

УДК 336.761

**Левкович О.В.***асистент кафедри фінансів  
Дніпропетровського національного університету  
імені Олеся Гончара***ДЖЕРЕЛА РЕАКЦІЙ РИНКУ АКЦІЙ НА ШОКИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ**

У статті розглянуто теоретичні аспекти впливу анонсів монетарної політики центральних банків на доходність і волатильність ринків акцій в контексті асиметричності їх реакцій на оприлюднення даного виду макроекономічних новин.

**Ключові слова:** анонси монетарної політики, ринок акцій, волатильність, доходність ринку акцій, реакції ринку акцій.

**Левкович О.В. ИСТОЧНИКИ РЕАКЦИЙ РЫНКА АКЦИЙ НА ШОКИ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ**

В статье рассмотрены теоретические аспекты воздействия анонсов монетарной политики центральных банков на доходность и волатильность рынков акций в контексте асимметричности их реакций на обнародование данного вида макроэкономических новостей.

**Ключевые слова:** анонсы монетарной политики, рынок акций, волатильность, доходность рынка акций, реакции рынка акций.

**Levkovich O.V. SOURCES OF STOCK MARKET RESPONSES TO SHOCKS OF MONETARY POLICY**

In this article we observed theoretical aspects of an impact of announcements of central banks monetary policies on stock market profitability and volatility in the context of asymmetric reactions to the publication of particular type of macroeconomic news.

**Keywords:** announcements of monetary policy, stock market, volatility, yield of the stock market, stock market reactions.

**Постановка проблеми.** Дослідження впливу новин монетарної політики на ринок акцій необхідно, на наш погляд, розглядати в контексті впливу на волатильність і доходність. Макроекономічні новини такого роду являють собою інформацію, яка є сигналами про майбутню монетарну політику регулятора і серйозно сприймається професійними учасниками ринку акцій при прийнятті фінансових стратегічних і тактичних рішень, а також розробці альтернативних інвестиційних стратегій та управлінні інвестиційним портфелем.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Значний внесок в дослідження впливу інформаційного контексту макроекономічних анонсів монетарної політики центральних банків на доходність та волатильність ринків акцій здійснили такі вчені, як S. Bernanke, A. Bomfim, R. Craine, G. Hardouvelis, B. Jones, K. Kuttner, D. Pearce, V. Roley, M. Smirlock, J. Yawitz, J. Wongswan, та ін.

**Виокремлення не вирішених проблем.** Однак, на даний момент у науковій літературі відсутня єдина точка зору щодо джерел асиметрії в реакціях ринків акцій на анонси монетарної політики центральних банків.

**Мета статті.** Дослідити теоретичні аспекти джерел асиметричності реакцій ринків акцій в залежності від окремих чинників, зокрема періоду дослідження та значення компонент «несподіванки» анонсів монетарної політики.

**Викладення основного матеріалу.** Вплив анонсів монетарної політики на ринки акцій, стало предметом численних досліджень. Деякі з цих досліджень намагалися пояснити джерела таких реакцій. Craine et Martin (2003) [6] вважають, що компонента «несподіванки» за рішеннями монетарної політики США впливають на ринки акцій за допомогою аспекту «ефекту багатства» і, на їхню думку, така реакція в два рази сильніше ніж на ринку боргових зобов'язань. Також в даній роботі зазначено, що ринок акцій є найбільшим каналом трансмісії монетарної політики в короткостроковій перспективі.

З іншого боку, Smirlock et Yawitz (1985) [15] стверджують, що зміни облікової ставки ФРС впливають на майбутні очікування інвесторів, а отже,

на курси акцій по двох каналах, а саме: грошових потоків (cash flows) і майбутню процентну ставку. У світлі цього дослідження, в деяких роботах намагалися перевірити це емпіричним шляхом. В них показано, що шоки, пов'язані з розміром майбутніх дивідендів, багато в чому, пояснюють «несподівану» зміну доходності акцій (Patelis, 1997. [13]; Bernanke et Kuttner, 2005 [1]; Bredin et al., 2007 [4]).

Також стверджується, що вплив локальної монетарної політики відбувається не тільки через таку компоненту як процентна ставка, а й майбутні дивіденди та / або премію за ризик (Bernanke et Kuttner [1], 2005; Bredin et al., 2007 [4]). У цьому сенсі, Bernanke et Kuttner (2005) [1] вказують на те, що непередбачене пом'якшення монетарної політики ФРС призводить до зниження премії за ризик, викликаючи зростання курсів акцій і навпаки. Таким чином, в роботі виявлено, що ослаблення монетарної політики дозволяє домогосподарствам отримати не тільки вигоду від природу капіталу (переоцінка в бік збільшення майбутніх доходів), як уже згадувалося раніше, але і піддаватися більш низьким ризикам, збільшуючи схильність інвесторів до ризику. На ринку акцій Великобританії, Bredin et al. (2007) [4] підтверджують, що монетарна політика частково передається через премію за ризик, незалежно від сектора економіки. Проте, вони вказують на те, що вплив за допомогою премії за ризик має протилежне значення.

