



Научный подход

Влияние изменений ставки ЦБ на финансовые рынки

Информационно-аналитический материал
Выпуск № 6

О чем этот выпуск

Понимание того, как разные активы реагируют на решения центральных банков, необходимо инвесторам, чтобы более точно оценивать риски и стоимость активов и соответствующим образом выстраивать стратегии. В нашем обзоре мы разберем, от каких факторов зависит динамика процентных ставок, как облигации, акции и другие финансовые инструменты обычно ведут себя при изменении ставок, и изучим, как российский рынок исторически реагировал на циклы денежно-кредитной политики Банка России.



Ирина Кривошеева

генеральный директор УК «Альфа-Капитал»

«Ставка Центрального банка — определяющий фактор для всех сегментов финансового рынка, что объясняет столь пристальное внимание к этой теме. Интересно, что связь между ставкой и финансовыми активами далеко не всегда работает линейно: как подтвердило наше исследование, рынок нередко учитывает ожидания в котировках еще до фактического решения регулятора. «Альфа-Капитал» стремится не только разъяснять инвесторам эти закономерности, но и помогать в своевременной адаптации их портфелей к меняющимся условиям, предлагая решения для разных фаз цикла движения ставок».



Сергей Пекарский

декан факультета экономических наук НИУ ВШЭ

«Механизмы воздействия решений Центрального банка демонстрируют сложную природу в зависимости от класса актива и типа рынков (фондового, облигационного, денежного, товарного, др.). Во-первых, компании разных секторов неодинаково реагируют на изменения ставки, что требует дифференцированного подхода к формированию инвестиционных стратегий. Во-вторых, рыночная реакция на изменения ставки не является мгновенной, необходимо учитывать рыночные ожидания. В-третьих, выбор оптимального набора активов зависит от фазы экономического цикла, состояния долговой нагрузки компаний и этапа развития денежно-кредитной политики. Для принятия верных инвестиционных решений необходим комплексный анализ, включающий в себя мониторинг макроэкономических тенденций, политических событий и специфических особенностей каждого сегмента рынка».

Содержание:

Логика принятия решений центральных банков

- Уровень инфляции
- Реальный ВВП и экономический цикл
- Рынок труда
- Кредитование
- Валютный курс и внешнеэкономическая среда
- Финансовая стабильность

Влияние изменений политики центральных банков на активы: мировой опыт

- Акции
- Облигации
- Прямые инвестиции
- Структурные продукты
- Валютный рынок
- Товарный рынок
- Денежный рынок

Реакция рублевых активов на решения ЦБ РФ

- Акции
- Облигации

Выводы для частного инвестора

Логика принятия решений центральных банков

Современные центральные банки, начиная с 1990-х годов, используют краткосрочные процентные ставки в качестве основного инструмента, с помощью которого они реагируют на отклонения фактической инфляции от цели, а также на «разрыв выпуска» — разницу между реальным и потенциальным ВВП. Именно на этих принципах основано правило Тейлора, предложенное профессором экономики Стэнфордского университета Джоном Тейлором в 1993 году:

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

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 соображений финансовой стабильности или с учетом других факторов. Ниже собраны основные факторы, определяющие решения центральных банков по ставке.

Уровень инфляции

Инфляция — **ключевой ориентир большинства ЦБ**. При ее 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 спроса.

Сложность в том, что центральный банк должен найти золотую середину, пройти между Сциллой инфляции и Харибдой рецессии. Продолжение жесткой денежно-кредитной политики тогда, когда экономика подходит к рецессии, может усилить экономический спад. И, наоборот, если центральный банк упустит ускорение инфляции, это может стоить экономике не только более высоких цен, но и длительного периода высоких ставок в будущем. Так, в 2011 году на фоне восстановления европейской экономики после кризиса 2008 года Европейский центральный банк (ЕЦБ) начал политику повышения процентной ставки. Однако европейская экономика (особенно Греции, Италии, Испании и Португалии) оказалась не готова к ужесточению кредитных условий, что привело к долговому кризису.

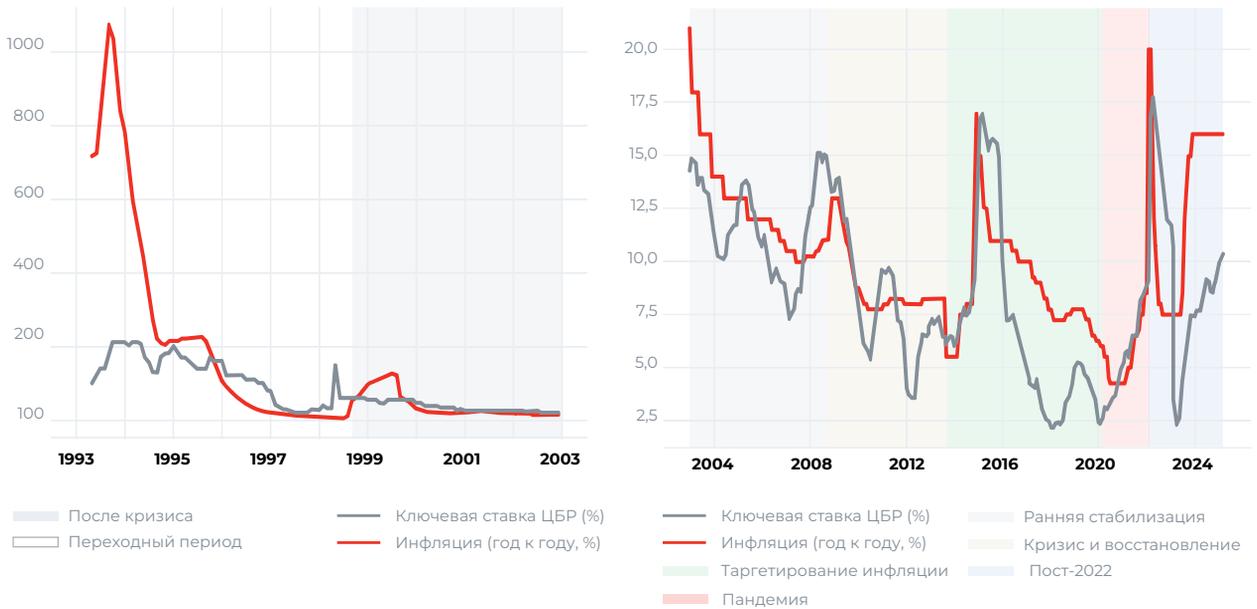


График 1. Динамика ставки Банка России и инфляции, с 1993 по 2025 год

Эволюция подхода Банка России к управлению ставками:

В 1990-х ЦБ действовал преимущественно интуитивно, реагируя на кризисы, а не на долгосрочные инфляционные тренды.

