

УДК 336.764

**О. Л. Пластун**, канд. екон. наук, доц.,  
ДВНЗ “Українська академія банківської справи НБУ”

## **ОСОБЛИВОСТІ ВПЛИВУ ФУНДАМЕНТАЛЬНИХ ФАКТОРІВ НА ДИНАМІКУ ЦІН НА ФІНАНСОВИХ РИНКАХ**

*Проаналізовано особливості впливу фундаментального аналізу на динаміку цін на фінансових ринках. Зроблено висновок щодо неоднозначності його використання під час аналізу цін на фінансові активи. Проаналізувавши аргументи щодо доцільності використання фундаментального аналізу при прогнозуванні цін на фінансові активи, автор робить висновок про його доречність.*

*Ключові слова: фундаментальний аналіз, фінансовий ринок, ціни на фінансові активи.*

**Постановка проблеми.** Проблеми аналізу фінансової інформації з метою прогнозування майбутнього руху цін на активи та конвертації цих знань у прибутки хвилювали вчених і, особливо, практиків з часів появи фінансових ринків. І якщо в наукових колах можливість прогнозування не лише ставилася під сумнів, а навіть заперечувалась (гіпотеза ефективного ринку), практиками створювалися різні науково-методичні підходи до прогнозування цін на біржові активи. Найбільш розповсюдженими підходами, принаймні серед практиків (трейдерів, брокерів, інвесторів тощо), є технічний і фундаментальний аналіз.

Відповідно до положень фундаментального аналізу динаміка цін на фінансові активи залежить від змін в економіці країни, розвитку політичних подій, особливостей фінансового регулювання в країні, стихійних лих та інших видів форс-мажорів тощо. Аналізуючи ці фактори, можна передбачити майбутній рух цін на ринку і отримати переваги від цього.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** В академічних колах фундаментальний і технічний аналіз не розглядається як джерело отримання прибутку, оскільки вважається, що цінові рухи мають випадковий характер і в принципі є непрогнозованими. Наприклад, Б. Г. Малкіл (Malkiel) у своїй книзі “Випадкове блукання вниз по Уолл-стріт” (1996) показав, що інвестиційні фонди (основні та найбільші користувачі фундаментального аналізу), не в змозі перевершити загальний індекс ринку. У період 1974–1990 рр. не менше двох третин пайових інвестиційних фондів були побиті індексом Standard & Poors 500 [11]. Ці висновки були підтверджені в роботах таких вчених, як Дженсен (Jensen)

(1968), Елтон (Elton), Грубер (Gruber), Дас (Das) та Хлавка (Hlavka) (1993), Кахарт (Carhart) (1997), Ченг та Левеллен (Chang, Lewellen) (1985), Пастор і Стембах (Pastor, Stambaugh) (2003), Котарі та Ворнер (Kothari, Warner) (2001) тощо.

Крім того в роботах Коулса (Cowles) (1933; 1944) було відзначено, що аналітики генерують більшу кількість сигналів на покупку, ніж на продаж, але, як свідчать результати досліджень вказаного автора, кількість тижнів, коли фондовий ринок зростає і падає, однакова [4; 5].

Дослідженням сутності й оцінки ефективності фундаментального аналізу займалися багато вчених і практиків, переважно закордонних. Найбільший внесок зробили Вільямс, Грем і Додд, Гордон і Шапіро, Ольсон, Коллінс і Дешо. Що стосується вітчизняних вчених, то, зважаючи на недостатній розвиток фондового ринку України та його незначний вік, їхній внесок у розвиток теорії фундаментального аналізу надто малий. Серед досліджень на пострадянському просторі, що заслуговують на увагу, варто відзначити роботи Е. Наймана, В. Ліховідова, О. Кияниці, В. Якимкіна та К. Царихіна

Історія біржової діяльності накопичила значну кількість прикладів некомпетентності та неадекватності фундаментального аналізу. Незважаючи на значний інтерес до фундаментального аналізу з боку науковців і практиків, його адекватність та ефективність все ще залишаються відкритими питаннями – деякі вчені вважають його нездатним генерувати адекватні прогнози майбутнього руху цін на фінансові активи, інші ж, навпаки, відзначають високу якість результатів його використання на практиці.

