

Оперативный обзор фондового рынка

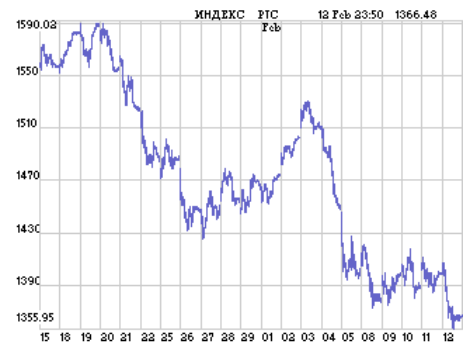
понедельник, 15 февраля 2010 г.

Рынки накануне:

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Новатэк ао	170.5	1.4%
РБК ИС-ао	34.61	0.7%
Татнфт Зап	70.89	0.7%
Магнит ао	2048	0.7%
ПолюсЗолот	1448	0.4%
МТС-ао	228	0.0%
ОГК-5 ао	2.418	-0.2%
УралСви-ао	0.859	-0.4%
ГМКНорник	4411	-0.5%
Татнфт Зао	139.9	-0.6%
Роснефть	222.6	-0.7%
Ростел -ап	64.7	-0.8%
Система ао	25.2	-0.8%
Уркалий-ао	133.5	-1.1%
Ростел -ао	145.8	-1.1%
ВТБ ао	0.071	-1.1%
Сурнфгз-п	14.23	-1.3%
РусГидро	1.182	-1.4%
Сурнфгз	23.9	-1.6%
Аэрофлот	50.38	-2.1%
ОГК-3 ао	1.351	-2.4%
ММК	28.63	-2.4%
ЛУКОЙЛ	1517	-2.5%
Сбербанк	80	-3.1%
ГАЗПРОМ ао	163	-3.2%
СевСт-ао	317	-3.2%
Трансф ап	22990	-3.6%
Сбербанк-п	64	-3.9%
Газпрнефть	136.3	-4.2%
ФСК ЕЭС ао	0.291	-4.6%

Есть такая стратегия на фондовом рынке – buy & hold – купил и держи. Она мало популярна среди участников фондового рынка. Люди не могут терпеть провалы и смотреть как их портфель «болтается» вместе с колебаниями рынка. Брокеры (да и почти вся инфраструктура рынка) заинтересованы в обороте портфелей клиентов, это дает им большую комиссию. С другой стороны, академическая общественность (которую некоторые сочтут оторванными от жизни) считают, что большой оборот вредит инвесторам, они попросту недозарабатывают. В декабре мы как-то приводили выводы из работы Кеннета Френча «The Cost of Active Investing», считающего, что активные инвесторы коллективно играют в игру с негативным ожиданием («a futile search for superior returns»). И по оценке Френча инвесторы в США могли бы зарабатывать ежегодно дополнительные 67 б.п. (0.67%) ежегодно, а приведенные издержки на активную торговлю составляют 10% (!) от совокупной капитализации акций.



Академики также имеют гипотезу эффективных рынков, полагающую, что цена акции учитывает «всю информацию», из чего следует вывод, что заработать избыточную доходность невозможно. Академики подтверждают это выводами, что мало кому удастся опередить рынок (напротив, многие отстают от «бенчмарка» из-за транзакционных издержек), а если кому это и удастся, то это скорее объясняется везением. Но основная масса участников просто игнорирует эти выводы и продолжает заниматься активной торговлей. Вероятно потому, что пережить инвестирование в стиле buy&hold крайне сложно психологически. Особенно, если мы видим колебания подобные 2008/2009 году и сейчас. Мы считаем, что академики правы, и длительное держание – лучшая стратегия для большинства неизощренных участников, но ее следовало бы переименовать в «купил

и забыл». Конечно, эта стратегия не без недостатков, те, кто купили в 2008-м, сейчас бы несли убытки. Но жить прошлым неправильно, ситуация когда рынок очень дешев отличается от того, что было 2 года назад.

Забывать крайне важно, потому что люди все равно продолжают отслеживать колебания стоимости их портфелей. И психологически вынести это крайне сложно. Поэтому участники срываются на совершение некоторых сделок, а потом совсем отходят от стратегии «держания». Как говорил У.Баффет: «Ничто так не затмевает рассудок, как удачно проведенная спекуляция». В итоге, вуаля, армия спекулянтов пополнилась.

