

Плохие новости распространяются

Рабах Арезки, Бертран Канделон и Амаду Н.Р. Си

Снижение рейтинга государственного долга отрицательно сказывается на разных странах и финансовых рынках

НЕДАВНИЙ кризис суверенного долга в Европе был сосредоточен в нескольких странах, но последствия его ощущались на финансовых рынках всей зоны евро. После снижения кредитного рейтинга таких стран, как Греция, Ирландия, Португалия и Испания, спреды по суверенным облигациям увеличились, стоимость страхования суверенного долга (измеряемая спредами по свопам кредитного дефолта — СКД) возросла, и давление на фондовых рынках ощущалось далеко за пределами стран, затронутых этим кризисом (см. рисунок).

Последовавшая дискуссия о роли агентств кредитного рейтинга во время кризисов и взаимозависимости разных финансовых рынков сосредоточилась на изменениях в рейтинге суверенного долга. Эти изменения измеряют вероятность невыполнения государством своих финансовых обязательств и возможность вторичных эффектов этих изменений для разных стран и рынков в таком тесно интегрированном пространстве, как зона евро, включающая 16 стран Европы.

Финансовое «переплетение» стран Европы за последнее десятилетие создало уникальные условия для изучения влияния новостей о рейтингах на финансовые рынки, но этот вопрос стоит не только в Европе. Текущая дискуссия об агентствах, присваивающих кредитные рейтинги, повторяет дебаты времен азиатского финансового кризиса 1997–1998 годов, когда проблемы суверенного долга «перепрыгивали» из одной страны в другую.

К сожалению, мало изучались вторичные эффекты новостей о рейтинге. Gande and Parsley (2005) обнаружили, используя данные о спредах облигаций для стран с формирующимся рынком с 1991 по 2000 годы, что снижение рейтинга одной страны оказывает значительное негативное влияние на спреды по суверенным облигациям других стран. При этом на более интегрированных финансовых рынках шок, вызванный снижением рейтинга, вероятно, не ограничивается рынками облигаций. Так, в более поздних исследованиях (например, Ehrmann, Fratzscher, and Rigobon, 2010) проведен анализ передачи воздействия шоков в случае разных рынков и стран и найдены данные о значительных международных вторичных эффектах как внутри категорий акти-

Страх распространяется

После снижения кредитного рейтинга Греции в начале 2010 года резко возросла стоимость страхования не только долга Греции, но и страхования долга других стран, рейтинг которых не снизился.

(Спред по свопам кредитного дефолта, в базисных пунктах)



Источник: DataStream.

Примечание. Свop кредитного дефолта (СКД) — контракт, по которому покупатель платит эквивалент страховой премии (называемый спредом) продавцу, который гарантирует погашение конкретного долга в случае дефолта заемщика. Несмотря на то, что СКД часто покупает держатель долга, ни одна из сторон сделки с СКД не обязана принимать участие в базовой операции. Базисный пункт — 1/100 процентного пункта.

вов, так и по разным категориям, влияющих, например, на денежные рынки, рынки облигаций и фондовые рынки, а также на валютные курсы.

Kaminsky and Schmukler (2002) приводят некоторые данные о влиянии изменений в рейтинге суверенного долга и перспективах на финансовые рынки в странах с формирующимся рынком. Они выяснили, что рейтинг суверенных обязательств влияет не только на инструмент, которому присваивается рейтинг (облигации), но и на акции.

Мы изучаем влияние новостей о рейтинге на рынки СКД, но также и систематически рассматриваем потенциальные вторичные эффекты в структуре различных категорий рыночных активов (Arezki, Candelon, and Sy, 2010). Мы составили базу данных, которая включает ежедневные спреды по европейским суверенным СКД и индексам фондовых бирж, включая субиндексы для акций банковских учреждений и страховых компаний, за 2007–2010 годы.

Наш подход призван отразить влияние новостей агентств кредитного рейтинга с учетом структурной взаимозависимости финансовых рынков. Он позволяет нам определить, на какие рынки и страны влияет любое данное снижение суверенного рейтинга. Кроме того, мы можем выделить вторичный эффект новостей о рейтинге по отношению к разным категориям активов в разных странах с учетом тенденции к тому, чтобы за сильными колебаниями следовали аналогичные.

Основной вывод заключается в том, что снижение суверенного рейтинга влияет на финансовые рынки не только в затронутой стране, но и в других странах зоны евро. Характер и масштаб влияния новостей о рейтинге зависят от источника новостей о кредитном рейтинге. Например, снижение рейтинга суверенного долга Греции систематически повлияло на все страны зоны евро, повысив стоимость страхования суверенного долга (измеряемую спредами СКД) и оказав давление на фондовые рынки даже при неизменном кредитном рейтинге других стран. С другой стороны, снижение рейтинга стран Восточной Европы повлияло только на те страны зоны евро, с которыми они имели финансовые связи.

