уровнем цен. Если за одним и тем же количеством товаров «гоняется» больше денег, цены должны вырасти.

4. Почему продажа казначейских облигаций может привести к росту доходности облигаций?

Теория ожиданий утверждает, что рост краткосрочных ставок процента может привести к более высокой доходности облигаций. Эквивалентно, более высокая доходность

казначейских билетов приведет к тому, что некоторые инвесторы переключатся на казначейские билеты, что понизит цены облигаций.

5. Почему печатанье денег приводит к росту доходности облигаций?

Рост инфляционных ожиданий заставит инвесторов требовать более высокой номинальной доходности, чтобы поддержать требуемый уровень реальной доходности.

Решение 11.8

Существует несколько *возможных* причин. Возможно, в данном случае наиболее важным фактором было существенное снижение рыночной оценки будущей инфляции и/или ставок процента.

Отметим, что увеличение фискального дефицита вероятно уже было учтено, и, поэтому, доходность уже выросла (хотя это не объясняет того факта, что доходность упала до наиболее низкого за 20 лет уровня).

Решение 11.9

Если равенство не выполняется, деньги должны перетекать на тот рынок облигаций, который даст более высокую ожидаемую доходность. Этот поток средств будет менять доходность (и, следовательно, спот ставки) и возможно величину обменного курса фунта к доллару до тех пор, пока равенство не будет выполняться.

Решение 11.10

Теория паритета покупательной способности для обменных курсов утверждает, что номинальные курсы обмена будут изменяться так, чтобы в точности компенсировать различия в ставках инфляции между разными экономиками, чтобы поддержать постоянство реального обменного курса.

Например, если в США цены удвоятся (а цены в иных странах останутся неизменными), стоимость доллара США на рынках обмена валют уменьшится в два раза. Путь, которым во времени должен следовать обменный курс, чтобы компенсировать различия в ставках инфляции в разных странах, известен как *траектория паритета покупательной способности*.

Теория обычно выполняется в *очень* долгосрочной перспективе. В краткосрочной перспективе, краткосрочные ставки процента и потоки капитала имеют гораздо большее влияние на обменный курс.

Решение 11.11

1. Игнорируя инфляционное воздействие более высокого фискального дефицита, доходность в Великобритании также должна вырасти на 1%.
2. Предположительно рынок ожидает, что инфляция в США будет на 1% в год выше. В результате, мы должны теперь ожидать, что скорость роста доллара относительно фунта

будет на 1% ниже (на основании теории паритета покупательной способности). Изменение доходности облигаций отсутствует.

3. Доходность британских облигаций должна вырасти на 1%. (Равенство с доходностью в США поддерживается за счет 1% увеличения ожидаемого роста доллара относительно фунта.)
4. Игнорируя инфляционное воздействие более высокого фискального дефицита и малое воздействие увеличившегося британского фискального дефицита на всемирные заимствования, эффекта практически не будет. На практике, мы будем ожидать небольшого роста доходности в Великобритании, поскольку:
 - более высокий фискальный дефицит может, в долгосрочной перспективе, привести к более высокой инфляции в Великобритании (так что наибольшее воздействие будет иметь место для долгосрочных облигаций);
 - более высокий фискальный дефицит может слегка увеличить доходность облигаций в мире;
 - уравнение паритета ставок процентов может в точности не выполняться, поскольку британские и американские облигации не являются идентичными активами (вследствие наличия валютного риска и риска дефолта), и существуют барьеры, препятствующие переключению инвесторов с одной страны на другую (например, затраты на транзакции, потребность в согласовании с обязательствами, неприятие риска изменения обменного курса).

Решение 11.12

1. Повысит вероятность роста инфляции и/или ставок процента. Доходность увеличится.
2. Отсюда следует, что потребители стали меньше тратить, что указывает на низкую инфляцию и ставки процента. Это может также означать увеличение потребности в инвестициях, в том числе в облигациях. Поэтому, доходность должна упасть.
3. Более высокая производительность уменьшает инфляционное давление на экономический рост и увеличивает стоимость отечественной валюты. Оба этих воздействия должны привести к снижению доходности.

Решение 11.13

Воздействие на кривую доходности:

1. Покрытие расходов приведет к увеличению фискального дефицита. Рост предложения государственных облигаций означает, что цены упадут, а кривая доходности поднимется. Доходность может также вырасти на правом краю кривой, если предполагается, что высокий фискальный дефицит приведет к более высокой долгосрочной инфляции.
2. Фунт стерлингов начнет обесцениваться. Инвесторы (особенно зарубежные) могут опасаться дальнейшего падения, и, поэтому, заберут свои деньги из Великобритании. Облигации продаются, цены падают, а кривая доходности поднимается. Обесценивание фунта может также привести к инфляции, вызванной ростом издержек.
3. Возможно опасение более высокой будущей инфляции и более высоких будущих ставок процента. Это может привести к подъему кривой доходности. (Хотя рост уверенности может ассоциироваться с предположением хороших экономических перспектив на

последующие годы, возможно отражающим ожидание низкой инфляции и низких ставок процента.)