Настоящий перелом произошел с переходом к таргетированию инфляции **в 2013 году**, что сделало политику ЦБ более прозрачной и эффективной.

С 2022 года ЦБ вернулся к принципам таргетирования инфляции, проводя даже более жесткую политику, чем предписывают теоретические модели.

С начала 2000-х ЦБ начал приближаться к международным стандартам и более чутко реагировать на инфляцию.

Из-за пандемии COVID-19 **в 2020 году** ЦБ пришлось на время изменить приоритеты — на первый план вышла поддержка экономики.

Реальный ВВП и экономический цикл

Темпы роста реального (то есть с поправкой на инфляцию) ВВП влияют на решения центральных банков через понятие **output gap (разрыва выпуска)**¹. Если экономика растет медленнее потенциала или находится в рецессии, центральный банк вынужден снижать ставку, стимулируя кредитование, инвестиции и потребление для поддержки ВВП. И, наоборот, бурный рост экономики — сигнал к повышению ставки для предотвращения «перегрева» и всплеска инфляции.

Рынок труда

Рынок труда — **ключевой индикатор «перегрева»** экономики. Высокая безработица сигнализирует о слабом спросе и недоиспользовании ресурсов. Следовательно, ЦБ может держать низкие ставки или снижать их, стимулируя наем и потребление. Низкая безработица (ниже естественного уровня в 3-5%) — признак того, что экономика близка к перегреву: компании конкурируют за работников, растут зарплаты, ускоряется инфляция (эффект «спирали зарплат и цен»). В таком случае ЦБ приходится «нажимать на тормоз», чтобы охладить спрос на труд. Эту обратную связь описывает знаменитая кривая Филлипса². Кстати, центробанки с двойным мандатом (как, например, ФРС США, обязанная стремиться и к полной занятости, и к стабильным ценам) напрямую учитывают безработицу в своих решениях.

Рынок труда существенно повлиял на политику Банка России в 2023–2024 годах. В условиях роста экономической активности, миграции за рубеж и проведения СВО безработица достигла минимальных значений, что вызвало рост зарплат и потребительского спроса и послужило одной из причин роста инфляции. После того как в начале 2025 года темпы роста зарплат замедлились, ЦБ заговорил о возможности осторожного смягчения ДКП.

Кредитование

Избыточный рост кредитования — еще один фактор политики центральных банков. Когда в экономике наблюдается кредитный бум (быстрое увеличение количества выдачи займов населению и бизнесу, рост долговой нагрузки), это стимулирует текущий спрос и может создавать «пузыри» на рынках (например, перегрев цен на недвижимость) и грозит последующим кризисом неплатежей. Центральный банк может сдерживать избыточный кредитный рост повышением ставки, охлаждая спрос на займы, а также применять **макропруденциальные меры** (повышать требования к капиталу банков, ограничивать выдачу рискованных ссуд).

¹ 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, которого экономика могла бы достичь при полном использовании всех ресурсов (без инфляционного давления).

² 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 год. Первоначально кривая описывала связь между изменением номинальной заработной платы и безработицей, но позже интерпретация была расширена до уровня инфляции.

Валютный курс и внешнеэкономическая среда

Колебания курса и оттоки капитала

В открытой экономике валютный курс имеет важное значение для монетарной политики. Резкое обесценивание национальной валюты (например, вследствие бегства капитала или падения цен на экспортные товары) **мгновенно увеличивает цены на импортные товары**, что разгоняет инфляцию. Кроме того, девальвация национальной валюты может вызвать панические настроения. В таких случаях центральный банк может резко повысить ключевую ставку, чтобы защитить курс: высокая ставка делает активы в национальной валюте более привлекательными. Например, в декабре 2014 г. ЦБ РФ экстренно повысил ставку с 10,5% до 17%, объяснив решение «существенно возросшими девальвационными и инфляционными рисками» на фоне обвала рубля.

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, центробанки других стран **вынуждены тоже повышать ставки**.

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. Например, ЕЦБ в 2014–2015 годах, опасаясь, что сильный евро мешает росту цен, снизил ставку по депозитам до отрицательной и начал количественное смягчение (выкуп активов с рынка).

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 поддержания внутреннего спроса.

Финансовая стабильность

В периоды финансовых потрясений центральный банк переключает **приоритет на стабильность финансовой системы**. Если возникает угроза банковского кризиса и паники на рынках, ЦБ может резко снизить ставку, пожертвовав на время целевыми ориентирами по инфляции. Удешевление денег поддерживает банковскую систему (проще рефинансировать долги, меньше дефолтов) и финансовые рынки (смягчает падение цен). Так, в начале пандемии COVID-19 все крупные центральные банки решительно снизили ставки, чтобы смягчить удар локдауна.

Влияние изменений политики центральных банков на активы: мировой опыт

Теоретические и эмпирические исследования показывают, что изменения процентных ставок многогранно влияют на финансовые рынки. В первую очередь реагируют акции и облигации (с обратной реакцией на цены акций и прямым изменением доходности облигаций). Но через каналы стоимости заимствований, склонности к риску и аллокации активов реакция передается и рынкам недвижимости, производных инструментов и частного капитала.

