

«Влияние изменений процентных ставок центральных банков на финансовые рынки: ключевые механизмы и практическое значение для управляющих активами»



Лаборатория Анализа Финансовых Технологий (ЛИФТ),

Факультет экономических наук

НИУ-ВШЭ

Москва, 2025 г.

Оглавление

Почему важно понимать зависимость разных классов активов от изменений политики ЦБ?	5
Политика центральных банков: логика принятия решений	7
Влияние изменений политики центрального банка на активы.....	20
Акции	20
Облигации	22
Недвижимость	24
Фонды недвижимости REIT (США)	25
Производные ценные бумаги.....	26
Внебиржевые деривативы	27
Структурные продукты	29
Private equity и VC	30
Процентные ставки и валютные рынки	31
Процентные ставки и товарные рынки	32
Денежные рынки и краткосрочные процентные ставки	33
Исторический взгляд на политику ЦБ РФ и ее влияние на активы	36
Акции	36
Облигации	43
Влияние ключевой ставки ЦБ РФ на государственные облигации разной дюрации	45
Влияние ключевой ставки ЦБ РФ на деривативы: новая реальность	55
Что практикующему управляющему активами и инвесторам можно вынести для своей работы?.....	57

Disclaimer

Настоящее исследование подготовлено на основе доступных макроэкономических и рыночных данных, а также аналитических методов, применимых на момент его проведения. Представленные выводы и рекомендации носят обобщённый характер и не являются индивидуальными инвестиционными советами. Используемые методологии обладают рядом ограничений, а интерпретация результатов может зависеть от внешних факторов. Перед принятием инвестиционных решений необходимо провести всесторонний анализ с учётом личных целей, допустимого уровня риска и текущей рыночной ситуации.

Почему важно понимать зависимость разных классов активов от изменений политики ЦБ?

Понимание зависимости различных классов активов от изменений монетарной политики центрального банка является необходимым элементом анализа и стратегического планирования.

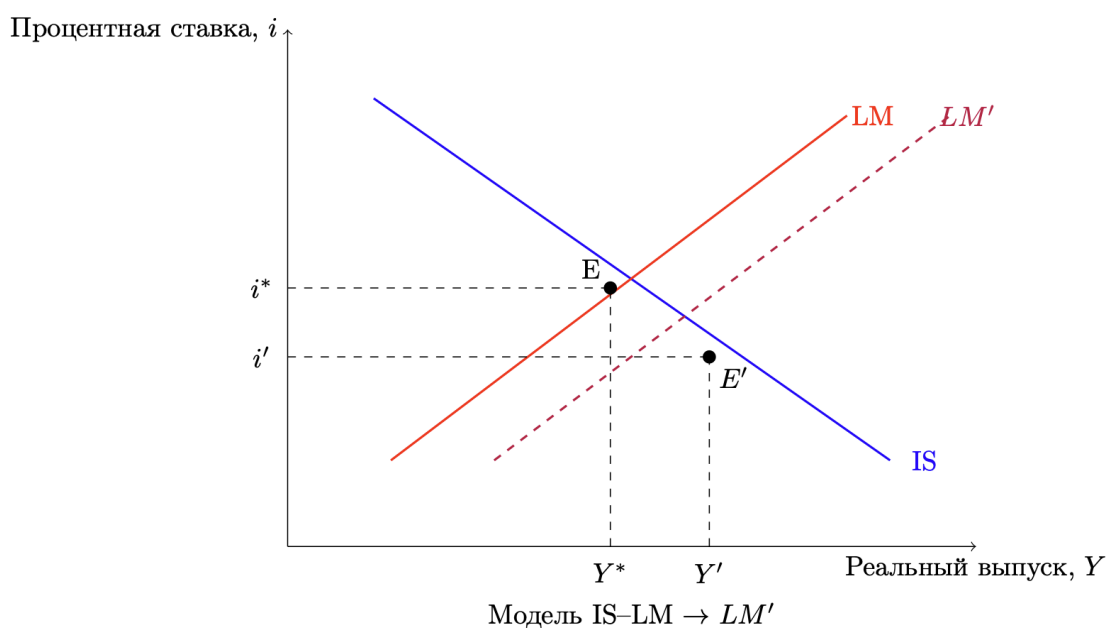
Монетарные решения оказывают комплексное влияние на финансовые рынки через процентные ставки, доступность ликвидности, инфляционные ожидания и динамику валютного курса.

- Во-первых, ключевая ставка определяет стоимость заимствований, напрямую влияя на фактор дисконтирования для будущих денежных потоков. Снижение ставки увеличивает привлекательность рискованных активов, таких как акции и недвижимость, за счёт удешевления кредита и роста мультипликаторов оценки. Повышение ставки, напротив, ведёт к перераспределению капитала в пользу низкорискованных инструментов, прежде всего краткосрочных государственных облигаций.
- Во-вторых, инструменты управления ликвидностью (операции репо, прямые интервенции, изменение нормативов обязательных резервов) определяют уровень доступных ресурсов в банковской системе. Избыточная ликвидность способствует росту спроса на финансовые активы, тогда как её дефицит увеличивает премию за риск и может вызывать волатильность.
- В-третьих, политика центрального банка по таргетированию инфляции влияет на восприятие номинальной и реальной доходности. В условиях стабильных инфляционных ожиданий предпочтение получают активы с фиксированным доходом. При росте инфляционного давления возрастает интерес к защитным инструментам, таким как золото или инфляционные облигации.

Таким образом, системный анализ реакции различных классов активов на монетарные решения позволяет инвесторам и аналитикам более точно оценивать рыночные риски и формировать устойчивые инвестиционные стратегии. Игнорирование этих взаимосвязей ведёт к ошибкам в оценке стоимости активов и повышает уязвимость портфеля к изменениям макроэкономической конъюнктуры.

Политика центральных банков: логика принятия решений

Согласно классическим макроэкономическим моделям, ключевая процентная ставка выступает как основной инструмент управления совокупным спросом в экономике. В модели IS–LM¹ изменение ставки влияет на инвестиции, совокупные расходы и выпуск, смещая равновесие. Снижение ставки (мягкая политика) сдвигает кривую LM вправо, снижает ставки и увеличивает выпуск, тогда как повышение (жесткая политика) делает кредиты дороже, ограничивает инвестиции и сдерживает инфляцию.



Однако в реальности современные центральные банки, начиная с 1990-х годов, отошли от управления денежной массой и стали использовать ставку краткосрочного рынка в качестве основного инструмента. В условиях инфляционного таргетирования они реагируют на отклонения фактической инфляции от цели, а также на «разрыв выпуска» (output gap) — разницу между реальным и потенциальным ВВП. Именно на этих принципах основано правило Тейлора, предложенное Джоном Тейлором в 1993 году:

¹ Классическая макроэкономическая модель IS-LM была разработана английским экономистом Джоном Хиксом в 1937 году как упрощённая формализация идей Дж. М. Кейнса, изложенных в классическом труде «Общая теория занятости, процента и денег». Модель описывает равновесие на товарном (IS) и денежном (LM) рынках, где взаимодействие процентной ставки и совокупного спроса определяет краткосрочное экономическое равновесие. Модель широко используется для анализа воздействия фискальной и монетарной политики на уровень дохода и процентные ставки.

$$r = p + 0.5y + 0.5(p - 2) + 2$$

где:

- r — номинальная ставка процента;
- p — текущий уровень инфляции;
- y — отклонение ВВП от потенциального уровня.

Таким образом, если инфляция и ВВП превышают цели на 1%, ставка должна быть выше нейтрального уровня примерно на 1%. Эта формула легла в основу практики прогнозируемой монетарной политики и широко используется как в учебной, так и в прикладной экономике.

Центральные банки часто используют подобные ориентиры в качестве отправной точки, однако могут отклоняться от них из-за соображений финансовой стабильности или ограничений, таких как нулевая нижняя граница процентных ставок.

Вставка про «нулевые ставки» Когда процентные ставки близки к нулю, традиционная монетарная политика сталкивается с ловушкой ликвидности² (*liquidity gap*), при которой дальнейшее снижение ставок или рост денежной базы не стимулируют инвестиции — инвесторы предпочитают держать наличные. Политика становится неэффективной, так как деньги и облигации почти идентичны. В 2000-х и 2010-х годах развитые страны (США, ЕС, Япония) столкнулись с этим, прибегая к нетрадиционным мерам — количественному смягчению и прогнозируемому ориентированию. Модель IS–LM отражает это через горизонтальную LM-кривую при ставке процента ≈ 0 : увеличение предложения денег не снижает ставку. В таких условиях влияние политики ограничено, и ключевую роль начинают играть ожидания и количественные каналы.

Ниже приведено резюме основных факторов, определяющих решения центральных банков по ставке

1. Уровень инфляции

Инфляция — ключевой ориентир большинства ЦБ. При её ускорении выше целевого уровня (например, ~2% в США и ~4% в России) ставка обычно повышается для ограничения совокупного спроса и предотвращения инфляционной спирали. При низкой инфляции или дефляции — наоборот, ставка понижается для стимулирования

² Ловушка ликвидности — это макроэкономическая ситуация, впервые описанная Джоном Мейнардом Кейнсом в 1930-х годах. Она возникает, когда процентные ставки достигают нуля или близких значений, а монетарная политика становится неэффективной: увеличение денежного предложения не стимулирует экономику, поскольку люди предпочитают хранить деньги в наличных из-за ожиданий дефляции или экономической стагнации

спроса. Такая реакция заложена в правиле Тейлора: ставка повышается при положительном “инфляционном разрыве” (инфляция выше цели) и понижается при отрицательном.

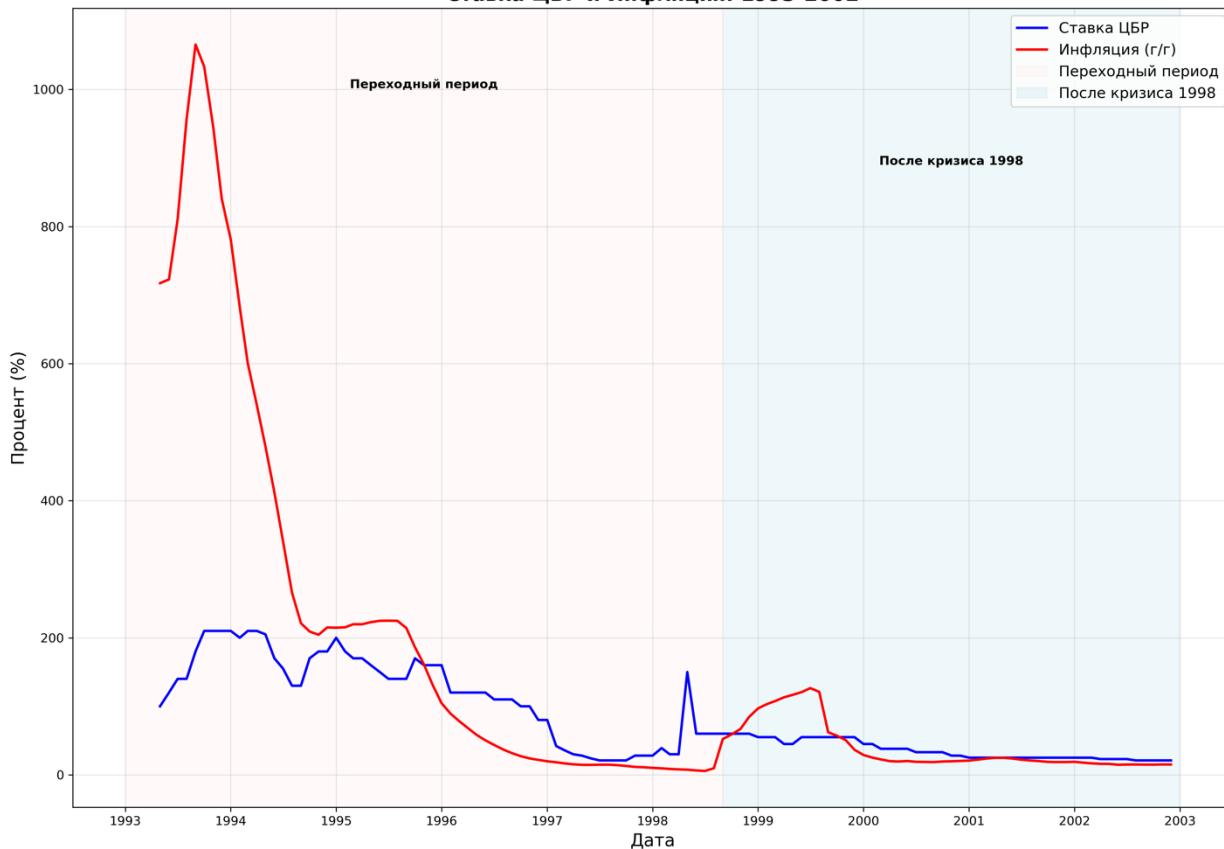
Примеры политики:

- США (2022–2023): инфляция достигла 10% (максимум за 40 лет) и ФРС начала серию резких повышений ставки, достигнув диапазона 5,25–5,5% — самого высокого уровня за 22 года.
- ЕС (2011): инфляция достигла 2,6% – выше целевых 2%, ЕЦБ повысил ставку до 1,25%.
- Япония (2000–2020): хронически низкая инфляция ($\approx 0\%$) и дефляция побудили Банк Японии ввести в 2016 году политику отрицательной ставки и контроль доходности облигаций – экстраординарные меры для достижения целевой инфляции в 2% .
- ЕС (2015–2016): после долгового кризиса 2010-х ЕЦБ снижал ставку вплоть до 0% и запустил количественное смягчение (QE), борясь с угрозой дефляции – все для достижения целевого уровня инфляции в 2%.

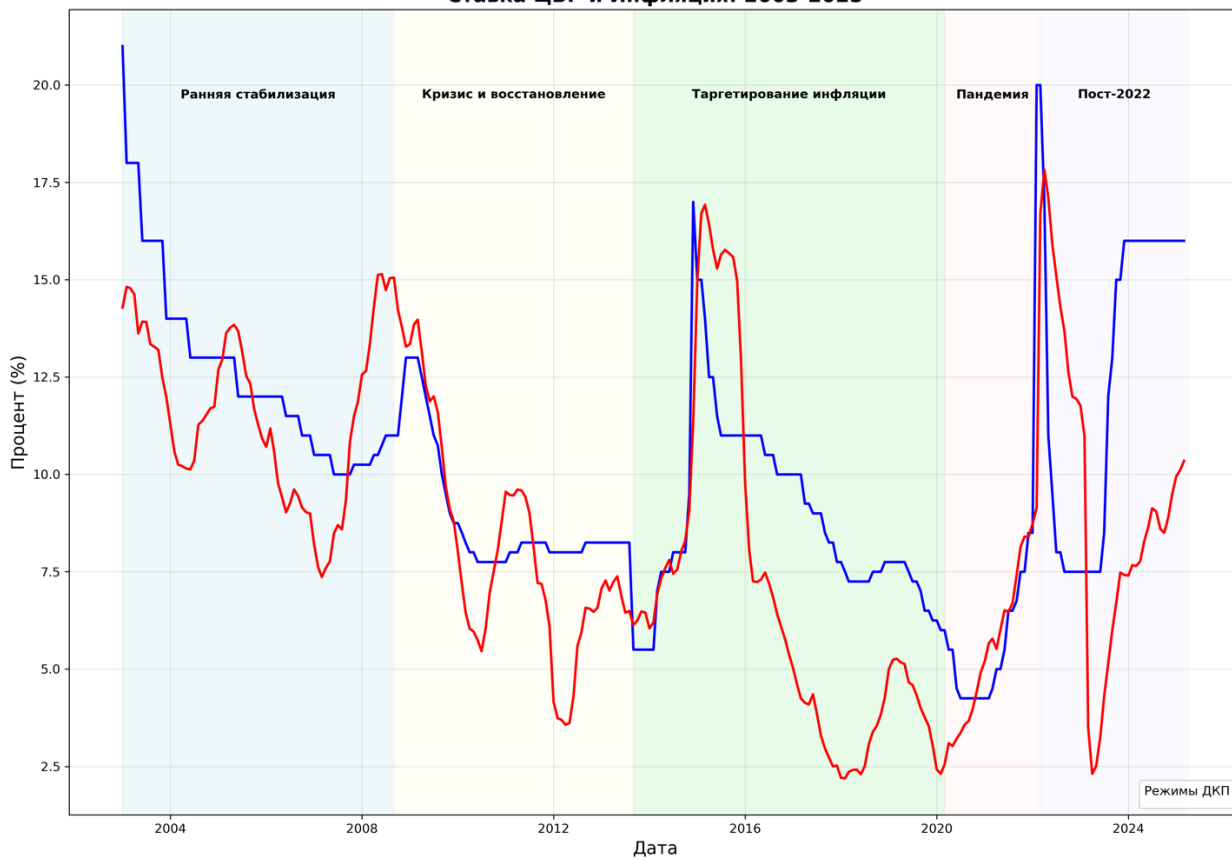
Проблема заключается в том, что Центральный банк должен найти золотую середину, пройти между Сциллой Инфляции и Харибдой Рецессии. Если Центральный банк начнет повышать или продолжит жесткую денежно-кредитную политику тогда, когда экономика может подходить к рецессии, это может усилить экономический спад. Наоборот, в случае, когда Центральный Банк проморгает усиление инфляции, это может стоить экономике не только более высоких цен, но и потребует длительного периода жесткой денежно-кредитной политики. К примеру, в 2011 после кризиса 2008 года на фоне восстановления европейской экономики Европейский Центральный банк начал политику повышения процентной ставки. Однако это было преждевременно. Европейская экономика (особенно периферийных стран) оказалась не готова к ужесточению кредитных условий. И это спровоцировало долговой кризис. Греция оказалась на грани банкротства и пошли разговоры о выходе страны из зоны евро. Кризис в Греции перекинулся на другие европейские долговые рынки (Италия, Португалия, Испания) и Центральный банк с большим трудом смог решить эти проблемы, но в итоге вынужден был понизить процентную ставку

Инфляция – главный ориентир при принятии решений о политике ЦБ: выше цели – ставку вверх, ниже цели – вниз, во исполнение задач обеспечения ценовой стабильности.

Ставка ЦБР и Инфляция: 1993-2002



Ставка ЦБР и Инфляция: 2003-2025



Вставка (комментарий по графику ставки ЦБ РФ и инфляции): Наш анализ показывает интересную эволюцию подхода Центрального Банка России к управлению процентными ставками за последние три десятилетия.

- В девяностые годы, когда экономика переживала трансформационный шок, ЦБ действовал скорее интуитивно, не следуя строгим правилам при установлении ставок. Это было время, когда банк больше реагировал на кризисные явления, чем на долгосрочные инфляционные тренды.
- После кризиса 1998 года началось постепенное движение к более структурированной политике, хотя реакция на инфляцию всё еще оставалась недостаточно решительной по меркам классической теории.
- Период стабилизации начала 2000-х годов стал переломным моментом – ЦБ начал приближаться к международным стандартам денежно-кредитной политики, всё более чутко реагируя на инфляционные процессы. Настоящий прорыв произошел с переходом к режиму таргетирования инфляции в 2013 году, когда политика банка стала не только более прозрачной, но и более эффективной в борьбе с инфляцией. В этот период ЦБР уже полностью соответствовал принципу Тейлора, что свидетельствует о зрелости его подхода к денежно-кредитной политике.
- Пандемия временно изменила приоритеты – поддержка экономики вышла на первый план, что привело к отходу от строгих правил. Однако после 2022 года мы наблюдаем возвращение к принципам таргетирования инфляции, причем политика стала даже жестче, чем предписывают теоретические модели. Это говорит о том, что ЦБ РФ придает особое значение финансовой стабильности в условиях внешних вызовов.