4. Высокие краткосрочные ставки процента означают, что кривая доходности будет, на левом крае, стоять высоко. Политика правительства должна помочь уменьшить долгосрочную инфляцию, так что кривая доходности должна быть убывающей, вследствие ожидания более низких будущих ставок процента и инфляции.

Решение 11.14

Ставки процента:	Краткосрочные облигации будут следовать за ставками процента и доходность вырастет. Вырастет или упадет доходность при более длительных сроках, будет зависеть от того, как, по мнению рынка, рост ставок повлияет на перспективы инфляции. Долгосрочная доходность может упасть, если рынок сочтет, что в будущем инфляция упадет.
Инфляция:	Доходность вырастет в ожидании роста инфляции, особенно при более длительных сроках.
Доходность зарубежных облигаций:	Фискальный дефицит США в значительной мере определяет уровень доходности облигаций в мире. Доходность, вместе с ожидаемыми изменениями обменных курсов, поможет определить доходность облигаций в других странах.

Решение 11.15

Клиринговый банк

Долг банка будет иметь почти пренебрежимый риск дефолта, поскольку клиринговый банк будет в целом иметь иммунитет по отношению к экономическому спаду. (Банки обычно имеют серьезные проблемы, связанные с жульничеством и плохим управлением, а не с превратностями экономического цикла.) Поэтому, маржа доходности вряд ли существенно изменится, если изменится вообще. В данном случае, маржа доходности будет, в первую очередь, отражать товарность по сравнению с государственными облигациями.

Большой розничный продавец продуктов питания

Поскольку розничная продажа продуктов питания является относительно безопасным и защитным сектором, на прибыльность которого спад влияет мало, очень низкий риск дефолта большого розничного продавца продуктов питания, по-видимому, изменится мало. Поэтому, маржа доходности вырастет ненамного.

Маленькая промышленная компания

Маленькая промышленная компания значительно сильнее зависит от экономического цикла. Поэтому, заслуживающий внимания риск дефолта вероятно значительно вырастет, что приведет к заметному росту маржи доходности.

Решение 11.16

Могут быть даны разные варианты ответа. Пожалуй, наилучшими будут:

- Взгляд и ожидания инвесторов меняются в связи с ежедневным появлением новой информации.
- Уровень спроса и/или предложения меняется ежедневно.

Решение 11.17

Приемлемы различные ответы на этот вопрос, при условии, что они обоснованы. Ниже приведен набор возможных ответов:

1. Цена акций не изменится. Рынок уже решил для себя, что рост увеличился, так что это мнение уже учтено в цене.
2. Цена акций не изменится. Неделю назад имела место утечка информации относительно данного отчета.
3. Цена акций не изменится. Рынок акций не верит данной группе (хотя она и влиятельна).
4. Небольшой рост рынка, отражающий увеличение уверенности вследствие данного отчета.
5. Небольшое падение рынка. Инвесторы предполагали, что в отчете будет – на 10% выше!
6. 5% рост. Никто не ожидал, что отчет изменится по сравнению с предыдущим годом, и инвесторы верят данной группе.

На практике, результат будет, вероятно, разбавленной версией п.4, смягченной п.п. 1, 2, 3. Кроме того, в день опубликования отчета может появиться более существенная информация, которая сметет влияние отчета (например, ставка процента понизилась на 1%, началась война).

Решение 11.18

Мы требуем от акций более высокой доходности в качестве компенсации за:

- более низкую товарность акций по сравнению с государственными облигациями;
- большую нестабильность, как дохода, так и капитала;
- большой риск дефолта, как в отношении выплаты дохода, так и в отношении выплаты капитала.

Решение 11.19

1. Правда - (вероятно) отечественная промышленность более конкурентоспособна на мировых рынках.
2. Правда - более высокий рост приведет к более высоким прибылям.
3. Ложь - если в состав i входит более низкая рисковая премия для акций, будущие дивиденды дисконтируются при более низкой ставке.
4. Ложь - как i , так и g будут меньше, а воздействие на акции будет относительно нейтрально.
5. Ложь - Ирландские акции будут выглядеть дорогими по сравнению с Нью-йоркскими акциями, и, вероятно, упадут в цене. (Хотя это в некоторой степени зависит от причины падения в Нью-Йорке.)

Решение 11.20

Предложение офисной недвижимости фиксировано (т.е. крайне неэластично) в краткосрочной перспективе. Поэтому, рост спроса на недвижимость не может быть немедленно покрыт ростом предложения, так что увеличивается давление на цены в сторону увеличения. Кроме того, в некоторых местностях (например, в крупных финансовых центрах) физически трудно увеличить предложение, поскольку неиспользуемое пространство очень мало.

Решение 11.21

Из всех перечисленных переменных, ставки процентов и экономический рост имеют наибольшее прямое влияние на рынок недвижимости. Экономический рост и (вероятно) платежный баланс меньше трех остальных переменных важны для обычных облигаций.