Акции

Как правило, фондовый рынок демонстрирует обратную зависимость от **неожиданных повышений ставок**: рост ставок увеличивает ставку дисконтирования будущих денежных потоков и может замедлить экономический рост, что снижает оценку акций инвесторами. Если же изменения политики ЦБ являются постепенными и ожидаемыми (например, серия анонсированных повышений на 25 б. п.), **большая часть эффекта уже учтена рынком** заранее и его реакция в день события оказывается сдержанной.

Неожиданные понижения ставок 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, осенью 2008 года, когда Банк Англии снизил ставку сразу на 1,5%, рынок по итогам торгов в тот день потерял 6%: инвесторы поняли, что дальнейшее снижение невозможно и банк использовал «последний патрон».

Компании разных отраслей экономики по-разному реагируют на те или иные стадии экономического цикла:

- **циклические отрасли** (обрабатывающая промышленность, автомобилестроение, строительство) лучше всего проявляют себя в период экономического подъема;
- **антициклические, или защитные, отрасли** (здравоохранение, коммунальные услуги, потребительские товары первой необходимости), где выручка не зависит от стадии экономического цикла, хорошо чувствуют себя и в период кризиса.

На этом принципе построена **инвестиционная стратегия отраслевой ротации**. Впрочем, четко определить время наступления той или иной стадии экономического цикла обычно не так уж просто.

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 тоже растут, так как инвесторы требуют более высокой компенсации за хранение средств в условиях увеличившейся стоимости заимствований. Через арбитражные операции это изменение передается и на долгосрочные облигации, хотя **их реакция зависит еще и от ожиданий по будущим ставкам**. Если рынок ожидает дальнейшего ужесточения политики, это приводит к росту долгосрочных доходностей, поскольку инвесторы закладывают в стоимость облигаций будущие изменения. В то же время постепенное и ожидаемое повышение ставок обычно вызывает «медвежье уплощение» кривой доходности (когда краткосрочные ставки растут быстрее долгосрочных). А вот неожиданное повышение ставок может привести к одновременному росту всей кривой доходности.

Неожиданные повышения ставок также, как правило, **расширяют кредитные спреды на рынке**: доходности корпоративных облигаций растут быстрее, чем государственных, так как из-за более дорогих заимствований инвесторы начинают закладывать в цены риски дефолта. Тем не менее воздействие на рынок зависит от интерпретации инвесторами действий ЦБ. Например, если повышение ставок воспринимается рынком как сигнал доверия к сильной экономике, то более рискованные высокодоходные облигации могут упасть меньше (или даже вырасти) по сравнению с более качественными на фоне улучшения экономических перспектив — такие примеры встречались на американском рынке после ужесточения ставок ФРС.

При оценке влияния ставок на стоимость активов инвесторам важно учитывать, является ли изменение ставок **реакцией на позитивные экономические новости или исключительно на инфляцию**.

Прямые инвестиции

Низкие процентные ставки **стимулируют приток средств в фонды прямых инвестиций** (private equity), так как инвесторы ищут более высокую доходность в альтернативных инструментах. Низкие ставки также способствуют более активному использованию заемных средств и росту доходности.

Так, период почти нулевых ставок в 2010-х годах сопровождался беспрецедентным ростом фондов частного капитала и активности по выкупу компаний с использованием заемных средств. Дешевые займы позволяли финансировать сделки с низкими затратами, увеличивая объем и оценку приобретений. И наоборот, с началом цикла повышения ставок в 2022 году активность фондов private equity резко снизилась: дорогие кредиты сделали сделки менее выгодными, инвесторы стали осторожнее, объем сделок упал, сбор средств усложнился.

Структурные продукты

Структурные продукты представляют собой инвестиционные инструменты, сочетающие фиксированный доход (например, проценты от депозита) и деривативы (опционы), привязанные к определенным активам (акциям, индексам). Стоимость этих продуктов зависит от множества факторов, включая процентную составляющую. Изменение ключевой ставки центральным банком существенно влияет на структуру и доходность структурных продуктов.

Повышение ставки	Снижение ставки
<ul style="list-style-type: none">• Повышается привлекательность депозитов и консервативных инструментов, поскольку инвесторы имеют возможность получить больший доход без риска.• Увеличивается волатильность финансовых рынков, а с ней и премии по опционам, используемым в структурных продуктах.• Как следствие, банки и управляющие компании могут предлагать более высокие потенциальные доходы по структурным продуктам.	<ul style="list-style-type: none">• Депозиты становятся менее привлекательными, инвесторы ищут альтернативные инструменты.• Волатильность снижается, что сокращает премии по опционам.• Банки и управляющие компании предлагают меньшие потенциальные доходы по структурным продуктам, так как стоимость привлечения капитала уменьшается.

Валютный рынок

Теоретические модели утверждают, что при плавающем валютном курсе и высокой мобильности капитала **повышение внутренней процентной ставки по сравнению с зарубежными приводит к притоку капитала** (так как инвесторы стремятся получить более высокую доходность) и, как следствие, к укреплению национальной валюты. Снижение ставки, напротив, вызывает ослабление валюты.

По этой причине курс рубля долгое время зависел от притока иностранных денег на российский рынок: в период высоких процентных ставок доходность российских государственных облигаций привлекала иностранных инвесторов, что приводило к укреплению рубля, и наоборот, отток средств нерезидентов провоцировал спрос на иностранную валюту и рубль девальвировался. Однако после 2022 года в условиях санкций и отсутствия свободного доступа нерезидентов на российский рынок потоки иностранного капитала перестали играть значимую роль.

Курс национальной валюты определяет не только актуальная ставка, но и ожидания инвесторов, уровень премии за риск за инвестиции в страну, колебания цен на сырьевые товары (как в случае с рублем) и другие факторы.

Товарный рынок

Товары (нефть, металлы и пр.) реагируют как на прямой финансовый эффект изменения ставок, так и на косвенные макроэкономические эффекты (через ожидания роста и инфляции).