Современный ЦБ РФ – это институт с предсказуемой политикой, который в нормальных условиях следует четким правилам, но готов к решительным действиям в кризисных ситуациях. Такое сочетание предсказуемости и гибкости создает более стабильную среду для инвестиционных решений, несмотря на периодические внешние шоки.

2. Реальный ВВП и экономический цикл

Темпы роста реального ВВП влияют на решения центральных банков через понятие *output gap* (разрыва выпуска³). Если экономика растет медленнее потенциала или в рецессии, центральный банк склонен снижать ставку, стимулируя кредитование, инвестиции и потребление для поддержки ВВП. Замедление роста часто сопровождается понижательным давлением на инфляцию, что допускает мягкую политику. Наоборот, бурный рост – сигнал к повышению ставки чтобы

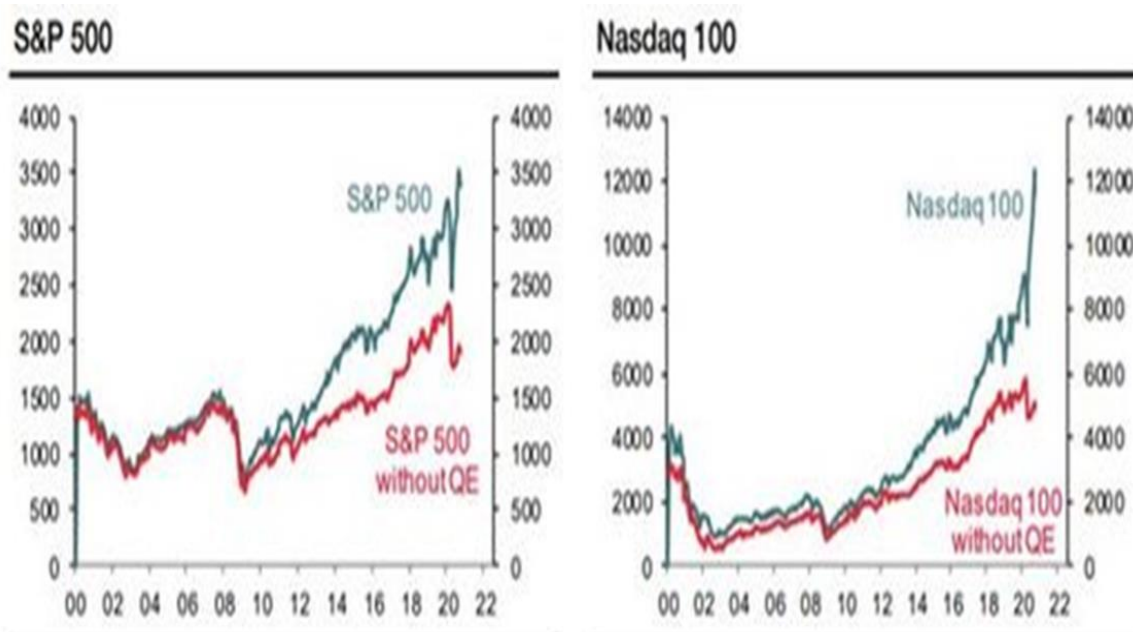
³ Термин “*output gap*” в макроэкономике обычно переводится на русский язык как “разрыв выпуска” или “разрыв объема производства”. Этот термин обозначает разницу между фактическим уровнем выпуска (ВВП) и потенциальным уровнем выпуска, который экономика могла бы достичь при полном использовании всех ресурсов (без инфляционного давления)

предотвратить "перегрев" экономики и всплеск инфляции. В том же правиле Тейлора есть компонент разрыва ВВП: при отрицательном разрыве (спад) ставка снижается, а при положительном (перегрев) – повышается.

Примеры политики:

- США (2008–2009): в ходе глобального кризиса 2008–2009 гг. ВВП США резко упал. ФРС уже в конце 2007 снизила ставку с 5% до 2%, а к декабрю 2008 опустила её почти до 0–0,25%.
- Великобритания (2008 и 2016): Банк Англии аналогично сократил ставку с 5,5% (конец 2007) до 0,5% к началу 2009 г., чтобы смягчить самую глубокую рецессию со времен войны. А после Brexit в ожидании резкого торможения экономики снизил ставку до исторических 0,25%, параллельно запустив программу стимулирования на £170 млрд.
- США (2004–2006): В середине 2000-х экономика многих стран росла уверенно. ФРС в 2004–2006 гг. постепенно поднимала ставку на фоне восстановления ВВП и снижении безработицы, стараясь нормализовать политику и предотвратить перегрев. Хотя инфляция тогда была умеренной ~2-3% на фоне устойчивого роста ставка повышалась с 1% до 5,25%.
- Как правило, существует 10 летний цикл смягчения и повышения процентной ставки, что соответствует макроэкономическому циклу. Однако после 2008 года в экономике развитых стран сложилась ситуация, когда Центральные банки даже после «формального выхода» стран из рецессии не могли повышать процентные ставки, поскольку экономический рост был неустойчивым. В то же время дальнейшее снижение процентных ставок было невозможным. В этих условиях регуляторы пошли на политику количественного смягчения, которая заключалась в покупке на балансы Центральными банками бумаг (государственных и ипотечных) с рынка. Это решало две задачи. С одной стороны, снижалась доходность государственных бумаг, провоцируя инвесторов к принятию риска. А, с другой стороны, это давала рынку необходимую ликвидность, чтобы этот риск на себя принимать.
- После 2008 года политика количественного смягчения стала популярной и среди других регуляторов развитых стран – Японии (где она проводилась с 90-ых годов), Европейского союза и Великобритании. К 2021 года на балансе ФРС, Европейского центрального банка и Центрального банка Великобритании активы, купленные в ходе количественного смягчения, достигли 21 трлн. долларов
- Политика количественного смягчения оказала существенное влияние на динамику финансовых активов. Снижение доходности на рынке государственных облигаций заставляет инвесторов искать активы с нефиксированной доходностью. Это обеспечивает приток средств на фондовый рынок. После ковидного кризиса аналитическая компания Market Watch попыталась оценить какой был бы уровень индексов S&P 500 и NASDAQ и уровень доходности на рынке государственных облигаций без влияния политики количественного смягчения. Согласно проведенному исследованию, S&P 500 должен был быть на уровне 2000, а в реальности

достиг 3500. И доходность 10-летних облигаций должна была быть без количественного смягчения выше на 2%



3. Рынок труда

Рынок труда – ключевой индикатор “перегрева” экономики. Высокая безработица сигнализирует о слабом спросе и недоиспользовании ресурсов: инфляционное давление сдерживается, поэтому ЦБ может держать низкие ставки или снижать их, стимулируя найм и потребление. Низкая безработица (ниже естественного уровня) – признак, что экономика близка к перегреву: компании конкурируют за работников, растут зарплаты, что может ускорять инфляцию (эффект «спирали зарплат и цен»). В таком случае ЦБ может повысить ставку, чтобы немного охладить спрос на труд и не допустить перегрева цен. Эту обратную связь описывает кривая Филлипса⁴, а центробанки с двойным мандатом (как, например, ФРС США, обязанная стремиться и к полной занятости, и к стабильным ценам) напрямую учитывают безработицу в решениях.

Примеры политики:

⁴ Кривая Филлипса — это экономическая модель, иллюстрирующая обратную зависимость между уровнем инфляции и уровнем безработицы. Она была впервые предложена новозеландским экономистом Уильямом Филлипсом в 1958 году на основе анализа данных о заработной плате и безработице в Великобритании за период с 1861 по 1957 годы. Первоначально кривая описывала связь между изменением номинальной заработной платы и безработицей, но позже интерпретация была расширена до уровня инфляции.

- США (2009–2015): после кризиса 2008 г. безработица в США взлетела с ~5% до 10%. ФРС удерживала ставку 0–0,25% в течение 7 лет и применяла нестандартные меры, пока рынок труда не восстановился
- ЕС (2013–2016): уровень безработицы в еврозоне превышал 10%, а инфляция была низкой, поэтому ЕЦБ держал ставки нулевыми.
- Россия (2015–2016): Банк России в 2015–2016 снизил ключевую ставку с 17% до ~10% по мере замедления инфляции и роста безработицы в рецессии.
- США (2018): к 2018 г. безработица в США упала ~до 4%, что ниже оценок естественного уровня. ФРС в 2015–2018 повышала ставку (с 0,25 до 2,5%), предотвращая перегрев
- Великобритания (2017): безработица достигла ~4,3% (минимум за 42 года), а инфляция оставалась >3%. Банк Англии принял решение о повышении впервые за десять лет ставки до 0,5%.

Здоровый рынок труда без инфляции позволяет вести мягкую политику, но перегретый рынок труда заставляет ЦБ “нажимать на тормоз”, дабы соблюсти долгосрочную ценовую стабильность.

Интересная ситуация сложилась на рынке США в 2022 году. В условиях роста инфляции ФРС вынуждена была повышать ключевую процентную ставку. Исторически после повышения ключевой процентной ставки экономика как правило сталкиваясь с повышением процентных расходов корпорациями и домохозяйствами и скатывалась в рецессию. Пик пессимизма на рынке был достигнут осенью. В какой-то момент индекс S&P упал до 3600 пунктов, выросли доходности на рынке высокодоходных облигаций, на минимуме оказался и биткойн. Однако дальнейшего снижения финансовых активов не последовало. Спас американскую экономику и американский финансовый рынок крепкий рынок труда. После пандемии уровень безработицы в США находился на минимальном уровне. И повышение процентных ставок не сразу повлияло на рынок труда. Это в свою очередь обеспечило сохранение высокого потребительского спроса, что стала демпфером для ужесточения денежно-кредитной политики. Экономика США показало высокий рост и фондовый рынок и в 2023, и в 2024 годах показали рекордные значения прироста.

Существенное влияние на политику Центрального банка в России в 2023-2024 году также оказал рынок труда. На российском рынке в условиях роста экономической активности, миграции за рубеж и проведения СВО уровень безработицы достиг минимальных значений. Это спровоцировало рост заработной платы. Рост заработной платы привел к увеличению потребительского спроса, который не нашел соответствующего увеличения предложения. Что также послужило одной из причин роста инфляционного давления. И что характерно, в начале 2025 года произошло замедление роста заработной платы и Центральный банк заговорил о возможности осторожного смягчения денежно-кредитной политики в конце года

4. Кредитование и долговая активность

Избыточный рост кредитования – еще один фактор политики центральных банков. Когда в экономике наблюдается кредитный бум (быстрое увеличение займов населению и бизнесу, рост долговой нагрузки) – это стимулирует текущий спрос, но может создавать “пузыри” на рынках (например, перегрев цен на недвижимость) и грозит последующим кризисом неплатежей.

Центральный банк может сдерживать избыточный кредитный рост ужесточением монетарной политики (повышением ставки) для превентивного охлаждения чрезмерного роста кредита ради долгосрочной стабильности. Более высокая стоимость кредита охлаждает спрос на займы: потребители меньше берут ипотек и кредитов, компании осторожнее с долгом. ЦБ и регуляторы могут применять макропруденциальные меры (повышать требования к капиталу банков, ограничивать выдачу рискованных ссуд), но процентная ставка остаётся грубым, хотя и мощным инструментом влияния на общий уровень долговой активности.

Вставка «Почему это важно»: Глобальный финансовый кризис 2008 года стал ярким примером того, как перегрев экономики может привести к масштабным потрясениям. Его начало связано с пузырьком на ипотечном рынке США, который сформировался благодаря сверхнизким процентным ставкам в период с 2002 по 2004 год. Эти меры стимулировали доступность дешёвых кредитов, что привело к стремительному росту задолженности и цен на жильё. Однако этот рост оказался неустойчивым: когда цены на недвижимость начали падать, система столкнулась с волной дефолтов, вызвавших глобальную финансовую нестабильность. Извлекая уроки из этого кризиса, некоторые центральные банки начали учитывать финансовые риски в своих подходах к денежно-кредитной политике. В частности, Банк международных расчётов (BIS) и ряд экономистов в 2010-х годах выдвинули идею о том, что повышение процентных ставок следует начинать заранее — даже при умеренной инфляции — если наблюдается аномально быстрый рост кредитования и цен на активы. Такой подход направлен на предотвращение новых финансовых пузырей и обеспечение долгосрочной стабильности экономики

Примеры политики:

1. Швеция (2010–2011): Банк Швеции (Riksbank) повысил ставки, ссылаясь на быстрый рост задолженности домохозяйств и цен на жильё (хотя инфляция была низкой) в стремлении остудить ипотечный бум. Однако это привело к недостижению инфляционного таргета и вызвало споры об оправданности такого шага.
2. США (2002–2006): ФРС постепенно ужесточала политику и во многом охладила пузырь недвижимости (рост ставок сдержал ажиотаж на ипотечном рынке).
3. Россия (2011–2013): в период потребительского кредитного бума 2011–2013 Банк России повышал надбавки к резервам и ограничивал рискованные займы, а ставка рефинансирования оставалась двузначной, чтобы не допустить перегрева долговой нагрузки населения.

4. Повышение процентной ставки Центральным банком в 2023-2024 годах также во многом связано с ростом кредитной активности российских банков. В 2023-2024 годах банки увеличивали выдачу коммерческих и розничных кредитов. Рост розничного кредитования был связан с льготной ипотекой, объемы которой сильно снизились в середине 2024 года после ее частичной отмены. На фоне повышения процентных ставок выросли и процентные ставки по розничному кредитованию и к осени 2024 года оно стало остывать. А вот коммерческое кредитование росло активно и в 2023, и в 2024 год. Спрос на него был прежде связан с запросом российских компаний на обновление основного капитала (темп роста инвестиций в основной капитал были рекордными для последнего десятилетия). Интересно, что рост коммерческих кредитов не сбивала высокая процентная ставка и Центральный банк вынужден был повысить требования к нормативам краткосрочной ликвидности капитала для банков, вынудив их резервировать значительную часть средств в ЦБ для обеспечения. Последнее снизило интерес банков к коммерческому кредитованию и объемы его стали снижаться. Это говорит о том, что ключевая ставка хотя и является основным инструментом денежно-кредитной политики, но отнюдь не единственным.

Таким образом, при “кредитной лихорадке” регуляторы склонны закручивать гайки, поскольку долгосрочные риски (нестабильность банков, пузырь активов) могут перевесить краткосрочные выгоды роста. Теоретической основой здесь служат исследования по финансовым циклам и модели, интегрирующие финансовую стабильность в целевую функцию ЦБ (расширение традиционных моделей, дополняющих критерий инфляция-ВВП показателями кредитного роста и рисками кризиса).

5. Валютный курс и внешнеэкономическая среда

Колебания курса и оттоки капитала.

В открытой экономике валютный курс существенен для монетарной политики. Резкое обесценивание национальной валюты (например, вследствие бегства капитала или падения цен на экспортные товары) мгновенно увеличивает цены импортных товаров, что разгоняет инфляцию. Кроме того, девальвация подрывает доверие и может вызвать панические настроения. В таких случаях центральный банк часто резко повышает ключевую ставку, чтобы защитить курс: высокая ставка делает активы в нацвалюте более привлекательными, останавливает отток капитала и тем самым поддерживает валюту.

Пример: ЦБ РФ в декабре 2014 г. экстренно повысил ставку с 10,5% до 17%, объяснив решение «существенно возросшими девальвационными и инфляционными рисками» на фоне обвала рубля. Этот шаг помог временно стабилизировать рубль и обуздать инфляцию, которая грозила превысить цель вдвое.

Внешние шоки и политика других ЦБ.

Решения крупнейших центробанков мира (ФРС, ЕЦБ) имеют глобальное влияние. Когда ФРС США повышает ставку, инвесторы переводят капитал в долларовые активы, вызывая давление на валюты развивающихся рынков. Чтобы предотвратить бегство капитала и падение курса, ЦБ многих стран вынуждены тоже повышать ставки.

Примеры: в 2018 г., вслед за ужесточением ФРС, центробанки Аргентины, Турции, Индонезии резко подняли ставки, защищая свои валюты от обесценения. В 2022 г. похожая ситуация: вслед за ФРС и общим глобальным ростом ставок ЕЦБ впервые за долгое время повысил ставку (с -0,5 до 0% в июле 2022 и далее до 3,75% в 2023), реагируя на мировую инфляционную волну и желая предотвратить чрезмерное ослабление евро.

Импорт инфляции и экспорт дефляции.

Укрепление национальной валюты (например, из-за притока капитала) может избыточно сдерживать инфляцию и подрывать конкурентоспособность экспорта. Тогда ЦБ может позволить себе более низкую ставку или даже прямое валютное вмешательство.

Пример: Банк Японии в 2010–2012 столкнулся с резким укреплением иены ("валютные войны"), что усиливало дефляцию; он ответил агрессивным смягчением политики (программы выкупа активов), чтобы ослабить иену и поднять инфляцию до цели. Также ЕЦБ в 2014–2015, опасаясь, что сильный евро мешает росту цен, снизил ставку по депозитам до отрицательной и начал QE – частично это привело к ослаблению евро, что поддержало экспорт и повысило импортируемую инфляцию.

Центральные банки учитывают **глобальный экономический цикл**: мировой спад или рост, цены на сырье, торговые войны, решения других регуляторов. Если основные торговые партнеры в рецессии, экспорт страны падает – ЦБ может смягчить политику для поддержки внутреннего спроса. Если же мировая экономика перегревается или цены на сырье (нефть, газ) взлетают, это может ускорить внутреннюю инфляцию – повод ужесточить политику.

Например, страны-экспортеры нефти (Россия, страны Залива) при росте нефтяных цен могут столкнуться с притоком денег и инфляцией – тогда ЦБ “стерилизует” эффект повышением ставки. В противоположность падение мировых цен на товары ухудшает условия торговли, давит на валюту – как было в России 2014, когда одновременно упала нефть и были санкции: «*внешние условия для российской экономики кардинально изменились*», пояснил ЦБ свой шаг повысить ставку до 20% в феврале 2022 г.

6. Финансовая стабильность

В период финансовых потрясений центральный банк переключает приоритет на стабильность финансовой системы. Если возникает угроза банковского кризиса, паники на рынках, ЦБ готов резко снизить ставку и залить систему ликвидностью, даже жертвуя на время целевыми ориентирами по инфляции. Механизм: удешевление денег поддерживает банковскую систему (проще рефинансировать долги, меньше дефолтов) и финансовые рынки (смягчает падение цен активов).

Примеры политики:

- США (2001): во время краха доткомов ФРС быстро понизила ставку с 6% до 1,75% за год, смягчая шок для рынка
- ФРС США (2008): глобальный финансовый кризис 2008 – яркий пример скоординированной реакции: ФРС с сентября 2007 по декабрь 2008 снизила ставку с 5,25% до ~0%, «пообещав использовать все доступные инструменты для борьбы с тяжелым финансовым кризисом и рецессией и запустила механизм QE.
- COVID-19 (2020): все центральные банки действовали решительно: ФРС срочно снизила ставку до 0% (с 1,75% в феврале), Банк Англии – до 0,1%, ЕЦБ расширил программы выкупа активов. ЦБ РФ также агрессивно снизил ставки до 4,25% и предоставил льготное кредитование банкам, смягчая удар локдауна.