Характер взаимозависимости показателей фондового рынка и стоимости страхования на случай суверенного дефолта (спредов СКД) зависит от страны. Это говорит о том, что новости о суверенном рейтинге оказывают влияние на экономику стран различными путями, и точка «проникновения» в одной стране может отличаться от другой. Например, в Испании, рост спредов СКД по суверенному долгу привел к снижению индекса фондовой биржи — включая субиндексы страхования и банков. Но изменение в индексе фондовой биржи не оказало существенного влияния на спреды СКД в Испании. С другой стороны, в Нидерландах улучшение ситуации на фондовом рынке снизило спреды СКД по суверенным облигациям. А в Италии эффект наблюдался в обоих направлениях: улучшение показателей фондового рынка снизило спреды СКД и от роста спредов СКД по суверенным обязательствам пострадали акции. Различия во взаимозависимости рынков внутри страны можно объяснить различиями в структуре экономики, в том числе различной степенью участия государственного сектора в экономике.

Имеет значение и тип новостей о рейтинге. Агентства кредитного рейтинга обычно сообщают о своем намерении рассмотреть изменения в рейтинге. Например, все три ведущих агентства кредитного рейтинга — Fitch, Moody's и Standard & Poor's (S&P) — пользуются уведомлением об отрицательных «перспективах», чтобы обозначить потенциальное снижение рейтинга в ближайшие два года (год в случае кредитного рейтинга спекулятивной категории). Мы считаем, что среднее воздействие снижения рейтинга на спреды СКД сильнее эффекта пересмотра перспектив (когда рейтинг не меняется, но сообщается о возможном его изменении).

Финансовые рынки близоруки, потому что обращают внимание только на снижение рейтинга. Снижение рейтинга одной страны может предоставить новую информацию о других странах (например, о финансовых связях). Это также может побудить участников рынка к переоценке основных экономических показателей стран со схожими характеристиками (такими как бюджетные дефициты и задолженность) или автоматически вызвать стадное поведение. Менее однозначная реакция на пересмотр перспектив бывает связана с самим агентством кредитного рейтинга: рынок или не понимает, что хочет сказать агентство, когда позволяет себе высказать мнение о будущем, или не реагирует, потому что не придает особого значения мнению агентства.

Конечно же, объяснение может быть проще. Когда инвестиции производятся по правилам, держателям суверенных долговых обязательств приходится продавать их при снижении рейтинга, но не в случае пересмотра перспектив. Точно так же, правило на основе рейтинга ограничивает действия Европейского центрального банка, который обязан не принимать долговых обязательств с пониженным рейтингом в качестве обеспечения ссуды финансовой организации, но может их принять в случае пересмотра перспектив.

Кроме того, упоминание агентства кредитного рейтинга, присваивающего новый рейтинг, отгесняет на второй план саму новость. Пересмотры перспектив S&P с большей вероятностью распространяются с одной страны на другую, чем пересмотры двух других ведущих агентств. С другой стороны, снижение рейтинга Moody's и Fitch обычно в большей степени распространяется с одной страны на другую, чем снижение рейтинга S&P. Финансовые рынки действительно выборочно реагируют на новости о рейтинге, присужденном разными рейтинговыми агентствами, возможно, из-за различий в доверии, которым пользуются агентства кредитного рейтинга. Различная реакция рынка может также объясняться другими различиями в информационной стратегии рейтинговых агентств.

Эти доказательства вторичных эффектов говорят о том, что плохие новости действительно распространяются, но процесс их передачи сложен. Новости могут быстро распространяться из страны в страну и с рынка на рынок, с различными эффектами для разных стран и рынков. Сложность передачи усложняет структуру регулирования и осуществление надзора, так что органам регулирования важно понимать, каким образом распространяются плохие новости и что происходит в таком случае.

Рабах Арезки — экономист и Амаду Н.Р. Си — заместитель начальник отдела в Институте МВФ. Бертран Канделон — профессор международной денежно-кредитной экономики в Мaaстрихтском университете. ■

Литература:

- Arezki, Rabah, Bertrand Candelon, and Amadou Sy, 2010, "Sovereign Ratings News and Financial Markets Spillover" (unpublished; Maastricht, Netherlands: Maastricht University) and forthcoming IMF Working Paper.*
- Ehrmann, Michael, Marcel Fratzscher, and Roberto Rigobon, 2010, "Stocks, Bonds, Money Markets and Exchange Rates: Measuring International Financial Transmission," Journal of Applied Econometrics, doi: 10.1002/jae 1173.*
- Gande, Amar, and David Parsley, 2005, "News Spillovers in the Sovereign Debt Market," Journal of Financial Economics, Vol. 75, No. 3, pp. 691–734.*
- Kaminsky, Graciela, and Sergio Schmukler, 2002, "Emerging Markets Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?" World Bank Economic Review, Vol. 16, No. 2, pp. 171–95.*