

РОЛЬ СУВЕРЕННИХ КРЕДИТНИХ РЕЙТИНГІВ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ В ПЕРІОД ЄВРОПЕЙСЬКОЇ БОРГОВОЇ КРИЗИ

Моргун Ю.С.

Науковий керівник: Яременко О.Л., д.е.н., проф.
Харківський національний університет ім. В.Н. Каразіна

У статті систематизуються емпіричні дослідження реакції на рейтингові події трьох найбільших КРА європейського фондового ринку до та протягом кризи, а також їх побічний ефект на ринки третіх країн.

Ключові слова: суверенний кредитний рейтинг, прогноз, спред дохідності, CDS спред, кредитне рейтингове агентство.

Актуальність теми. Кредитні рейтинги широко інтегровані сьогодні в інвестиційний процес, фінансові контракти та системи регулювання. Європейська суверенна боргова криза привернула додаткову увагу до ролі кредитних рейтингових агентств (КРА) у фінансовій системі. МВФ (2010) констатував, що суверенні дефолти є найбільш нагальним ризиком глобальної економіки. [4] Багато суверенних об'єктів рейтингування, особливо Греція, Ірландія та Португалія, потрапили під перманентний тиск негативних інформаційних подій. Спреди дохідності та спреди CDS (своп на дефолт за кредитом) на облігаційному ринку розширились, а ринок акцій впав не тільки у тих країнах, що зазнали найбільшого впливу кризи, оскільки ринкові механізми враховують між іншим інформаційні сигнали країн євросони та США. [3, 11] КРА обвинувачувались у сприянні фінансовій кризі в США через недбале рейтингування певних структурованих інструментів, у той час як головним приводом критицизму до КРА протягом європейської суверенної боргової кризи була міра та вибір часу негативної рейтингової події.

Суверенні рейтинги є верхню межею національних корпоративних об'єктів, що стало особливо проблемним для декількох грецьких, ірландських та португальських банків, оскільки їхні рейтинги були знижені до спекулятивного рівня. Вони також мають прямий вплив на вартість державних запозичень, що є центральним для вирішення питання про роль КРА у європейській фінансовій кризі.

В умовах невизначеності, викликаній інформаційною асиметрією фінансових ринків, вливання нової інформації може мати не повністю передбачуваний з теоретичної точки зору вплив на рішення ринкових суб'єктів. Доречним тому є проведення емпіричних досліджень з метою виявлення каузального зв'язку між різними видами інформаційних продуктів рейтингових агентств та кон'юктурою світового фінансового ринку. Центральним питанням цього контексту є ступінь новизни інформації, що прямо пропорційно визначає міру впливу.

Мета. Стаття систематизує емпіричні дослідження реакції на рейтингові події трьох найбільших КРА європейського фондового ринку до та протягом кризи, а також їх побічний ефект на ринки третіх країн.

Оскільки дослідження на основі рандомізованого експерименту в умовах фінансового ринку є неможливим, а виключення окремих суб'єктів з використання певного виду інформації не притаманне для середовища фінансового ринку, вдаються до моделювання контрафактної групи в більшості випадків завдяки темпоральному порівнянню. Таким чином, спостерігається поведінка релевантних показників до інформаційної події та після неї протягом певного часу за умови, що

всі інші фактори, доступні та не доступні для спостереження, залишаються незмінними, або змінюються з однаковим трендом.

Незалежною змінною є інформація, що її постачають рейтингові агентства. Оскільки різні аналітичні продукти мають неоднорідний інформаційний вміст, новизну інформації та значення для адресатів, необхідною є диференціація незалежних змінних. Чи містить певна «рейтингова подія» нову інформацію, визначається попередніми очікуваннями суб'єктів на основі попередніх кредитних подій та попереднього медійного покриття. Поточні дослідження зосереджуються на декількох різновидах інформаційних носіїв, що представлені у таблиці 1.

Прогнози КРА (outlook) є точку зору щодо напрямку подальшого розвитку рейтингу на один-два роки. Ці звіти схожі на ті, що складаються інвестиційними банками. Вони розповсюджуються через прес-релізи агентств. Інструмент сигналізує про те, що ризики не збалансовані, але зміна рейтингової позиції не остаточна. [2, 13]

Таблиця 1

Структура інформаційних повідомлень КРА

	«добрі новини»	«погані новини»	спліт
Рейтинг	підвищення •	зниження •	•
Прогноз	позитивний •	негативний •	•
	стабільний • у розвитку •		• •
Огляд	очікуване • підвищення	очікуване • зниження	•
	без напрямку •		•

Джерело: складено автором за матеріалами [6]
Фондовий ринок.

