

МІСЦЕ ПОКАЗНИКІВ ФОНДОВОГО РИНКУ В СИСТЕМІ ЦИКЛІЧНИХ ІНДИКАТОРІВ

Володимир
Голомб,
аспірант кафедри
фінансів і
банківської справи
Класичного
приватного
університету
м. Запоріжжя

Характерною ознакою розвитку світової економіки є її циклічність, багатовимірний прояв якої виявляється у коливаннях ринкової кон'юнктури, економічних диспропорціях та періодичних кризах. За цих умов аналіз та прогнозування довгострокових тенденцій розвитку національної економіки, застосування механізмів продовження фаз піднесення та, відповідно, послаблення глибини криз мають бути основою для прийняття стратегічних рішень і розроблення ефективної політики у сфері антициклічного регулювання.

Фундаментальні теоретичні та емпіричні дослідження економічних циклів і основних принципів антициклічного регулювання відображені у працях таких іноземних і вітчизняних вчених, як Дж.Кейнс, Н.Кондратьєв, В.Зарновіц, П.Каган, О.Демидов, М.Горин та інші. Вагомий внесок у висвітлення проблем функціонування фондових ринків та їхнього взаємозв'язку з циклічним розвитком економіки здійснили такі відомі вчені, як М.Туган-Барановський, Й.Шумпетер, Дж.Мерфі, В.Геєць, О.Мозговий, М.Назарчук та інші.

Основною метою статті є розгляд теоретичних аспектів ідентифікації та прогнозування фаз економічних циклів на основі використання циклічних індикаторів, а також визначення місця показників фондового ринку в цій системі.

Аналітики економічних циклів на ранніх етапах досліджень вважали, що кожна циклічна фаза розвитку економіки несе в собі зародки наступної циклічної фази. Фаза експансії генерує наступну фазу – рецесії, яка в свою чергу генерує наступну фазу – експансії, тобто економіка характеризується циклами, які породжують самі себе. На відміну від цього, сучасні теорії бізнес-циклів пояснюють циклічні коливання накопичувальними впливами шоків, які постійно збуджують економіку.

З першої точки зору впливає нездатність ринкової економіки забезпечити свій розвиток на постійно зростаючій основі, що виправдовує активну

стабілізаційну політику у відповідь на циклічні коливання. Друга точка зору, навпаки, заперечує необхідність впровадження тих чи інших антициклічних заходів, які, у свою чергу, можуть самостійно виступати у ролі небажаних шоків [1].

Проте з метою визначення поточного напрямку розвитку економіки обидва підходи передбачають використання об'єктивних і різнобічних показників.

Економічні індикатори, в широкому розумінні, є описовими показниками, які застосовуються як інструменти прогнозування і аналізу умов ведення господарської діяльності. Кількість теоретично можливих індикаторів дорівнює кількості об'єктів, які вони можуть характеризувати.

За визначенням В.Зарновіца, бізнес-цикл – це повторювана послідовність поперемінних фаз піднесення і спадів економіки, яка виявляється у вигляді чітко виражених коливань зведених динамічних рядів даних виробництва, зайнятості, доходу, торгівлі тощо. Закінчення кожної фази підйому характеризується сукупністю вищих точок таких динамічних рядів, а закінчення фази спаду – сукупністю нижніх точок. Визначення максимумів і мінімумів бізнес-циклів відбуваються на основі виявлення і аналізу таких сукупностей.

За даними багаторічних спостережень за національними економіками різних країн, окремі ділові цикли істотно, а деколи й принципово, різняться між собою. Саме тому особливе значення мають характерні коливання циклі-

чних індикаторів та їхнє часове співвідношення із загальноекономічними циклами. Окремі економічні показники, які називають випереджаючими індикаторами, прагнуть досягти своїх поворотних точок раніше повороту відповідного бізнес-циклу. Інші показники прагнуть досягти своїх поворотних точок після максимумів і мінімумів бізнес-циклів. Вони називаються запізнювальними індикаторами (рис. 1).

Випереджаючі динамічні ряди включають, головним чином, ті змінні, які швидко реагують не тільки на циклічні тренди, а і на випадкові короткострокові відхилення, тобто характеризуються не лише загальною циклічною динамікою, а і високою волатильністю. Як правило, зведений індекс випереджаючих індикаторів складається з показників ринку праці, капітальних вкладень, інвестицій в товарно-матеріальні запаси, грошових і фінансових потоків, прибутковості, тощо.