В стабильной ситуации спекулянты играют друг против друга, компенсируя друг друга, и мало оказывают влияния на рынок. Но бывают промежутки времени, когда их покупки и продажи коррелированы. Кризис – это именно такое время. После событий 2008 года все готовы резать «стоп-лоссы», те, кто их игнорировал и продолжал «держаться», сильно об этом пожалели. А это создает опасную ситуацию на рынке, когда количество продавцов перевешивает и тогда рынок может опускаться под своим весом по принципу лавины – продажи одних вызывают продажи других и так далее.



Волатильность после кризиса это нормальное состояние, но изменчивость бывает двухсторонней. После волны

продаж, у спекулянтов вдруг появятся деньги, и они начнут впрыгивать обратно, создавая новый тренд вверх. Где и когда это случится – хороший вопрос, но он, похоже, не имеет решения. Едва ли кто в трезвом рассудке сможет заявить, что умеет угадывать дно и вершины. Может лучше просто «купить и забыть», ведь все остается дешево?

В пятницу был очередной день потерь, на рынке сохраняется негативная инерция. Индекс ММВБ упал на 2%, продажи сохранялись на протяжении всего дня. С начала года акции находятся в уверенном минусе (около -5%, несмотря на то, что в январе было +10%). На удивление рубль остается стабильным (30.25 руб./\$), как и другие валюты. Эта понижительная волна в большей мере остается присущей только акциям. Выше мы приводим график показывающий, что РТС и MCSI EM продолжают двигаться синхронно. Не наблюдается расширения рисков с спредов на облигациях, а цены на нефть медленно растут в последние 1.5 недели. После краха Lehman Brothers, напомним, товарные рынки, валюты и акции были сильно коррелированы.

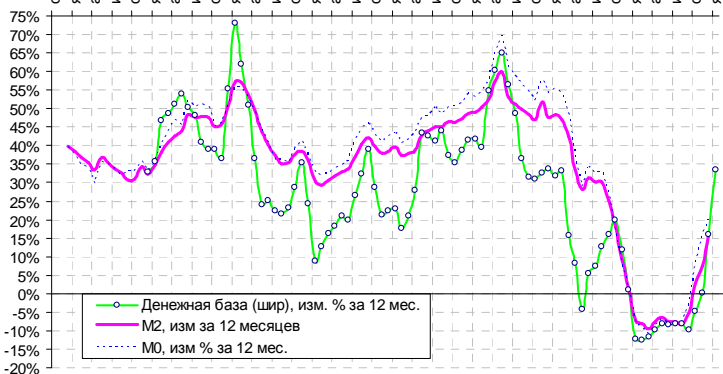
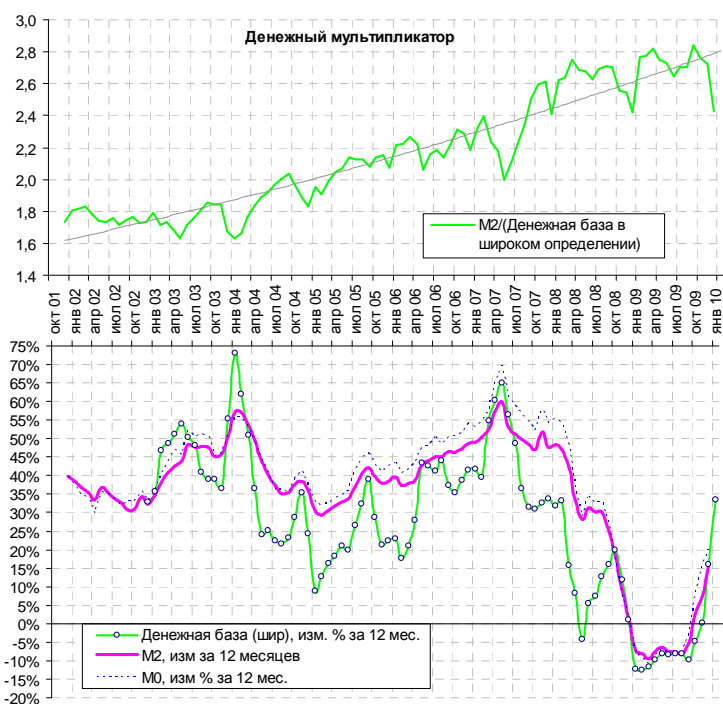
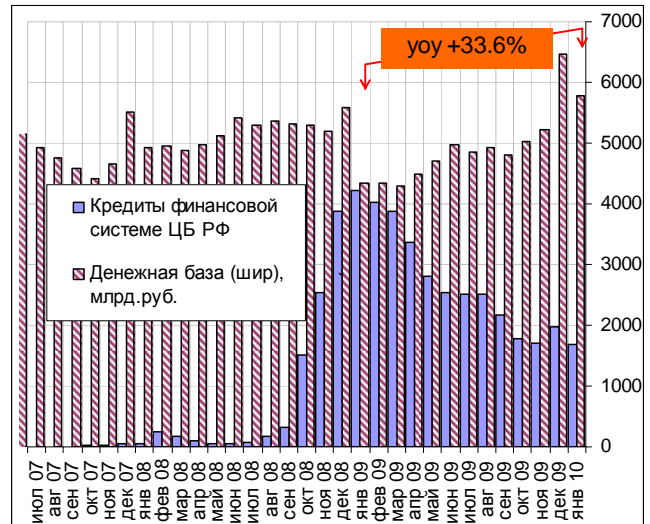
Есть логические попытки дать объяснение нынешнему снижению акций. Есть мнение, что в нем повинно сообщение из Китая, повышающего резервные требования, чтобы остудить перегрев экономики (рост ВВП 4-го квартала 10.7% к аналогичному периоду прошлого года). Можно вспомнить Грецию, где, кажется, проблема решается, и вряд ли ЕС позволит случиться дефолту одной из своих стран.

