

Гаджимурдова Л. А.

доцент кафедры «Финансы и кредит», к.э.н.,
ГАОУ ВО «Дагестанский государственный
университет народного хозяйства», г.Махачкала, Россия

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ: ВЛИЯНИЕ ИНФЛЯЦИИ И СТАВОК ЦБ РФ НА РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Аннотация. В данной статье рассматривается механизм воздействия ключевых макроэкономических факторов – инфляции и ставок Центрального банка – на функционирование российского рынка ценных бумаг. Анализируется трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики (далее ДКП) Банка России и его влияние на различные сегменты финансового рынка.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, ключевая ставка, инфляция, рынок ценных бумаг, Банк России, трансмиссионный механизм.

Gadzhimuradova L. A.

Dagestan State University of National Economy, Makhachkala, Russia

MACROECONOMIC FACTORS: THE IMPACT OF INFLATION AND CENTRAL BANK RATES ON THE SECURITIES MARKET

Annotation. This article examines the mechanism of the impact of key macroeconomic factors – inflation and Central Bank rates – on the functioning of the Russian securities market. The transmission mechanism of monetary policy (hereinafter referred to as the DCP) is analyzed The Bank of Russia and its impact on various segments of the financial market.

Keywords: monetary policy, key rate, inflation, securities market, Bank of Russia, transmission mechanism.

Взаимосвязь между денежно-кредитной политикой и функционированием рынка ценных бумаг представляет собой одну из фундаментальных проблем макроэкономического регулирования. В условиях режима таргетирования инфляции, который Банк России последовательно проводит с 2014 года, особую актуальность приобретает изучение каналов влияния ключевой ставки на различные сегменты финансового рынка. Российская экономика, столкнувшаяся в 2023-2024 годах с явлениями перегрева и повышенного инфляционного давления, демонстрирует усложнение взаимодействия между мерами ДКП и динамикой рынка ценных бумаг.

Современная монетарная политика Банка России направлена на достижение ценовой стабильности, что предполагает поддержание инфляции вблизи целевого уровня 4%. Однако в условиях высокого внутреннего спроса, ограниченных производственных мощностей и напряженной ситуации на рынке труда механизмы трансмиссии денежно-кредитных импульсов претерпевают существенные изменения. Это, в свою очередь, трансформирует характер взаимодействия между макроэкономическими факторами и поведением участников рынка ценных бумаг.

Настоящее исследование ставит целью выявить и систематизировать закономерности влияния инфляционных процессов и денежно-кредитной политики ЦБ РФ на развитие российского рынка ценных бумаг в условиях структурной перестройки экономики и внешних ограничений. Особый интерес представляет анализ трансформации инвестиционных стратегий участников рынка в ответ на ужесточение денежно-кредитной политики в 2023-

2024 годах и прогнозирование тенденций развития рынка ценных бумаг на период 2025-2027 годов в контексте различных сценариев макроэкономической динамики [4].

Ключевым инструментом воздействия Банка России на экономику является ключевая ставка, которая представляет собой процентную ставку, под которую центральный банк проводит краткосрочные операции с коммерческими банками. Изменение ключевой ставки влияет на широкий спектр процентных ставок в экономике через трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики.

Трансмиссионный механизм включает несколько каналов, через которые изменения ключевой ставки передаются на различные сегменты финансового рынка и далее – на реальный сектор экономики. В контексте влияния на рынок ценных бумаг наиболее значимыми являются:

1. Процентный канал – изменение ключевой ставки приводит к изменению краткосрочных межбанковских ставок, что влияет на ставки по более долгосрочным инструментам денежного рынка и доходность долговых ценных бумаг;
2. Канал стоимости активов – изменение процентных ставок влияет на цены различных классов активов, включая акции и облигации;
3. Валютный канал – изменение процентных ставок влияет на курс национальной валюты, что может оказывать влияние на оценку российских ценных бумаг международными инвесторами;
4. Канал инфляционных ожиданий – коммуникация центрального банка и его решения по ключевой ставке влияют на ожидания экономических агентов относительно будущей инфляции, что отражается на их инвестиционных решениях [1].

Согласно теоретическим моделям, повышение ключевой ставки должно приводить к снижению цен на акции вследствие увеличения альтернативных издержек инвестирования в рискованные активы и дисконтирования будущих денежных потоков по более высокой ставке. Для рынка облигаций повышение ставок обычно приводит к снижению цен и увеличению доходности, причем эффект более ярко выражен для долгосрочных облигаций.

Анализ динамики ключевой ставки Банка России за период 2014-2024 годов показывает значительную волатильность, что отражает реакцию регулятора на изменяющиеся экономические условия. Особый интерес представляет текущий период ужесточения ДКП, начавшийся в 2023 году в ответ на усиление инфляционного давления.