Прямой эффект изменения ставок		Косвенный эффект изменения ставок	
Влияние через издержки хранения	Влияние через курс доллара	Влияние через инфляционные ожидания	Влияние через экономические ожидания
Снижение ставки уменьшает альтернативные издержки хранения запасов, побуждая инвесторов и компании накапливать товары, что увеличивает спрос и цены.	Сырьевые товары номинированы в долларах. Поэтому ралли на сырьевом рынке зачастую совпадает с сильным падением курса доллара.	Если агрессивное снижение ставок считается как сигнал о более высокой будущей инфляции, инвесторы могут увеличить спрос на товары, чтобы снизить инфляционные риски.	Повышение ставок охлаждает экономическую активность (и соответственно, спрос на энергоносители и промышленные металлы), и наоборот.

Золото особенно чувствительно к реальным процентным ставкам.

Поскольку металл не приносит процентного дохода, его стоимость, как правило, растет при низких или отрицательных реальных ставках (что снижает альтернативные издержки его хранения) и падает при росте реальных ставок. 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.

Денежный рынок

Денежный рынок используется экономическими агентами (чаще всего это банки, инвестиционные фонды, крупные компании) для краткосрочного привлечения и размещения денежных средств. Стоимость этих операций обычно зависит от процентных ставок в стране. Например, изменения процентной ставки ФРС США или депозитной ставки ЕЦБ быстро отражаются на стоимости межбанковского кредитования и других местных краткосрочных ставках, хотя в ЕС этот процесс может быть неравномерным между странами — членами союза.

В России краткосрочные процентные ставки исторически были волатильными и высокими — следствие повышенной инфляции и периодических кризисов. С переходом России к режиму инфляционного таргетирования связь между ключевой ставкой и денежным рынком улучшилась: ключевая ставка теперь служит якорем для ставок денежного рынка. Рекордно высокий уровень ставки в 2024 году вызвал всплеск популярности фондов денежного рынка — их активы превысили 1 трлн рублей.

Реакция рублевых активов на решения ЦБ РФ

Акции

Изменения ключевой ставки оказывают обратное влияние на динамику российского фондового рынка, что соответствует общемировой практике.

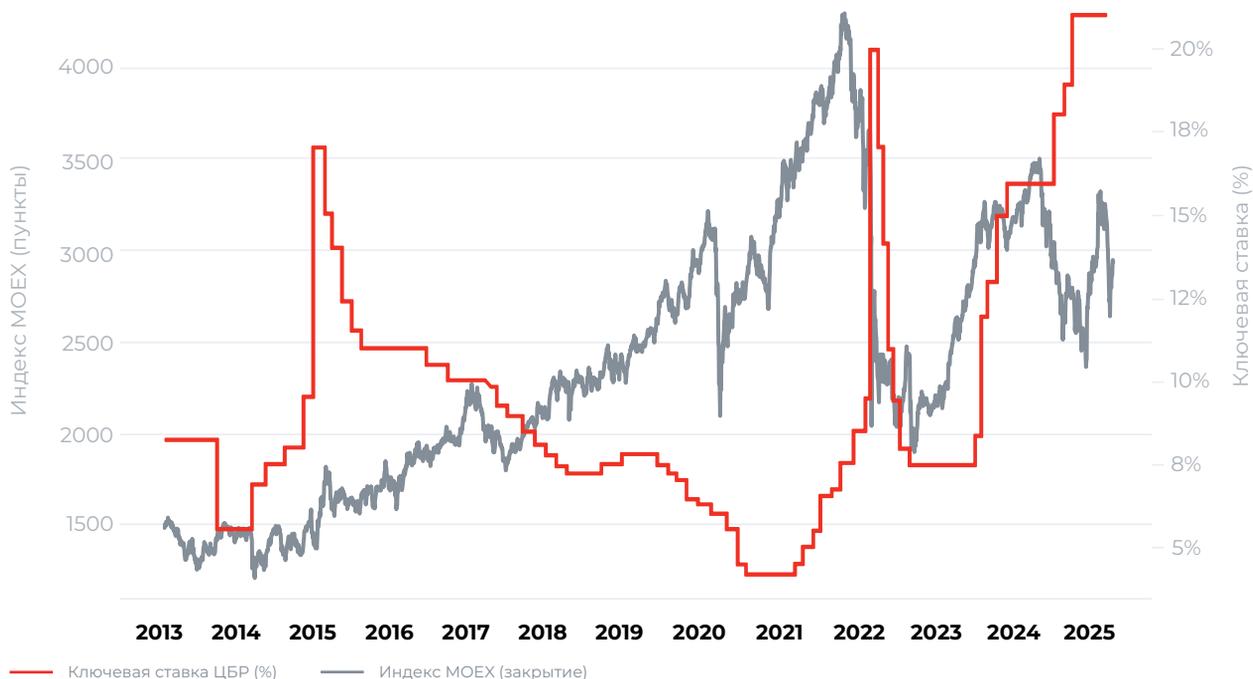


График 2. Ключевая ставка ЦБ РФ и индекс МосБиржи, 2013–2025 гг.

- Когда ЦБ снижает процентные ставки (или удерживает их на низком уровне), это, как правило, поддерживает акции за счет снижения стоимости заимствований для компаний, стимулирования экономической активности и увеличения ликвидности.
- Напротив, повышение ставок — особенно резкое и вызванное кризисом — часто сопровождается распродажей акций, так как сигнализирует о напряженности в экономике и увеличивает ставку дисконтирования, применяемую к будущим доходам компаний.
- При этом движения ставок и акций могут расходиться на протяжении длительного времени, и ожидать их сближения не всегда имеет смысл. Такие факторы, как корпоративные прибыли, геополитика и глобальные тенденции, могут играть более значимую роль в движении рынка.

Компании разных отраслей экономики по-разному реагируют на изменения ставок, следует из сопоставления отраслевых индексов с индексом широкого рынка (см. таблицу 1).