Пояснення впливу компонент «несподіванки» з анонсів монетарної політики також можуть відрізнятися в залежності від економічних умов та/або країни, ринок акцій якої досліджується. Так, McQueen et Roley (1993) [12] виявили, що вплив монетарної політики на ставки дисконтування по дивідендним виплатам не є суттєвим, і не змінюється в залежності від стадії економічного циклу. Однак, «хороша» новина на стадії економічного спаду позитивно впливає на збільшення майбутніх грошових потоків. Така ж новина під час стадії зростання, як правило, не має такого ж ефекту. З іншого боку, Wongswan (2009) [16] досліджував вплив рішень ФРС по обліковій ставці на інші (поза США) зарубіжні ринки акцій. Він прийшов до висновку, що вплив монетарної

політики США на інші світові ринки акцій, найчастіше, відбувається за допомогою процентної ставки, а масштаб впливу залежить, в значній мірі, від рівня фінансових зв'язків розглянутих країн і США.

**Вплив анонсів монетарної політики на волатильність ринків акцій.** Необхідно визначити, по-перше, стабілізують або дестабілізують ринки акцій анонси монетарної політики, і, по-друге, показати наявність (відсутність) асиметрії в реакціях на повідомлення про експансіоністську монетарну політику або рестриктивну монетарну політику. Lobo (2000) [11] стверджує, що асиметрія в реакціях є ознакою того, що ступінь неприйняття ризику змінюється залежно від монетарної політики, яка здійснюється. Нечисленні дослідження показують, що волатильність збільшується в день виходу анонса. Так, Ewing (2001) [7] вказує на те, що шоки монетарної політики пояснюють більшу частину дисперсії по фондовому індексу S&P 500 в день виходу анонса – спостерігається зростання волатильності на 8%. Роботи Lobo (2000) [11] і Bomfim (2003) [3] підтверджують даний результат і висновок про те, що інвестори більш оперативного реагують на зниження ніж на зростання облікової ставки ФРС.

У розглянутих дослідженнях волатильності, автори спробували виміряти динаміку реакції до і після дня анонса. Хоча велика кількість дослідників сходяться на думці про те, що фактична волатильність знижується протягом декількох днів після виходу анонса (Lobo, 2000 [11]; Ewing, 2001 [7]), до цих пір не існує єдиної думки щодо впливу на волатильність перед днем виходу анонса про рішення щодо монетарної політики. Lobo (2000) [11] за допомогою моделювання GARCH виявив, що волатильність збільшується до виходу анонса. Такий результат не підтверджується Bomfim (2003) [3], який провів подвійний аналіз навколо дня виходу монетарного анонса, розділяючи заплановані оголошення від незапланованих. Перша оцінка, яка була здійснена протягом всього періоду дослідження (1989-1998 рр.) вказує на те, що волатильність реагує на компоненту «несподіванки» як на очікувану компоненту вище в день виходу анонса, ніж за кілька днів до і після.

Це підтверджує гіпотезу про «затишшя перед бурєю» Jones et al. (1998) [10], автори якої пояснюють це тим, що вибірка включає позапланові анонси монетарної політики, на які ринки акцій реагують в момент оголошення. Намагаючись пояснити ці результати, Gangopadhyay (2008) [8] пов'язує волатильність на ринку акцій зі зміною грошових потоків або ставок дисконтування. Він аналізує і  $\beta$ -коефіцієнти обох компонент навколо днів анонса ФРС, використовуючи підхід Campbell et Vuolteenaho (2004) [5]. Даний підхід полягає в поділі  $\beta$ -коефіцієнта моделі CAPM на дві складові: «cash flow beta» (грошовий потік бета) і «discount rate beta» (ставка дисконтування бета). Gangopadhyay (2008) [8] зазначає, що ці дві компоненти значно зростають, коли ФРС проводить експансіоністську монетарну політику. Gangopadhyay (2008) [8] також вказує на те, що за аналізований період (1963-2001 рр.) Монетарна політика ФРС в значній мірі впливає на зміну процентної ставки, а в період же (1929-1963 рр.), який охоплює Велику депресію в США, спостерігається підвищена роль складової грошових потоків. Він пояснює це тим, що складні фінансові умови компаній під час Великої депресії роблять інвесторів більш чутливими до анонсів про майбутні грошові надходження, ніж до новин про процентні ставки. Даний результат підтверджує необхідність оцінки реакції ринку акцій на

анонси в залежності від їх економічного і фінансового контексту.

Питання асиметрії в реакціях ринків акцій на макроекономічні новини також було розглянуто в роботах щодо волатильності на ринку акцій. У даних роботах намагалися підтвердити:

1) чи відрізняється реакція в залежності від періода дослідження;

2) чи реагує ринок акцій більш сильно на позитивні шоки ніж на негативні або навпаки.