**Мета статті** – визначити особливості впливу фундаментальних факторів на динаміку цін на фінансових ринках і зробити висновок щодо доцільності використання фундаментального аналізу при прогнозуванні цін на фінансові активи.

**Виклад основного матеріалу.** Мета фундаментального аналізу полягає у знаходженні та визначенні всіх економічних змінних, які впливають на майбутні доходи від фінансових активів. Ці фундаментальні змінні вимірюють різні економічні обставини, починаючи від макроекономічних (інфляція, процентні ставки, ціни на нафту, безробіття тощо), галузевих (конкуренція, попит/пропозиція, технологічні зміни тощо) до аналізу й оцінки обставин, що характеризують специфіку конкретних компаній (перспективи зростання компанії, обсяг дивідендів, доходи компанії, позови проти компанії, страйки тощо). На основі цих фундаментальних складових аналітик намагається визначити справжню цінність (фундаментальну вартість) тих чи інших фінансових активів.

Відповідно до базових економічних теорій фірми фундаментальна вартість активу повинна дорівнювати дисконтованій вартості всіх майбутніх грошових потоків, які генеруватиме актив. Коефіцієнтом дисконтування є процентна ставка плюс премія за ризик – таким чином, фундаментальний аналітик повинен також визначити очікування щодо майбутніх змін процентної ставки.

Фундаментальна вартість активу базується на історичних даних, що характеризують той чи інший актив, та його здатності генерувати грошові потоки, а також очікування щодо майбутнього розвитку подій (наприклад, зростання обсягів грошових потоків, що генерує актив). Таким чином, тільки нові факти про економічні змінні можуть змінити фундаментальну вартість активу. Якщо обчислене значення фундаментальної вартості вище (або нижче), ніж ринкова ціна, аналітик робить висновок, що ринок переоцінює (або недооцінює) активи. Відповідно, у разі переоцінки активу ринком слід відкривати короткі позиції, а у випадку недооцінки – навпаки, довгі.