Все это следует считать временным явлением.

Негативная волна должна скоро пройти. Но мы видим подтверждение своей идее «рефляции» в РФ в этом году. Денежное предложение продолжает оставаться высоким. Справа приведен график «денежной базы», отражающей количество первичных выпущенных рублей в экономике (наличные + безналичные, по январю это 5.78 трлн. рублей). Темпы роста денежной базы по итогам января составили 33.6%, правда, сравнение идет с низкой базой, именно в конце января ЦБ РФ ужесточил денежное предложение, чтобы остановить девальвацию. У ЦБ РФ остается небольшой резерв, чтобы стабилизировать ситуацию – уменьшить кредит банкам, который по итогам января составлял 1.68 трлн. руб. Это позволит нивелировать эмиссионные траты бюджетных фондов, которые на этот год запланированы на уровне порядка 2.2 трлн. рублей. Но среди кредитов ЦБ РФ около 1 трлн. рублей тяжело отозвать, это субординированные кредиты госбанкам.

Не следует забывать, что ЦБ РФ продолжает покупать валюту, чтобы удержать рубль от укрепления, а это также будет увеличивать денежное предложение. Похоже, власти страны не готовы отказаться от валютных интервенций.

Данные по M2 опубликованы пока только на конец года, и по ним мы видим, что мультипликатор M2/ «денежная база» сильно загнулся вниз. Это означает, что банки еще не успели ответить кредитной экспансией и разместить полученные ими ликвидные резервы. Кредитная экспансия в России только началась. Уже скоро экономика ответит мощным оживлением (мы ожидаем более +5% по ВВП в 2010), а с 2011 года начнет разгоняться инфляция (вероятно, выше 10%-й отметки). Мы полагаем, что это окажет психологическое влияние и на фондовые рынки, станет очевидно, что Россия вышла из кризиса.



Вкратце:

- ФАС предлагает нефтяным компаниям продавать все нефтепродукты на бирже, причем не только по внутренним контрактам, но и по экспортным. По словам главы ведомства, «на границе нас встречает огромное количество посредников, которые забирают свою маржу». Однако как вывод экспортных поставок на биржу поможет снизить цены на внутреннем рынке, он не пояснил. Сейчас ФАС предлагает выводить на биржу 10% внутреннего рынка нефтепродуктов.
- «Ростехнологии», которые изъявили желание приобрести 12% акций «Камаза», не получают на это денег из бюджета. Однако замминистра финансов А. Новак сообщил, что профинансировать покупку акций может «ВЭБ».
- АФК «Система» подала заявку в ФАС на покупку 49% акций «Русснефти».
- В пятницу Д. Медведев провел совещание, посвященное вопросу развития энергетики. Однако в основном обсуждали проблемы контроля в нефтегазовой отрасли. В частности, было поручено усилить контроль за деятельностью мини-НПЗ и создать систему учета и контроля за перемещением нефтепродуктов. По словам Д. Медведева, нужна «декриминализация» отрасли. Также президент поручил разобраться с перспективами разработками Штокмана. Напомним, что недавно оператор этого проекта - Shtokman Development сообщил о задержке добычи на три года (до 2016 года) из-за избытка предложения газа на мировом рынке. Вполне возможно, что после заявлений Д. Медведева, Штокман может быть запущен раньше 2016 года. Кроме того, В. Вексельберг пожаловался президенту на то, что внеплановая проверка Ковыкты не способствует поддержанию инвестиционного климата в стране и решению проблемы в целом. В четверг состоится комиссия по досрочному отзыву лицензий и как раз к ней должна быть завершена проверка Ковыкты. Как пишут «Ведомости» со ссылкой на источник в Минприроды, повторная проверка понадобилась для того, чтобы подтолкнуть «ТНК-ВР» к продаже актива.
- «Северсталь» купила 15% акций Crew Gold, увеличив свою долю до 19,79%. CrewGold занимается добычей золота в Гвинее. Сегодня «Ведомости» со ссылкой на «Уралсиб капитал» пишет, что «Северсталь» уже в этом году может провести IPO своих золотодобывающих активов. Однако перед этим золотодобывающие активы должны быть выделены в отдельную компанию (по аналогии с «Полос золотом» и «Норникелем»). Данную новость мы расцениваем как позитивную для миноритариев, так как отдельно золотодобывающие активы оцениваются гораздо дороже, чем в комплексе с металлургическими.
- Минфин не планирует в первом полугодии проводить докапитализацию банков через выпуск ОФЗ в обмен на привилегированные акции. Мы считаем, что проблема дефицита капитала в банковской системе отступает, и вряд ли банки захотят увеличивать собственный капитал за счет эмиссии привилегированных акций.
- Председатель Счетной палаты Украины В. Симоненко заявил, что государственное казначейство и вся национальная система госфинансов находятся в состоянии технического дефолта. По его словам, на 1 января на едином казначейском счете находилась сумма в 1,7 млрд. гривен (около \$210 млн.), при этом сумма обязательств составляет 25,4 млрд. гривен (\$3,2 млрд.). К такому положению дел привело незаконное кредитование правительством «Нафтогаза» и Пенсионного фонда, которое осуществлялась в нарушение бюджетного кодекса.

Местное:

- Немецкая Bentheimer holz ведет поиски площадки в Пермском крае под строительство лесопильного и пеллетного производства. Для этого компания намерена инвестировать порядка €8млн.
- Business-class сообщает, что на продажу выставлен торговый центр «Привилегия». Цена продажи составляет 100 тыс. рублей за кв. метр. По мнению экспертов, такая цена является явно завышенной: средняя стоимость офисной недвижимости в центре города составляет 71,6 тыс. рублей за метр.
- On-line.perm.ru пишет, что в крае резко вырос спрос на недорогое индивидуальное жилье эконом-класса: дома площадью до 100 кв. метров и стоимостью около 2 млн. рублей. Однако эксперты отмечают, что застройщики предпочитают оставаться в сегменте домов бизнес-класса и не планируют переходить в сегмент эконом. В качестве одной из причин называется то, что застройщики могут столкнуться с проблемой реализации домов эконом-класса. Объяснение выглядит несколько нелогично, особенно на фоне роста спроса на жилье этого класса. Вполне возможно, строителей ограничивает экономика проекта: дорого купленная земля делает рентабельной только строительство домов бизнес-класса.
- «ЛУКОЙЛ-Пермь» в январе 2010 года добыл 1 млн. 61 тыс. тонн нефти, что на 3,7% выше по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Добыча газа выросла на 9,7% - до 101,4 млн. куб.м.

Напоследок:

Существуют резонные претензии, что мы слишком фокусируемся на количестве рублей в экономике. Тогда как сейчас экономисты и центробанкиры оперируют ставками.

Попробуем прояснить позицию. Выглядит, как будто мы сторонники монетаризма, но это не так. Монетаризм прав в том, что деньги не являются нейтральными, колебание их количества оказывают влияние на выпуск. Но решение этой проблемы, предложенное монетаризмом – печатать деньги постоянным темпом - не сработало, из-за нестабильности спроса на деньги.