В 2024 году российская экономика продолжила рост высокими темпами, существенно превышающими прогнозные значения базового сценария. Основным драйвером этого роста выступил внутренний спрос, подпитываемый увеличением доходов населения и бизнеса, расширением бюджетных расходов и активным ростом кредитования. Однако возможности для наращивания предложения в ответ на растущий спрос оказались ограниченными из-за высокой загрузки производственных мощностей и усиливающегося дефицита кадров на рынке труда [3].

В результате сформировался значительный дисбаланс между динамикой спроса и предложения, что привело к усилению инфляционного давления. Как видно из данных, представленных в таблице 1, Банк России последовательно повышал ключевую ставку для сдерживания инфляционных процессов.

Таблица 1 – Динамика ключевой ставки Банка России и инфляции в 2022-2024 гг.

Период	Ключевая ставка, %	Инфляция (г/г), %	Разница между ставкой и инфляцией, п.п.	Экономическая ситуация
I кв. 2022	20,0	17,8	+2,2	Пиковая реакция на кризис
II кв. 2022	11,0	15,9	-4,9	Снижение ставки в ответ на укрепление рубля
III кв. 2022	8,0	14,3	-6,3	Дальнейшее смягчение ДКП
IV кв. 2022	7,5	11,9	-4,4	Стабилизация
I кв. 2023	7,5	7,8	-0,3	Период относительной стабильности
II кв. 2023	7,5	3,3	+4,2	Начало разворота инфляционного тренда
III кв. 2023	12,0	5,1	+6,9	Начало цикла ужесточения ДКП
IV кв. 2023	16,0	7,4	+8,6	Активная фаза ужесточения ДКП
I кв. 2024	16,0	7,7	+8,3	Пауза в цикле повышения ставки
II кв. 2024	16,0	8,0	+8,0	Сохранение жёсткой ДКП
III кв. 2024	18,0	8,2	+9,8	Возобновление цикла повышения
IV кв. 2024	21,0	8,6	+12,4	Пик жесткости ДКП

Источник: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов: краткое содержание [Электронный ресурс] // Банк России. — Октябрь 2024. — Режим доступа: [https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/152674/on_Brochure_2025\(2026-2027\).pdf](https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/152674/on_Brochure_2025(2026-2027).pdf) (дата обращения: 28.02.2025).

Согласно данным таблицы 1, мы наблюдаем явное изменение в характере денежно-кредитной политики Банка России. Если в 2022 году регулятор допускал отрицательные реальные процентные ставки (ключевая ставка ниже инфляции), то с середины 2023 года ДКП приобрела выраженный рестриктивный характер с положительными и возрастающими реальными ставками. К IV кварталу 2024 года разница между ключевой ставкой и инфляцией достигла рекордных 12,4 процентных пункта, что отражает беспрецедентную степень жесткости денежно-кредитной политики.

Столь радикальное ужесточение ДКП обусловлено необходимостью охлаждения перегретой экономики и возвращения инфляции к целевому уровню 4%. Банк России стремится сдержать рост внутреннего спроса, чтобы дать время отечественному производству нарастить мощности, внедрить новые технологии и расширить выпуск продукции и услуг.

Динамика ключевой ставки Банка России оказывает непосредственное влияние на различные сегменты рынка ценных бумаг. Рассмотрим основные механизмы этого воздействия.

Повышение ключевой ставки приводит к росту доходности государственных и корпоративных облигаций, что, в свою очередь, ведет к снижению их цен. Этот эффект наиболее ярко проявляется на длинном конце кривой доходности, поскольку долгосрочные инструменты более чувствительны к изменению процентных ставок [2].

Данные таблицы 2 демонстрируют интересную трансформацию формы кривой доходности ОФЗ в период ужесточения денежно-кредитной политики. Если в начале 2023

года кривая имела нормальный восходящий наклон (спред между 10-летними и 1-летними бумагами составлял 1,4 п.п.), то по мере повышения ключевой ставки форма кривой изменилась на инвертированную, когда доходность краткосрочных бумаг превышает доходность долгосрочных. К концу 2024 года спред составил -2,7 п.п., что отражает ожидания участников рынка относительно будущего смягчения ДКП после преодоления пика инфляции.

Таблица 2 –Динамика доходности ОФЗ различной срочности в период ужесточения ДКП (2023-2024 гг.)