Высокая негативная чувствительность к росту ставки	Умеренная негативная чувствительность к росту ставки	Нейтральная чувствительность к росту ставки	Положительная чувствительность к росту ставки
<ul style="list-style-type: none"> • строительство • инновации 	<ul style="list-style-type: none"> • металлургия • телекоммуникации • электроэнергетика • химическая промышленность • потребительский сектор 	<ul style="list-style-type: none"> • транспорт • нефтегазовая промышленность 	<ul style="list-style-type: none"> • финансовый сектор • IT

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

Период	Всего за 2024 год		1 кв.		2 кв.		3 кв.		4 кв.	
	Доход-ть (%)	Изб. Доход-ть (%)	Доход-ть (%)	Изб. Доход-ть (%)	Доход-ть (%)	Изб. Доход-ть (%)	Доход-ть (%)	Изб. Доход-ть (%)	Доход-ть (%)	Изб. Доход-ть (%)
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

Избыточная доходность — доходность отраслевого индекса относительно динамики индекса Мосбиржи.

Динамика акций в целом соответствует классическим теориям о том, как ставки влияют на различные сектора экономики.

- **Финансовый сектор:** положительная чувствительность к повышению ставок подтверждает теорию о расширении процентной маржи банков в условиях ужесточения монетарной политики. Другими словами, при повышении ставок доходы по банковским активам показывают опережающий рост относительно расходов по депозитам. Однако если период высоких ставок затягивается, не обойтись без негативных эффектов: растут издержки фондирования, снижается спрос на кредиты, усиливаются риски ухудшения качества активов.
- **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:** относительная устойчивость нефтегазового сектора (-8,8% за год) по сравнению с металлургией (-16,43%) может объясняться различиями в структуре экспорта и валютной выручки.

Влияние ключевой ставки на российские отрасли в зависимости от долговой нагрузки (2022–2025 гг.)

В период с 2022 по 2025 год Центральный банк России провел серию резких изменений ключевой ставки — от повышения до 20% в начале 2022 года с последующим снижением до 7,5% до нового пика в 21% к концу 2024 года. Ужесточение денежно-кредитной политики оказало разное по силе влияние на отрасли, главным образом в зависимости от уровня долговой нагрузки.

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

- **Строительство и недвижимость:** резкий скачок ставки в 2022 году фактически заморозил ипотечное кредитование — в апреле зафиксировано падение на 75%. Госпрограммы субсидирования ипотеки 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** пережили резкое снижение спроса. Программы льготного автокредитования временно оживили рынок, но к 2024–2025 годам долговая нагрузка населения выросла, и продажи снова начали снижаться.
- **Транспорт и инфраструктура** (например, телекоммуникации): капиталоемкие компании столкнулись с резким ростом процентных расходов и снижением прибыли и отложили инвестиции.

2. Секторы со средней долговой нагрузкой — смешанное воздействие:

- **Тяжелая 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 счет бюджетного финансирования и льготных целевых кредитов.
- **Розничная торговля и потребительские услуги:** этот сектор отличается низкой долговой нагрузкой, но зависит от динамики потребительского кредитования. Повышение ставок ограничило выдачу займов, но рост зарплат и сохраняющийся потребительский спрос поддерживали продажи вплоть до конца 2024 года.
- **Нефтегазовый сектор:** в целом отличается невысоким уровнем долговой нагрузки. Его финансовые результаты больше зависят от возможностей экспорта, санкций и валютного курса.

Важно понимать, что **рынок во многом живет ожиданиями и наиболее резко реагирует**, когда они расходятся с реальностью. В мае 2024 года восходящий тренд на российском рынке оборвался после того, как инвесторы поняли, что политика ЦБ еще долго останется жесткой. В декабре 2024 года инвесторы, наоборот, ждали дальнейшего повышения ставки ЦБ сразу на 2 процентных пункта, а регулятор сохранил ставку на неизменном уровне. Последний подобный сюрприз ЦБ преподнес рынку на заседании в июне 2025 года, снизив ставку с 21% до 20%. Однако вскоре после того как решение было объявлено, на рынке началась фиксация позиций — несмотря на долгожданный перелом в динамике ставок.

Одна из причин — в риторике ЦБ, сохранившего умеренно жесткий тон. Более того, **снижение ставки не уменьшило жесткость денежно-кредитных условий**. Хотя ключевая ставка была снижена, инфляция снизилась еще сильнее. В результате реальные процентные ставки (номинальные за минусом инфляции) даже выросли. Кроме того, к этому времени длительный период высоких ставок начал сказываться на эмитентах российского фондового рынка. В 1-м квартале 2025 года выручка упала у 7 из рассмотренных нами 37 крупных компаний рынка, прибыль — у 23. Среди причин падения прибыли — рост операционных расходов и валютная переоценка, рост себестоимости и более дорогое обслуживание долга.

Для уверенного возврата к росту фондовому рынку необходимо **ясное понимание, что денежно-кредитные условия смягчатся**, 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. Волатильность облигационного рынка усиливается из-за значительных колебаний инфляции, курса рубля и внешних шоков. В то же время в периоды резкого изменения денежно-кредитной политики — будь то повышение или снижение ставок — открываются возможности для тактических инвестиций.

Ниже мы рассмотрим, как облигации реагируют на решения ЦБ в зависимости от их дюрации, кредитного рейтинга и структуры купонных выплат.

Влияние ключевой ставки на государственные облигации в зависимости от дюрации

Важнейший фактор, от которого зависит чувствительность облигации к изменению политики ЦБ, — это дюрация. Этот показатель отражает среднее время до получения инвестором всех выплат по облигации. Мы провели исследование взаимосвязи между решениями ЦБ по ключевой ставке и поведением ОФЗ различной дюрации в период с 2013 по 2025 год.

1. Ставка ЦБ влияет на рынок, но не мгновенно

Бумаги с дюрацией свыше 5 лет отличаются максимальной чувствительностью к решениям ЦБ, тогда как краткосрочные ОФЗ реагируют менее заметно. При этом ценовой эффект при изменении ставки, как правило, развивается не мгновенно, а в течение нескольких торговых сессий.