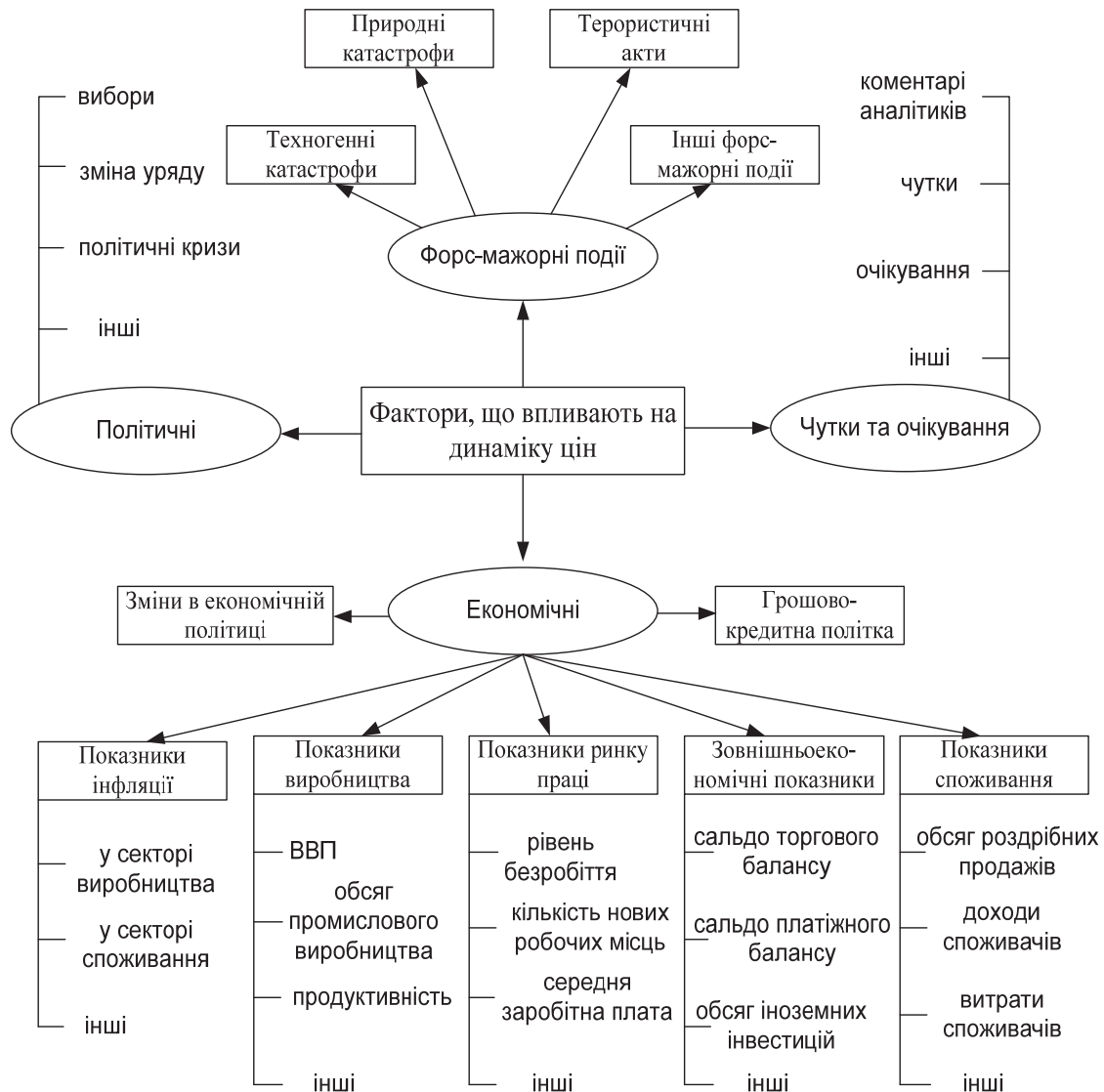
Очевидно, що на ціну біржового активу впливає значна кількість факторів, що мають різну природу – від суто економічних до політичних і природних тощо. Причому частина цих факторів стосується зовнішнього оточення, що впливає на ціни аналізованого біржового активу (особливості економічної політики в державі, стан економіки в країні, політичні події тощо). Іншою групою факторів, які впливають на фундаментальну вартість активу, є внутрішні – результати діяльності конкретних учасників ринку, події та новини, що стосуються конкретної компанії, тощо.

Фундаментальний аналіз виділяє чотири групи зовнішніх факторів, що безпосередньо впливають на ринок і ціни біржових активів:

- економічні;
- політичні;
- чутки та очікування;
- форс-мажорні події.

На рисунку 1 представлено розгорнуту класифікацію зовнішніх факторів, що впливають на ринок.

Звичайно, серед зовнішніх факторів найбільш цінними є економічні – статистичні показники, що характеризують економічний стан об'єкта дослідження, стан і особливості реалізації економічної політики, особливості та напрямки грошово-кредитної політики тощо.



**Рисунок 1 – Класифікація зовнішніх факторів, що впливають на біржові ціни**

Як зазначає І. Краснова, вплив економічних факторів базується на аксіомі, що будь-який актив, як об'єкт угоди, є похідним від економічного розвитку країни, і його вартість може регулюватися за допомогою певних економічних заходів [2].

Прикладами економічних факторів є макроекономічні показники, економічна політика в державі, грошово-кредитна політика центрального банку країни тощо.

