

Глава 13

Другие факторы, влияющие на относительное оценивание

Разделы программы

(b)(ii)10. Обсудите факторы, влияющие на относительные рыночные цены разных классов активов.

(b)(ii)11. Обсудите факторы, влияющие на относительные рыночные цены индивидуальных ценных бумаг.

0. Введение

В главе 11 мы обсуждали главные экономические воздействия на инвестиционные рынки, а в главе 12 мы рассматривали фундаментальные экономические и финансовые факторы, влияющие на относительную оценку акций конкретных компаний. В данной главе мы изучим некоторые иные факторы, влияющие на предложение и спрос со стороны инвесторов, и, следовательно, на относительные цены. Приведенное ниже обсуждение проведено в терминах классов активов, но большинство принципов применимо и к отдельным ценным бумагам.

В разделе 1 рассматриваются факторы, влияющие на спрос на разные классы активов, тогда как в разделе 2 рассмотрены некоторые факторы предложения. Некоторые затронутые вопросы, которые являются необходимыми базовыми знаниями в отношении экономической и инвестиционной среды, в которой управляют портфелем, уже были затронуты в главе 11. Отметим, что в данной главе мы интерпретируем предложение акций (или любых иных ценных бумаг) как вопрос, полностью относящийся к количеству выпущенных акций. Поэтому, изменения предложения будут отражать такие факторы как новые выпуски и погашение.

1. Факторы, влияющие на спрос на разные классы активов

Спрос на активы изменится при возникновении одной из двух основных ситуаций:

1. Взгляды инвесторов на свойства актива остаются неизменными, но внешние факторы изменили спрос на него. К числу таких внешних факторов относятся доходы инвесторов, их предпочтения и цена иных инвестиционных активов.
2. Изменилось восприятие инвесторами характеристик актива, в первую очередь риска и ожидаемой доходности.

Обсуждение в главе 11 фокусировалось на том, как экономические факторы изменяют взгляды инвесторов на доходность актива и его рискованность. Теперь мы рассмотрим внешние факторы, которые могут повлиять на спрос инвесторов на инвестиции.

1.1 Доходы инвесторов

Объем средств, которые организации инвесторы могут инвестировать, может существенно повлиять на рыночные цены.

Уровень входящих и исходящих денежных потоков основных финансовых организаций оказывает большое влияние на спрос на активы, и, следовательно, на рыночные цены. Сам по себе уровень нетто денежного потока в первую очередь отражает уровень сбережений в экономике в целом, тогда как баланс между различными организациями инвесторами отражает относительную популярность предлагаемых ими накопительных инструментов. Этот денежный поток может быть инвестирован в краткосрочные инструменты денежного рынка, пока инвесторы определяют подходящие объекты долгосрочных инвестиций.

Это особенно верно в отношении изменений в потоках средств в организации, имеющие жестко установленные инвестиционные цели. Например, если американские открытые фонды взаимных инвестиций в развивающиеся рынки получают большой приток денег, они должны будут инвестировать в рынки, указанные в маркетинговой литературе. Это может увеличить цены на целевых рынках.

Может, конечно, иметь место и обратный процесс. Если инвесторы решат изъять свои средства с развивающихся рынков в связи с опасениями падения их уровней, то это изъятие средств усугубит исходные проблемы.

1.2 Предпочтения инвесторов

Предпочтения инвесторов в отношении конкретного класса активов, могут измениться в случае изменения их обязательств, регулирования или налогового режима.

Примером может послужить изменение требований к предписанной платежеспособности или резервированию, которые финансовые институты должны выполнять. Влияние очевидно, если предписанные требования указывают конкретные инвестиции, которые организация может использовать. Но даже если это не так, результатом таких требований часто является

воздействие на относительную привлекательность разных классов активов для организаций, которые должны выполнять эти требования.

Например, может быть введено требование, чтобы ставка процента, используемая компанией по страхованию жизни для оценки ее обязательств, не превышала уровня текущих доходов от ее инвестиций. Такое изменение увеличит относительную привлекательность таких инвестиций, как облигации, которые обеспечивают компании по страхованию жизни более высокие текущие доходы.

Другой важный пример имеет место в случае, когда инвестор по-разному платит налог на доход и прирост капитала. Инвестор постарается максимизировать свою доходность после уплаты налогов. При прочих равных, инвестор, который платит меньший налог на доход, будет предпочитать инвестиции с высокими текущими доходами и наоборот.

Изменение правил налогообложения, уменьшающее нетто доходность, которую инвестор получает от конкретных инвестиций, соответствующим образом уменьшит привлекательность данных инвестиций для инвестора. Это приведет к сокращению спроса на соответствующие инвестиции и росту спроса на альтернативные инвестиции.