Предложение денег и ставки связаны обратно пропорционально, это две стороны одной медали. Но связь нелинейная и может изменяться. Исследовать кредитный процент правильно, но ставки бывают разные – краткосрочные, межбанковские, плавающие и фиксированные. Так, в нашей стране даже межбанковская ставка имеет слои – есть Моспрайм и есть МБК для более простых банков. Для роста экономики важна ставка, по которой получает средства реальный сектор, а не та, по которой Сбербанк дает банку ВТБ или ставка депозита в ЦБ РФ. Наглядный пример - текущая ситуация, когда межбанк довольно дешев, а кредитование реального сектора воспринимается рискованным. Таргетирование краткосрочной банковской ставки, которое с кризиса пытается наладить ЦБ РФ, вряд ли работает как должно быть. Должна появиться устойчивая трансмиссия коротких ставок в длинные, межбанковских в ставки кредитования бизнеса. Короткие ставки влияют на длинные прежде всего через ожидания будущей траектории, а ожидания в России просто отсутствуют.

Управляемый курс рубля создает условия для рискованного арбитража, короткие рублевые ставки больше связаны с долларowymi и евровыми. Поэтому мы бы не стали сейчас фиксироваться на уровнях МБК. Они что-то значат, но мало. Зато мы видим реальные большие колебания количества денег и эти колебания хорошо просчитываются через прогнозный дефицит бюджета, через случившиеся интервенции.

Для прояснения позиции приведем фрагменты из книги «О чем думают экономисты. Беседы с нобелевскими лауреатами»

Из интервью с Робертом Лукасом-младшим (1998 г.).

Маккалум: Среди монетаристов существуют разногласия в отношении главных целей Европейского центрального банка, важнейшими из них называют инфляцию и рост денежной массы. Что вы думаете по этому поводу?

Лукас: Это классический вопрос для любого центрального банка. Мне нравится политика, которую вы озвучили в вопросе, — формулирование цели с точки зрения номинального объема ВВП и затем использование правила постепенной реакции для монетарной базы, чтобы система продолжала двигаться к поставленной цели. Если вы захотите заменить «номинальный ВВП» на «уровень инфляции», такая политика будет выглядеть привлекательно, но уже меньше. Если же вы замените «монетарную базу» на «денежный агрегат М1», то такая политика, как мне кажется, будет выглядеть еще более привлекательной.

Если же вы замените «монетарную базу» на «краткосрочную процентную ставку», то получите версию той политики, которая сегодня, видимо, нравится всем. Я сторонник всего, что касается стабильности цен, но я не понимаю, как конкретно эта система работает...

Из интервью с Франко Модильяни (ноябрь 1999 г.).

Модильяни: ... Классическая и кейнсианская теории берут свое начало в классической модели спроса на деньги, одной из старейших парадигм в экономике. Спрос на деньги пропорционален стоимости сделок, который в любом случае может быть пропорционален номинальному доходу (реальный доход, умноженный на индекс потребительских цен). Номинальное предложение денег носит экзогенный характер. Поэтому, денежный рынок должен достичь равновесия через изменения номинального дохода. Последний служит переменной, «очищающей» денежный рынок.

В чем же тогда заключается различие между классической экономической теорией и кейнсианской? Все просто. Согласно классической теории, заработная плата была очень гибкой и устанавливалась исходя из объема выпуска и условий полной занятости («очищение» рынка труда). Таким образом, количество денег не оказывало влияния на выпуск, а только определяло уровень цен, который был пропорционален номинальному предложению денег (количественная теория денег). С другой стороны, Кейнс опирался на реалистичное допущение, что заработная плата неизменна и устойчива (к снижению). Это означало, что при избыточном предложении на рынке труда она не будет сразу же снижаться. Когда безработица превысит фрикционный уровень, рабочие не снизят свои требования к номинальной заработной плате, а фирмы — свои предложения по заработной плате. Что же тогда «очистит» денежный рынок? И снова это будет снижение номинального

дохода. Но, исходя из того, что цены изначально фиксированные, снижение должно произойти на уровне реального дохода и, в частности, на уровне занятости. Когда номинальное предложение денег ниже уровня, необходимого для удовлетворения спроса на деньги со стороны всех занятых, «очистение» рынка происходит за счет снижения выпуска и занятости. Как сказал Кейнс, все определяет жесткость цен.