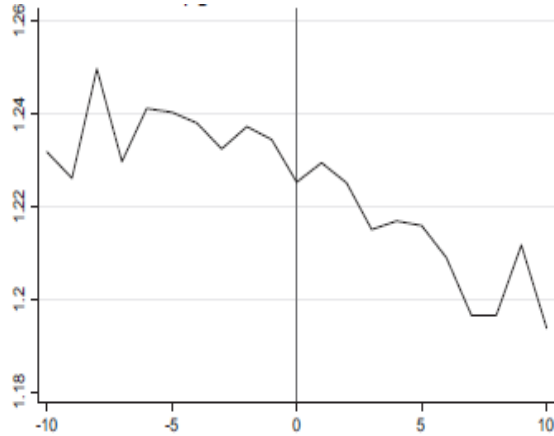
Спостереження проводяться на ринку облігацій. Цільовими параметрами є спред дохідності та спред CDS (своп на дефолт за кредитом). CDS – це найпоширеніший кредитний дериватив. CDS контракти є страхуванням від дефолту (кредитний випадок) певної компанії або держави. Покупець страхування робить на користь страхувальника періодичні платежі та отримує натомість право продати відповідну облігацію за її номінальною вартістю в разі кредитного випадку.

Аналізуються спреди в інтервалі 1995-2000рр., початком фінансової кризи (нульовим моментом спостереження) вважається 15 вересня 2008р, коли банк Lehman Brothers було оголошено банкрутом. [1, 2]

Ефект від зміни рейтингової позиції та повідомлення прогнозів на спреди на державні облігації є суттєвим для всіх КРА. Це спостереження відповідає результатам попередніх досліджень 1999-2005рр.. [5; 6; 8] Існує низка емпіричних доказів того, що вплив позитивних та негативних інформаційних подій – асиметричний, а саме: негативні події мають набагато вищий ефект ніж позитивні. [6; 7; 8] Таким чином, інвестори приділяють більшу увагу втраті корисності, ніж її приросту однакової величини.

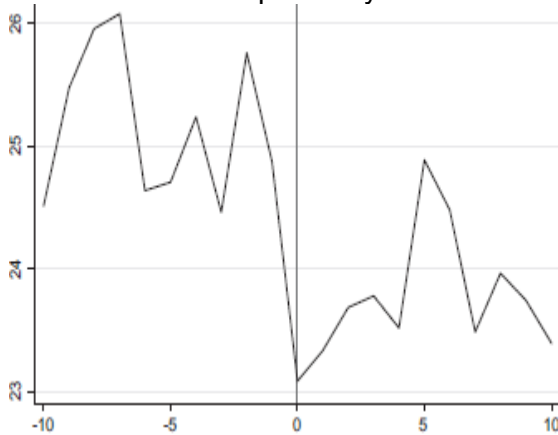
Останнє дослідження [1] свідчить про те, що негативні повідомлення збільшують (CDS) спред дохідності на 0.08 (0.13) процентних пунктів, позитивні повідомлення зменшують CDS спред на 0.01 процентний пункт. В той час як спреди дохідності суттєво реагують тільки на негативні повідомлення S&P, CDS спреди підвищуються після негативних сигналів Moody's та Fitch та знижуються в наслідок позитивних сигналів S&P. Ця асиметрія може пояснюватись різницею в часі повідомлень. Зниження рейтингів S&P передують зниженню двома іншими агентствами. Реакція спредів дохідності спостерігається в другий день після рейтингової події, CDS спреди реагують на день раніше. Ці спостереження

проілюстровані на рисунках 1-4. Перші 2 графіки стосуються спредів дохідності, а останні – CDS спредів, які відповідно відображені на осі ординат.



Часове вікно

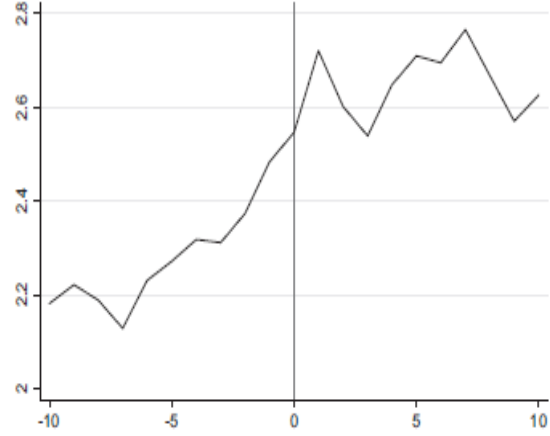
Рис. 1 Зниження рейтингу



Часове вікно

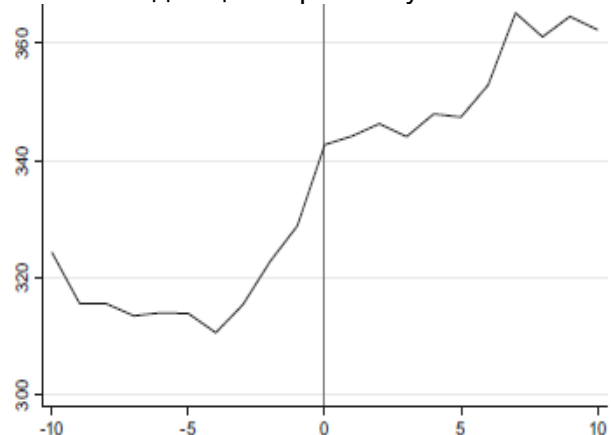
Рис. 3 Підвищення рейтингу

Джерело: [1, 611-612]