Помимо явных кризисов, ЦБ мониторят системные риски (пузыри, долги банков, внешние долги). Если стабильность под угрозой, политика может быть превентивно скорректирована.

Пример: В 2012 году ЕЦБ в разгар долгового кризиса заявил о готовности сделать «всё, что потребуется» (Марио Драги) и запустил программу прямых денежных операций (Outright Monetary Transactions, ОМТ), стабилизировав рынки и снизив доходности облигаций при невысокой ключевой ставке (0,75%). После Brexit в 2016 году Банк Англии снизил ставку и активировал контрциклический буфер капитала, поддерживая устойчивость банков. Решения по ставкам часто учитывают финансовое здоровье рынков: при угрозе стабильности ставку снижают или удерживают низкой до восстановления доверия.

В периоды экономической стабильности центральные банки сосредотачиваются на выполнении своего основного мандата — контроле инфляции и поддержании устойчивого экономического роста. Однако в условиях кризиса приоритет смещается на обеспечение финансовой стабильности, что соответствует их роли в предотвращении системных рисков.

Исторический опыт показывает, что во время кризисов центральные банки часто снижают процентные ставки до нуля (Zero Interest Rate Policy, ZIRP) и предоставляют ликвидность для стимулирования экономики. Такая политика делает заимствования более доступными, что помогает смягчить негативные последствия кризиса. После восстановления экономики регуляторы, как правило, ужесточают денежно-

кредитную политику, чтобы предотвратить возможные дисбалансы, такие как рост инфляции или образование финансовых пузырей.

Влияние изменений политики центрального банка на активы

Существует обширный массив научной литературы, исследующий, как изменения процентных ставок передаются на цены активов.

Акции

Как правило, **фондовый рынок (акции)** демонстрирует обратную зависимость от неожиданных повышений ставок: рост процентных ставок увеличивает ставку дисконтирования будущих денежных потоков и может замедлить экономический рост, что, в свою очередь, снижает оценки акций.

Исследования, основанные на методике событийного анализа (event-study)⁵ в США, подтверждают эту логику. Rigobon и Sack (2004), используя высокочастотные данные, установили, что неожиданное повышение целевой краткосрочной ставки ФРС на 25 базисных пунктов вызывает падение индекса S&P 500 примерно на 1,7% в день объявления. Аналогично, Bernanke и Kuttner (2005) в своей ключевой работе обнаружили снижение широких фондовых индексов США примерно на 1,2% при неожиданном повышении на 25 б.п., при этом основное влияние происходило через увеличение премии за риск, а не через пересмотр ожидаемых доходов.

Более свежие исследования, например работа Bauer и Swanson (2022), обобщающая множество эмпирических результатов, оценивают, что неожиданное повышение ставки на 100 б.п. может привести к снижению S&P 500 примерно на 5,4%. Эти результаты подчеркивают, что именно неожиданный компонент изменения ставки — отклонение от уже заложенных в рынок ожиданий — вызывает немедленную реакцию фондового рынка. Когда изменения политики являются постепенными и ожидаемыми (например, серия анонсированных повышений на 25 б.п.), большая часть эффекта уже учтена рынком, и реакция в день события оказывается сдержанной. Напротив, неожиданные понижения ставок (особенно в кризисных ситуациях) часто вызывают рост фондового рынка, поскольку воспринимаются как сигнал о монетарной поддержке, хотя в условиях рецессии этот положительный эффект может быть нивелирован паникой или ухудшением прогноза по корпоративным доходам (как это произошло в конце 2008 года, когда экстренные меры ФРС не смогли немедленно остановить падение акций).

Более того, к примеру, осенью 2008 года, когда Центральный банк Англии снизил ставку сразу на 1,5%, первоначально это вызвало оптимизм, но рынок закрылся на

⁵ Данный подход предназначен для оценки влияния конкретных событий на доходность ценных бумаг путем анализа их котировок в определенный период, позволяя выделить эффект самого события, контролируя общие рыночные движения. Сегодня событийный анализ широко применяется для изучения реакции рынка на разнообразные корпоративные и экономические новости.

минус 6% после того, как стало понятно, что дальше снижение невозможно и банк использовал «последний патрон»

Кроме того диагностика стадии экономического цикла позволяет спрогнозировать какие отрасли предпочтительны для данной стадии экономического цикла. Есть отрасли циклические (обрабатывающая промышленность, автомобилестроение, строительство), которые лучше всего проявляют себя в период экономического подъема. А есть отрасли антициклические (защитные), которые себя хорошо чувствуют и в период кризиса (к ним относятся здравоохранение и коммунальные услуги). Защитные отрасли как правило в меньшей степени зависят от экономического цикла, поскольку их выручка не зависит от стадии экономического цикла. То же самое можно сказать и об отраслях, производящих потребительские товары. Есть отрасль Consumer Staples (куда относятся товары первой необходимости) и отрасль Consumer Discretionary (куда относятся товары вторичной необходимости). Первая отрасль меньше реагирует на кризис и падение доходов домохозяйств. Вторая носит циклический характер, хорошо чувствует себя на стадии экономического подъема, но испытывает проблемы при экономическом спаде. В качестве антициклической компании можно привести компанию McDonalds. Это компания как показывает историческая динамика не зависит от экономического цикла. Более того, в период экономического спада происходит переключение спроса домохозяйств на более бюджетную еду, которую и предлагает эта компания. Поэтому как правило в период кризиса выручка достигает максимальных значений, а акции McDonalds растут против рынка.

На этом факте построена стратегия отраслевой ротации. Ее суть заключается в том, что инвестор выбирает отрасли в зависимости от прогноза той или иной стадии экономического цикла. Некоторые хедж-фонды выбирают такую стратегию для того, чтобы получить более высокую доходность по сравнению с доходностью широкого рынка. Сложность заключается в том, что прогнозирование стадий экономического цикла – крайне сложное занятие. Не всегда удается четко определить время наступления той или иной стадии экономического цикла.

Здесь необходимо еще сказать о том, что все акции можно разделить на акции стоимости (к ним относятся компании со сложившейся бизнес-моделью, устойчивыми финансовыми показателями) и акции роста. Для первых компаний характерна сильная зависимость от экономической конъюнктуры и невысокие темпы роста выручки. Компании роста, наоборот, характеризуются очень высокими темпами роста выручки. При этом зачастую они не показывают высокой монетизации, у них скромные финансовые показатели, небольшая, а иногда и отрицательная прибыль. Но инвесторы верят в светлое будущее таких компаний. Они работают на растущих рынках. К примеру, на рынке США долгое время к таким компаниям относилась компания Тесла, которая была первой компанией на рынке электрокаров. В какой-то момент на рынке сложилась уникальная ситуация на рынке. Капитализация компании Тесла была равна капитализации всех автомобильных публичных компаний в мире, хотя доля Теслы в общем объеме продаж не превышала и 5%. При этом долгое время Тесла относилась к компаниям, имеющим рейтинг высокодоходной компании (спекулятивной) в силу невысоких финансовых показателей (долгое время основным

источником дохода для компании были отчисления от других автомобильных компаний, которые не производили электрокары).

Облигации

Облигации напрямую связаны с процентной политикой ЦБ через арбитраж и ожидания.

Арбитраж подразумевает выравнивание доходностей между различными сегментами финансового рынка. Когда центральный банк повышает ставку овернайт, доходности краткосрочных облигаций, как правило, растут, так как инвесторы требуют более высокой компенсации за хранение средств в условиях увеличившейся стоимости заимствований. Это изменение передается и на долгосрочные облигации через арбитражные операции, хотя их реакция зависит от ожиданий будущей политики.

В то же время доходности долгосрочных облигаций зависят не только от текущей ставки центрального банка, но и от ожиданий по будущим ставкам. Hanson и Stein (2015) и другие отметили, что, если рынок ожидает дальнейшее ужесточение политики, это приводит к росту долгосрочных доходностей, поскольку инвесторы закладывают в цену облигаций будущие изменения. В то же время постепенное и ожидаемое повышение ставок обычно вызывает «медвежье уплощение» кривой доходности (когда краткосрочные ставки растут быстрее долгосрочных). Неожиданное повышение ставок может привести к одновременному росту всей кривой доходности.

Эмпирические исследования показывают, что неожиданные меры монетарного ужесточения увеличивают не только внутреннюю доходность, но могут влиять и на глобальные рынки облигаций через арбитраж и потоки капитала. Например, Miranda-Agrippino и Rey (2020) показывают, что ужесточение денежно-кредитной политики в США способствует формированию глобального фактора, повышающего доходность и премии за риск по всему миру. По их оценке, повышение ставки ФРС на 100 б.п. может вызвать в среднем ~8% снижение глобальных фондовых индексов через механизмы пересмотра риска путем роста глобальных премий за риск, делевереджинга финансовых посредников и снижения долги рискованных активов в глобальных портфелях.

Исследования по сюрпризам монетарной политики для рынка корпоративных облигаций показывают, что повышения ставок, как правило, расширяют кредитные спреды (вследствие роста стоимости заимствований и рисков дефолта), хотя информационный эффект может усложнять интерпретацию. Например, если повышение ставок интерпретируется как сигнал доверия к сильной экономике, то более рискованные корпоративные облигации могут превзойти более безопасные (сжатие спреда) на фоне улучшения экономических перспектив (Cieslak & Schrimpf, 2018; Goldberg & Nozawa, 2018). Исследование ФРС зафиксировало этот «информационный эффект ФРС» на корпоративных облигациях: неожиданные

ужесточения, воспринимаемые как знак экономической устойчивости, приводили к меньшему падению (или даже росту) высокодоходных облигаций по сравнению с инвестиционным уровнем, что противоположно чистому эффекту ставки.

Это подчеркивает важность учета контекста изменения ставок — реагируют ли они на позитивные экономические новости или исключительно на инфляцию — при оценке влияния на цены активов.

Именно сегмент краткосрочных государственных облигаций больше всего коррелирует с динамикой ключевой ставки регулятора. В то время как облигации среднесрочные и долгосрочные могут вести себя по-разному в зависимости от структуры и ожиданий инвесторов. К примеру, в период 2004 – 2006 годов доходность краткосрочных облигаций сильно выросла с 1,5 до 5% на фоне повышения ставки ФРС, в то время как доходность 10-летних казначейских облигаций колебалась весь этот период около 5%, не реагируя на изменение ключевой ставки. Такое поведение связано с большим притоком средств нерезидентов на американский рынок государственных облигаций

При этом в условиях снижения ставок на рынке государственных облигаций в условиях кризиса растут спреды на рынке корпоративных облигаций, особенно расширяются спреды на рынке высокодоходных облигаций. К примеру, по итогам первого квартала 2020 года доходность 10-летних казначейских облигаций США снижалась до минимума, достигая 0,5 в то время как доходность корпоративных облигаций росла, а средневзвешенная доходность рынка высокодоходных облигаций в марте 2020 года достигла 11% (к примеру, компания Форд разместила свои облигации под 12%). В период кризиса расширение спредов связано с оценкой возможного ухудшения финансового положения корпораций, и сложностью рефинансирования для компаний с финансовыми проблемами.

Кстати, сегодня среди аналитиков и экспертов распространены ожидания снижения ключевой ставки на российской рынке. В этих условиях в качестве инвестиционных рекомендаций предлагается приобретение облигаций с длинной дюрацией, приобретение высокодоходных облигаций с расчетом на снижение кредитных спредов. Пример кризиса 2007-2008 и 2000 года говорит о том, что к таким прогнозам надо относиться осторожно.

В то же время интересна реакция рынка ВДО в США на повышение процентных ставок в 2022 году. Казалось бы, в условиях роста процентного риска должны расти доходности корпоративных облигаций и прежде всего высокодоходных облигаций. Однако реакция была другой. Спреды выросли незначительно. И индекс высокодоходных облигаций быстро восстановился. Причиной такого поведения рынка корпоративных облигаций стало то, что объем рефинансирования, который пришелся на 2023 года, оказался относительно небольшим – всего 50 млрд. при том, что номинальная стоимость рынка составляла 2 трлн. В этих условиях корпорации, которые в 2000-2022 годах накопили большой объем наличных, предпочли не занимать на рынке и переждать период высоких процентных ставок

Недвижимость

Изменения процентных ставок также влияют на стоимость **недвижимости и альтернативных инвестиций**. Рынок жилья особенно чувствителен к ипотечным ставкам, которые коррелируют с долгосрочными процентными ставками. В одном из отчетов ФРС прямо отмечается: «Цены на жилье зависят от процентных ставок, и в некоторых странах рынок жилья является ключевым каналом передачи монетарной политики».

Когда центральные банки снижают ставки, более дешевые ипотечные кредиты стимулируют спрос и рост цен на жилье (при прочих равных условиях), как это наблюдалось в период бума на рынке недвижимости в середине 2000-х. В США резкое снижение ставки ФРС с ~6,5% до 1% в 2001–2003 гг. способствовало появлению «дешевых ипотек» и легкому доступу к кредитам, что привело к резкому росту цен и объемов строительства. Некоторые ученые, включая John Taylor, утверждали, что ФРС удерживала ставки «слишком низкими слишком долго», поощряя чрезмерное принятие рисков и способствуя формированию пузыря. Сам Alan Greenspan позднее признал, что пузырь на рынке жилья был «в первую очередь вызван снижением долгосрочных процентных ставок».

Особенностью ситуации 2002 -2006 годов было сохранение относительно низким уровня доходности по 10-летним казначейским облигациям. Несмотря на рост процентной ставки, доходность 10 летних облигаций не росла за счет притока на рынок денег нерезидентов, которые готовы были увеличивать долю вложений в американские бонды. В этот период на финансовом рынке развивающихся стран возник так называемый *saving glut* (избыток сбережений), вызванный избыточным предложением валюты, которую не могли переварить неразвитые финансовые рынки развивающихся стран.

Обратный процесс наблюдался при росте ставок: доступность жилья снижалась, а цены на недвижимость оказывались под давлением. К 2006 году ужесточение политики ФРС до 5,25% привело к схлопыванию пузыря, что спровоцировало крах цен на жилье и связанных с ним ценных бумаг в 2007–2008 гг. Академические исследования (например, Glaeser и др., 2010) показывают, что увеличение ипотечной ставки на 1% приводит примерно к 10% снижению цен на жилье, что соответствует теоретическим моделям.

В еврозоне, где большинство ипотек имеет плавающую ставку, передаточный механизм работает еще быстрее: повышение ставки ЕЦБ почти мгновенно увеличивает платежи по ипотеке, охлаждая рынок жилья (как в Испании и Ирландии в середине 2000-х).

У ипотечного кризиса 2008 года было две причины. С одной стороны, в начале века распространение получили так называемые *subprime*-ипотеки (где заемщиками выступают ненадежные кредиторы, у которых не было жилья, работы, доходов). С другой стороны, в это время стали популярны ипотечные кредиты с плавающей ставкой, которые были привязаны к ставкам на межбанковском рынке. В 2006 году

случилось два события, которые привели к кризису. С одной стороны, началось снижение цен на недвижимость. Это снизило привлекательность ипотечных кредитов для заемщиков. Стоимость жилья, приобретаемая заемщиками, снижается, а при этом заемщики платят исходя из полной стоимости ипотечного кредита. Это провоцировало заемщиков на отказ от выплат, что в свою очередь приводило к тому, что дома стали выставляться на продажу (foreclosure). При этом одновременно стали расти процентные ставки на межбанковском рынке, что увеличивало процентные выплаты по ипотечному кредиту, что еще более стимулировало заемщиков отказываться от обязательств. Увеличившийся объем предложения от отказавшихся от обслуживания кредитов привел к дальнейшему падению цены на недвижимости.

Фонды недвижимости REIT (США)

Инвестиционные фонды недвижимости США (REIT) часто рассматриваются как чувствительные к процентным ставкам активы. Изменения базовой ставки Федеральной резервной системы влияют на REIT по нескольким каналам: рост ставок, как правило, увеличивает стоимость заимствований и оказывает давление на стоимость недвижимости, одновременно снижая относительную привлекательность высоких дивидендов REIT по сравнению с облигациями. Однако исторические данные показывают, что рост процентных ставок не всегда негативно сказывается на доходности REIT. Например, с 1992 по 2024 год американские фондовые REIT показывали положительную совокупную доходность примерно в 78% периодов повышения ставок. Ключевую роль при этом играет макроэкономический контекст — сопровождаются ли повышения ставок ростом экономики или экономическим замедлением

Различные сектора REIT по-разному реагируют на изменения процентных ставок, в первую очередь из-за различий в сроках аренды и экономических драйверах:

- Жилые REIT (например, многоквартирные дома): Обычно имеют краткосрочные договоры аренды (около 1 года или меньше), что позволяет быстро корректировать ставки аренды. Такая гибкость позволяет жилым REIT повышать арендные ставки в условиях инфляции и роста, что делает их устойчивыми к росту ставок. Как правило, они показывали хорошие результаты при одновременном росте ставок и спроса на жильё, хотя остаются чувствительными к состоянию рынка труда.
- Коммерческие REIT (офисные и торговые): Эти объекты часто сдаются в аренду по долгосрочным договорам (5–10 лет и более), что ограничивает рост арендных доходов и делает денежные потоки более похожими на облигации. Поэтому офисные и торговые REIT более чувствительны к ставкам — особенно в условиях слабого спроса со стороны арендаторов. Так, REIT, специализирующиеся на офисах и торговых центрах, обычно входили в число секторов с наименьшей доходностью в периоды роста ставок. Тем не менее, на их результаты также влияют потребительские расходы и занятость: во время экономических спадов (часто сопровождающихся снижением ставок) эти секторы страдали от своей цикличности.

- Промышленные REIT: Склады и логистические объекты обычно сдаются на среднесрочный срок (3–5 лет) и тесно связаны с экономической активностью и торговлей. В условиях роста ставок на фоне экономического подъема промышленные REIT выигрывают от роста электронной коммерции и инвестиций бизнеса — именно поэтому они часто занимали верхние позиции по доходности в 2010-х годах. Благодаря более коротким арендам они способны пересматривать ставки аренды чаще. Однако при замедлении экономики из-за роста ставок может снизиться занятость и темпы роста арендной платы. Таким образом, промышленный сектор выигрывает в условиях экспансии при росте ставок, но проигрывает в случае спада.
- Медицинские REIT: Медицинские учреждения (медицинские офисы, госпитали, дома престарелых) часто работают по долгосрочным или фиксированным арендным контрактам (10–20 лет с незначительной индексацией). Это делает денежные потоки этих REIT малочувствительными к инфляции и ставкам. Следовательно, медицинские REIT — одни из самых чувствительных к ставкам секторов: из-за своей "долгосрочности" они обычно демонстрируют слабую динамику при росте ставок, аналогично облигациям с длительным сроком. Тем не менее, благодаря своей защитной природе они сохраняют стабильность в периоды спада, когда ставки снижаются. Однако в период ужесточения политики в 2015–2018 годах и особенно в 2022 году медицинские REIT с долгосрочной арендой отставали от других секторов из-за ограниченного роста и снижения привлекательности на фоне роста доходности облигаций.
- REIT дата-центров: Дата-центры сдают в аренду серверные мощности на условиях многолетних контрактов с технологическими и корпоративными клиентами. Сроки аренды здесь средние — не такие короткие, как в жилом секторе, и не такие длинные, как в офисном. Часто включаются ежегодные повышения арендной ставки. Это делает REIT дата-центров умеренно чувствительными к ставкам. Ключевым фактором для них служит устойчивый спрос на облачные вычисления и IT-инфраструктуру, что обеспечило высокую доходность в 2010-х годах, несмотря на умеренные колебания ставок. Даже в 2022 году, несмотря на рост ставок и снижение котировок технологических акций, спрос на услуги дата-центров оставался высоким. В 2023 году, на фоне стабилизации ожиданий по ставкам, REIT дата-центров показали около 30% совокупной годовой доходности, став лидером среди всех сегментов. Это подтверждает, что несмотря на возможный рост капитальных ставок и стоимости заимствований, мощные технологические и макроэкономические тренды часто перевешивают влияние процентных ставок на этот сектор.