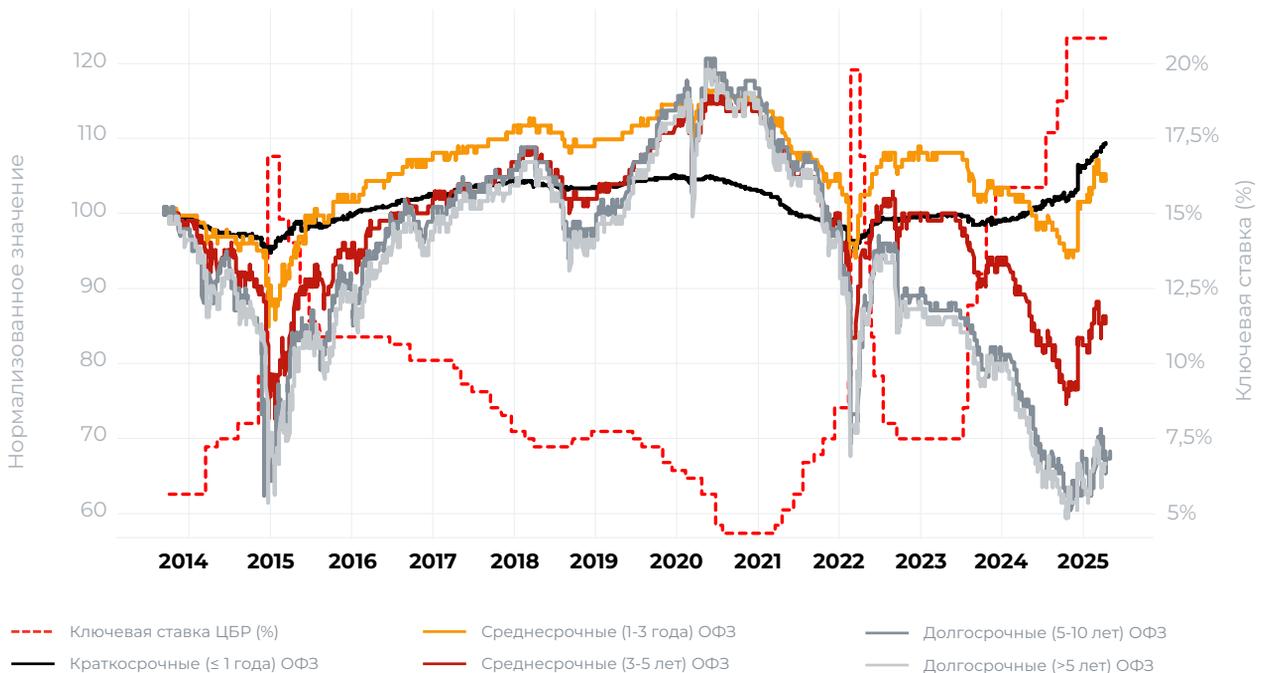


График 3. Ценовые индексы ОФЗ и ключевая ставка ЦБ РФ, 2013–2025 гг.

2. Асимметрия реакции на ужесточение и смягчение политики

Рынок, как правило, более резко реагирует на повышение ключевой ставки, чем на ее снижение. Особенно восприимчивы к нему длинные облигации. Во-первых, ужесточение политики усиливает неопределенность и воспринимается как сигнал роста инфляционных или макроэкономических рисков. Во-вторых, изменение монетарной политики носит асимметричный характер — повышение ставок оказывает более сильное влияние на стоимость заимствований. В-третьих, чувствительность цен усиливают структурные особенности российского рынка, такие как ограниченная ликвидность и низкое участие нерезидентов.

3. Рынок может предугадывать действия ЦБ

Некоторые движения на рынке 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 эффективно отражает решения по ключевой ставке. Однако инвестору важно не только понимать, как работает этот механизм, **но и учитывать тайминг, срок облигации и рыночные ожидания.**

4. Значимые различия в санкционный период

После 2022 года характер взаимодействия между ключевой ставкой и рынком государственных облигаций заметно изменился. Реакция краткосрочных и среднесрочных ОФЗ в условиях избытка ликвидности и при стабильной ключевой ставке стала менее выраженной. Хотя в периоды резких изменений ставки волатильность на этих участках сохраняется.

Длинные облигации (10+ лет) все чаще демонстрируют динамику, опережающую действия Банка России. Это связано не только с ростом значения рыночных ожиданий по инфляции и ставкам или общей неопределенностью, но и с техническими факторами: увеличением объема госдолга и смещением эмиссии в длинные бумаги.

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 все чаще становится индикатором рыночных ожиданий и потенциальных рисков, а ее инверсия или рост спреда между короткими и длинными бумагами может предупреждать о структурных изменениях в экономике.

5. Реакция рынка на сюрпризы

Наиболее резко динамика облигаций меняется в случае неожиданных решений ЦБ. В качестве примера можно привести 17 декабря 2024 года. Консенсус-прогноз экспертов ориентировался на возможное повышение ключевой ставки с 21% до 22% или 23%. Поэтому решение Центрального банка не менять ставку вызвало ралли как на фондовом, так и на долговом рынке.

Влияние ключевой ставки ЦБ на облигации в зависимости от кредитного рейтинга

Разные сегменты рынка облигаций по-разному реагируют на изменения ключевой ставки. Быстрее всего реагируют ОФЗ — цены на них перестраиваются в течение дня после изменения ставки ЦБ. А вот реакция корпоративных облигаций и ее темпы зависят от кредитного рейтинга бумаг.