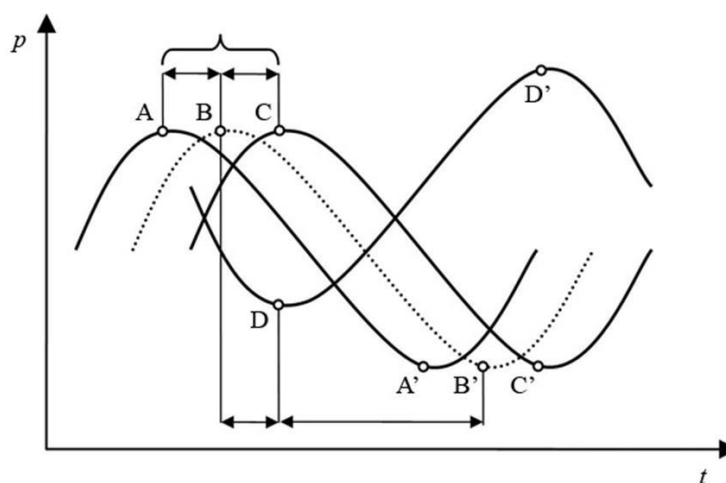
Синхронні ряди мають циклічну динаміку, яка в цілому збігається з рухом циклу. Амплітуда їхніх коливань зазвичай менша, ніж амплітуда коливань більш чутливих випереджаючих індикаторів. Максимуми та мінімуми таких рядів у цілому збігаються із загальними тенденціями в економіці. Синхронні індикатори здебільшого групуються по трьох категоріях: зайнятість, виробництво/дохід, споживання.

До складу запізнювальних індикаторів входять достатньо інертні змінні, що прямують за загальноекономічними

тенденціями з деяким відставанням. У зведений індекс запізнювальних індикаторів включають окремі показники зайнятості, товарно-матеріальних запасів, прибутковості та умов фінансового ринку. Такі індикатори забезпечують перевірку висунутих раніше припущень щодо тривалості бізнес-циклу, та, крім того, деякі з них, за умов наявності інвертованої кореляції із загальноекономічним циклом, виступають як випереджаючі показники. Тобто на відміну від значної більшості індикаторів, їхні максимуми співвідносяться із відповідними мінімумами бізнес-циклів і навпаки (рис. 1). Це, наприклад, такі показники, як рівень безробіття, сума кредитів, що не обслуговуються, кількість банкрутств тощо [2].

Економічні цикли істотно впливають на фінансові ринки, на яких здійснюється акумулювання та трансформація заощаджень або тимчасово вільних коштів одних економічних агентів у інвестиції інших та забезпечується розподіл фінансових ресурсів між різними секторами економіки. Періоди спаду і піднесення є економічною основою, що пояснює взаємозалежність між ринками облігацій і акцій та реальним сектором економіки. Через це багато методик побудови прогнозів економічної активності передбачають використання показників фондового ринку у складі зведених випереджаючих індикаторів [3].

Індекс курсу простих акцій здатен відреагувати на нечіткі зміни доходів компаній і відсоткових ставок і має



- | | |
|---------------------------------------|--|
| AA' - рух випереджаючого індикатора; | AB - інтервал випередження; |
| BB' - рух загальноекономічного циклу; | BC - інтервал запізнення; |
| CC' - рух запізнювального індикатора; | BD - інтервал запізнення інвертованого індикатора; |
| DD' - рух інвертованого індикатора; | DB' - інтервал випередження інвертованого індикатора |

Рис. 1. Розподіл циклічних індикаторів у часі

пряму залежність від перших та обернену від других. Тривалий статистичний аналіз фондових індексів у багатьох країнах підтвердив той факт, що ринок «ведмедів» починається переважно напередодні економічних спадів, а «биків» – напередодні піднесення.