Производные ценные бумаги

Процентные ставки центральных банков оказывают влияние на ценообразование **деривативов** через три ключевых канала: формирование рыночных ожиданий, дисконтирование и стоимость хранения, а также изменение рисков премий и волатильности. Эти механизмы проявляются как в стабильной политике, так и в условиях кризисов и неожиданных решений регуляторов.

Во-первых, ожидания будущей процентной политики закладываются в цены производных инструментов. Например, в декабре 2021 года цены на фьючерсы на ставку Fed Funds полностью учли ожидаемое повышение ставки ФРС в мае 2022 года. Иными словами, информация о возможном повышении ставки уже повлияла на стоимость фьючерсных контрактов.

В аналогичной ситуации, в период 2014–2019 годов, отрицательная ставка ЕЦБ по депозитам привела к тому, что фьючерсы на Euribor и свопы на €OIS торговались в отрицательной зоне на сроках до нескольких лет. Центральные банки активно отслеживают эти инструменты как барометры ожиданий.

Во-вторых, канал дисконтирования и стоимости хранения влияет на производные инструменты, основанные на активах, таких как валюты, облигации и фондовые индексы. При повышении процентной ставки фьючерсы на фондовые индексы (например, на S&P 500) могут дорожать, если стоимость хранения возрастает, тогда как валютные форварды по теории процентного паритета демонстрируют снижение форвардной цены валюты с повышением ставки по ней. После перехода к OIS-дисконтированию в 2008 году, фиксированные ставки в свопах стали особенно чувствительны к изменениям краткосрочных ставок центральных банков.

В-третьих, волатильность и рискованные премии изменяются вслед за политикой. Неожиданное ужесточение, как в декабре 2014 года в России (повышение ключевой ставки с 10,5% до 17%), вызывает резкий рост доходностей по рублевым форвардам и свопам. Аналогично, в марте 2020 года, после экстренного снижения ставки ФРС и объявления о стимулирующих мерах, наблюдался всплеск волатильности VIX и соответствующих деривативов.

Классическим примером остается эпизод 2013 года, когда заявление ФРС о сокращении программы QE привело к резкому росту доходностей 10-летних облигаций США и убыткам у инвесторов, особенно тех, кто держал позиции в процентных свопах с высокой дюрацией.

Таким образом, деривативы оперативно и многоканально реагируют на изменения в монетарной политике, являясь эффективным каналом трансмиссии процентных решений на финансовые рынки.

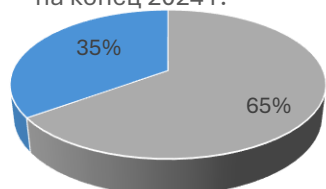
Внебиржевые деривативы

Внебиржевые деривативы или OTC (over the counter) представляют собой индивидуальные соглашения между двумя сторонами, заключенные вне централизованной биржи (форварды, свопы, экзотические опционы). Эти сделки обладают большей гибкостью и нестандартностью условий, что делает их менее прозрачными и регулируемыми, более высокорискованными. Важнейшей

характеристикой внебиржевого контракта является кредитное качество сторон и ликвидность. Увеличение ключевых ставок усложняет доступ к финансированию, ухудшая условия финансирования сделок, увеличивая расходы участников рынка и уменьшая активность торговли внебиржевыми инструментами.

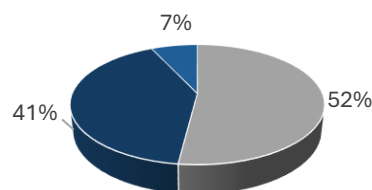
1. **Процентные свопы (свопы на процентную ставку).** Одним из наиболее распространенных внебиржевых деривативов являются процентные свопы (до 70% в структуре мирового рынка OTC). Когда ключевая ставка повышается, плавающие ставки растут, а стороны сталкиваются с необходимостью изменения структуры платежей по своим обязательствам. Компании начинают предпочитать защиту от роста ставок через покупку форвардных контрактов или заключение своповых соглашений.
2. **Форварды** Форвардные контракты зависят от будущих движений курсов валюты и товарных рынков. Повышение ключевой ставки может стимулировать укрепление национальной валюты, создавая риски для экспортеров и импортеров, которые используют форварды для фиксации курса.
3. **Опцион на процентную ставку** — производный финансовый инструмент, дающий покупателю право купить или продать определенный актив (например, облигацию или другой долговой инструмент) в соответствии с рыночными ожиданиями. Опцион привязан к конкретной процентной ставке, в контракте заранее устанавливается цена исполнения в будущем ("страйк"). В случае опциона колл (call-option) покупатель контракта хеджируется от роста процентных ставок (покупает «низкую ставку»). При ожидании снижения процентных ставок инвестор хеджируется покупкой пут-опциона (put-option), чтобы защитить себя от процентных потерь.
4. **FRAs (Forward Rate Agreements)** — внебиржевые финансовые инструменты, представляющие собой соглашение между двумя сторонами о фиксированной процентной ставке на определенный будущий период времени. Они используются для хеджирования рисков изменения процентных ставок или спекуляции на их движении.
5. **Кредитные свопы** Условия кредитных дефолтных свопов отражают кредитные риски заемщиков. Более высокие ставки делают обслуживание долга дороже, потенциально увеличивая вероятность невыплат обязательств и усиливая необходимость заключения защитных свопов.

Структура внебиржевых деривативов на мировом OTC рынке по классам активов, на конец 2024 г.



- Процентные деривативы (на процентную ставку)
- Не процентные деривативы (на другие классы активов)

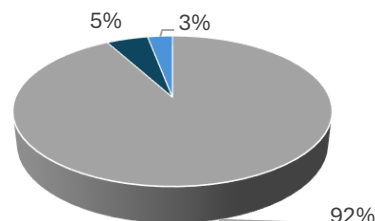
Структура валютных деривативов в мире, на конец 2024 г.



- Прямые валютные форварды и свопы Forex
- Валютные свопы
- Валютные опционы

Источник: по данным Банка международных расчетов (BIS). Структура отражает долю инструментов по той или иной категории в валовой рыночной стоимости на общемировом OTC рынке.

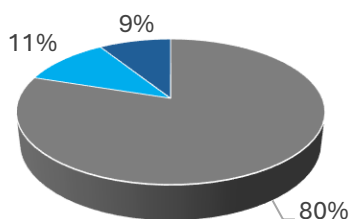
Распределение процентных деривативов по видам финансовых инструментов, на конец 2024 г.



■ Процентные свопы ■ Опционы на процентную ставку ■ FRAs

Структурные продукты

Структура непроцентных деривативов на мировом OTC рынке, на конец 2024 г.



- Валютные деривативы
- Акции
- Сырьевые товары, кредиты, другие виды активов

Структурные продукты представляют собой инвестиционные инструменты, сочетающие в себе фиксированный компонент дохода (например, проценты от депозита) и производные компоненты (опционы), привязанные к определенным активам (акциям, индексам). Стоимость этих продуктов зависит от множества факторов, включая процентную составляющую. Изменение ключевой ставки центрального банка существенно влияет на структуру и доходность структурных продуктов. Понимание этого механизма позволяет инвесторам лучше ориентироваться на рынке и выбирать наиболее подходящие стратегии для достижения своих инвестиционных целей.

ориентироваться на рынке и выбирать наиболее подходящие стратегии для достижения своих инвестиционных целей.

Последствия изменения ключевой ставки

1. Повышение ключевой ставки:

- Повышается привлекательность депозитов и консервативных инструментов, поскольку инвесторы получают возможность получать больший доход без риска.
- Увеличивается волатильность финансовых рынков, что делает опционы более дорогими, увеличивая премию, которую инвесторы платят за участие в рискованных компонентах структурных продуктов.
- Как следствие, банки и управляющие компании могут предлагать более высокие потенциальные доходы по структурированным продуктам, чтобы привлечь инвесторов.

Если центральный банк повысит ключевую ставку с 7% до 8%, коммерческие банки будут вынуждены повысить ставки по своим кредитным продуктам. Это приведет к росту привлекательности депозитов и повышению премий по

опционам, используемым в структурных продуктах. Инвесторы смогут рассчитывать на потенциально большие выплаты, хотя риски также возрастают.

2. Снижение ключевой ставки:

- Депозиты становятся менее привлекательными, и инвесторы начинают искать альтернативные способы инвестирования.
- Волатильность снижается, что уменьшает премии по опционам, делая их дешевле.
- Если центральному банку потребуется стимулировать экономику путем снижения ключевой ставки с 6% до 5%, кредитные ресурсы станут доступнее, снижая интерес к депозитам. Премии по опционам уменьшатся, и банки предложат меньше потенциальных доходов по структурным продуктам.
- Банки и управляющие компании предлагают меньшие потенциальные доходы по структурным продуктам, так как стоимость привлечения капитала уменьшается.

Если центральному банку потребуется стимулировать экономику путем снижения ключевой ставки с 6% до 5%, кредитные ресурсы станут доступнее, снижая интерес к депозитам. Премии по опционам уменьшатся, и банки предложат меньше потенциальных доходов по структурным продуктам.

Private equity и VC

Низкие процентные ставки стимулируют приток средств в частные инвестиции и альтернативные активы, поскольку инвесторы ищут более высокую доходность. Bernanke (2020) охарактеризовал это как «канал принятия риска» монетарной политики: когда безопасные ставки низкие, инвесторы переходят в более рискованные активы, сокращая премии за риск.

Период почти нулевых ставок в 2010-х годах сопровождался беспрецедентным ростом фондов частного капитала и активности по выкупу компаний с использованием заемных средств. Согласно обзору CFA Institute, «рекордно низкие ставки после 2008 года способствовали буму в фандрайзинге и заключении сделок в сфере частного капитала». Дешевый долг позволял финансировать сделки с низкими затратами, увеличивая объем и оценку таких приобретений. Например, совокупные активы под управлением в фондах Private equity выросли многократно с 2009 по 2019 гг.

Напротив, с началом цикла повышения ставок в 2022 году активность фондов Private equity резко снизилась: более дорогие кредиты сделали сделки менее выгодными, инвесторы стали осторожнее, объем сделок упал, выходов стало меньше, и сбор средств усложнился. Исторические исследования (например, Ljungqvist и др., 2017) показывают обратную зависимость доходности частного капитала от стоимости заимствований: низкие ставки способствуют более активному использованию заемных средств и росту доходности, тогда как высокие ставки ограничивают модель

РЕ. Например, в конце 1980-х, когда ФРС резко подняла ставки, многие сделки с высоким уровнем долга потерпели крах.

Последние исследования говорят, что на рынок не поступают новые деньги. В условиях высоких процентных ставок альтернативные инвестиции не интересны

Процентные ставки и валютные рынки

Модель Манделла–Флеминга, применимая к малой открытой экономике, утверждает, что при плавающем валютном курсе и высокой мобильности капитала повышение внутренней процентной ставки по сравнению с зарубежными приводит к притоку капитала и, как следствие, к укреплению национальной валюты. Напротив, снижение ставки, как правило, стимулирует отток капитала и вызывает ослабление валюты.

Эта теоретическая взаимосвязь опирается на непокрытый процентный паритет (UIP), согласно которому ожидаемые изменения валютного курса должны компенсировать разницу в процентных ставках между странами. Таким образом, если Федеральная резервная система США повышает ставки, а Европейский центральный банк и Банк России сохраняют их на прежнем уровне или снижают, можно ожидать укрепления доллара США по отношению к евро и рублю, поскольку инвесторы стремятся получить более высокую доходность в долларовых активах.

Классические модели, в том числе модель «перестрелки» Дорнбуша, предполагают, что в условиях повышения процентных ставок валюты могут краткосрочно переоцениваться — то есть укрепляться выше своего устойчивого долгосрочного уровня. Это объясняется негибкостью цен и изменением ожиданий участников рынка. Однако многочисленные эмпирические исследования показывают, что на практике эта зависимость проявляется не всегда. Например, литература по так называемой «загадке форвардной премии» свидетельствует, что валюты с высокими процентными ставками часто не демонстрируют ожидаемого ослабления, а, напротив, могут укрепляться или оставаться стабильными в краткосрочном периоде.

Исследования также показывают, что валютные курсы часто ведут себя как случайное блуждание, что затрудняет прогнозирование их краткосрочной динамики. Тем не менее, есть значительные свидетельства того, что неожиданные изменения монетарной политики могут оказывать существенное влияние на валютные рынки. Так, внезапное повышение ставки центральным банком, как правило, приводит к немедленному укреплению соответствующей валюты за счёт пересмотра рыночных ожиданий.

Например, в 2014–2015 годах ожидания ужесточения политики ФРС на фоне смягчения политики ЕЦБ сопровождались резким укреплением доллара — примерно на 20%. В целом, теоретическая модель предлагает основную логику (более высокая относительная ставка → более сильная валюта), которая, однако, в реальности модифицируется влиянием ожиданий, премий за риск и внешних факторов, таких как колебания цен на сырьевые товары в случае с рублём.

До 2021 года динамика курса рубля к доллару сильно зависела от внешней конъюнктуры и притоку иностранных денег на российский финансовый рынок. При высоких процентных ставках высокая доходность на рынке российских государственных облигаций привлекала иностранных инвесторов. Чтобы приобрести российские облигации иностранные инвесторы покупали российскую валюту. В спокойные времена доля иностранных инвесторов на рынке ОФЗ доходила до 30%. В случае оттока средств иностранных инвесторов это провоцировала спрос на иностранную валюту и рубль девальвировался. Carry trade играл существенную роль в валютном ценообразовании. Однако после 2022 года в условиях санкций и отсутствия свободного доступа нерезидентов на российский финансовый рынок он перестал играть значимую роль.

Процентные ставки и товарные рынки

Классическая теория связывает процентные ставки с ценами на сырьевые товары через несколько каналов. Одной из ключевых моделей является модель издержек хранения (cost-of-carry model), которую Frankel (2006, 2008) адаптировал, чтобы показать, что низкие реальные процентные ставки способствуют росту реальных цен на сырьевые товары. Логика здесь двойственная:

(1) снижение процентной ставки уменьшает альтернативные издержки хранения запасов, побуждая инвесторов и компании накапливать сырьевые товары (например, нефть, металлы), что увеличивает спрос и цены;

(2) низкие ставки могут также сократить инвестиции в добычу сырья (так как изменяется соотношение доходности между текущей и будущей добычей), что ограничивает предложение и поддерживает более высокие цены.

Эмпирические данные подтверждают эту обратную зависимость: например, резкое снижение ставок Федеральной резервной системой в начале 2000-х годов и после 2008 года сопровождалось ростом цен на сырьевые товары, включая нефть и металлы. Напротив, когда центральные банки сигнализируют о предстоящем ужесточении денежно-кредитной политики, цены на сырьевые товары часто снижаются, отчасти из-за укрепления валюты (поскольку многие товары номинированы в долларах США) и ожиданий замедления экономического роста.

Золото особенно чувствительно к реальным процентным ставкам. Поскольку золото не приносит процентного дохода, его цена, как правило, растёт при низких или отрицательных реальных ставках (что снижает альтернативные издержки его хранения) и падает при росте реальных ставок. Эмпирические оценки показывают сильную отрицательную корреляцию между реальной доходностью и ценой на золото: например, в исследовании Barsky и др. (2021) установлено, что рост долгосрочной реальной доходности казначейских облигаций на 1 процентный пункт связан с примерно 13%-ным снижением реальной цены на золото. В период с 2001 по 2012 год, когда 10-летняя реальная доходность в США снизилась примерно на 4 процентных пункта, реальная цена на золото выросла более чем в пять раз.

Нефть и промышленные металлы, будучи более тесно связанными с деловым циклом, реагируют на процентные ставки через спрос: повышение ставок охлаждает экономическую активность (и, соответственно, спрос на энергоносители и металлы), в то время как сверхнизкие ставки после 2008 года стимулировали поиск доходности, включая приток инвестиций в сырьевые товары. Академические исследования (например, Akram, 2009; Browne & Cronin, 2010) отмечают, что смягчение денежно-кредитной политики в США, как правило, ослабляет доллар и краткосрочно способствует росту цен на нефть.

В целом, гипотеза Фишера об инфляционных ожиданиях также имеет значение: если изменение ставок интерпретируется как сигнал о более высокой будущей инфляции (чего иногда опасаются при агрессивном смягчении политики центральными банками), цены на сырьевые товары могут расти как средство хеджирования инфляционных рисков.

Динамика товарных рынков циклична, сильно зависит инвестиционного цикла в отрасли. В своем исследовании в 2012 European Institute of Political Economies Studies на длинных данных с (с середины 20 века) показал, что сырьевые товары до начала века были мало коррелированы с финансовыми индексами (что вполне логично, учитывая, что товары больше связаны с реальной экономикой). Однако в начале 21 века появилась устойчивая положительная корреляция с динамикой индекса S&P. Это явление получило название финансиализации, что означает существенную корреляцию динамики сырьевых и финансовых индексов. Это связано с сильным ростом объемов торгов на производных на сырьевые товары, активным развитием альтернативных инструментов инвестирования в сырьевые активы (ETF), что позволило участвовать в товарных рынках институциональных инвесторов. А поведение институциональных инвесторов сильно зависит от динамики процентных ставок.

Кроме того, на динамику сырьевых рынков существенное влияние оказывает динамика индекса доллара (DXY). Это связано с тем, сырьевые товары номинированы в долларах. Поэтому ралли на сырьевом рынке совпадает как правило с сильным падением курса доллара. К примеру, абсолютные рекорды на сырьевых индексах в 2007 году одновременно были минимумами на индексе DXY.

Таким образом, товарные рынки реагируют как на прямой финансовый эффект изменения ставок (через издержки хранения и курс доллара), так и на косвенные макроэкономические эффекты (через ожидания роста и инфляции).

Денежные рынки и краткосрочные процентные ставки

С точки зрения передачи сигналов денежно-кредитной политики через денежный рынок, в США функционирует высокоразвитая финансовая система, основанная на рыночных механизмах, в то время как еврозона ориентирована на банковскую модель, но при этом является интегрированной, а финансовые рынки России исторически были менее развитыми или сегментированными.

В США изменения ключевой процентной ставки ФРС быстро отражаются на краткосрочных ставках межбанковского кредитования, ставках по коммерческим бумагам и других рынках фондирования. Ставка по федеральным фондам и LIBOR (а позже — SOFR) практически синхронно следуют за ожиданиями по политике ФРС.