У розвинених країнах світу система макроекономічної статистики представлена цілим набором показників, що характеризують різні аспекти економічної реальності, починаючи від виробництва і споживання, закінчуючи показниками інфляції та стану ринку праці. Особливістю оприлюднення статистичної інформації в цих країнах є плановий її

характер – за кожним показником заздалегідь відома періодичність і навіть час публікації. Наприклад, показник роздрібних продажів (retail sales) у США публікується на 9–16-й день щомісяця о 15:30 за київським часом. Таким чином, усі учасники ринку перебувають у рівних умовах щодо отримання інформації про економічний стан розвинених країн.

Кожен із макроекономічних індикаторів певним чином впливає на динаміку цін на валютному, фондовому чи товарному ринках з огляду на свій економічний зміст. Таким чином, на основі базових аксіом економічної теорії, макроекономіки можна заздалегідь визначити реакцію ринків на вихід того чи іншого значення показника. Наприклад, публікація даних по ВВП США, що виявляться значно кращими за прогнози, має сприяти зростанню фондового ринку та підвищенню курсу американського долара відносно інших валют. Утім на практиці реакція не завжди виявляється “логічною”, іноді відбуваються зворотні рухи або реакція взагалі буває відсутньою.

Продемонструємо приклад аномальної реакції фінансових ринків на публікацію явно позитивних економічних даних. 5 жовтня 2012 р. було опубліковано показник рівня безробіття в США у вересні, який становив 7,8 % проти прогнозного значення 8,2 % (значення рівня безробіття у попередньому місяці становило 8,1 %). Дані, принаймні відносно прогнозованих і попередніх значень, вийшли дуже позитивними і свідчать про покращення економічної ситуації в країні. Логічною реакцією міжнародного валютного ринку в такому разі є зростання курсу долара США (у випадку валютної пари EUR/USD зростання долара означатиме зниження ціни EUR/USD). Утім, як свідчать дані рисунка 2, зростання долара не відбулося, навпаки, його курс відносно єдиної європейської валюти знизився.

Таким чином, незважаючи на загальну схему причинно-наслідкових зв'язків, реакція ринку багато в чому залежить від поточних настроїв ринку та фокусів його уваги. Наприклад, якщо ринок фокусується на подальших змінах у грошово-кредитній політиці центрального банку, що проявляються у зміні облікової ставки, то зростання інфляції може трактуватись учасниками фінансових ринків позитивно і приводитиме до зростання курсу національної грошової одиниці (якщо аналізувати валютний ринок), оскільки висока інфляція в даному випадку стимулюватиме центральний банк підвищувати облікову ставку. Отже, незважаючи на те, що підвищене значення інфляції є негативним сигналом для економіки країни, ринок може трактувати його позитивно виходячи з інших міркувань.