Солоу: Я бы сказал, неспособность быстро изменяться.

Модильяни: Совершенно верно. Цены реагируют, но очень медленно, а слишком медленная корректировка не может привести к увеличению реального предложения денег, необходимого для быстрого восстановления равновесия. Что же тогда восстанавливает равновесие? Ввиду того, что заработная плата и цены фиксированные, снижение номинального дохода возможно только путем снижения реального дохода и занятости. Это приведет к необходимому уровню реального дохода, который и «очистит» денежный рынок, уравновесив денежный спрос и предложение.

Солоу: Без учета процентной ставки?

Модильяни: Процентная ставка — следующий шаг, она является связующим звеном в механизме достижения равновесия. На самом деле уникальное достижение Кейнса состояло не только в том, чтобы представить безработицу как переменную, «очищающую» денежный рынок. Он также разработал механизм, согласно которому излишний спрос на деньги приводит к сокращению выпуска, и в итоге — спроса на деньги, до тех пор пока спрос не будет соответствовать заданному номинальному предложению денег. В процессе разработки этого механизма, неизвестного до того времени классической экономической теории, он создал новое направление в экономике — макроэкономику.

Макроэкономика или механизмы, благодаря которым предложение денег определяет выпуск (занятость), стоит на четырех «китах», о которых сегодня известно почти всем, имеющим отношение к экономической науке: 1) предпочтение ликвидности; 2) инвестиционная функция; 3) потребление или сбережение; и 4) равенство сбережений и инвестиций (в большей степени это относится к роли государства и всего мирового сообщества).

Предпочтение ликвидности означает не только то, что спрос на деньги зависит от процентной ставки. Предпочтение ликвидности показывает ошибочность предположения в классической монетарной теории о том, что ценой денег служит их покупательная способность (количество товаров, которые можно купить на доллар) и поэтому недостаток денег должен в результате повлечь немедленное повышение их покупательной способности (снижение уровня цен). В действительности же, конечно, у денег разная цена — для каждого товара или инструмента, на который их можно обменять. Среди инструментов наиболее важным являются «будущие деньги», и их цена определяется как цена сегодняшних денег в будущем, что выражается просто как $(1 + r)$, где r — соответствующая процентная ставка.

Более того, опыт показывает, что финансовые рынки очень чувствительны к общим рыночным условиям — следовательно, процентные ставки (особенно в краткосрочной перспективе) очень быстро меняются. Поэтому если спрос на деньги не удовлетворяется, немедленной реакцией будет не закрытие складов или экономия на обедах в попытке снизить цены на товары, а ликвидация в портфеле требований в отношении будущих денег (или увеличение заимствований наличных денег под деньги, получаемые в будущем). Это приводит к повышению объемов торговых сделок по деньгам сегодня и завтра, в результате чего процентные ставки увеличиваются. И далее выстраивается цепочка, ведущая к снижению выпуска, — сокращение инвестиций и сбережений, и, следовательно, доходов и занятости. Это сокращение — наряду с повышением процентных ставок — приводит к снижению спроса на деньги до уровня, соответствующего их предложению.

Солоу: Значит, процентная ставка — это один из ключевых факторов цены.

Модильяни: На самом деле это дополнительный фактор. Если вам не хватает денег, и их недостаточно в системе, первое, что вы пытаетесь сделать — это достать как можно больше наличных денег, как путем продажи активов, так и путем заимствований — сегодняшние деньги против будущих. Процентные ставки растут, что сокращает объем инвестиций, и наступает период, когда инвестиции равны сбережениям — идентичность, которая не

соответствует классической точке зрения, поэтому вначале это кажется невероятным.

Солоу: Согласен.

Модильяни: И затем доход корректирует ситуацию таким образом, что спрос на деньги в итоге равен их предложению. В конце концов это выливается в более высокие процентные ставки и более низкий доход. Вместе они уравнивают спрос на деньги и заданное предложение. На сколько должен повыситься уровень процентных ставок или сократиться доход? Это зависит от параметров системы (спрос эластичен).

Солоу: Совершенно верно! И в этом случае можно сказать, что вклад Кейнса был связан не с процентной ставкой и уровнем цен, а с процентом и реальным выпуском.