Незалежно від країни, у якій ведеться спостереження, визначено, що частота коливань фондових ринків набагато перевищує частоту змін циклічних фаз. При цьому, як правило, тривалість періодів піднесення на фондових ринках є коротшою за тривалість піднесення підйому показників ВВП або споживання. Загальною закономірністю є також передування спадів фондового ринку спадам реального сектору економіки, проте не завжди за зменшенням фондових індексів настає зниження економіки. Через свою надчутливість до нециклічних короткострокових тенденцій і шоків курси акцій демонструють до того ж значні власні позатрендові коливання [4].

Ситуацію на ринку позикових ресурсів у певній мірі відображають показники ринку боргових цінних паперів, які аналізуються експертами на інвертованій основі.

Дохідність облігацій, як правило, зростає із випередженням під час ділового спаду, однак знижується із запізненням у міру зниження попиту на позикові ресурси і зменшення номінальних відсоткових ставок банків. Ці зміни сигналізують про зниження фактичної вартості позики, що в свою чергу стимулює залучення ресурсів підприємствами для реалізації власних інвестиційних програм. В цьому сенсі дохідність облігацій, із урахуванням випереджаючого інтервалу, пов'язана із майбутнім піднесенням економіки. Цей показник має тенденцію до зниження на перших етапах відновлення, і чим пізніше він зміниться в результаті скорочення пропозиції позикових

ресурсів, тим довше триватиме фаза піднесення [5].

В рамках типового ділового циклу ідеальна взаємодія ринку облігацій, акцій і реального сектору економіки (у показниках фактичних цін) виглядає наступним чином.

У міру наближення фази піднесення до завершальної стадії першим повертає донизу ринок облігацій. Це зумовлено зростанням інфляційного тиску і відповідним збільшенням відсоткових ставок. Через деякий час підвищення відсоткових ставок починає чинити «ведмедачий» тиск на ринок акцій, і він також повертає донизу. Оскільки інфляційний тиск досягає піку в самому кінці фази піднесення, товарні ринки повертають донизу в останню чергу. Зазвичай до цього часу економіка вже вступила у фазу уповільнення темпів зростання і перебуває на межі спаду. Через це знижується потреба в товарах і грошах, інфляційний тиск слабшає, ціни на товари починають падати. З цієї миті всі три ринки рухаються донизу.

Із зниженням відсоткових ставок (як правило, на ранній стадії спаду) починає підвищуватися ринок облігацій. В межах декількох місяців (на початку другої половини спаду) повертає вгору ринок акцій. Досить довго після цього ринки облігацій і акцій зростають, а товарні продовжують падати. Підвищення останніх починається лише після вступу економіки до фази піднесення, яка супроводжується наростанням інфляційного тиску. З цієї миті всі три ринки рухаються вгору.

У роботах деяких іноземних аналітиків [6] економічний цикл розподілено на шість стадій. Перша стадія відповідає початку фази спаду, а шоста – закінченню фази піднесення. Кожна стадія характеризується зміною тенденції одного з трьох класів активів: облігацій, акцій або товарів (див. табл.).

Таблиця

Шість стадій економічного циклу

Стадія	Динаміка економічного показника, який вибрано за точку відліку	Динаміка двох інших економічних показників
1	Ринок облігацій повертає вгору	Ринки акцій і товарів падають
2	Ринок акцій повертає вгору	Ринок облігацій зростає, товарні ринки падають
3	Товарні ринки повертають вгору	Всі три ринки зростають
4	Ринок облігацій повертає донизу	Ринки акцій і товарів зростають
5	Ринок акцій повертає донизу	Ринок облігацій падає, товарні ринки зростають
6	Товарні ринки повертають донизу	Всі три ринки падають

На рис. 2 відображено згадану послідовність. Крива показує розвиток економіки в періоди піднесення і спаду. Ділянки кривої, що підвищуються, відповідають піднесенню економіки, а ділянки, що знижуються, – спаду. Горизонтальна лінія представляє рівень рівноваги, що розділяє позитивне і негативне зростання економіки. Коли крива перебуває вище за горизонтальну лінію, але знижується, відбувається уповільнення економічного розвитку. Якщо вона опускається нижче за горизонтальну лінію – економіка вступає у фазу спаду. Стрілки вказують напрям руху трьох ринків: облігацій, акцій і товарів.