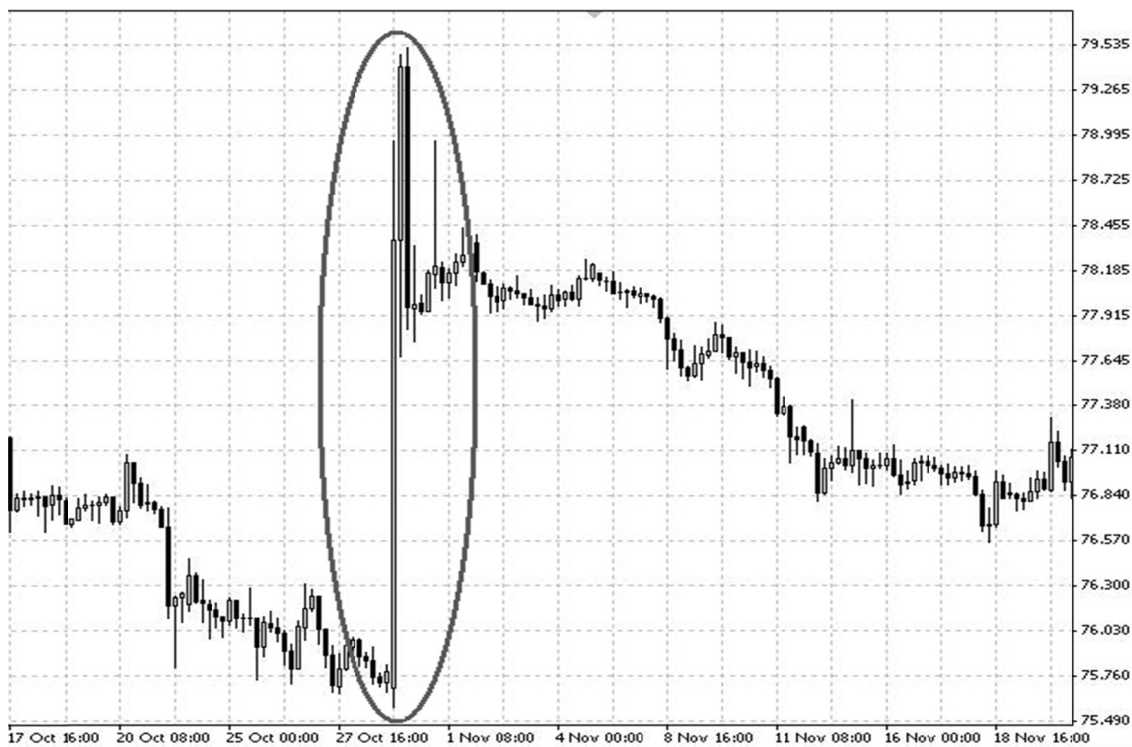
**Рисунок 2 – Реакція валютного ринку  
на публікацію 5 жовтня 2012 р. о 14:30 (всесвітній час)  
показника рівня безробіття в США  
(на прикладі валютної пари EUR/USD) [12]**

Водночас необхідно відзначити, що концентрація уваги ринку на певних показниках і трактування значень інших макроекономічних індикаторів крізь їх призму є явищем тимчасовим. З часом акценти змінюються, відповідно змінюватиметься і реакція ринків на дані макроекономічної статистики.

Незважаючи на те, що макроекономічні індикатори є важливою складовою групи економічних факторів фундаментального аналізу, варто відзначити, що суттєвий вплив як на економіку конкретної країни, так і на ціни фінансових активів має грошово-кредитна політика та дії центральних банків. Регулюючи, наприклад, облікову ставку, центральний банк не лише впливає на інфляційні процеси й економічну активність у країні, але і підвищує або зменшує попит і пропозицію на національну валюту на міжнародному валютному ринку, а отже і на валютний курс національної грошової одиниці.

Центральні банки є одними з найбільших гравців міжнародного валютного ринку (FOREX). Володіючи значними валютними резервами, у разі потреби, центральні банки можуть впливати на валютні курси шляхом проведення валютних інтервенцій. Проведення валютних інтервенцій не лише порушує баланс попиту та пропозиції на міжнародному

валютному ринку, але і призводить до значних цінових коливань. На рисунку 3 наведено приклад реакції FOREX (валютна пара USD/JPY) на валютну інтервенцію, проведену японським Центральним банком 11 жовтня 2011 року.



**Рисунок 3 – Наслідки інтервенції японського центрального банку, що відбулася 31 жовтня 2011 р., для міжнародного валютного ринку (на прикладі валютної пари USD/JPY) [12]**

Важливою складовою фундаментального аналізу є оцінка політичного середовища в країні, оскільки його стан безпосередньо впливає на особливості економічної політики в країні, інвестиційний клімат, законодавче регулювання тощо. Вибори в країні, різного роду політичні кризи, відставки урядів чи зміни ключових державних позицій, виступи президентів і голів урядів, центральних банків, засідання Великої вісімки та інших міжнародних організацій і їх подальші рішення впливають на стан економіки в країні.