В еврозоне передача сигналов также осуществляется — от ставки по основным операциям рефинансирования и депозитной ставки ЕЦБ к ставке Euribor и другим краткосрочным ставкам, хотя этот процесс может быть неравномерным между странами-членами в условиях финансовой фрагментации (например, во время долгового кризиса еврозоны в 2010–2012 годах). В 2014 году ЕЦБ ввёл отрицательные ключевые ставки, что привело к появлению отрицательных краткосрочных рыночных ставок в евро — явление, не наблюдавшееся в США. Такая политика отрицательных ставок вывела европейские денежные рынки в неизведанную зону и потребовала адаптации (например, фондам денежного рынка в Европе пришлось изменить структуру комиссий, чтобы справляться с отрицательной доходностью).

Краткосрочные процентные ставки в России (например, MosPrime или рублевые межбанковские ставки) отличались высокой волатильностью и уровнем, что отражало повышенную инфляцию и периодические кризисы. В 2000-е годы российский межбанковский рынок был слабо развит; банки в большей степени полагались на ликвидность от центрального банка и подвергались влиянию программ целевого кредитования. Передача процентных ставок была слабой — например, многие банковские кредиты предоставлялись не по плавающим ставкам, привязанным к рыночному индексу, а устанавливались административно или были краткосрочными. Со временем, с переходом России к режиму инфляционного таргетирования, связь между ключевой ставкой и денежным рынком улучшилась: ключевая ставка Банка России теперь служит якорем для ставок денежного рынка (в рамках коридорной системы, аналогичной системам развитых центральных банков)

Тем не менее, сохраняются различия: в США и ЕС избыток резервов, возникший в результате программ количественного смягчения (QE), изменил операционную структуру (ФРС перешла к системе «пола» с начислением процентов на резервы, а избыток ликвидности в еврозоне удерживал краткосрочные ставки у нижней границы по депозитов), тогда как в России условия ликвидности колебались между дефицитом и профицитом, и центральному банку часто приходилось управлять ликвидностью через аукционы РЕПО и другие инструменты. Кроме того, доверие и кредитный риск на российском денежном рынке (особенно в периоды кризисов, таких как в 2008 и 2014 годах) означали, что изменения ключевой ставки не полностью передавались в случае, если банки испытывали стресс.

В целом, передача сигналов денежной политики через денежный рынок наиболее прямая в США (глубокие рынки, единая юрисдикция), достаточно эффективна в еврозоне (хотя и осложняется множественностью стран и эпизодами фрагментации), и исторически была наименее плавной в России (из-за недостаточной развитости рынков и более высокого уровня риска), хотя прогресс России в период инфляционного таргетирования с 2015 по 2024 год укрепил данный канал.

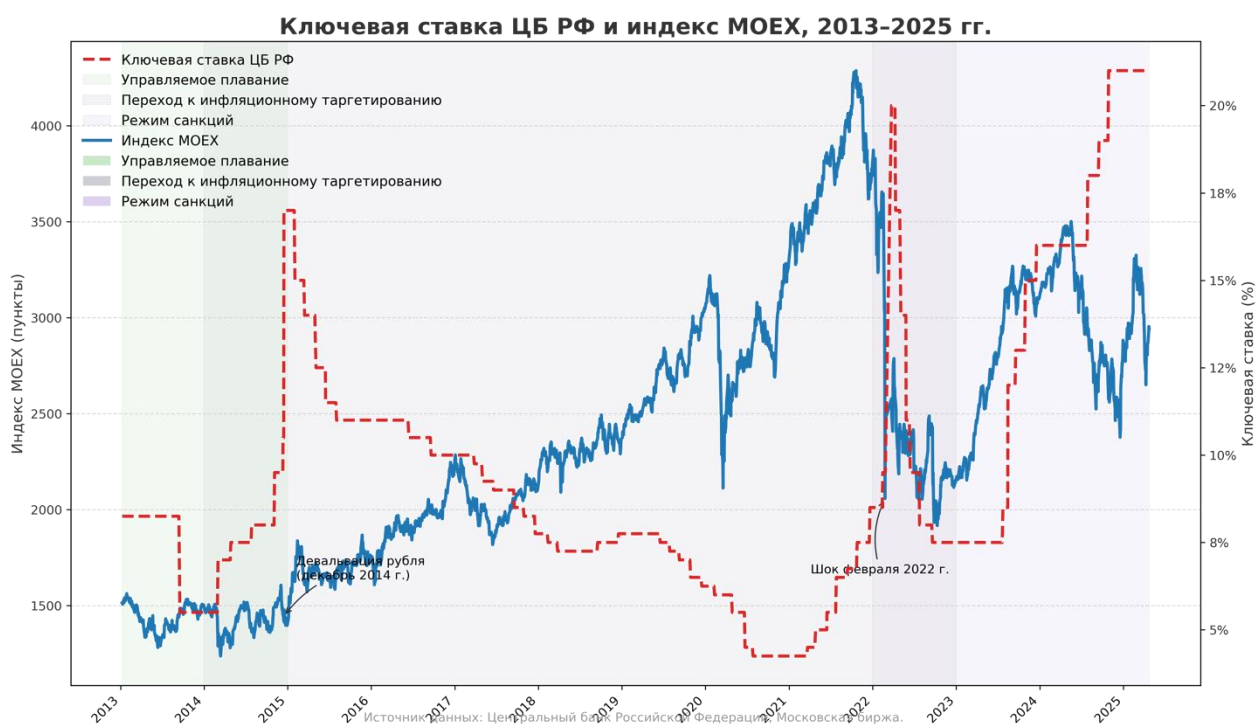
Теоретические и эмпирические исследования показывают, что изменения процентных ставок многогранно влияют на финансовые рынки. В первую очередь реагируют акции и облигации (с обратной реакцией акций и прямым изменением доходности облигаций), но также затрагиваются недвижимость, производные инструменты и частные инвестиции через каналы стоимости заимствований, склонности к риску и аллокации активов. В то же время контекст — постепенность или внезапность изменения, а также причины монетарного сдвига — критически важен для понимания последствий.

Интересно, что на рынке США в последние годы фонды денежного рынка получили очень большое распространение. Совокупная стоимость активов фондов денежного рынка на рынке США к 15 мая 2025 года достигла 6,9 трлн. долларов при общей стоимости чистых активов всех взаимных фондов на рынке США 28,1 трлн. долларов согласно статистике Investment Company Institute. С чем связана такая большая доля именно фондов денежного рынка на рынке США? Согласно зонтичной теории, инвесторы выбирают тип фонда (фонды денежного рынка, фонды акций или облигаций) в зависимости от своего риск-профиля и представления о дальнейшей динамике экономического цикла. В случае уверенности в продолжении экономического роста инвесторы предпочитают фонды акций, в случае замедления экономики и возможного снижения процентных ставок инвесторы ставят на фонды облигаций. А в случае неопределенности экономических перспектив инвесторы уходят в фонды денежного рынка, которые дают ликвидность, короткий горизонт инвестирования и большую стабильность и предсказуемость динамики. Высокие процентные ставки делают эти фонды еще более привлекательными для инвесторов. В то же время надо понимать, что фонды денежного рынка тоже связаны с рыночными рисками, что, как представляется сегодня многими экспертами игнорируется. К примеру, в 2008 году при обвале рынка осенью больше всего пострадали, как ни странно, фонды денежного рынка. Они инвестировали в коммерческие бумаги (в частности, Lehman Brothers). Когда банк оказался банкротом, его коммерческие бумаги превратились просто в бумаги, акции фонда денежного рынка стали резко падать. Пошел разговор о делистинге бумаг с Нью-Йоркской биржи. И потребовалась интервенция со стороны регулятора чтобы не допустить банкротство фонда денежного рынка.

Исторический взгляд на политику ЦБ РФ и ее влияние на активы

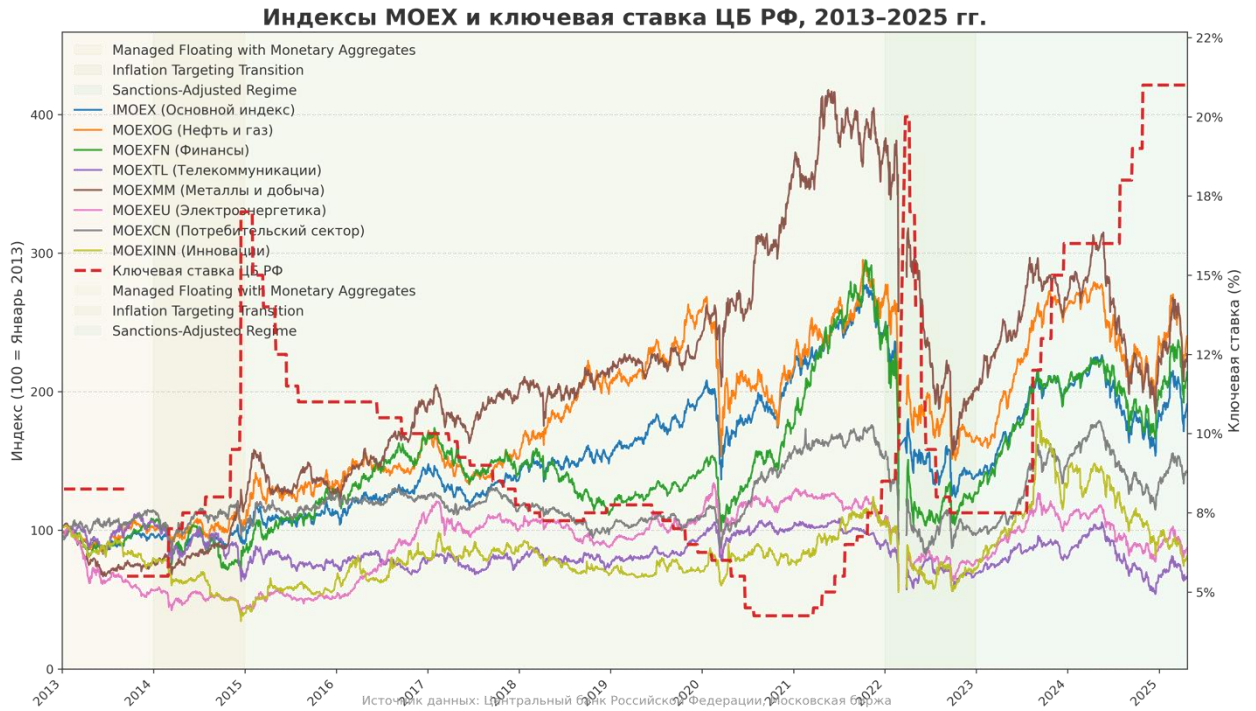
Акции

Изменения ключевой ставки Центрального банка России в целом оказывают обратное влияние на динамику фондового рынка, что соответствует общемировой практике. Когда ЦБ снижает процентные ставки (или удерживает их на низком уровне), это, как правило, поддерживает акции за счёт снижения стоимости заимствований для компаний, стимулирования экономической активности и увеличения ликвидности. Напротив, повышение ставок — особенно резкое и вызванное кризисом — часто сопровождается распродажей на рынке акций, так как оно сигнализирует о напряжённости в экономике и увеличивает ставку дисконтирования, применяемую к будущим доходам компаний.



Эмпирический анализ взаимосвязи между ключевой ставкой Центрального банка России (ЦБ РФ) и индексом Московской биржи (MOEX) выявил интересные особенности, важные для инвесторов.

- Во-первых, между этими показателями отсутствует устойчивая долгосрочная связь. Это означает, что их движения могут расходиться на протяжении длительного времени, и ожидать их сближения не всегда оправдано.
- Во вторых, изменения ключевой ставки оказывают влияние на фондовый рынок, но это влияние ограничено и краткосрочно. Это указывает на то, что другие факторы, такие как корпоративные прибыли, геополитика и глобальные тенденции, могут играть более значимую роль в движении рынка.



Анализ причинно-следственной связи между ключевой ставкой Центрального банка России и отраслевыми индексами Московской биржи (МОЕХ) выявил двусторонние отношения во всех секторах российского фондового рынка, что демонстрирует сложную систему обратной связи между денежно-кредитной политикой и фондовыми рынками. Этот результат соответствует устоявшемуся пониманию того, что решения ЦБ РФ как реагируют на рыночные условия, так и оказывают на них влияние, особенно в условиях режима инфляционного таргетирования, введённого после 2013 года.

Таблица 1. Анализ поведения различных секторов экономики в ответ на изменение ставки на примере 2024 года

Период	Годовая		1 кв.		2 кв.		3 кв.		4 кв.	
	Доходность (%)	Изб. доходность (%)	Доходность (%)	Изб. доходность (%)	Доходность (%)	Изб. доходность (%)	Доходность (%)	Изб. доходность (%)	Доходность (%)	Изб. доходность (%)
Индекс финансов	-1,0	6,9	7,7	1,2	-0,9	5,3	-11,0	-0,7	5,9	3,5
Индекс информационных технологий	-2,8	5,1	36,8	30,4	0,4	6,6	-18,8	-8,5	-13,3	-15,8
Индекс МосБиржи	-7,9	0,0	6,5	0,0	-6,2	0,0	-10,3	0,0	2,4	0,0
Индекс транспорта	-8,0	-0,1	5,0	-1,5	-2,5	3,7	-17,2	-6,9	5,3	2,9
Индекс нефти и газа	-8,8	-0,9	2,0	-4,5	-8,9	-2,7	-7,8	2,5	4,7	2,2
Индекс потребительского сектора	-10,5	-2,6	13,8	7,4	-9,0	-2,8	-10,2	0,2	-3,2	-5,6
Индекс химической промышленности	-12,7	-4,9	-1,5	-8,0	-10,7	-4,5	-8,1	2,2	6,5	4,1
Индекс телекоммуникаций	-15,9	-8,0	24,8	18,4	-9,2	-3,0	-19,7	-9,4	-7,8	-10,3
Индекс электроэнергетики	-16,4	-8,5	3,4	-3,0	-6,6	-0,4	-12,4	-2,1	-1,1	-3,5
Индекс металлов и добычи	-16,4	-8,5	7,2	0,7	-9,4	-3,2	-15,6	-5,2	0,8	-1,6
Индекс инноваций	-29,4	-21,5	1,2	-5,2	-9,1	-2,9	-10,8	-0,4	-15,7	-18,2
Индекс недвижимости	-35,8	-27,9	16,5	10,0	-9,6	-3,4	-23,7	-13,4	-18,6	-21,0

Общие наблюдения (на основе избыточной доходности индекса сектора к индексу широкого рынка):

- Высокая негативная чувствительность к росту ставки: строительство, инновации.
- Умеренная негативная чувствительность к росту ставки: металлургия, телекоммуникации, электроэнергетика, химическая промышленность, потребительский сектор.
- Нейтральная чувствительность к росту ставки: транспорт, нефтегазовая промышленность
- Положительная чувствительность к росту ставки: финансовый сектор, ИТ

Полученные результаты в целом соответствуют классическим теоретическим моделям влияния процентных ставок на различные сектора экономики:

- Финансовый сектор: положительная корреляция с повышением ставок подтверждает теорию о расширении процентной маржи банков в условиях ужесточения монетарной политики.
- Секторы недвижимости и инноваций: высокая отрицательная чувствительность согласуется с моделью дисконтированных денежных потоков, согласно которой повышение ставок сильнее всего влияет на активы с отдаленными денежными потоками.
- Сырьевые секторы (нефть и газ, металлургия): относительная устойчивость нефтегазового сектора (-8,80% за год) по сравнению с металлургией (-16,43%) может объясняться различиями в структуре экспорта и валютной выручки.

Влияние изменений ключевой ставки ЦБ РФ на российские отрасли (2022–2025 гг.)

В период с 2022 по 2025 год Центральный банк России (ЦБ РФ) провёл серию резких изменений ключевой ставки — от повышения до 20% в начале 2022 года до 21% к концу 2024 года. Целью этих мер была стабилизация инфляции и курса рубля. Ужесточение денежно-кредитной политики оказало разное по силе влияние на отрасли, главным образом в зависимости от уровня долговой нагрузки. Сильнее всего пострадали секторы с высоким уровнем долговой нагрузки, в то время как отрасли с низкой долговой нагрузкой и государственной поддержкой проявили устойчивость.

1. Секторы с высокой долговой нагрузкой — сильное негативное воздействие:

Строительство и недвижимость: Высокая зависимость от кредитов. Резкий скачок ставки в 2022 году фактически заморозил ипотечное кредитование — в апреле зафиксировано падение на 75%. Госпрограммы субсидирования ипотек стали критически важны для поддержания спроса. К 2024 году очередное повышение ставок вновь ослабило продажи жилья на фоне сокращения субсидий.

Автопром и товары длительного пользования: Спрос на автомобили резко упал без субсидий. Программы льготного автокредитования временно оживили рынок, но к 2024–2025 годам долговая нагрузка населения выросла, и продажи снова начали снижаться. Производство товаров длительного пользования развивалось по аналогичному сценарию. П

Транспорт и инфраструктура (например, РЖД, телеком): Капиталоемкие компании столкнулись с резким ростом процентных расходов, снижением прибыли и отложенными инвестициями. Например, МТС сообщила о снижении чистой прибыли за третий квартал 2024 года на 90%, что напрямую связано с удорожанием заёмных средств.

Самым закредитованными отраслями в российской экономике являются угольная отрасль и сектор деревообработки

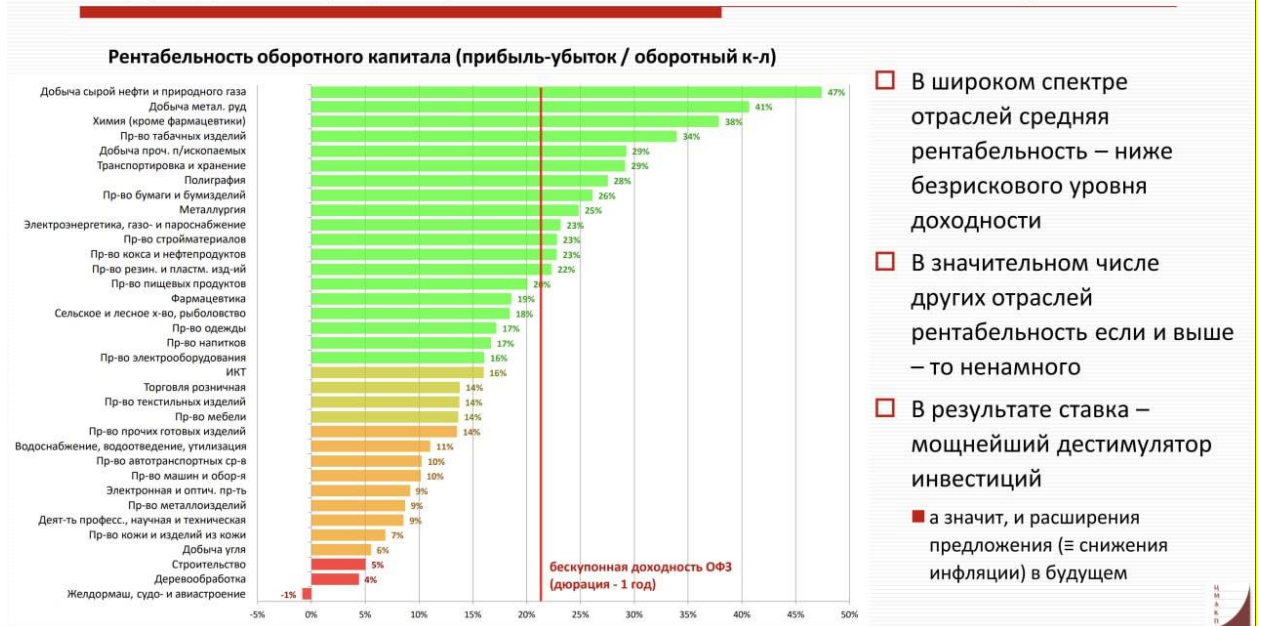
2. Секторы со средней долговой нагрузкой — смешанное воздействие:

Тяжёлая промышленность и добыча: менее подвержены влиянию благодаря сильным денежным потокам 2021–2022 годов и умеренной долговой нагрузке. Большинство компаний смогли профинансировать себя самостоятельно или получить поддержку от государственных банков. Эффект от ставок был ограничен, в то время как основное давление исходило от экспортных ограничений и санкций.