Динаміка ринків облігацій, акцій і товарів не завжди зберігає таку хронологічну послідовність. На практиці все складніше, і можливі випадки порушення описаної черговості поворотів. Діаграма представляє ідеальну послідовність – загальне правило, що припускає винятки. Вона не завжди дає точне уявлення про те, що відбувається на ринках, але пояснює, що там має відбуватися.

Ринок облігацій відіграє провідну роль в аналізі бізнес-циклу, як сполучна ланка між реальним сектором економіки і ринком акцій [7].

За зміною відсоткових ставок можна судити про темпи інфляції та перспективи ринку акцій. Напрямок руху відсоткових ставок також дозволяє визначити поточну фазу ділового циклу і відображає загальний стан економіки. На завершальній стадії економічного піднесення зростає потреба в грошах, що призводить до зростання відсоткових ставок. Центральні банки використовують підвищення відсоткових ставок як

важіль для приборкання інфляції, яка в цей період зазвичай починає зростати прискореними темпами.

Різке зростання відсоткових ставок у якийсь момент починає стримувати піднесення економіки і стає головною причиною спаду. Сигналом швидкого закінчення піднесення зазвичай є значний пік ринку облігацій. Це перше попередження про те, що економіка вступила в небезпечну стадію, яка характеризується високою інфляцією. Такий сигнал, як правило, виникає в середині фази піднесення.

У період економічного спаду знижується потреба в грошах і слабшає інфляційний тиск. Відсоткові ставки починають падати разом з цінами на товари, внаслідок чого ринок облігацій повертає вгору. Зазвичай це відбувається на початковій стадії спаду (або уповільнення економічного зростання). Для прогнозистів це – рання ознака майбутнього завершення економічного спаду. Таким чином, ринок облігацій виступає, як і ринок акцій, випереджаючим індикатором економіки, проте з набагато тривалішим інтервалом випередження.

З метою прогнозування майбутньої економічної ситуації, на нашу думку, можна до певної міри використовувати окремі показники похідних інструментів фондового ринку. Зокрема, задля визначення загальних світових економічних тенденцій доцільним вважається проведення моніторингу вартості ф'ючерсів на продукцію критичного для окремої держави експорту на визначених товарних біржах. Так, наприклад, ціни сталевих ф'ючерсів, торги якими розпочалися відносно нещодавно на металевих май-

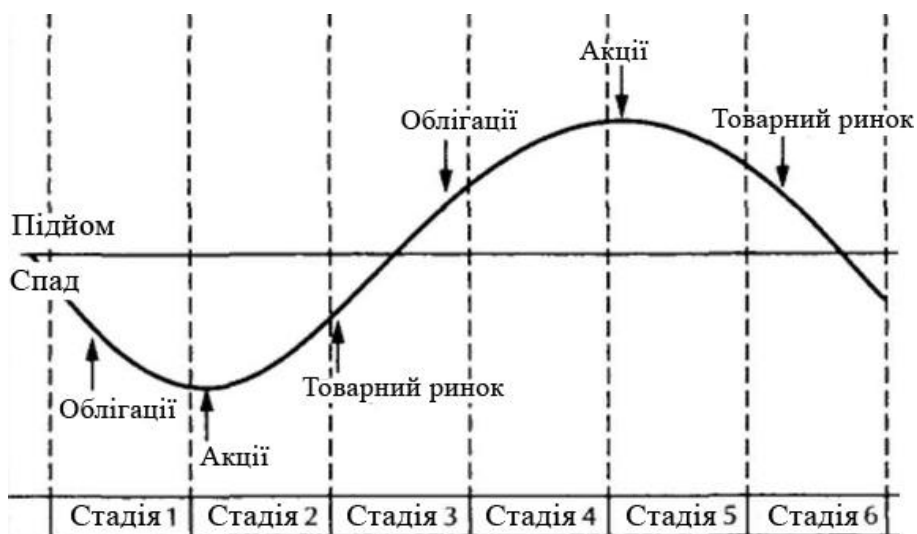


Рис. 2. Рух показників фондового ринку в рамках економічного циклу

данчиках Нью-Йорка, Лондона та Дубаїв, можуть завчасно підказати поворотну точку у динаміці економічної активності України, для якої металургія є однією із провідних галузей.