Найменш прогнозованою групою факторів, що впливають на динаміку біржових цін, є форс-мажорні ситуації – непереборні, надзвичайні обставини, які не залежать від волі та дій учасників економічних подій. Ними можуть бути повені, землетруси, катастрофи, теракти тощо. З позиції фундаментального аналізу даний перелік доречно доповнити

такими надзвичайними економічними подіями, як вихід несподівано позитивних/негативних економічних новин, а також несподіваними політичними подіями – неочікувана відставка уряду, несподівані заяви впливових політиків. Реакція ринків на форс-мажорні обставини може бути дуже значною за обсягами. Наприклад, терористичний акт 11 вересня 2001 р. спровокував значні цінові коливання на всіх фінансових ринках – від валютного та фондового до товарних ринків. Реакція фондового ринку США на вказану форс-мажорну подію подана на рисунку 4.

Як свідчать дані рисунка 4, фондовий ринок США протягом тижня втратив близько 17 % своєї капіталізації, що є одним із найбільших падінь в його історії за такий проміжок часу.

Таким чином, аналіз інформаційного простору на предмет різного роду форс-мажорних обставин є важливою складовою фундаментального аналізу. Зважаючи на недостатню дослідженість особливостей реакції різних ринків на форс-мажорні обставини в наступних підрозділах роботи буде приділена окрема увага саме цьому питанню.



**Рисунок 4 – Реакція фондового ринку США  
на події 11 вересня 2001 р.  
(на прикладі індексу Доу-Джонса) [12]**



Однією з важливих складових фундаментального аналізу є моніторинг інформації, що циркулює на ринку між його учасниками, а також очікування і сподівання трейдерів та інвесторів щодо майбутнього руху цін.

Прогнози та коментарі аналітиків посідають основне місце серед факторів, що формують групу чуток і очікувань ринку. Виконуючи роль експертів щодо того чи іншого активу, макроекономічного або політичного становища в країні чи світі, аналітики провідних інвестиційних фондів, банківських установ, консалтингових компаній тощо пропонують власне бачення майбутнього, яке може впливати на поведінку учасників ринку.

Для того, щоб наочно продемонструвати вплив фундаментальних факторів даної групи, розглянемо реакцію фондового ринку США на зниження рейтинговим агентством S&P 6 серпня 2011 р. довгострокового кредитного рейтингу США з рівня AAA до AA+ і прогнозом “негативний” (рис. 5). Індекс Доу-Джонса втратив більше 600 пунктів, що є одним із найбільших його падінь в історії.



**Рисунок 5 – Реакція фондового ринку США на зниження S&P у серпні 2011 р. довгострокового кредитного рейтингу США (на прикладі індексу Доу-Джонса) [12]**

Питання адекватності прогнозів аналітиків на сьогодні є відкритим – досить часто якість їх рекомендацій ставиться під сумнів. Думки вчених з цього приводу розділились. Результати дослідження П. Ферфілд (2000) свідчать про те, що аналітики в змозі передбачити майбутній

стан фірми [8]. Це, зокрема, підтверджує аналіз результативності прогнозів аналітиків 14 найбільших брокерських фірм США, проведений К. Вомак (1996), який показав, що їх рекомендації були корисними та вигідними [14]. Водночас порівняння прогнозів аналітиків із фактичним розвитком подій на ринку свідчить про наднизьку якість цих прогнозів. Ці висновки підтверджуються і результатами ряду наукових досліджень. Х. Десай та П. Джаїн (1995) показали, що інвестори не здобували жодних вигод і переваг від використання в практичній діяльності різного роду інвестиційних порад від публічних аналітиків (під публічними аналітиками в даному випадку розуміються ті, що публікують свої прогнози та поради безкоштовно і у вільному доступі) [7]. Висновок, що напрошується після ознайомлення з результатами вказаних вище досліджень, цілком відповідає гіпотезі ефективного ринку – використання доступної інформації не дає конкретних переваг, оскільки дуже швидко враховується ринком, натомість закрита та приватна інформація може виявитися корисною.