3. Секторы с низкой долговой нагрузкой или защитой от внешнего воздействия — слабое влияние:

- Оборонная промышленность: полностью изолирована от влияния денежно-кредитной политики за счёт бюджетного финансирования и льготных целевых кредитов. Объёмы кредитования продолжали расти, несмотря на высокие номинальные ставки.
- Розничная торговля и потребительские услуги: Низкая корпоративная долговая нагрузка, однако зависимость от потребительского кредитования делала сектор уязвимым. Повышение ставок ограничило выдачу займов, но рост заработных плат и сохраняющийся потребительский спрос поддерживали продажи вплоть до конца 2024 года.
- Нефтегазовый сектор имеет в целом невысокий уровень долговой нагрузки. Его финансовые результаты больше зависят от возможностей экспорта, санкций и валютного курса
- Кроме того надо учесть что повышение процентной ставки влияет на возможность отраслей выплачивать проценты по кредитам и облигациям. В тех отраслях, где среднеотраслевая рентабельность ниже ключевой ставки. Компаниям отрасли достаточно трудно привлекать инвестиции с использованием заемных средств

Структурно ситуация с рентабельностью не слишком благоприятна



При этом важно понимать, что реакция рынка на то или иное движение ключевой ставки определяется не только ее динамикой, но и общим пониманием макроэкономической ситуации в стране и ее перспективами. Рынок во многом живет ожиданиями и наиболее резко реагирует, когда консенсус этих ожиданий расходится с реалиями. Так было в мае 2024 года, когда был сломан восходящий тренд на российском фондовом рынке из-за понимания, что жесткая денежно-кредитная политика на российском рынке надолго. Так было в декабре 2024 года, когда все участники ждали Армагеддон и дальнейшего повышения процентной ставки ЦБ РФ, а он сохранил ставку на неизменном уровне. Ожидания изменения денежно-кредитной политики и начавшиеся переговоры стали топливом, которое обеспечило подъем российского фондового рынка в первые месяцы 2025 года. Однако затем последовало разочарование.

Интересно оценить реакция российского фондового рынка на последнее действие Центрального банка, который в июне произвел действие, которое так участники российского фондового рынка. Центральный банк снизил ключевую ставку на 1%. В ожидании заседания Центрального банка рынок достаточно сильно вырос (это и неудивительно, ведь большинство экспертов ждали сохранения ставки, и только некоторые прогнозировали снижение ставки на 1, а наиболее экстремальные прогнозы предполагали снижение ставки на 2%). Однако после объявления ставки на рынке началась фиксация, которая по сути дела почти полностью «стерла» весь рост 2025 года?

С чем связана такая реакция на позитивное решение Центрального банка на июньском заседании? Во-первых, участников рынка насторожила риторика Центрального банка. Она сохранила умеренно-жесткий настрой. Несмотря на некоторое замедление инфляции и торможение экономического роста, Центральный банк указал на сохраняющиеся риски возобновления инфляционного давления, сохраняющиеся высокие инфляционные ожидания и сохраняющийся разрыв

выпуска. Это означает, что в будущем Центральный банк не будет спешить со снижением ставки. Пока сложно говорить о прогнозах, но очевидно, что на июльском заседании ставка если и будет снижена, то не более чем на 1% (а может и не будет). Кроме того, важно понимать, что июльское заседание Центрального банка будет ключевым – на нем ЦБ определит дальнейшее направление движения. Пока же по его плану на конец года минимальный уровень ставки не будет ниже 19%. Конечно, все может измениться, но пока настрой умеренно-жесткий. Более того, снижение ставки не уменьшило жесткость денежно-кредитной политики. Да, ключевая ставка была снижена на 1%, но одновременно снизилась и инфляция. А это значит, что реальные процентные ставки (номинальные за минусом инфляции) не уменьшились, а выросли.

Во-вторых, длительный период высоких процентных ставок начал сказываться и на эмитентах российского фондового рынка.

	Компания	МСФО 1 кв 2025 г				прибыль в млрд	
		Выручка г/г в %	причина снижения выручки	ЧП г/г в %	причина снижения ЧП		
##	ВТБ			15,57%		положит	136,6
##	Сбербанк			9,66		положит	436
##	Займер			100%		положит	0,91
##	СПБ Банк			19,23%		положит	15,5
##	Совкомбанк			-51,6%	упали доход по ЦБ и операц док	положит	12
##	МТС Банк			-74,8%	упали %, комис, и ЦБ доходи	положит	0,97
##	Т Банк			50,9%		положит	33,5
##	АФК Система	8,4%		-1515%	не раскрыли в отчете	отрицат	-21,2
##	Астра	70%		-4%	операц раск, % расходы	положит	0,2
##	Роснефть	-12%	снижение стоимости нефти	-57%		положит	170
##	Газпром	1,1%		1,1%		положит	660
##	Транснефть	-2%	снижение пропускной нефти	-14,3%	убыток от курсовых разниц (+248,7%)	положит	84,2
##	Интер РАО	12,6%		-2%	Рост операц раск (+15%) рост резервов ОКУ	положит	47,1
##	Аэрофлот	9,6%		2246%	рост сугубо из-за курсовых разниц	положит	25,5
##	НМТП	0,2%		-4,6%	валютная переоценка	положит	10,4
##	Росстел Урал	7%		-47%	высокая база того года из-за продажи дочки	положит	3
##	Европлан	14,7%		-68,5%	обслуж долга, рост резервов	положит	1,39
##	Черкизово	11,2%		-101,4%	рост себестоимости (цены на зерно)	отрицат	-0,15
##	Совкомфлот	-49%	отобрали лицензию (сша)	-282%	рост амортизации (простой судов)	отрицат	-35,7
##	Газпромнефть	-8,8%	спад цен на нефть, и уменьш продаж	-40,3%	рост налогов, операц расходы	положит	92,6
##	МТС	8,8%		-87,6%	обслуж долга	положит	4,9
##	Мосбиржа	-15%	исъятие средств клиентов, % доход упал	-33%	снижение % доходов, при росте операц раск	положит	13
##	Софлайн	12%		228%		положит	0,75
##	Хад Хантер	11,7%		-40,9%	рост операц раск (+32% г/г)	положит	2,89
##	Ренессанс страхование	22,6%		сниж	курсовые разницы	положит	2,5
##	Фосагро	33,6%	рост цен на удобрения	154,1%		положит	47,7
##	Ростелеком	9,4%		-45,7%	% расход, рост операц раск	положит	6,79
##	X5	20,7%		-24%	рост операционных расходов	положит	18,4
9	Фикс прайс	5,9%		4,4%		положит	3,44
8	Озон	65%		40%		отрицат	-7,89
7	Эл5 энерго	11,7%		1,7%		положит	2,48
6	Лента	23,2%		68,2%		положит	5,97
5	Яндекс	34%		-153,7%	рост операц раск, и резервов ОКУ, % расход	отрицат	-10,8
4	ММК	-17,9%	проблемы у застройщиков, спрос на металл упал	-86,8%		положит	3,14
3	Повитне	7,3%		-83,4%	% раск, рост операц раск	отрицат	-2,77
2	Северсталь	-5,3%	проблемы у застройщиков, спрос на металл упал	-54,8%		положит	21,1
1	Озон фармацевтика	45,2%		28%		положит	0,99

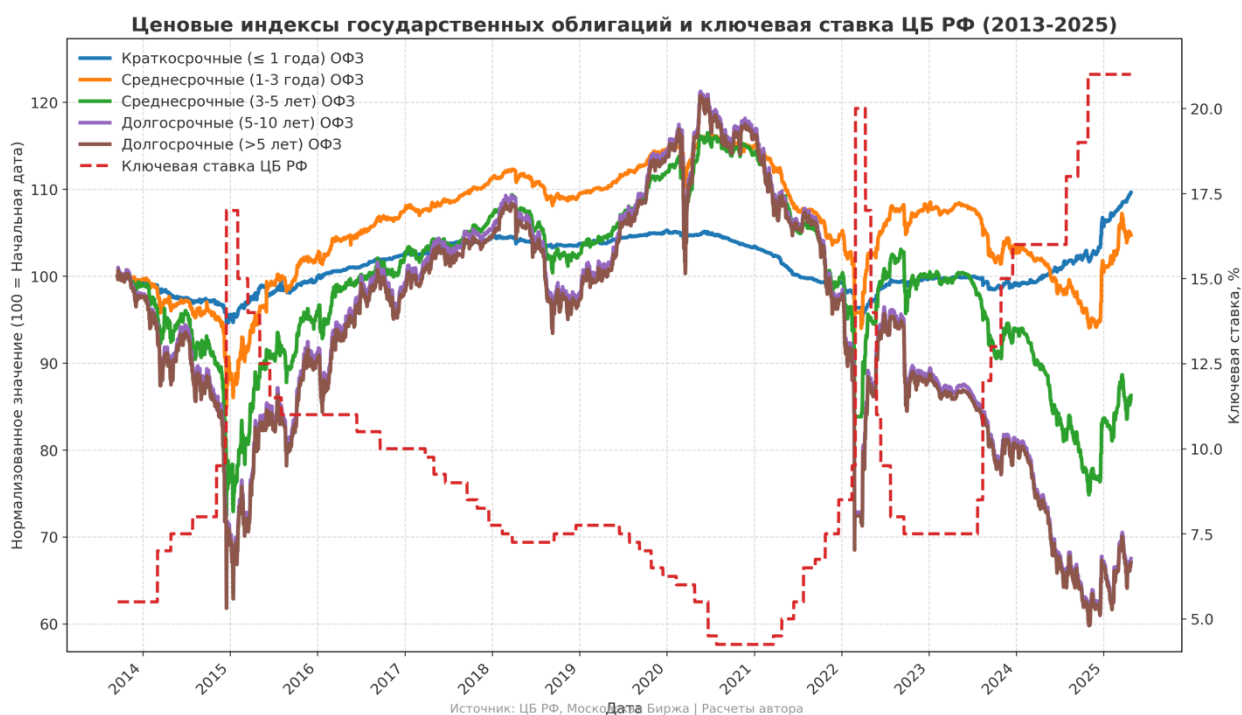
Если мы посмотрим на финансовые результаты российских эмитентов за 1 квартал 2025 года, из 37 компаний выручка упала у 7 компаний (у нефтяных по причине снижения цен на нефть, у логистических - из-за санкционных ограничений, у металлургов - из-за снижения спроса на металл вследствие проблем у застройщиков). Интересно что в числе пострадавших и Мосбиржа, у которой упали процентные доходы из-за оттока клиентских средств). Но наиболее показательна ситуация по прибыли. У 23 компаний она в первом квартале снизилась. Причины самые разные – это и рост операционных расходов, и валютная переоценка, рост себестоимости.

Кроме того, и это очень важно для понимания у значительного числа компаний прибыль упала из роста обслуживания долга. Особенно негативные результаты показала АФК Система. Относительно других секторов наиболее спокойно себя чувствуют банки (за исключением Совкомбанка и МТС банка). Очевидны проблемы у металлургов и нефтяников, телекоммуникационных компаний. Снижение прибыли показал и Яндекс на фоне роста расходов. На всех их давит в том числе рост расходов и увеличение процентных платежей. Сокращение прибыли в дальнейшем снизит возможности компаний по увеличению дивидендов.

Для уверенного возврата к росту фондового рынка необходимы четкие понимания снижения жесткости денежно-кредитной политики и улучшение финансовых показателей эмитентов.

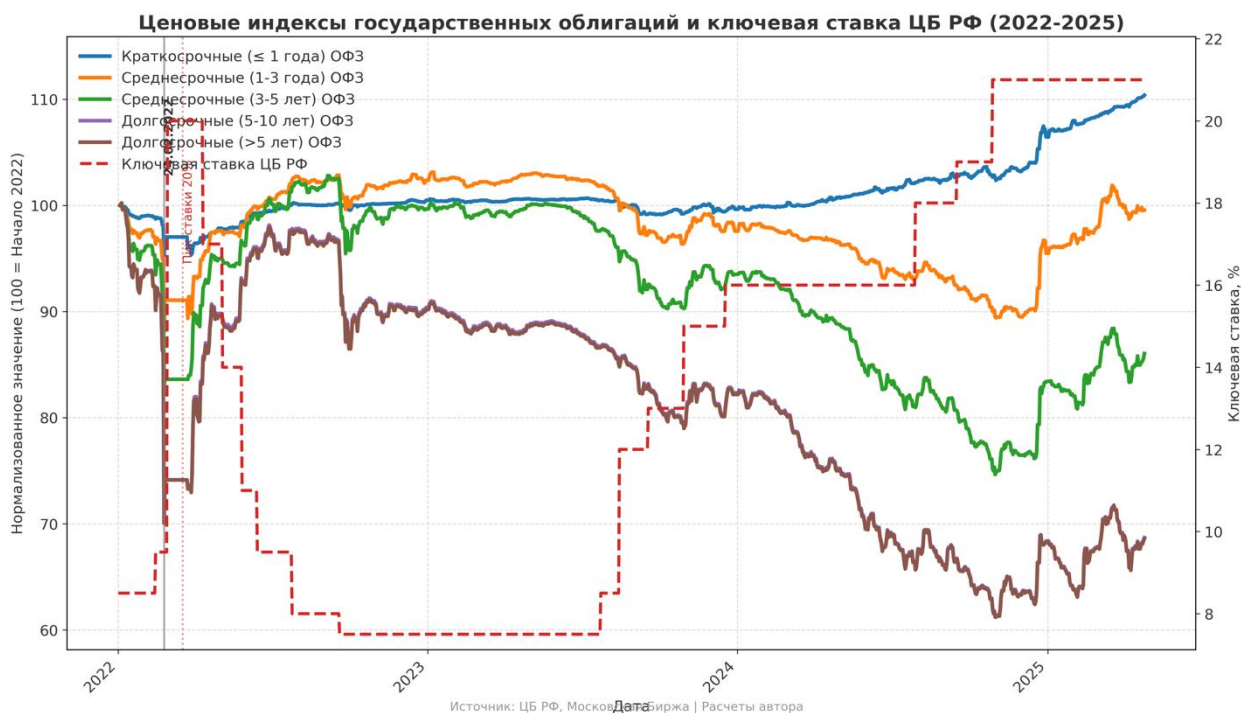
Облигации

Опыт последних лет ясно демонстрирует особенности российского рынка облигаций. Изменения ставки ЦБ РФ происходят с амплитудой, многократно превышающей динамику ставок в развитых экономиках. Резкие колебания инфляции, валютного курса и внешних шоков усиливают волатильность цен облигаций. При этом периоды экстренного ужесточения или смягчения денежно-кредитной политики создают возможности для тактических инвестиций.



Ключевые наблюдения:

- В декабре 2014 года Банк России резко повысил ставку с 10,5 % до 17 % на фоне валютного кризиса, что привело к стремительному росту доходностей краткосрочных облигаций выше 17–18 % и обрушению их цен. Валютный и инфляционный риск требовал от инвесторов чрезвычайно высокую компенсацию за удержание рублевого долга.
- С января 2015 года Центральный банк России приступил к поэтапному смягчению монетарной политики. В конце первого месяца 2015 года ключевая ставка была снижена с рекордных 17 % до 15 %, а к декабрю 2015 года уже опустилась до 11 % на фоне замедления инфляции с уровня около 12,9 % в конце 2015 года до 4 % к концу 2017 года. Это снижение ставок повлекло за собой заметное падение доходностей облигаций: 10-летние ОФЗ стоили около 10,9 % в конце 2015 года и постепенно снижались до примерно 7,5 % к концу 2017 года. Высокая реальная доходность привлекла в рынок рублёвых бумаг иностранных инвесторов — их доля в обращении ОФЗ выросла с примерно 21,5 % на конец 2015 года до рекордных 34 % к середине 2018 года, сделав этот сегмент особенно привлекательным инструментом для получения «carry»-премии на фоне укрепления макроэкономической стабильности.



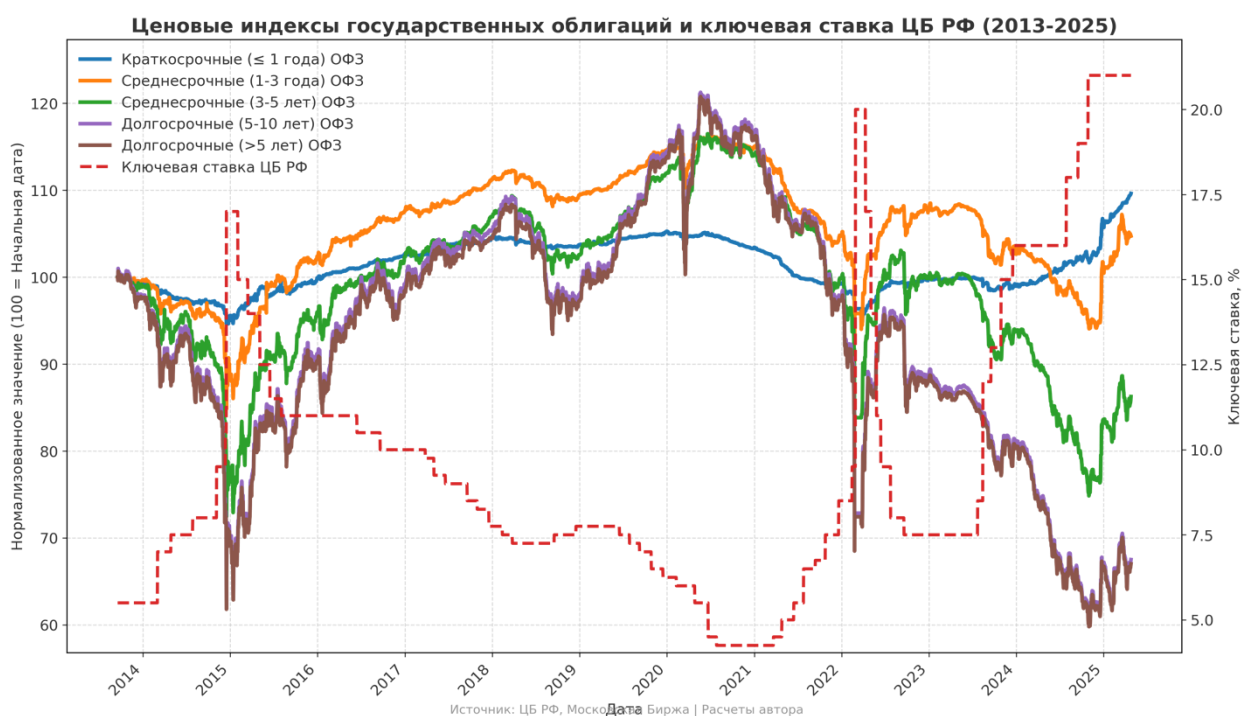
- Однако рынок вновь оказался под давлением в 2022 году, когда на фоне геополитических событий и введённых санкций Банк России повысил ставку до 20 %. Торги ОФЗ были временно приостановлены, доходности 10-летних бумаг подскочили к 18–19 %, а рынок оказался фактически парализован. При этом технический дефолт по российским евробондам произошёл не из-за нехватки рублей, а из-за невозможности провести платежи вследствие санкционных

ограничений. После стабилизации ситуации и введения валютного контроля ставка была быстро снижена: уже к сентябрю 2022 года она достигла 7,5 %. Доходности ОФЗ упали ниже 11 %, что принесло значительную прибыль инвесторам, успевшим купить бумаги на пике стресса. Однако такая волатильность — снижение доходностей с 20 % до 10 % в течение полугода — продемонстрировала масштабы рисков, присущих рынку российского долга.