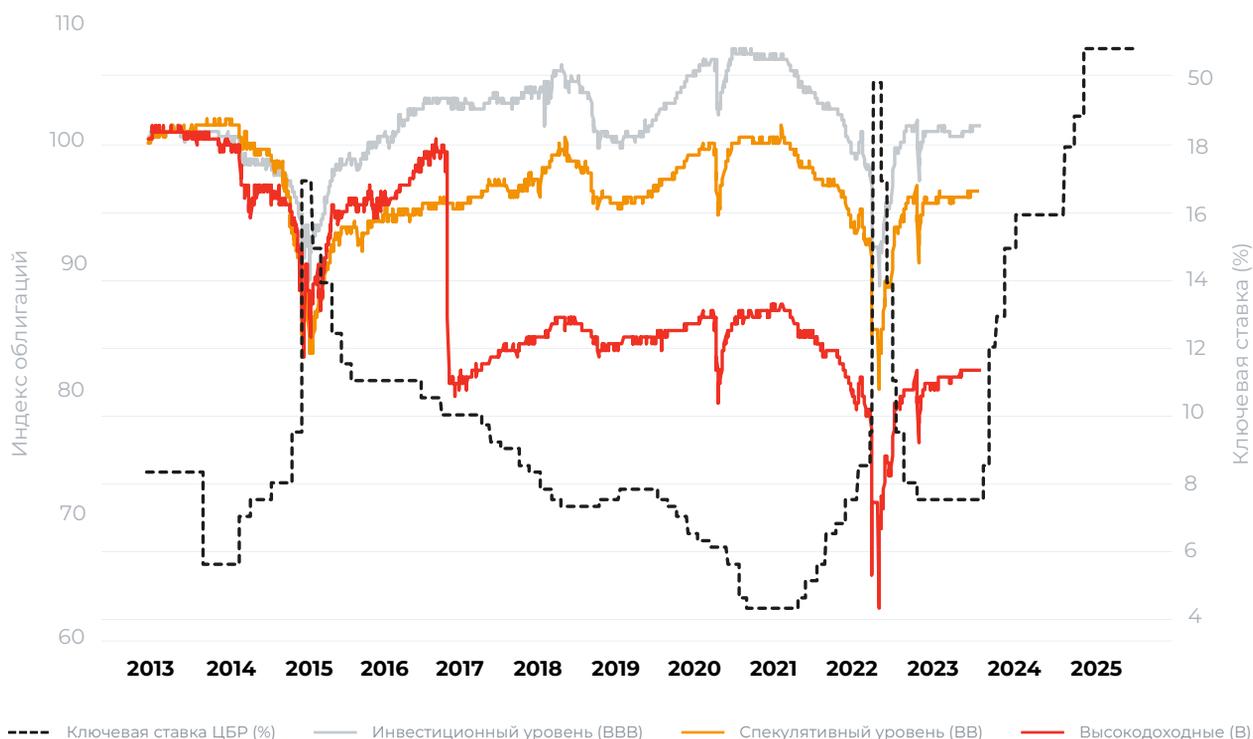


График 4. Корпоративные облигации и ключевая ставка ЦБ РФ, 2013–2025 гг.

- **Высококачественные облигации инвестиционного уровня (рейтинг BBB и выше)** характеризуются сильной отрицательной корреляцией с ключевой ставкой (-0,69): при повышении ставки они, как правило, теряют в цене, а при ее снижении растут. Это классическое поведение активов с фиксированным доходом. При повышении ставки ранее выпущенные облигации с более низким купоном становятся менее привлекательными для инвесторов и поэтому теряют в рыночной стоимости. Полное воздействие изменений монетарной политики на этот сегмент проявляется с задержкой в 7–10 рабочих дней, то есть инвесторы постепенно обновляют свои портфели после объявления решений регулятора.
- **Облигации спекулятивного уровня (рейтинг BB и выше)**, то есть бумаги среднего уровня риска, среди всех сегментов демонстрируют наиболее сильную отрицательную корреляцию с ключевой ставкой (-0,82). Вероятно, это связано с тем, что облигации этого класса предлагают привлекающий инвесторов баланс между более высокой (чем у инвестиционного уровня) доходностью и все еще разумным уровнем риска, что делает их наиболее чувствительными к решениям ЦБ.

- **Высокодоходные облигации (рейтинг В и выше)** наименее чувствительны к изменению ключевой ставки. Их динамика определяется в первую очередь кредитными рисками эмитентов, уровнем рыночной ликвидности и индивидуальными характеристиками компаний. Вместе с тем краткосрочная доходность и волатильность в сегменте ВДО могут увеличиваться в периоды резких изменений денежно-кредитной политики, поскольку решения ЦБ 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.

Не только ключевая ставка: ужесточение нормативов и кредитные спреды

2024 год наглядно показал, что на уровень ставок на рынке **влияет не только денежно-кредитная, но и макропруденциальная политика ЦБ** — это система нормативов и лимитов (в основном для банков), задача которых — снизить риски финансового сектора. В 2022 году ЦБ предоставил ряд послаблений по соблюдению нормативов, но с 2024 года начал постепенно восстанавливать требования к банкам. В частности, снова начал действовать норматив краткосрочной ликвидности, обязывающий системно значимые банки накапливать подушку безопасности из высоколиквидных активов в объеме потенциального оттока средств клиентов в течение 30 дней.

Для балансировки норматива банки начали активно повышать ставки по срочным депозитам (в отличие от текущих счетов и счетов до востребования, они менее подвержены оттоку, а значит, НКЛ соблюдать проще). Рост издержек естественным образом переключивался в стоимость кредита. В конечном счете **ставки по депозитам и кредитам стали расти намного быстрее ключевой ставки** (отдельные банки привлекали годовые депозиты от компаний по ставкам 25–26% при ключевой ставке 21%) и выросла стоимость денег во всей экономике в целом.

Как следствие, **на рынке облигаций резко увеличились кредитные спреды**. Например, для крупных компаний с рейтингом AAA премия к ОФЗ увеличилась с нормальных 0–1 п. п. до аномальных 5–6 п. п., тогда как по «мусорным» облигациям с низким рейтингом спреды могли достигать до 30 п. п. (а текущие доходности — до 60–80%).

Резкий рост ставок кредитования **негативно сказался и на акциях компаний с высоким уровнем задолженности**, для которых дорогие заимствования создают риск ухудшения финансовых показателей.