Важливим аспектом фундаментального аналізу є оцінка впливу того чи іншого фактора на ринок. Реакція ринку залежить як від важливості фундаментальної новини, так і того комплексу умов, що склалися наразі на ринку. Наприклад, важлива позитивна новина за умов присутності на ринку позитивного тренду з великою часткою імовірності сприятиме продовженню наявної тенденції. Тоді як реакція ринку на вихід аналогічної новини, але за умов негативного цінового тренду, є значно менш прогнозованою – тренд може залишитися незмінним, а реакція на новину буде короткостроковою та незначною за обсягами.

Розглянемо це на конкретних прикладах. 5 лютого 2010 р. була опублікована статистика по ринку праці США. Показник nonfarm payrolls (кількість зайнятих поза сільським господарством) становив – 20 000 при прогнозі +15 000, при тому що попереднє значення цього показника було переглянуто в бік зниження (до –150 000 з –85 000) [3]. Дана фундаментальна новина є негативною з позиції економіки США, отже, курс американського долара на FOREX мав би впасти. На рисунку 6 представлено динаміку валютної пари EUR/USD на початку 2010 року. Наявний на той час позитивний для долара тренд (негативний для євро) не був змінений цим фундаментальним фактором, а сама новина фактично була проігнорована ринком, тобто реакція була відсутня.



**Рисунок 6 – Реакція валютної пари EUR/USD на публікацію даних щодо стану ринку праці в США від 5 лютого 2010 р. [12]**

Іншим прикладом є публікація даних щодо стану торгового балансу Єврозони від 18 березня 2010 року. Його значення становило – 8,9 млрд євро проти прогнозу +4,0 млрд євро [1]. Ця новина є негативною для єдиної європейської валюти. Разом із наявною негативною тенденцією для динаміки євро на той час реакція виявилася досить сильною (рис. 7).



**Рисунок 7 – Реакція валютної пари EUR/USD на публікацію даних щодо стану торгового балансу в Єврозоні від 18 березня 2010 р. [12]**

Таким чином, реакція ринку на фундаментальні новини не завжди є очевидною та передбачуваною, а також може різнитися як за обсягами, так і за часом. Проте загалом позитивні новини ведуть до зростання ціни активу, а негативні – до її падіння. Під час прийняття рішень після виходу фундаментальних новин необхідно враховувати очікування ринку (табл. 1).

**Таблиця 1 – Варіанти реакції ринку на фундаментальні події**

Динаміка очікувань ринку	Динаміка біржової ціни
Очікування загалом виправдалися	Суттєвих змін ціни не передбачається
Ринок недооцінив даний фактор	Продовження наявної тенденції з можливим її прискоренням у момент появи фундаментальної події
Очікування виявилися помилковими	Можна очікувати на значні зміни ціни в напрямку, протилежному попередньому

Очевидно, що неможливо оцінити вплив на фундаментальну вартість усіх можливих факторів, їх величину і характер змін. Тому результативність і ефективність фундаментального аналізу досить часто ставляться під сумнів [10].

Однак у багатьох дослідженнях, що проводилися з метою оцінки ефективності та результативності фундаментального аналізу, немає однозначного висновку, оскільки їх дані різняться. Так, наприклад, П. Дечов (P. Dechow), А. Хаттон (A. Hutton), Л. Мелброк (L. Meulbroek) та Р. Слоун (R. Sloan) (2001) відзначають, що використання фундаментальних показників дозволяє систематично передбачати майбутні значення ціни, а застосування більш складних методик і більшої кількості фундаментальних показників значно підвищує прогностичні якості фундаментального аналізу [6].

**Висновки.** Таким чином, фундаментальний аналіз, незважаючи на свою логічність і наукову базу, що за ним стоїть, є досить неоднозначним підходом до аналізу біржової інформації та прогнозування цін на біржові активи. Використовувати його варто обережно з урахуванням тих настроїв, що наразі присутні на ринку. Реакція ринків досить часто буває нелогічною, що ставить під сумнів адекватність фундаментального аналізу як наукового підходу. Однак, як свідчать результати дослідження діяльності інвестиційних фондів, дій трейдерів і приватних інвесторів, фундаментальний аналіз здатен генерувати додаткову вартість внаслідок здійснення біржових операцій.