- В 2023 году начался новый цикл ужесточения. Из-за инфляционного давления и растущего бюджетного дефицита ставка была повышена серией шагов до 16 % к декабрю. Доходности ОФЗ вновь выросли выше 14 %, объемы размещений корпоративных облигаций резко сократились. Выпуски ориентировались либо на очень короткие сроки до погашения, либо сопровождалась купонами 16 % и выше, отражая рост рисков ликвидности и кредитоспособности заемщиков.

Влияние ключевой ставки ЦБ РФ на государственные облигации разной дюрации

Мы провели исследование взаимосвязи между решениями Банка России по ключевой ставке и поведением государственных облигаций различной дюрации.



В периметр исследования были включены облигации федерального займа (ОФЗ) разных сроков — от краткосрочных до долгосрочных. Исследование охватывает период с 2013 по 2025 год, отдельно рассмотрен 2024 год.

Основные результаты анализа на долгосрочном периоде:

1. Ставка ЦБ влияет на рынок, но не мгновенно

Решения по ставке оказывают влияние на облигации всех сроков, однако выраженность реакции различается. Максимальная чувствительность зафиксирована в сегменте бумаг с дюрацией свыше 5 лет, тогда как краткосрочные ОФЗ реагируют менее заметно. Это согласуется с теорией так как чем больше дюрация, тем выше чувствительностью цены облигации к ставке. При этом ценовой эффект при изменении ставки, как правило, развивается не мгновенно, а в течение нескольких торговых сессий.

2. Асимметрия реакции на ужесточение и смягчение политики

Рынок, как правило, реагирует более резко на повышение ключевой ставки, чем на её снижение. Это особенно характерно для длинных выпусков, которые более восприимчивы к росту неопределённости в условиях смены политики.

Это объясняется несколькими факторами. Во-первых, ужесточение политики усиливает неопределённость и воспринимается как сигнал роста инфляционных или макроэкономических рисков. Во-вторых, передача монетарной политики носит асимметричный характер — повышение ставок оказывает более сильное влияние на стоимость заимствований. В-третьих, структурные особенности российского рынка, такие как ограниченная ликвидность и низкое участие нерезидентов, усиливают чувствительность цен к резким изменениям ставок.

3. Рынок может предугадывать действия ЦБ

Некоторые движения цен ОФЗ происходят за 2–3 недели до официальных решений. Это говорит о том, что участники рынка внимательно следят за экономическими данными и заранее закладывают ожидания в цены.

Рынок ОФЗ в целом достаточно эффективно отражает решения по ключевой ставке. Но для инвестора важно не только понимать, как работает этот механизм, но и учитывать тайминг, срок облигации и рыночные ожидания. Это позволяет принимать более взвешенные решения по дюрации портфеля и реагировать на изменение денежно-кредитной политики с пониманием последствий.

4. Значимые отличия в санкционный период

После 2022 года характер взаимодействия между ключевой ставкой Банка России и рынком государственных облигаций заметно изменился. Краткосрочные и среднесрочные ОФЗ по-прежнему остаются чувствительными к решениям регулятора, однако в условиях избытка ликвидности и при стабильной ключевой ставке их реакция стала менее выраженной. В периоды резких изменений ставки волатильность на этих участках сохраняется.

Длинный конец кривой (10+ лет) всё чаще демонстрирует динамику, опережающую действия Банка России. Это связано не только с ростом значения рыночных ожиданий

по инфляции и ставкам, но и с техническими факторами: увеличением объёма госдолга и смещением эмиссии в длинные бумаги. В последние годы доходности долгосрочных ОФЗ иногда существенно превышают уровень ключевой ставки, отражая премию за макроэкономические и инфляционные риски, а также неопределённость на горизонте более одного года.

В этих условиях инвесторам важно не только следить за официальными решениями Банка России, но и уметь интерпретировать сигналы, заложенные в структуре доходностей ОФЗ. Кривая доходности всё чаще становится индикатором рыночных ожиданий и потенциальных рисков, а её инверсия или рост спреда между короткими и длинными бумагами может предупреждать о структурных изменениях в экономике.

Отметим также, что наш анализ не учитывает внутрисуточные колебания и реакцию на ожидания, заложенные в фьючерсы. Также методика не отделяла влияние других факторов — например, геополитических новостей. Поэтому любые инвестиционные решения стоит принимать, оценивая более широкий контекст.

5. Реакция рынка сюрпризы

Наиболее резко динамика облигаций может меняться в случае непредсказуемости решений Центрального Банка по ключевой ставке. В качестве примера можно привести 17 декабря 2024 года. Консенсус-прогноз экспертов по ключевой ставке ставил на возможное повышение ключевой ставки на 1 или 2% с 21. Только два эксперта прогнозировало оставление ставки на неизменном уровне. Поэтому решение Центрального банка о сохранении ключевой ставки на неизменном уровне оказалось «положительным сюрпризом» для рынка и вызвало волну энтузиазма и ралли на фондовом рынке и облигационном. Уровень цен на рынке акций и облигаций перед решением ЦБ оказался минимальным за 2024 год.

Таблица 2. Сравнительный анализ государственных облигаций РФ разной дюрации на примере 2024 года.

Период	Годовая		1 кв.		2 кв.		3 кв.		4 кв.	
	Доходность (%)	Изб. доходность (%)	Доходность (%)	Изб. доходность (%)	Доходность (%)	Изб. доходность (%)	Доходность (%)	Изб. доходность (%)	Доходность (%)	Изб. доходность (%)
ГКО-ОФЗ 1 год	6,6	18,9	0,3	5,3	1,4	8,7	1,1	5,6	3,6	-1,7
ГКО-ОФЗ 3 года	-2,8	9,5	-1,3	3,8	-3,1	4,2	-2,4	2,2	4,3	-1,0
ГКО-ОФЗ 5 лет	-10,9	1,3	-3,9	1,1	-7,2	0,2	-5,1	-0,6	6,3	1,0
Индекс государственных облигаций	-12,3	0,0	-5,0	0,0	-7,3	0,0	-4,6	0,0	5,3	0,0
ГКО-ОФЗ свыше 5 лет	-17,2	-4,9	-7,4	-2,4	-9,3	-2,0	-5,1	-0,5	5,0	-0,3
ГКО-ОФЗ 10 лет	-17,2	-5,0	-7,4	-2,4	-9,4	-2,1	-5,1	-0,5	4,9	-0,4

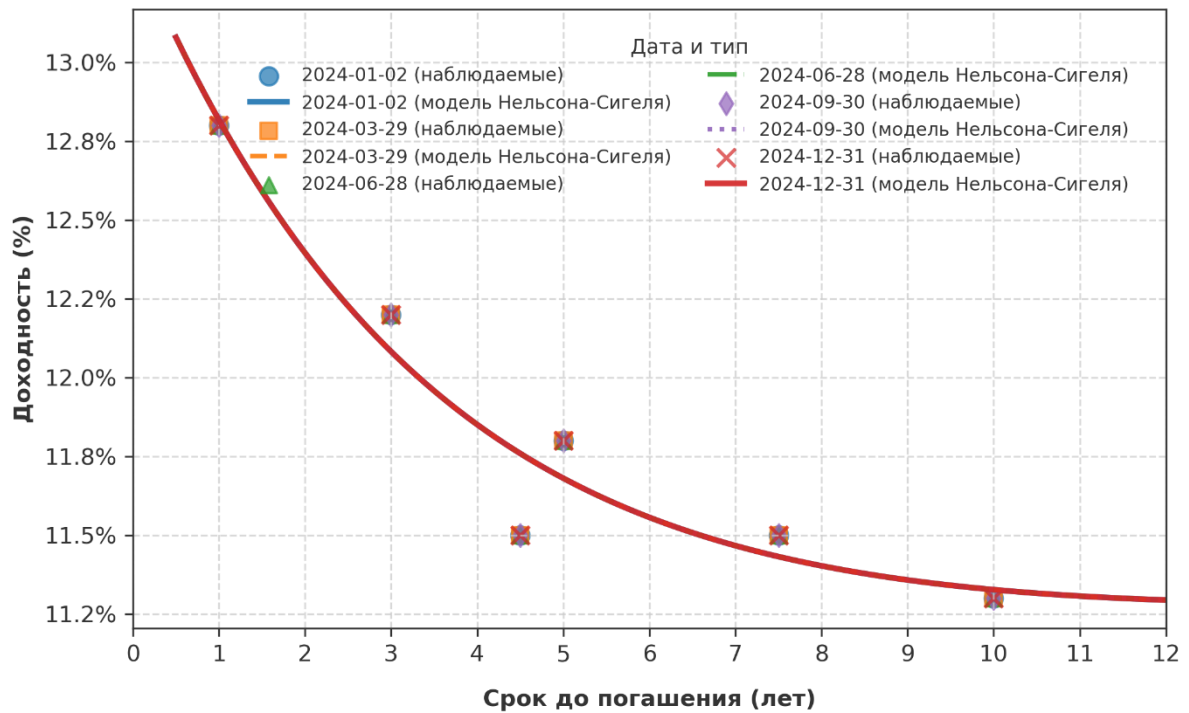
Избыточная доходность – разница между доходностью ценового индекса определенной категории ОФК и доходностью Индекса государственных облигаций.

Проведенный анализ рынка государственных облигаций России за 2024 год выявил значимую инверсию кривой доходности. Краткосрочные инструменты продемонстрировали наивысшую доходность, превзойдя эталонный индекс RGBI. Данная аномалия отражает ожидания рынка относительно смягчения монетарной политики ЦБ РФ в среднесрочной перспективе.

Анализ также выявил прямую зависимость между дюрацией и волатильностью инструментов. Долгосрочные облигации (ГКО-ОФЗ 10 лет) продемонстрировали максимальную волатильность и наибольшую просадку, что подтверждает классическую теорию процентного риска. Корреляционный анализ показал снижение взаимосвязи между сегментами при увеличении разницы в сроках погашения (минимальная корреляция 0,65 между 1-летними и 10-летними инструментами).

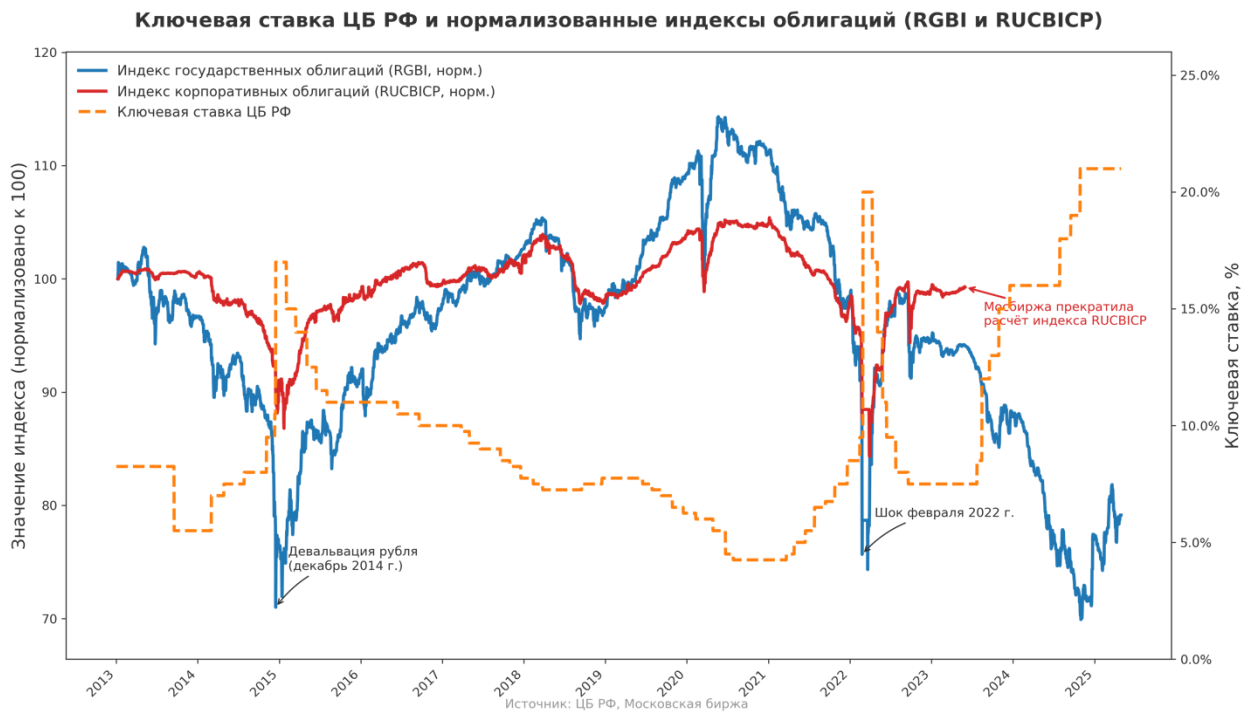
Результаты подтверждают теорию сегментации рынка и предпочтения ликвидности, согласно которой различные сегменты кривой доходности могут демонстрировать относительную автономность в краткосрочной перспективе. Наблюдаемая инверсия кривой доходности является классическим предиктором ожидаемого смягчения монетарной политики и потенциального замедления экономического роста.

Моделирование кривой доходности государственных облигаций России по методу Нельсона-Сигеля, 2024 год



Источник: Московская Биржа, расчеты авторов по модели Нельсона-Сигеля

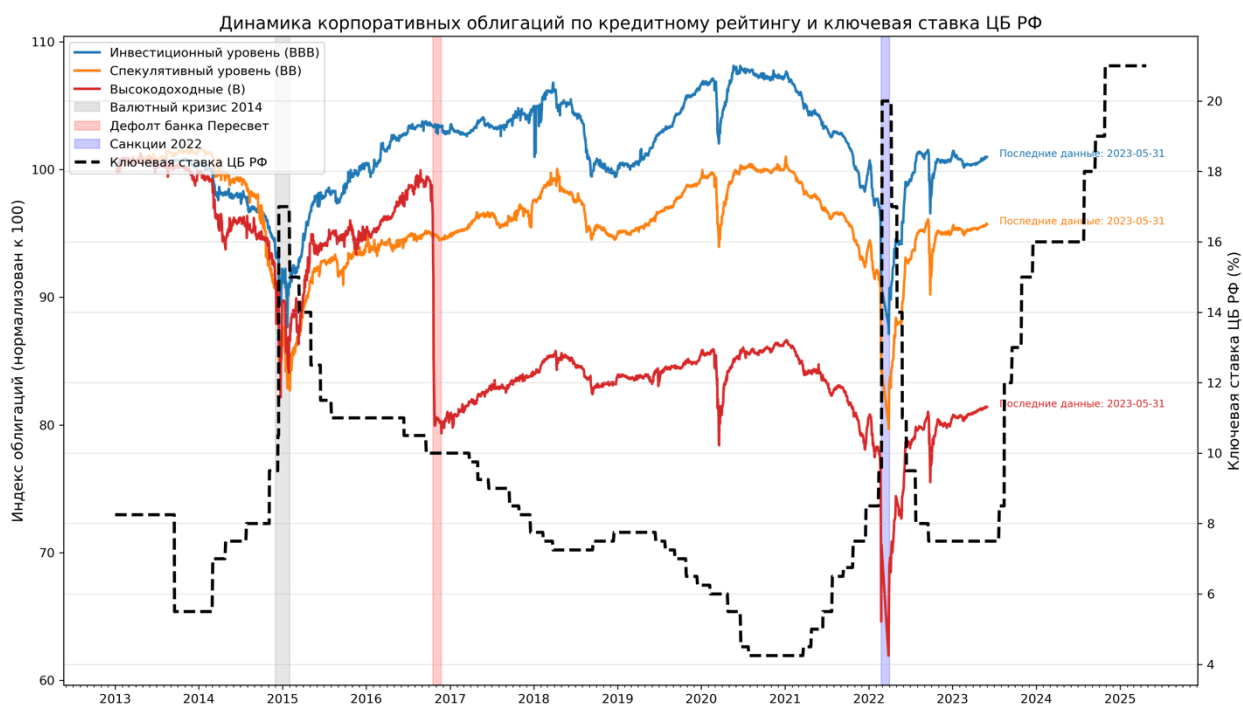
Влияние ключевой ставки ЦБ РФ на облигации разных уровней рейтинга: от суверенных до высокодоходных



Анализ на основе ценовых индексов облигаций показывает, что облигации по-разному реагируют на изменения ключевой ставки. Быстрее всего реагируют государственные облигации (ОФЗ), отражённые в ценовом индексе RGV1. Как только ЦБ меняет ставку, цены ОФЗ практически сразу перестраиваются — в течение одного дня. Корпоративные облигации инвестиционного уровня (ценовой индекс RUCBICP) также реагируют на изменения ставки, но с заметным запаздыванием — около пяти дней. Это связано с тем, что на стоимость корпоративных облигаций влияет не только уровень ставок, но и общее состояние экономики, риски компаний и ликвидность на рынке.

Интересно, что движение цен на облигации может в некоторой степени служить индикатором изменения ключевой ставки. Если цены на государственные облигации начинают активно меняться за несколько дней до заседания ЦБ, это может быть сигналом о вероятной смене денежно-кредитной политики, а корпоративные бумаги могут дать дополнительное подтверждение таких ожиданий.

Однако, к такому поведению необходимо относиться с осторожностью из-за нелинейного характера влияния ставки ЦБ на разные сегменты облигационного рынка.



Был также проведен анализ индексов корпоративных облигаций разного уровня рейтинга на промежутке с 2013 по май 2023 год. Мосбиржа перестала публиковать эти индексы после 31 мая 2023, заменив их индексами полного дохода).

- RUCBITRBBB – BBB (Инвестиционный уровень)
- RUCBITRBB - BB (Спекулятивный уровень)

- RUCBITRB – B (Высокодоходный сегмент)

Выявлено наличие зависимости между изменениями процентной ставки и ценами на облигации всех трёх сегментов: инвестиционного уровня (BBB), спекулятивного уровня (BB) и высокодоходных бумаг (B).