Может повлиять и неопределенность политического климата.

Инвесторы обычно предпочитают инвестировать в активы политически стабильной экономики. Даже внутри страны, которая внутренне стабильна, инвесторы будут счастливы в случае уменьшения политической неопределенности. Во времена неопределенности, может существовать спрос на более «надежные» инвестиции. Например, золото традиционно считалось «безопасной гаванью» во времена международной неопределенности, например в 1980 году.

Предпочтения могут измениться вследствие изменения «моды» или настроения, иногда без каких-либо видимых причин.

Например, представляется, что инвестиции в недвижимость перестали пользоваться популярностью у многих британских инвесторов после спада в начале 1990-х годов, когда цены на недвижимость резко упали, и многие инвесторы потерпели существенные убытки по своим портфелям недвижимости.

Аналогично, бросовые облигации были модны в конце 1980-х, когда международная экономика бурно развивалась. Некоторых инвесторов тогда мало волновала возможность дефолта, вероятность которого они считали пренебрежимо малой; они были воодушевлены предлагаемым такими облигациями высоким уровнем доходности.

Предпочтения могут также измениться за счет маркетинга или обучения инвесторов, проведенного поставщиками конкретного класса активов.

Это вероятно более важно для новых типов инвестиций. Инвесторам понадобится обучение, как в отношении существования новых инвестиций, так и их потенциального применения и пригодности для инвесторов. Например, в прошлом, биржи производных инструментов использовали образовательные кампании для увеличения знаний инвесторов в отношении

применения производных инструментов и, тем самым, поощряли инвесторов к их использованию.

1.3 Цены альтернативных инвестиций

Все инвестиционные активы являются, в большей или меньшей степени, взаимозаменяемыми товарами. Это верно при рассмотрении инвестиций на уровне индивидуальных ценных бумаг, по классам активов и по международным рынкам.

Спрос на любой актив или, на самом деле, спрос на любой класс активов, отражает относительную привлекательность альтернативных инвестиций, которые инвесторы могут купить взамен. Это верно потому, что инвесторы всегда имеют, по крайней мере, частичную свободу (при условии выполнения ограничений, в рамках которых они работают) в отношении выбора активов, которые они хотят купить и владеть.

Ясно, что чем более схожи различные активы, или, более строго, чем выше степень корреляции в отношении того, насколько они помогают достигнуть целей инвесторов, тем в большей мере их можно рассматривать как заместители. На практике, степень корреляции доходности инвестиций будет основным фактором, определяющим степень их взаимозаменяемости.

Например, акции двух компаний по водоснабжению, будут иметь очень близкие рискованные и инвестиционные характеристики; поэтому, они будут хорошими заместителями. В меньшей мере, британские и американские государственные облигации будут, для многих международных инвесторов, означать возможность выбора альтернативных инвестиций, поэтому их доходность будет взаимосвязана.

Даже активы разных классов могут быть разумными альтернативными инвестициями для многих инвесторов.

Поэтому, существует сильная корреляция между ценами разных классов активов.

Вопрос 13.1

Почему?

Вопрос 13.2

Какой из следующих классов активов является наилучшим заместителем инвестирования в недвижимость:

- 1) индексируемые облигации;
- 2) обычные акции промышленной компании;
- 3) обычные облигации?

2. Факторы предложения

2.1 Рынки акций

Рост предложения, например большой объем новых выпусков, приведет к давлению в сторону понижения цены акций.

Предложение акций возрастает в результате:

- дополнительных выпусков акций существующих акционерных компаний;
- выпуска новых акций акционирующимися компаниями.

Наплыв дополнительных выпусков наиболее вероятен тогда, когда:

- директора компании считают, что рынок акций необычно оживлен;
- балансовые счета компании слишком слабы, чтобы поддержать желаемый директорами масштаб операций.

Однако вы можете предположить, что дополнительные выпуски, направленные на получение дополнительного финансирования для компаний, испытывающих финансовые сложности, будут более часты во время спада.

Аналогично, выпуски новых акций новых и существующих компаний, желающих зарегистрироваться на бирже, будут более часты тогда, когда рынок оживлен.

Вопрос 13.3

Почему?

В обоих случаях, дополнительное предложение акций должно, по крайней мере теоретически, понизить общую цену на акции, хотя воздействие может быть минимальным, учитывая общий размер рынка и преобладающее оптимистическое настроение. Может произойти и обратное, особенно в отношении новых выпусков больших компаний.

Вопрос 13.4

Почему?

Программа приватизации ранее национализированных отраслей может привести к поступлению на рынок большого количества новых акций в течение короткого периода времени.

И наоборот, выкуп акций или повторная национализация сократят предложение акций.