Часове вікно

Рис. 2 Підвищення рейтингу



Часове вікно

Рис. 4 Зниження рейтингу

Суверенні спреди дохідності негативно реагують на позитивні події країн ЕВС (Економічного і валютного союзу), в той час як не-ЕВС вибірка не демонструє жодної реакції. Реакція на негативні події є однак однорідною для обох частин вибірки.

Реакція CDS спредів на негативні інформаційні події після 15 вересня 2008р. є вищою, ніж в періоді до того. Показники суттєвості впливу наведені в таблиці 2.

Таблиця 2

Регресія зміни спредів у країнах інформаційних подій

Спред	КРА	Негативні події			Позитивні події		
		Весь період	До 15.09.2008	Після 15.09.2008	Весь період	До 15.09.2008	Після 15.09.2008
Дохідність	Всі	0.077* (1.83)	0.054* (1.81)	0.049 (1.10)	-0.007 (-1.22)	-0.007 (-1.21)	0.004 (0.11)
CDS	Всі	4.765** (2.20)	0.235 (0.45)	5.732* (1.96)	-0.381 (-1.17)	-1.025** (-2.28)	0.780 (0.23)

Спреди дохідності виражені в децимальних пунктах, CDS спреди – в базисних пунктах.

T-статистика наводиться в дужках.

***, **, * відповідають рівням суттєвості в 1%, 5%, 10%.

Джерело: [1, 617]

Інформація, що міститься в рейтингах та прогнозах не передбачається ринком за 1-2 місяці до рейтингової події, але існує емпіричне підтвердження обопільного каузального зв'язку рейтингів та спредів у вікні 1-2 тижнів.

Побічні ефекти кредитних подій виявляються суттєвими в разі впливу країн з нижчими рейтингами на країни в вищих позиціях. Суверенні об'єкти, рейтинги

яких було знижено протягом 6 місяців до спостереження, мають вищі спреди, ніж емітенти з такими самими рейтинговими позиціями, які однак не змінювались за останні півроку, реалізуючи таким чином ефект постійності. [1, 619]

Висновки. Той факт, що негативні сигнали настають ринки знезацька, може свідчити про те, що фундаментальні макроекономічні показники не повністю беруться до уваги учасниками ринку. З іншого боку, емпіричні дані свідчать про чітку та швидку (продовж 1-2 днів) реакцію європейських спредів на рейтингові події. Це говорить про те, що стабільна макроекономічна ситуація є ключовим фактором попередження, по-перше, зниження рейтингів, по-друге, - підвищення спредів.

Проаналізовані студії не розглядають однак питання, на скільки суверенні рейтинги та прогнози детерміновані різними показниками та чи можуть деякі з них виявитись екзогенними (наприклад, помилка рейтингового агентства). Реакція ринків може значно відрізнятись в цих випадках. Актуальні дослідження не ізолюють ефект самого екзогенного фактора, а розраховують змішаний вплив. Диференціація між цими двома джерелами інформації може являти собою сферу подальших досліджень.

Література:

1. António A, Davide F, Pedro G, Sovereign credit ratings and financial markets linkages: Application to European data, *Journal of International Money and Finance* 31 (2012) 606–638;
2. Alsakka, R., ap Gwilym, O., Rating agencies' signals during the European sovereign debt crisis: Market impact and spillovers. *J. Econ. Behav. Organ.* (2012);
3. Bank of England, 2011. Whither the credit ratings industry? *Financial Stability Paper*, No. 9;
4. IMF, 2010. Meeting new challenges to stability and building a safer system. *IMF Global Financial Stability Report*, April 2010;
5. Kräussl, R., 2005. Do credit rating agencies add to the dynamics of emerging market crises? *Journal of Financial Stability* 1 (3), 355–385;
6. Norden, L., Weber, M., 2004. Informational efficiency of credit default swap and stock markets: the impact of credit rating announcements. *Journal of Banking and Finance* 28, 2813–2843;
7. Reisen, H., Maltzan, J., 1999, Boom and bust and sovereign ratings, *International Finance* 2 (2), 273–293;
8. Soroka, S., 2006. Good news and bad news: asymmetric responses to economic information. *Journal of Politics* 68 (2), 372–385.