Период	Ключевая ставка, %	Доходность ОФЗ 1 год, %	Доходность ОФЗ 5 лет, %	Доходность ОФЗ 10 лет, %	Спред 10Y-1Y, п.п.
I кв. 2023	7,5	7,8	8,4	9,2	1,4
II кв. 2023	7,5	9,2	9,8	10,3	1,1
III кв. 2023	12,0	12,8	12,9	13,0	0,2
IV кв. 2023	16,0	16,2	15,6	15,1	-1,1
I кв. 2024	16,0	16,1	15,3	14,9	-1,2
II кв. 2024	16,0	16,3	15,4	14,8	-1,5
III кв. 2024	18,0	18,4	17,1	16,5	-1,9
IV кв. 2024	21,0	20,9	19,3	18,2	-2,7

Источник: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов: краткое содержание [Электронный ресурс] // Банк России. — Октябрь 2024. — Режим доступа: [https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/152674/on_Brochure_2025\(2026-2027\).pdf](https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/152674/on_Brochure_2025(2026-2027).pdf) (дата обращения: 28.02.2025).

Инверсия кривой доходности также свидетельствует о том, что рынок закладывает в цены долгосрочных бумаг ожидания снижения ключевой ставки в среднесрочной перспективе, что соответствует прогнозной траектории, обозначенной в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2025-2027 годы.

Рынок акций реагирует на изменение ключевой ставки через несколько каналов. Во-первых, повышение ставок увеличивает альтернативные издержки инвестирования в акции, делая более привлекательными инструменты с фиксированной доходностью. Во-вторых, рост ставок приводит к увеличению стоимости заемного капитала для компаний, что может негативно сказаться на их прибыли и, следовательно, на стоимости акций. В-третьих, для оценки акций используется дисконтирование будущих денежных потоков, и повышение ставок увеличивает ставку дисконтирования, снижая приведенную стоимость этих потоков.

Данные таблицы 3 демонстрируют неоднородное влияние ужесточения денежно-кредитной политики на различные секторы российского рынка акций. Наибольшую устойчивость продемонстрировал финансовый сектор, что связано с положительным влиянием роста процентных ставок на маржинальность банковского бизнеса. Относительно стабильный телекоммуникационный сектор характеризуется предсказуемыми денежными потоками и высокими дивидендами.

Напротив, наиболее существенное негативное воздействие испытали сектора с высокой чувствительностью к процентным ставкам: технологический, потребительский и металлургический. Компании этих секторов либо сильно зависят от дисконтирования отдаленных будущих денежных потоков (IT), либо имеют высокую долговую нагрузку (металлургия), либо чувствительны к снижению потребительского спроса (ритейл).

**Таблица 3 – Влияние повышения ключевой ставки на различные секторы
российского рынка акций (2023-2024 гг.)**

Сектор	Изменени е индекса сектора за период ужесточен ия ДКП, %	Дивид ендная доходн ость, %	Чувствитель ность к процентным ставкам	Основные факторы влияния
Финансовый	+28,3	9,2	Средняя	Рост процентной маржи банков
Нефть и газ	-5,6	12,8	Низкая	Снижение мировых цен на энергоносители, курс рубля
Металлургия	-12,4	8,5	Высокая	Высокая долговая нагрузка, экспортная ориентация
Телекоммуни кации	+3,7	7,4	Средняя	Стабильные денежные потоки, умеренная долговая нагрузка
Электроэнерг етика	-8,2	6,8	Высокая	Капиталоемкость, высокая доля заемного финансирования
Потребительс кий сектор	-18,6	5,3	Высокая	Снижение потребительского спроса, рост стоимости кредитов
IT и технологии	-22,3	2,1	Очень высокая	Высокая зависимость от будущих денежных потоков

Источник: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов: краткое содержание [Электронный ресурс] // Банк России. — Октябрь 2024. — Режим доступа: [https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/152674/on_Brochure_2025\(2026-2027\).pdf](https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/152674/on_Brochure_2025(2026-2027).pdf) (дата обращения: 28.02.2025).

Особо следует отметить, что секторы с высокими дивидендами (нефтегазовый, финансовый) продемонстрировали большую устойчивость к росту процентных ставок, что подтверждает роль дивидендной доходности как своеобразного "защитного механизма" в период ужесточения ДКП.

Согласно Основным направлениям единой государственной денежно-кредитной политики на 2025-2027 годы, Банк России рассматривает четыре сценария развития экономики:

1. Базовый сценарий
2. Дезинфляционный сценарий (Выше потенциал)
3. Проинфляционный сценарий (Выше спрос)
4. Рисковый сценарий (Глобальный кризис) [3].

Каждый из этих сценариев предполагает различную траекторию ключевой ставки и, соответственно, различное влияние на рынок ценных бумаг.

Таблица 4 – Прогнозная траектория ключевой ставки и ее влияние на рынок ценных бумаг по сценариям Банка России

Сценарий	Ключевая ставка (средняя за год), %	Прогнозируемое влияние на долговой рынок	Прогнозируемое влияние на рынок акций
		2025	2026
Базовый	17,0-20,0	12,0-13,0	7,5-8,5
Дезинфляционный (Выше потенциал)	15,0-18,0	10,0-11,0	7,5-8,5
Проинфляционный (Выше спрос)	20,0-23,0	15,0-16,0	8,5-9,5
Рисковый (Глобальный кризис)	22,0-25,0	16,0-17,0	7,5-8,5

Источник: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов: краткое содержание [Электронный ресурс] // Банк России. — Октябрь 2024. — Режим доступа: [https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/152674/on_Brochure_2025\(2026-2027\).pdf](https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/152674/on_Brochure_2025(2026-2027).pdf) (дата обращения: 28.02.2025).