Модильяни: Да, абсолютно согласен. Я думаю, что это и надо так рассматривать. Именно выпуск корректирует спрос и предложение.

Солоу: Все, что вы сейчас сказали, возможно, и выглядит как иной подход к изложению мысли и расстановке акцентов, но фундаментально ничем не отличается от того, что было написано в вашей работе в 1944 г., или от модели IS-LM.

Модильяни: Абсолютно ничем. Но я предлагаю воспринимать безработицу не как кратковременную болезнь, а как переменную для «очищения» денежного рынка, и это является существенной новацией. Безработица — механизм, создающий равновесие. Он выглядит как дисфункция, до тех пор, пока мы думаем, что в экономике должна быть полная занятость. Но безработица — систематическое свойство экономики, зависящей от денег для проведения сделок. Чтобы избежать безработицы, необходимо постоянно поддерживать необходимый уровень предложения денег или установить соответствующую процентную ставку. И другого пути нет, если вы хотите достичь полной занятости. Ничто не происходит автоматически.

Барнетт: В одной из работ по денежно-кредитной политике говорится о том, что трансмиссионный механизм может работать только при использовании кредитного канала. Вывод заключался в том, что кредитно-денежная политика может влиять на уровень затрат как потребителей, так и производителей, поскольку она в первую очередь влияет на объем кредитных денег, доступных агентам, а не на процентную ставку. Очень часто в качестве довода в этой работе приводится такое наблюдение: эластичность затрат по проценту слишком низка, чтобы говорить о большом влиянии кредитно-денежной политики на реальную экономику. Как вы думаете, насколько важен кредитный канал для кредитно-денежной политики?

Модильяни: Я много думал над этим вопросом и даже кое-что писал. Я пришел к выводу, что, в конце концов, это эмпирический вопрос, а не теоретический. Идея о том, что кредитно-денежная политика может осуществляться в частности через регулирование предложения кредитных ресурсов банками в виде коммерческих займов и их стоимости, заслуживает доверия. Результат при этом будет такой же, как при использовании рыночных процентных ставок, но без осуществления необходимых действий в отношении самих процентных ставок. Думаю, что последующие исследования помогут нам разрешить данный вопрос. Но ответ на этот вопрос не будет однозначным, поскольку он зависит от структуры финансовых посредников и законов, регулирующих их деятельность.

Солоу: Теперь один из вопросов, который я хотел бы вам задать и на который в той или иной степени вы уже ответили. Что для вас значит быть кейнсианцем сегодня? Все, что вы уже сказали, можно рассматривать как описание сущности кейнсианской экономической теории. Исходя из этого, не могли бы вы рассказать о себе как о кейнсианце?