Облигации с плавающей ставкой (флоатеры)

Этот вид облигаций набрал популярность в 2024 году, хотя до этого востребован не был (возможно, потому что период повышения процентной ставки ранее не был столь длительным). К концу 2024 года флоатеров было выпущено на 5,5 трлн рублей, а их доля достигла 30% общего объема облигаций. Ставка купона по таким облигациям обычно **зависит от динамики ключевой ставки или ставки денежного рынка RUONIA**, что позволяет инвестору с их помощью ограничить процентный риск в случае роста ставок.

Однако, несмотря на рекордный уровень ключевой ставки, в октябре 2024 года индекс облигаций с плавающим купоном резко упал, более 90% флоатеров торговались ниже номинала. Дело в том, что в условиях повышения процентных ставок растут кредитные риски, отражающие опасения инвесторов относительно того, смогут ли эмитенты выполнять свои обязательства. Высокие ставки привели к автоматическому росту доходности всех видов корпоративных облигаций, поэтому те надбавки, которые еще весной или летом предлагались эмитентами флоатеров, **к осени уже не устраивали инвесторов**: к примеру, летом эмитент ВДО выпускал облигации с купоном, равным ключевой ставке + 2,5 п. п. А осенью такие облигации стали предлагать эмитенты с инвестиционным рейтингом. Кроме того, на ценах сказался и резкий рост предложения бумаг с плавающей ставкой.

Выбор типа облигаций (с фиксированным купоном или с плавающей ставкой) зависит от горизонта инвестирования и ожиданий инвестора по снижению ставки. Если инвестор ждет резкого снижения ставки к концу года (например, до 14–15%), имеет смысл «ставить» на облигации с длинной дюрацией и фиксированным купоном, поскольку при снижении ключевой ставки именно эти инструменты могут больше всего вырасти в цене. Если же инвестор «ставит» на постепенное снижение ставки (в соответствии с прогнозом ЦБ), целесообразным представляется смешанный портфель с большой долей облигаций с плавающим купоном и высокой частотой купонных выплат.

Выводы для частного инвестора

- Ключевая ставка влияет на все сегменты финансового рынка. Однако характер и скорость ее **влияния зависят от многих факторов: типа актива, стадии экономического цикла и макроэкономического контекста**. Поэтому перед формированием или пересмотром портфеля важно оценить ситуацию в экономике и попытаться определить вероятные шаги ЦБ.
- **Рынок реагирует на изменение ставки асимметрично**: на повышение ставки более резко, чем на снижение.
- Движение финансовых активов зависит **не только от фактического движения ставки, но и от ожиданий относительно будущих шагов ЦБ**, которые рынок старается отыграть заранее. Правило «покупай на слухах, продавай на фактах» в этом случае работает очень точно. По той же причине, если решение ЦБ в итоге расходится с ожиданиями рынка, это приводит к резкой реакции активов.
- Снижение ключевой ставки — **благоприятный период для инструментов с нефиксированной доходностью (акции и сырьевые инструменты)**. Но с одной оговоркой — если снижение ставки не вызвано рецессией. Повышение (а еще хуже — длительное удержание ключевой ставки на высоком уровне) влияет на рынок акций негативно. При этом надо учитывать, что эмитенты из разных отраслей ведут себя на разных экономических циклах по-разному в зависимости от чувствительности отрасли к конъюнктуре, долговой нагрузке компании, валютного курса и других факторов. Это позволит **использовать ротацию между секторами** для снижения риска и повышения потенциальной доходности.
- На рынке облигаций в условиях роста ставки имеет смысл выбирать короткие бумаги и облигации с плавающей ставкой. В условиях снижения процентной ставки предпочтение должно отдаваться облигациям с большей дюрацией и фиксированным купоном. Однако **выбор бумаг зависит также от темпов и масштабов снижения ставки**. В случае резкого и быстрого снижения ставки длинные государственные и инвестиционные корпоративные облигации представляют наибольший интерес (а более агрессивные инвесторы могут рассмотреть и высокодоходные облигации, спред по которым может существенно снизиться). Однако если инвестор сомневается в быстром снижении ставки, длинные облигации в портфеле должны сочетаться с флоатерами. И конечно, следует помнить, что высокие процентные ставки, особенно в течение длительного времени, могут привести к ухудшению финансового положения эмитентов, и внимательно оценивать кредитные риски.
- **В условиях неопределенности и/или ужесточения денежно-кредитной политики инвестору также имеет смысл обратиться к фондам денежного рынка**, которые позволяют получать рыночную доходность и обладают высокой ликвидностью, что позволит быстро перейти из них в акции и облигации, когда ситуация на рынке изменится.

Обязательная информация

Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Альфа-Капитал». Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00028 от 22 сентября 1998 г. выдана ФСФР России, без ограничения срока действия. Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000, выдана ФСФР России 30 ноября 2004 г., без ограничения срока действия. Информация, содержащаяся в данном информационно-аналитическом материале (далее — Материал), не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение любых ценных бумаг, продуктов или услуг. Представленные в Материале мнения учитывают ситуацию на дату предоставления информации. УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная в Материале информация или мнения верны или приведены полностью. Указанная информация не является исчерпывающей и подготовлена только в информационных целях, носит исключительно ознакомительный характер и может быть изменена УК «Альфа-Капитал» в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» не рекомендует использовать Материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения и не дает гарантий или заверений в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования указанной информации. Материал не является призывом к отказу от приобретения услуг/продуктов иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений и не преследует цели формирования негативной деловой репутации иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений и их продуктов. Любые оценки и/или сведения, касающиеся деятельности иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений, выражают субъективную оценку ситуации в соответствии с информацией, легально полученной и доступной на момент подготовки настоящего сообщения. Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1, телефоны: +7 (495) 783-4-783, 8 800 200-28-28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в сети Internet по адресу www.alfacapital.ru. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией и побуждением к приобретению определенных ценных бумаг и (или) заключению определенных договоров, в том числе являющихся производными финансовыми инструментами.