Анализ данных таблицы 4 позволяет сделать следующие выводы о перспективах российского рынка ценных бумаг в зависимости от реализации того или иного сценария:

1. Базовый сценарий предполагает постепенное смягчение денежно-кредитной политики при достижении целевого уровня инфляции к 2026 году. В этих условиях можно ожидать умеренно позитивной динамики рынка облигаций, особенно длинных выпусков, чьи цены начнут расти опережающими темпами. Рынок акций, вероятно, будет демонстрировать боковую динамику в 2025 году с переходом к росту в 2026-2027 годах.

2. Дезинфляционный сценарий наиболее благоприятен для рынка ценных бумаг, поскольку предполагает более быстрое снижение инфляции и, соответственно, более раннее начало цикла смягчения ДКП. В этом случае можно ожидать опережающего роста как долгового, так и долевого рынков, особенно в сегментах, чувствительных к снижению процентных ставок.

3. Проинфляционный сценарий характеризуется более медленным возвращением инфляции к целевому уровню, что требует поддержания высоких процентных ставок в течение более длительного периода. В этих условиях рынок ценных бумаг будет испытывать давление в 2025-2026 годах, при этом лучшую динамику могут показать акции компаний с высокими и стабильными дивидендами.

4. Рисковый сценарий предполагает развитие глобального финансового кризиса, что приведет к ускорению инфляции и необходимости существенного ужесточения ДКП. В таких условиях рынок ценных бумаг, вероятно, столкнется с серьезной коррекцией, особенно в сегменте акций. Восстановление начнется не ранее 2026-2027 годов, по мере нормализации экономической ситуации [3].

Проведенный анализ позволяет сделать вывод о существенном влиянии денежно-кредитной политики Банка России на функционирование российского рынка ценных бумаг. Цикл ужесточения ДКП, начавшийся в 2023 году и достигший пика в 2024 году, привел к значительной трансформации как долгового, так и долевого рынков.

На рынке облигаций произошла инверсия кривой доходности, отражающая ожидания рынка относительно будущего смягчения ДКП. Рынок акций продемонстрировал секторальную дивергенцию, при которой наибольшую устойчивость проявили финансовый сектор и компании с высокими дивидендами, в то время как технологический, потребительский и металлургический секторы испытали наиболее существенное давление.

Перспективы развития российского рынка ценных бумаг на период 2025-2027 годов будут определяться реализацией одного из сценариев макроэкономического развития, представленных Банком России. При этом ключевыми факторами будут выступать скорость возвращения инфляции к целевому уровню и соответствующая траектория ключевой ставки.

В базовом сценарии можно ожидать постепенного восстановления рынка ценных бумаг, начиная с 2026 года, при этом опережающую динамику, вероятно, покажет долговой рынок. В случае реализации дезинфляционного сценария восстановление может начаться раньше и иметь более выраженный характер, в то время как проинфляционный и рискованный сценарии предполагают более длительный период адаптации рынка к жестким денежно-кредитным условиям.

Для участников рынка в текущих условиях представляется целесообразной стратегия, сочетающая инвестиции в краткосрочные долговые инструменты с высокой доходностью и акции компаний с устойчивыми бизнес-моделями и высокими дивидендами. По мере снижения ключевой ставки будет возрастать привлекательность долгосрочных облигаций и акций компаний с высоким потенциалом роста, особенно из секторов, наиболее чувствительных к изменению процентных ставок.

Список литературы:

1. Как Банк России влияет на инфляцию [Электронный ресурс] // Официальный сайт Банка России. — Режим доступа: https://www.cbr.ru/dkp/w_infl/ (дата обращения: 28.02.2025).
2. Ключевая ставка Банка России и инфляция [Электронный ресурс] // Официальный сайт Банка России. — Режим доступа: https://www.cbr.ru/hd_base/infl/ (дата обращения: 28.02.2025).
3. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов: краткое содержание [Электронный ресурс] // Банк России. — Октябрь 2024. — Режим доступа: [https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/152674/on_Brochure_2025\(2026-2027\).pdf](https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/152674/on_Brochure_2025(2026-2027).pdf) (дата обращения: 28.02.2025).
4. Центральный банк Российской Федерации [Электронный ресурс]: официальный сайт. — Режим доступа: <https://www.cbr.ru> (дата обращения: 28.02.2025)