Рынки облигаций

На рынке государственных облигаций, предложение в значительной мере управляется фискальным дефицитом правительства и его стратегией финансирования дефицита.

Как мы обсуждали в главе, посвященной влиянию экономических факторов на инвестиционные рынки, точное воздействие фискального дефицита на рынок государственных облигаций зависит от принятой правительством *политики финансирования*.

Вопрос 13.5

Что понимается под правительственной *политикой финансирования*?

Таким образом, предложение поступающих на рынок государственных облигаций будет отражать:

- размер фискального дефицита, который сам по себе в значительной мере определяется состоянием экономики;
- желательным, для правительства, уровнем финансирования фискального дефицита за счет выпуска новых облигаций (а не за счет других методов).

Правительство должно также выбрать сроки – длинные, средние или короткие – на которые выпускать новые облигации. Это решение будет отражать существующие рыночные условия, включая существующие объемы государственных облигаций с разными сроками до погашения, и, важнее всего, относительной стоимостью заимствования для каждого срока. На цели правительства будет влиять желание занять настолько дешево, насколько это только возможно.

На общее предложение облигаций будет, конечно, влиять погашение существующих государственных облигаций.

Как и в случае новых выпусков акций, негосударственные заемщики предпочтут выпускать долговые бумаги тогда, когда рынок облигаций будет в хорошем состоянии, и, следовательно, заимствование будет, фактически, дешевле. В частности, в ситуации, когда цены высоки, а доходность низка, они смогут получить больше денег при заданном уровне процентных платежей, и, следовательно, текущая стоимость обслуживания долга будет ниже.

Вопрос 13.6

Почему вы можете ожидать, по крайней мере, в некоторой степени, обратного взаимоотношения между объемом корпоративных облигаций и выпусками акций?

Другие инвестиционные рынки

Похожие аргументы в равной мере применимы и к другим инвестиционным рынкам. При прочих равных, рост предложения приведет к падению цены, как индивидуального актива, так и класса активов в целом. Воздействие факторов предложения на цену актива будет

зависеть от доступности заместителей; оно будет наибольшим при ограниченности заместителей, которые инвесторы могут использовать в качестве подходящей альтернативы.

Предложение будет особенно важным фактором в отношении недвижимости, где лаги предложения могут привести к наличию длительных периодов избыточного или недостаточного предложения на рынке.

Другие факторы

Иногда предложение растет вследствие технологической инновации. Можно утверждать, что именно это имело место на рынках производных инструментов, где возросшее понимание ценообразования и резервирования сложных продуктов позволило инвестиционным банкам предлагать их конечным пользователям по более низким ценам, что привело к росту спроса.

Растущая изощренность и доступность компьютерных технологий позволила творчески мыслящим инвестиционным банкам предлагать все более инновационные и сложные продаваемые напрямую производные инструменты, чтобы покрыть потребности своих клиентов. Теоретически, может быть создана подходящая производная ценная бумага, уменьшающая или даже устраняющая риски, связанные почти с любым событием или стечением обстоятельств, однако не бесплатно. (За дополнительные риски инвестиционные банки потребуют компенсацию в форме соответствующей маржи прибыли.) Развитие доступной технологии плюс сокращение ее стоимости, сократило и затраты на создание таких комплексных ценных бумаг.

В результате, набор доступных инвесторам инвестиций резко возрос, позволяя инвесторам:

- лучше удовлетворить свои потребности, например, согласовывать активы с обязательствами и/или минимизировать свои риски;
- создавать собственные более инновационные продукты, зная, что они могут купить подготовленные «по мерке» производные инструменты, позволяющие серьезно снизить существующие риски, например, основанные на акциях продукты с гарантиями.

Произошедшая в результате экспансия набора доступных инвесторам инвестиций, вместе с осведомленностью о том, что банки могут выполнить их конкретные пожелания, привела к росту спроса со стороны инвесторов на новые комплексные, сделанные по мерке производные ценные бумаги.

Вы должны также понимать, что важным отличием производных инструментов от других ценных бумаг является то, что они могут быть созданы и ликвидированы по запросу. Поэтому, по крайней мере, теоретически, предложение любого конкретного производного инструмента неограниченно.

2.2 Напоминание

В заключение напомним, что в данной конкретной главе мы интерпретировали предложение как понятие, относящееся только к общему количеству выпущенных акций (или иных

ценных бумаг) в любой момент времени, и обсуждали факторы, которые могут повлиять на это количество.

В другом инвестиционном контексте, и при более общем подходе, термин предложение относится к количеству ценных бумаг, которые инвесторы хотят и могут продать по конкретной цене в конкретный момент времени.

Глава 13. Резюме

Рост/падение спроса на актив приведет к давлению на цену актива в сторону роста/падения.