Історично склалися два основні типи фінансових систем – орієнтована на банки, або банкоцентрична (країни континентальної Європи та Японія), та орієнтована на фондовий ринок (США, Англія, Австралія). Їх створення обумовлено різними історичними процесами, які відбувалися в цих країнах. У банкоцентричній фінансовій системі основний фінансовий посередник – банківська система, і відповідно переважаючим джерелом запозичених коштів для економічних суб'єктів є банківські кредити. У фінансовій системі, орієнтованій на фондовий ринок, основний фінансовий посередник – ринок цінних паперів, а джерелом запозичених коштів для економічних суб'єктів є ресурси, залучені на фондовому ринку в результаті розміщення серед інвесторів корпоративних облігацій.

Превалювання у фінансовій системі США фондового ринку дало їм змогу випередити країни Європи як у розвитку інструментів фондового ринку, так і у запровадженні та удосконаленні відповідного макроекономічного моделювання з використанням його показників [8].

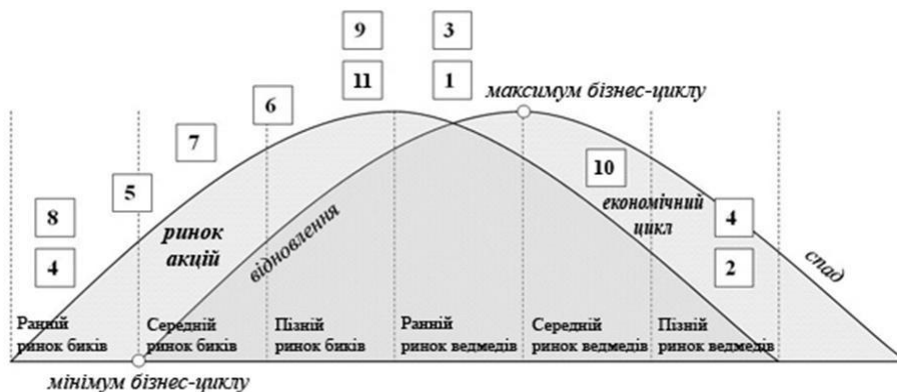
З огляду на це, саме економічні цикли США демонструють найбільшу кореляцію із показниками фондового ринку. В цій країні широко використовується технічний аналіз ринків облігацій і акцій в економічному прогнозуванні. Дані багаторічних спостережень за фондовим ринком США підтверджують цик-

лічний характер динаміки його об'єктів, що відображено на рис. 2. Так, спочатку поворот відбувається на ринку облігацій із середнім випередженням у 17 місяців, а потім на ринку акцій – із середнім випередженням у 7 місяців відносно загальноекономічного циклу. Ця послідовність зберігається як щодо поворотів «биків», так і щодо поворотів «ведмедів». Обидва ринки утворюють максимуми із набагато більшими випередженням, ніж мінімуми.

Широкомасштабні дослідження фондового ринку США [9] дозволили навіть визначити динаміку курсів акцій підприємств окремих галузей економіки відносно бізнес-циклу, відображену на рис. 3.

З іншого боку, далеко не у всіх країнах з банкоцентричною фінансовою системою можна спостерігати настільки цільну залежність між показниками фондового ринку і бізнес-циклом. Як уже відзначалося, загальною закономірністю для переважної більшості країн Європи є зниження показників фондового ринку напередодні спаду економіки. Для таких країн, як Німеччина, Франція та Італія, зниження індексів акцій в окремих випадках випереджало падіння реального сектору економіки більше ніж на рік. У цілому ж визначити тривалість середніх інтервалів випередження для країн Європи досить складно, отже використання поворотних точок фондового ринку як випереджаючих індикаторів економічної динаміки може виявитися не завжди виправданим.

Останнім часом явно простежуються тенденції до конвергенції обох типів фінансових систем – у країнах конти-



- 1 – виробництво ациклічних споживчих товарів (наприклад, харчова промисловість)
- 2 – виробництво проциклічних споживчих товарів (в т.ч. товарів тривалого користування)
- 3 – охорона здоров'я
- 4 – фінансовий сектор

- 5 – сектор високих технологій
- 6 – галузі важкої промисловості
- 7 – виробництво засобів виробництва
- 8 – транспорт
- 9 – енергетика
- 10 – комунальні послуги
- 11 – видобування і обробка благородних металів

Рис. 3. Зміна курсів простих акцій підприємств за галузями економіки відносно бізнес-циклу в США

ментальної Європи протягом останніх двох десятиріч значення і обсяги фондового ринку суттєво підвищилися. А це означає, що його показники посідатимуть дедалі вагоміше місце у моделях макроекономічного прогнозування, а використання його інструментів перетвориться на дієвий механізм антициклічного регулювання національних економік.