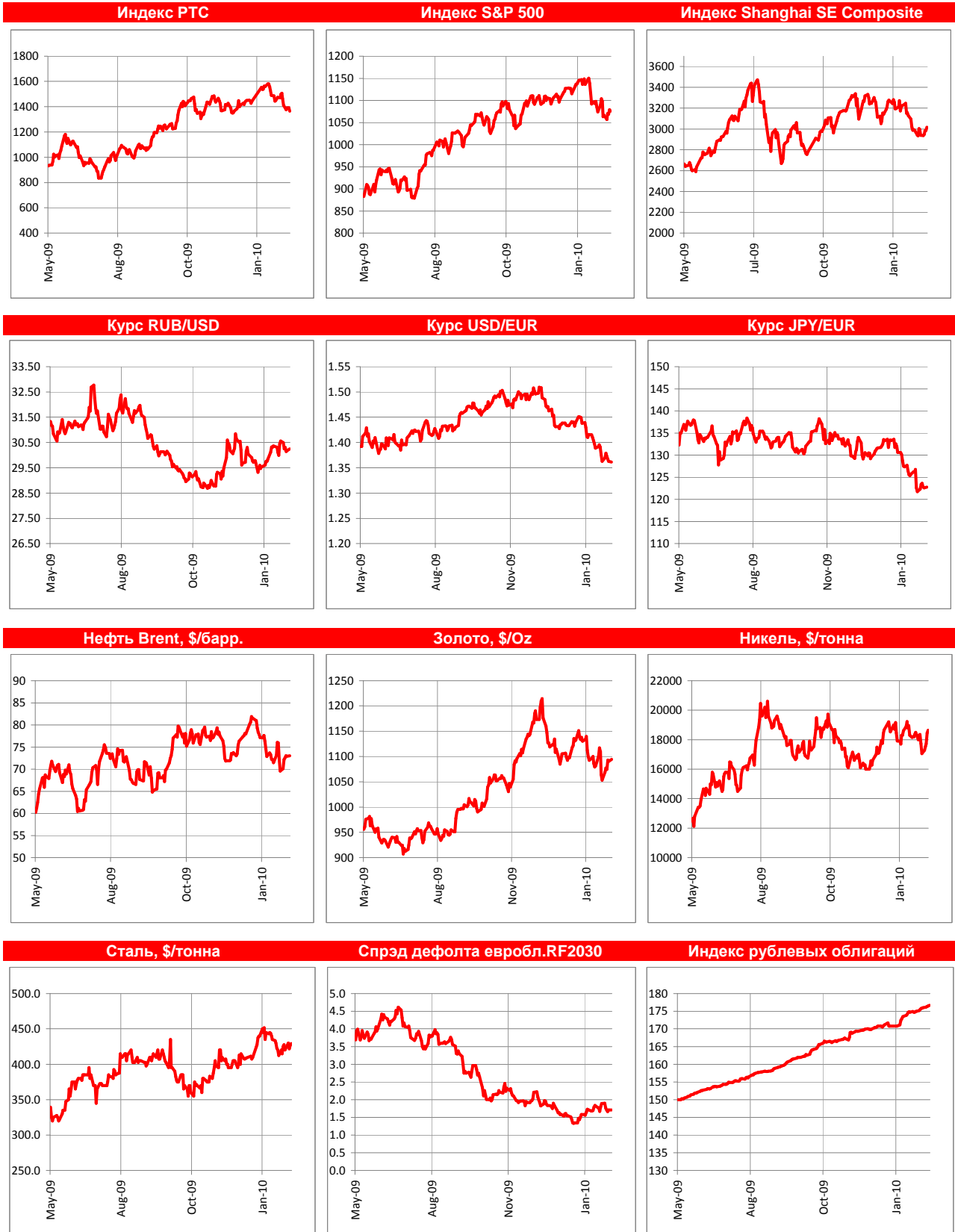
Модильяни: Да, я считаю себя кейнсианцем. В свете того, что я сказал выше, я считаю, что кейнсианская экономическая теория совершила великую революцию, оказала огромное влияние и дала потрясающие новаторские идеи. Я считаю себя кейнсианцем до глубины души и в том, что система не стремится всегда достичь полной занятости, если нет соответствующей политики. Ценовая гибкость не дает полной занятости и поэтому безработица всегда обусловлена недостатком реальных денег. Но необходимо признать, что существуют определенные обстоятельства, при которых Центральный банк не может обеспечить соответствующее реальное предложение денег. Очень интересен пример Италии. Безработица здесь была обусловлена чрезмерно высоким уровнем заработной платы, что было результатом в значительной степени отрицательного значения показателя «экспорт минус импорт» при условии полной занятости. При таких обстоятельствах, если Центральный банк увеличил бы предложение денег для того, чтобы создать более агрегированный спрос и занятость, торговый баланс столкнулся бы с нефинансируемым дефицитом и Центральный банк был бы вынужден его сокращать. Поэтому не всегда возможно увеличить реальное предложение денег. Но это не касается Европы, где предложение денег можно было бы увеличить легко и безработица в большей степени была бы обусловлена недостатком реального предложения денег.

Солоу: Вы знаете, в этом я бы с вами согласился.

Модильяни: Процентные ставки слишком высоки. Недостаточен объем реального предложения денег. Этого не понимают. Кейнса не понимают. Это главная причина безработицы в Европе. Какие-то улучшения на рынке труда, как например большая гибкость заработной платы, могли бы помочь, но без существенного роста агрегированного спроса (который в настоящий момент невозможно значительно повысить из-за опасности увеличения инфляции) большого эффекта не будет.

Солоу: Правильно, но вы не можете заставить европейских банкиров увидеть это.

Конъюнктура рынков:



Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО «Пермская фондовая компания» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО «Пермская фондовая компания» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг брокерского обслуживания. Сотрудники компании, а также сама компания может владеть ценными бумагами упомянутыми в данном обзоре напрямую или опосредованно, что может быть причиной конфликта интересов. Инвестирование в российские ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.