За першим напрямком, ми вже бачили (наприклад, Pearse et Roley, 1985 [14]; Hardouvelis, 1987 [9]), що період дослідження і, отже, стратегія центрального банку відіграє велику роль в трансмісії монетарної політики на ринки акцій і спостерігали зміну впливу на доходність в залежності від досліджуваного періоду. Даний результат приводить нас до того, що а priori, вплив монетарних шоків на волатильність ринку акцій відрізняється в залежності від ринкових умов і, отже, в залежності від монетарної політики центрального банку.

Однак це припущення не знаходить одностайності в науковій літературі. З одного боку, Bomfim et Reinhart (2000) [2] намагаються емпірично оцінити вплив змін в інформації, яку повідомляє ФРС, а також ступінь інформаційної прозорості, яка збільшилася після 1994 року. Вони вказують на те, що невизначеність на ринку акцій США знизилася у зв'язку зі зміною стратегії ФРС після 1994 року. З іншого боку, Bomfim (2003) [3] ділить загальну вибірку на два підперіоди (до і після 1994 року) і вказує на те, що немає ніяких істотних відмінностей в статистичних результатах за ці два підперіоди.

Асиметричність в реакціях ринків акцій розглядалася також під іншим кутом. Bomfim (2003) [3] і Lobo (2000) [11] досліджують асиметричність реакції внаслідок більш жорсткої монетарної політики, а також внаслідок експансіоністських дій регулятора. Вони прийшли до висновку, що жорсткість монетарної політики дестабілізує ринок акцій сильніше, ніж її пом'якшення, підтверджуючи тезу про те, що «погані» новини з монетарної політики мають більше впливу на волатильність ринку акцій, ніж «добрі» новини.

**Висновки та пропозиції.** Дана робота була присвячена дослідженню впливу анонсів монетарної політики на доходність і волатильність ринку акцій. Результати є більш переконливими в тому сенсі, що в більшості тематичних досліджень погоджуються з тим, що рішення центрального банку істотно впливають на ринки акцій. Це підтверджує роль останнього в якості каналу трансмісії монетарної політики. Проте, існують деякі відмінності в результатах залежно від країни або періоду дослідження. Хоча розглянуті в статті наукові праці вносять значний вклад, відзначимо, що тематичні дослідження з українського ринку акцій є досить обмеженими. Тепер ми бачимо, що вплив макроекономічних анонсів по монетарній політиці може змінювати характеристики досліджуваного ринку акцій. Тому має науковий інтерес розглянути дані аспекти на ринку акцій України.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Bernanke, S. & Kuttner, K. (2005). What explains the stock market's reaction to Federal Reserve policy?. *Journal of Finance*, LX(3), 1221-1257.
2. Bomfim, A.-N. & Reinhart, V.-R. (2000). Making news: Financial market effects of Federal Reserve disclosure practices. *Document de Travail*, p. 1-31.

3. Bomfim, A.-N. (2003). Pre-announcement effects, news effects and volatility: Monetary policy and the stock market, *Journal of Banking&Finance*, 27, p. 133-151.
4. Bredin, D., Hyde, S., Nitzsche, D. & O'reilly, G. (2007). UK Stock Returns and the Impact of Domestic Monetary Policy Shocks, *Journal of Business Finance&Accounting*, 34(5) and (6), p. 872-888.
5. Campbell, J.-Y. & Vuolteenaho, T. (2004). Bad Beta, Good Beta, *The American Economic Review*, 94, p. 1249-1275.
6. Craine, R. & Martin, V. (2003). Monetary policy shocks and security market responses. Working Paper University of California, 1-29.
7. Ewing, B.-T. (2001). Monetary Policy and stock returns, *Bulletin of Economic Research*, 53, p. 73-79.
8. Gangopadhyay, P. (2008). Monetary Policy and Pricing of Cash-Flow and Discount-Rate Risk, *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 47(1), p. 69-95.
9. Hardouvelis, G.-A. (1987). Macroeconomic Information and Stock Prices, *Journal of Economics and Business*, 39, 131-140.
10. Jones, B., Lin, C.-T., Mansur, A., & Masih, M. (2005). Macroeconomic announcements, volatility, and interrelationships: an examination of the UK interest rate and equity markets. *International Review of Financial Analysis*, 14, 356-375.
11. Lobo, B.-J. (2000). Asymmetric effects of interest rate changes on stock prices, *The Financial Review*, 35, p. 125-144.
12. McQueen, G. & Roley, V.-V. (1993). Stock prices, news and business conditions. *The Review of Financial Studies*, 6(3), 683-707.
13. Patelis, A.-D. (1997). Stock Return Predictability and the Role of Monetary Policy. *Journal of Finance*, LII(5), 1951-1972.
14. Pearce, D.-K., & Roley, V.-V. (1985). Stock prices and economic news. *Journal of business*, 58(1), 49-67.
15. Smirlock M. et Yawitz J. (1985). Asset Returns, Discount Rate Changes, and Market Efficiency, *The Journal of Finance*, XL (4), p. 1141-1158.
16. Wongswan, J. (2003). Transmission of Information Across International Equity Markets. *International finance discussion paper*, 759, 34-57.