На тлі розвитку світових інтеграційних процесів та глобалізації ринку капіталу вітчизняному ринку цінних паперів все ще притаманні риси роздробленості на невпорядкованості. Від часів, коли він обслуговував переважно приватизаційні процеси, ринок зазнав недостатньо системних перетворень і донині належним чином не виконує властиві йому функції щодо залучення, перерозподілу капіталу та його спрямування в реальний сектор.

Серйозною проблемою сучасного стану фондового ринку України є вкрай незадовільний рівень розвитку його організованого сегменту і безпрецедентне домінування непрозорого для інвесторів і контролюючих органів неорганізованого сегменту. Нерозвиненість фондового ринку стримує економічний розвиток, надходження іноземних інвестицій, підвищення ефективності перерозподілу коштів в економіці, а відтак перешкоджає використанню його чутливих показників для своєчасної ідентифікації фаз бізнес-циклу та вжиття відповідних заходів з метою мінімізації та відвернення передбачуваних ризиків [10].

Висновки

Таким чином, нами було розглянуто теоретичні аспекти циклічних індикаторів, представлена їхня характеристика та перелічені основні функції.

У своїй сукупності ці показники подають безліч сигналів у міру проходження певних фаз бізнес-циклу. Головні труднощі щодо циклічних індикаторів лежать здебільшого в практичній площині. Через сторонні шуми, неодноразові перегляди статистичних даних за попередні періоди і короткі інтервали часових лагів достовірність прогнозів на основі окремих випереджаючих динамічних рядів може різнитися залежно від використовуваної методики. Очевидною є необхідність більш докладного розгляду методів прогнозування бізнес-циклів, які застосовуються вітчизняними і закордонними дослідними інституціями.

З огляду на роль і місце фондового ринку у забезпеченні макроекономіч-

ної стабільності, подальшого удосконалення потребує також і використання його показників з метою безперервного моніторингу ризиків, що загрожують національній економіці.

Література

1. Винницька М.Я. Еволюція теорії реальних бізнес-циклів // Економіка та держава. – 2007. – №4. – С.33-34
2. Zarnowitz V. Cyclical Indicators: Structure, Significance, and Uses // Business Cycles: Theory, History, Indicators, and Forecasting. – Chicago: University of Chicago Press, 1992. – P. 281-315 Режим доступу: <http://www.nber.gov/chapters/c10381.pdf>
3. Демидов О. Различные индексы прогнозирования экономической активности в России // Квантиль. – 2008. – №5. – С. 83-102
4. Anvoui-Dovi S., Matheron J. Interactions between business cycles, financial cycles and monetary policy: stylised facts // BIS Papers. – №22. – 2003. – P. 273-298
5. Cagan P. The influence of interest rates on the duration of business cycles // Essays on interest rates, ed. Guttentag J.M. and Cagan P. – New York: Columbia University Press for NBER, 1969. – P. 69-80
6. Мэрфи Дж. Межрыночный технический анализ. Торговые стратегии для мировых рынков акций, облигаций, товаров и валют: Пер. с англ. – М.: Диаграмма, 1999. – 317 с.
7. Рынки ценных бумаг // Показатели финансовой устойчивости. Руководство по составлению – Вашингтон: Международный Валютный Фонд, 2007. – С. 103-108.
8. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / За ред. к.е.н. О.І. Кіреєва, к.е.н. М.М. Шаповалової та к.е.н. Н.І. Гребеник - К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. – 132 с.
9. Business Cycle & Stock Performance // Analysis of the differences in market returns of 90 Industries vs the S&P 500 during 10 complete economic cycles from December 1945 – December 1995 Режим доступу: <http://personal.fidelity.com/products/funds/content/sector/cycle.shtml>
10. Назарчук М. Фондовый рынок в Украине в начале XXI в.: состояние и тенденции развития // Рынок ценных бумаг. – 2008. – №9. – С. 34-38