- Облигации инвестиционного уровня (рейтинг BBB) характеризуются сильной отрицательной корреляцией с ключевой ставкой Центрального банка России (-0,69), что означает: при повышении ставки они, как правило, теряют в цене, а при её снижении — растут. Эти высококачественные долговые инструменты демонстрируют классическое поведение активов с фиксированным доходом: их цены движутся в направлении, противоположном изменению процентных ставок. При повышении ставки ЦБР ранее выпущенные облигации с более низким купонным доходом становятся менее привлекательными для инвесторов, что приводит к снижению их рыночной стоимости. При этом полное воздействие изменений монетарной политики на данный сегмент рынка проявляется с задержкой в 7–10 рабочих дней, что свидетельствует о постепенном перераспределении институциональными инвесторами своих портфелей после объявления решений регулятора.
- Облигации спекулятивного уровня (рейтинг BB) демонстрируют очень сильную отрицательную корреляцию с ключевой ставкой Центрального банка России (-0,82), что является самой выраженной зависимостью среди всех сегментов. Эти инструменты среднего уровня риска особенно чувствительны к изменениям монетарной политики, поскольку изменение процентных ставок напрямую влияет на стоимость рефинансирования для эмитентов. Большинство из них представляют собой устойчивые компании, однако они уступают по уровню финансовой устойчивости организациям, выпускающим облигации инвестиционного уровня. Сильная обратная корреляция также указывает на то, что инвесторы в этом сегменте внимательно следят за решениями ЦБР. Это можно объяснить тем, что облигации данного класса предлагают баланс между доходностью и относительной безопасностью, что делает их привлекательными для инвесторов, стремящихся к получению дохода при сохранении разумного уровня риска.
- Высокодоходные облигации (ВДО, рейтинг B) демонстрируют низкую чувствительность к изменению ключевой ставки Центрального банка России в ценовом выражении. Их динамика определяется в первую очередь кредитными рисками эмитентов, уровнем рыночной ликвидности и индивидуальными характеристиками компаний, а не монетарной политикой. Поэтому цены ВДО слабо реагируют на изменения ставки ЦБР, что отличает их от государственных и высокорейтинговых корпоративных облигаций. Вместе с тем, краткосрочная доходность и волатильность в сегменте ВДО могут увеличиваться в периоды резких изменений денежно-кредитной политики, поскольку решения регулятора влияют на общий аппетит инвесторов к риску и структуру рыночных спредов. Таким образом, хотя долгосрочные ценовые тренды ВДО относительно независимы от ключевой ставки, краткосрочные колебания могут быть обусловлены действиями ЦБ.

- В течение достаточно длительного времени спреда по высокодоходным облигациям не отражали кредитного риска. Такое поведение рынка высокодоходных облигаций было связано со структурой инвесторов на рынке высокодоходных облигаций, где преобладают частные инвесторы в отличие от развитых стран, где на рынке ВДО только институциональные инвесторы. Именно этим можно объяснить почти полное игнорирование кредитных рисков. Однако ситуация принципиально изменилась в 2024 года на фоне роста спредов по облигаций инвестиционного класса осенью 2024 года на рынке начиналась паника и перед 17 декабря средневзвешенная доходность рынка ВДО превысила 35%. После сохранения ключевой ставки ЦБ на неизменном уровне начался процесс постепенного снижения спредов, в том числе в сегменте высокодоходных облигаций
- Отдельно хотелось обратить внимание на реакцию рынка облигаций с плавающим купоном на изменение ключевой ставки. До 2024 года этот вид облигаций был не очень популярным на российском облигационном рынке. Возможно, это было связано с тем, что период повышения процентной ставки не был длительным как к 2023-2024 годам. А, с другой стороны, повышение ставки летом 2024 года противоречило консенсусу о ее снижении. В этих условиях начался бум размещений облигаций с плавающей ставкой. К концу 2025 года доля облигаций с плавающей ставкой достигла 30% от суммы эмиссии. Объем их эмиссии достиг 5,5 трлн. рублей. Чем инвесторов так привлекали облигации с плавающей ставкой? По идее эти облигации должны были защищать инвесторов от процентном риска (в условиях роста процентной ставки именно такие облигации должны были стать надежным убежищем для инвесторов). В качестве базы для расчетов таких облигаций выступала или ключевая ставка ЦБ или ставка RUONIA. Однако в октября 2024 года инвесторов в облигации с плавающим купоном ждал неприятный сюрприз. Индекс облигаций с плавающим купоном резко упал, более 90% из облигаций с плавающим купоном торговались ниже номинала. Интересно понять в чем причина? А дело в том, что в условиях повышения процентных ставок растут не только процентные риски, но растут и кредитные риски. Это привело к автоматическому росту спредов доходности по всем видам корпоративных облигаций, и те ставки маржи, которая предлагалась эмитентами облигаций с плавающей ставкой весной или летом 2024 года, уже не устраивала инвесторов. К примеру, эмитент ВДО выпускал облигации со ставкой КС + 2,5%. А осенью 2024 года такие облигации стали предлагать уже эмитенты с инвестиционным рейтингом. Кроме того предложение бумаг с плавающей ставкой резко увеличилось, что также привело к резкому падению цены. После 17 декабря 2024 года на рынке сложился консенсус в ожидании снижения процентной ставки и инвесторы стали переключаться на облигации с фиксированным купоном (в условиях снижения процентной ставки на таких бумагах можно выиграть больше).
- Интересна реакция рынка облигаций на изменение процентной ставки на июньском заседании. В отличие от рынка акций она не была такой драматичной. Более того в ожидании продолжения снижения ставки индекс RGBI находится почти на максимуме. С начала года все сегменты облигационного рынка (государственные облигации, корпоративные

облигации инвестиционного и неинвестиционного уровня достаточно сильно выросли). Но при этом инвестор должен учитывать, что одновременно в условиях выросших процентных ставок и необходимости рефинансирования нужно учитывать возросшие кредитные риски, которые могут привести к техническим и реальным дефолтам (причем не только у эмитентов высокодоходных облигаций).

- А выбор типа облигаций (с фиксированным купоном или с плавающей ставкой) зависит от того как инвестор представляет скорость снижения ставки или временной горизонт инвестирования. В случае ожидания резкого снижения ставки к концу (есть прогнозы на 14-15%) имеет смысл ставить на облигации с длинной дюрацией и фиксированным купоном, поскольку при снижении ключевой ставки именно эти облигации покажут самый высокий рост тела. Если же инвестор ставит на постепенное снижение ставки (в соответствии с прогнозом Центрального банка) более логичен смешанный портфель с большой долей облигаций с плавающим купоном и высокой частотой купонных выплат.

Фонды денежного рынка

В условиях роста процентных ставок и возросшей волатильности на российском фондовом рынке у инвесторов появился интересный альтернативный инструмент – денежные фонды. Преимуществом таких фондов является высокая ликвидность и возможность получения доходов на уровне доходности на межбанковском рынке. Так как и на американском рынке в условиях нестабильно и неопределенности инвесторы предпочли «парковать» свои деньги в предсказуемый и стабильный инструмент. За короткий период времени активы денежных фондов превысили величину в 1 трлн. рублей. Более того, приток или отток средств из этих фондов очень многими экспертами стал трактоваться как сигнал к росту или падению интереса к инструментам фондового рынка

Влияние ключевой ставки на рынок недвижимости

Проведенный анализ по развитому рынку (США) показал, что ключевая ставка существенно влияет на динамику цен на недвижимость. Что можно сказать о российском кейсе? В России недвижимость многими частными инвесторами воспринимается как надежное и гарантированное вложение денежных средств. Если посмотреть на динамику цен на недвижимость за последние 5 лет можно увидеть очень большой рост цен, который подтверждает вроде бы этот вывод.



Однако надо учесть, что тот рост цен, который имел место, во многом обязан допингу, которые обеспечивал рекордные объемы продаж и сильный рост цен на рынке российской недвижимости. Это льготная ипотека, которая распространялась на первичный рынок и давала возможность заемщикам не обращать внимание на рост процентных ставок (до 70% ипотечных сделок на первичном рынке были с льготной ипотекой) посл. Иная ситуация была на вторичном рынке недвижимости, где льготной ипотеки не было.



Можно увидеть, что несмотря на логичную корреляцию между ценами на первичном и вторичном рынке, цена вторичном рынке сильно отставали от цен на первичном, что было связано с тем, что льготная ипотека на вторичный рынок не распространялась.

В середине 2024, после частичной отмены льготной ипотеки, преобладающими стали рыночные ставки, которые на нынешнем уровне ключевой процентной ставки становятся заградительными. При приобретении ипотеки с использованием

рыночных ставок заемщик на интервале в 10 лет может заплатить двойную, а то и тройную цену за жилье в зависимости от величины первоначального взноса

Из вышеперечисленного можно сделать вывод, что до 2024 года изменение ключевой ставки не было главным определяющим фактором на рынке недвижимости.

Влияние ключевой ставки ЦБ РФ на деривативы: новая реальность

В отличие от мировой структуры рынка производных финансовых инструментов, в которой в среднем около 70% приходится на контракты на процентную ставку, в России только 5% аккумулируют процентные деривативы⁶. Основным типом процентных свопов остаются классические процентные свопы по обмену фиксированной ставки на плавающую. Большинство свопов (80%) в текущих условиях заключается с использованием ключевой ставки, RUONIA (переход от MosPrime). Спреды в новых структурах шире, но они позволяют более точно хеджировать нестабильность монетарной политики. Основная срочность в сделках «процентный своп на ставку RUONIA» составляет от 2 до 4 лет.

Кэп опцион (Cap Interest Rate Option) - финансовый инструмент, используемый для защиты от повышения процентных ставок по кредитам или другим финансовым обязательствам. Цель - ограничить максимальную ставку процента, которую заемщик обязан уплатить кредитору, даже если рыночные ставки вырастут выше установленного уровня («потолка»).

Флор опцион (Floor Interest Rate Option) — это финансовый инструмент, представляющий собой разновидность процентного свопа, используемого участниками рынка для защиты от снижения ставок ниже определенного уровня («пол»).

К стандартизированным производным продуктам на процентные ставки, доступным на Московской бирже, можно отнести **фьючерс на ставку RUONIA**, где в качестве индикативной выступает ставка, рассчитанная Банком России на основе сделок "овернайт" среди банков с минимальным кредитным риском, и **фьючерсы на ставку RUSFAR, рассчитанные по** процентной ставке российских банков по краткосрочным рублевым депозитам сроком от трех месяцев до одного года.

Три года санкций, экстренных мер монетарной политики и трансформации финансовой инфраструктуры полностью изменили архитектуру российского рынка деривативов. Сегодня каждый ликвидный рублевый инструмент — от валютных свопов до фьючерсов на индексы — следует за ключевой ставкой ЦБ, причем реакция цен становится заметной уже в течение нескольких минут после объявлений. Для

⁶ По данным ЦБ РФ за 2023 год, более 85% российского рынка приходится на поставочные валютные форварды и валютные опционы, форварды и свопы на акции.

управляющих активами это означает не только новые источники риска, но и возможности:

1. Реформа процентных индикаторов

По всему миру происходят серьезные преобразования в сфере процентных ставок. Одной из важнейших тенденций является замена устаревших бенчмарков, таких как LIBOR, новыми стандартами. В России аналогично идут процессы замены старых показателей ставки РЕПО Центробанка новыми инструментами, такими как SOFR (Secured Overnight Financing Rate), что вызывает необходимость адаптации механизмов ценообразования и расчета стоимости деривативных контрактов.

После драматического повышения ключевой ставки с 9,5 % до 20 % в феврале 2022 года и последующих колебаний до 7,5 % и обратно до 21 % к апрелю 2025 года, ЦБ превратился в главного архитектора кривой доходности в рублях. В отличие от докризисной эпохи, когда ставка MosPrime играла формальную роль эталона, сегодня рынок деривативов живет в тесной привязке к решениям ЦБ: 64 % всех процентных свопов (IRS) уже напрямую индексируются к официальной ставке. Санкционные ограничения и уход с биржи долларовых и евро-инструментов после вторичных санкций США в 2024 году открыли путь новой структуре ликвидности.

2. Запуск новых и адаптация существующих инструментов в текущих условиях

Московская биржа активно развивает рынок производных финансовых инструментов, предлагая участникам широкий спектр продуктов.

- *Вечные фьючерсы Московской биржи.* Позволяют эффективно управлять рисками, связанными с изменением процентных ставок.
- *Валютно-процентные свопы.* Данный сегмент исторически формировался преимущественно благодаря участию иностранных кредитных организаций. С 2023 года российские компании – экспортеры начали заключать валютно-процентные свопы в валютах дружественных стран, усилилась локализация транзакций. Более 70% сделок в 2023 и 2024 гг. заключалась на срок до двух лет.
- *Новые валютные пары в структуре производных финансовых инструментов.* Переход к юань-рубли и OTC-форвардам: Новые валютные пары в некоторой степени замещают «классические» хеджирующие инструменты, при этом обеспечивают схожие возможности по доходности — но с большей премией за ликвидность и риск расчета.
- *Всплеск объемов в IRS и плавающих репо:* В 2023 году оборот стандартных IRS удвоился, а объем сделок по плавающим репо в I квартале 2024 года превысил \$1 трлн. Это сигнал: институциональные инвесторы возвращаются к активному управлению процентным риском.

Что должен мониторить и знать частный инвестор?

В представленной работе показано, что ключевая ставка центрального банка остаётся важнейшим инструментом, влияющим на все основные сегменты финансового рынка — от акций до облигаций, от недвижимости до валютных и производных инструментов. Однако характер и скорость этого воздействия различаются в зависимости от типа актива, стадии экономического цикла и макроэкономического контекста. Перед формированием и ребалансировкой портфеля инвестор должен попытаться оценить макроэкономические риски, на какой стадии находится экономика и каковы будут возможные действия Центрального банка. И уже в зависимости от этой оценки и прогноза дальнейшего развития ситуации инвестор должен выбирать те или иные активы. При этом надо понимать, что предсказание денежно-кредитной политики и изменения ключевой ставки – задача непростая.

Важно учитывать, что рынок не симметричен в реакции: на повышение ставки участники реагируют более резко, чем на её снижение. Особенно это касается облигаций с длительной дюрацией, которые чаще всего попадают под давление в условиях ужесточения политики. Это значит, что при ожиданиях роста ставок необходимо внимательно пересматривать структуру портфеля, особенно в части облигационной составляющей.

Общий вывод – движение финансовых активов сильно зависит от движения (и еще больше – от ожиданий) ключевой ставки. При снижении ключевой ставки от такой динамики больше всего выигрывает рынок инструментов с нефиксированной доходностью (прежде всего акции и сырьевые инструменты). Но с одним условием если это снижение не является реакцией на рецессию и необходимость стимулирования экономического роста. В этом случае рынок должен отыграть экономический негатив. В случае же повышения (а еще хуже – длительного удержания ключевой процентной ставки на высоком уровне) рынок акций чувствует себя плохо. При этом надо учитывать, что эмитенты из разных отраслей как было показано выше ведут себя на разных экономических циклах по-разному в зависимости от чувствительности отрасли к конъюнктуре, долговой нагрузки, валютному курсу и подверженности санкционному давлению. Поскольку рынок очень волатилен, и доля спекулятивного капитала на нем велика рынок движется прежде настроениями, ожиданиями в отношении политики Центрального банка.

Инвестиции в облигационный рынок зависят от степени предрасположенности инвесторов к риску поскольку облигации являются более консервативным инструментом и генерируют постоянный денежный поток. В условиях высоких процентных ставок облигации больше привлекают интерес инвесторов о чем говорит и российская статистика по притоку/оттоку средств в паевые фонды. В первой половине года именно облигационные фонды были бенефициарами по привлечению средств розничных инвесторов. Но при этом надо учитывать процентные и кредитные риски. В условиях роста процентной ставки инвестор должен делать ставку на короткие облигации и его портфеле должны преобладать облигации с плавающей

ставкой. В условиях снижения процентной ставки предпочтение должно отдаваться облигациям с большей дюрацией и с фиксированным купоном. Что касается кредитных рисков, то надо помнить, что высокие процентные ставки (особенно в продолжительный период времени) отражаются на риске инвестирования в корпоративные облигации (причём даже в облигации с плавающей купонной ставкой). Эти риски могут проявиться в дефолтах эмитентов облигаций в случае ухудшения их финансового положения из-за роста долговой нагрузки и увеличения процентных выплат.

В случае неопределённости инвестору лучше всего спастись в фондах денежного рынка, которые позволяют получать рыночную доходность и обеспечивают инвестора необходимым кэшем (поскольку обладают высокой ликвидностью) в случае создания благоприятных условий для входа на рынок облигаций и рынок акций.

Рынок недвижимости цикличен. Он также зависит от динамики ключевой ставки. В случае её роста привлекательность инвестиций в этот сегмент снижается, в случае снижения (опять-таки если речь не идет о рецессии) растет. Но есть специфический фактор для динамики российского рынка недвижимости – это доля льготной ипотеки. До 2024 года этот фактор был главным движущим фактором российского рынка недвижимости. После существенного снижения доли льготной ипотеки на российском рынке его динамика в большей степени должна будет определяться рыночными факторами.

К примеру, сегодня портфель на долгом рынке формируется исходя из представлений о возможном снижении ключевой ставки до конца года. Однако выбор конкретных активов зависит от темпов и масштабов снижения. В случае резкого и быстрого снижения ключевой ставки эксперты предлагают покупать длинные государственные и инвестиционные корпоративные облигации, исходя из того, что это позволит получить не только, но и сильный рост курсовой стоимости. Для более рискованных инвесторов здесь идет рекомендация по покупке высокодоходных облигаций, спред по которым может существенно снизиться. Однако если мы не рассчитываем на быстрое и резкое снижение ключевой ставки, доля длинных облигаций в нашем портфеле должны быть умеренной, в портфель имеет смысл добавить облигации с плавающим купоном, а к высокодоходным облигациям надо отнестись осторожно, учитывая возможное увеличение числа дефолтов в этой категории.

Кроме того, надо понимать, что рынок пытается отыграть возможные изменения заранее. Существует правило «покупай на слухах, продавай на фактах».

В общем случае при ужесточении денежно-кредитной политики при прочих равных инвесторам лучше оставаться в инструментах с фиксированной доходностью, депозитах, инструментах денежного рынка. При этом в зависимости от дальнейшего поведения ключевой ставки инвестор может выбирать или инструменты с фиксированной доходностью или с плавающей ставкой. В случае снижения ключевой ставки более интересным может быть рынок акций. Но и при инвестициях в рынок акций надо учитывать различную чувствительность отраслей к разным стадиям

экономического цикла, исходя из стратегии отраслевой ротации. Компании с высокой долговой нагрузкой, например банки и телекомы, оказываются под большим давлением. А вот нефтегазовые компании более устойчивы, так как ориентированы на внешние рынки и цены на сырьё. Это даёт возможность использовать ротацию между секторами для снижения риска и повышения доходности.

Для альтернативных активов ставка также играет важную роль. Недвижимость выигрывает от снижения ставок через более доступную ипотеку, а рынок прямых инвестиций активизируется в периоды дешёвого финансирования. При этом рост ставок делает привлечение капитала дороже, что может охлаждать эти рынки. Однако ситуация на российском рынке специфична, поскольку динамика цен в последние годы на первичном рынке определялась прежде всего драйвером льготной ипотеки. После ее частичной отмены интересно посмотреть и оценить какие факторы будут влиять на динамику рынка жилья в будущем.

Сырьевые активы зависят от большого количества факторов, от экономического цикла и сырьевого цикла, от ставок на стоимость хранения товаров. Кроме того, динамика сырьевого рынка обратно коррелирует с динамикой курса доллара (DXY).

Общий вывод – инвестор должен мониторить и оценивать траекторию движения ключевой ставки, которая сильно влияет на динамику различных финансовых активов