Спрос на активы изменится при возникновении одной из двух основных ситуаций:

- Взгляды инвесторов на свойства актива остаются неизменными, но внешние факторы изменили спрос на него. К числу таких внешних факторов относятся доходы инвесторов, их предпочтения и цена иных инвестиционных активов.
- Изменилось восприятие инвесторами характеристик актива, в первую очередь риска и ожидаемой доходности.

Рост/падение предложения актива приведет к давлению на цену актива в сторону падения/роста. Предложение финансового актива вырастет за счет новых выпусков этого актива и сокращения погашения.

Воздействие изменений спроса и предложения на цену актива будет зависеть от доступности близких заместителей, которые инвестор может купить взамен данного актива.

Решения

Решение 13.1

Рассмотрим, что произошло бы, если бы это было не так, предположив, для простоты, что существуют только два класса активов: А и В.

Если, по какой либо причине, цена класса активов А внезапно вырастет, то он станет дорогим по сравнению с В. В результате В будет представляться относительно дешевым, поэтому инвесторы переключатся с А на В. Это сократит спрос на А, уменьшая его цену, и увеличит спрос на В, тем самым увеличивая его цену. Этот процесс будет продолжаться до тех пор, пока их относительные цены не вернуться на место.

Таким образом, именно силы спроса и предложения обеспечивают строгую корреляцию цен на разные классы активов.

Отметим, что степень корреляции будет тем выше, чем более похожи соответствующие классы активов. Таким образом, доходность двух акций одного и того же промышленного сектора будет иметь тенденцию к более строгой корреляции, чем британские государственные облигации и инвестиции в австралийскую недвижимость.

Решение 13.2

В данном случае, невозможно дать точный ответ, не зная точную природу инвестиций в недвижимость, т.е. идет ли речь о фригольде, лизгольде, строительстве или даже акциях компании, занимающейся недвижимостью. Каждая из данных в вопросе трех альтернатив может быть правильным ответом в зависимости от типа рассматриваемых инвестиций в недвижимость.

Например, индексированная облигация может быть наилучшей заменой для фригольда, в котором рента каждый год автоматически растет вместе с инфляцией.

И наоборот, обычная акция промышленной компании может быть наилучшим заместителем для акций компании, занимающейся недвижимостью, или для строительства недвижимости.

Обычная облигация может быть наилучшим заместителем для инвестирования в лизгольд, по которому предполагается, что рента и стоимость капитала в течение остаточного срока аренды сильно не изменится.

В данном случае мы интерпретировали заместителей исключительно в терминах структуры денежных потоков, которые дает каждый из активов. Более общо, мы можем определить их в терминах более широких инвестиционных и рискованных характеристик соответствующих активов.

Решение 13.3

Выпуская акции тогда, когда рынок оживлен, т.е. находится на высоком уровне, компания может получить наибольший объем денег и минимизировать риск наличия непроданных акций.

Решение 13.4

Новые выпуски акций больших компаний могут быть почти мгновенно включены в индексы лидирующих акций фондовой биржи. Поэтому, многие финансовые институты захотят обеспечить некоторый доступ к новым акциям. Действительно, следующие за индексом фонды *обязаны* обеспечить пропорциональное вложение в новые выпуски, и, в то же время, соответствующим образом понизить свои вложения в другие акции, чтобы продолжить следовать за индексом. Поэтому, может существовать очень большой кратковременный спрос на новые акции, который может поднять измеряемый индексом общий уровень рынка.

Это особенно верно в случае акционирования взаимных обществ, в которых большая доля новых акций будет, поначалу, в руках индивидуальных инвесторов, создавая кратковременную недостачу акций для больших организаций инвесторов.

Решение 13.5

Политика финансирования – политика правительства в отношении финансирования своего фискального дефицита, т.е. нехватки выручки от налогов на покрытие его расходов. Дефицит может финансироваться за счет:

- заимствований, т.е. выпуска новых долговых бумаг в форме облигаций и/или краткосрочных векселей;
- печатания денег с возможными инфляционными последствиями.

Выбор будет отражать желание сбалансировать разнообразные политические цели, минимизируя при этом общую стоимость заимствований.

Решение 13.6

Компании обычно будут стараться получить дополнительное финансирование наиболее дешевым способом. Следовательно, если выпуск долговых бумаг представляется более дешевым способом получения денег, то обычно следует ожидать того, что большинство компаний сделает это за счет выпуска облигаций. И наоборот, если финансирование за счет акций дешевле, то мы должны ожидать доминирующего положения дополнительных и новых выпусков акций.

На практике, однако, существуют отличные от чисто стоимостных факторы, влияющие на выбор метода финансирования.