Крім того, дані останніх досліджень поведінки фінансових ринків і їх учасників, проведених у рамках поведінкових фінансів, вказують на необхідність врахування психології учасників біржових торгів під час проведення аналізу та прогнозування фінансових ринків.

### *Список літератури*

1. Еврозона. Сальдо торгового балансу в январе -Е8.9 млрд против прогноза +Е4.0 млрд [Электронный ресурс]. – Режим доступа : [http://www.forexpf.ru/\\_newses\\_/newsid.php?news=340929](http://www.forexpf.ru/_newses_/newsid.php?news=340929).
2. Краснова І. В. Організація та проведення фундаментального аналізу на фінансовому ринку / І. В. Краснова // Фінанси, облік і аудит. – 2010. – № 16 – С. 108–116.
3. США. Занятость вне сельского хозяйства в январе –20 000 против прогноза +15 000; в декабре –150 000 (пересмотрено с –85 000) [Электронный ресурс]. – Режим доступа : [http://www.forexpf.ru/\\_newses\\_/newsid.php?news=339806](http://www.forexpf.ru/_newses_/newsid.php?news=339806).
4. Cowles A. Can Stock Market Forecasters Forecast? / A. Cowles // *Econometrica* 1. – 1933. – P. 309–324.
5. Cowles A. Stock Market Forecasting / A. Cowles // *Econometrica*. – 1944. – P. 206–214.
6. Dechow Patricia M. Short-sellers, fundamental analysis and stock returns / Patricia M. Dechow, Amy P. Hutton, Lisa Meulbroek et al. // *Journal of Financial Economics*. – Vol. 61, Issue 1, July 2001. – P. 77–106.
7. Desai H. An Analysis of the Recommendations of the ‘Superstar’ Money Managers at Barron’s Annual Roundtable / H. Desai, P. Jain // *Journal of Finance*. – 1995. – September. – P. 1257–1273.
8. Fairfield P. Using Fundamental Analysis to Assess Earnings Quality: Evidence from the Center Financial Research and Analysis / P. Fairfield, S. Whisenant // *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. – 2000. – Vol. 16, № 4. – P. 273–299.
9. Gregory-Allen Russell B. Quantitative vs. Fundamental Analysis in Institutional Money Management: Where’s the Beef? / Russell B. Gregory-Allen, Hany A. Shawky and Jeffrey Scott Stangl // *The Journal of Investing*. – 2009. – Vol. 18, №. 4. – P. 42–52.
10. Griffioen Gerwin A. W. Technical Analysis in Financial Markets [Електронний ресурс] / Gerwin A. W. Griffioen // University of Amsterdam, Faculty of Economics and Business (FEB). – Режим доступу : [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=566882](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=566882).
11. Malkiel B. G. A Random Walk down Wall Street / Malkiel B. G. – W. W. Norton & Company, Inc, New York. – 1996.
12. MetaTrader 5. Інформаційно-торгівельна платформа для інтернет-трейдингу [Електронний ресурс]. Режим доступу : <http://www.alpari.ru/ru/metatrader/>.
13. Wermers R. The Investment Value of Mutual Fund Portfolio disclosure / R. Wermers, T. Yao and J. Zhao. – Working Paper, University of Maryland. – 2007.
14. Womack K. Do Brokerage Analysts’ Recommendations Have Investment Value? / K. Womack // *The Journal of Finance*. – 1996. – March. – P. 137–167.

Отримано 20.05.2014

### *Summary*

The features of the impact of fundamental analysis on the dynamics of prices in financial markets are analyzed. The conclusion about the contradictory of fundamental analysis is done. After analyzing the arguments for the feasibility of using fundamental analysis in predicting the price of financial assets in the article conclusions of its relevance are done.