



Парадокс ключевой ставки: почему ужесточение денежно-кредитной политики не остановило приток инвесторов на российский фондовый рынок (2022–2024 гг.)

Михайлов А.К., аспирант, ФГБОУ ВО «Российская Академия Народного Хозяйства и Государственной службы при Президенте Российской Федерации», Москва, Россия

Аннотация. В статье рассматривается как ужесточение денежно-кредитной политики Банком России повлияло на изменение роста количества частных инвесторов с 2022-2024 гг. Несмотря на то, что модели межвременного выбора показывают, что рост ключевой ставки ведет к оттоку инвесторов с фондового рынка, российский рынок ценных бумаг сумел сохранить положительную динамику в увеличении числа частных участников торгов. На основе данных Мосбиржи и ЦБ выдвигается гипотеза, что произошедшие в российской экономике определенные структурные изменения нивелировали значимость колебаний ключевой ставки для притока новых инвесторов на фондовый рынок. Этими факторами являются сужение выбора доступных инвестиционных продуктов из-за крайне ограниченного доступа к иностранным рынкам, действенное стимулирование частных вложений через индивидуальные инвестиционные счета, успешное развитие цифровизации.

Ключевые слова: фондовый рынок, ценные бумаги, денежно-кредитная политика (ДКП), новые инвесторы, санкции, индивидуальные инвестиционные счета (ИИС), модели межвременного выбора.

Interest Rate Paradox: Why tightening of monetary policy didn't stop the Inflow of investors into the Russian stock market (2022-2024)

Mikhaylov A.K., graduate student, The Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russia

Annotation. The article examines contractionary monetary policy by the Bank of Russia has affected the growth of the number of private investors from 2022 to 2024. Despite the fact that intertemporal choice models show that an increase in the key interest rate leads to a reduction of investors from the stock market, the Russian securities market has managed to maintain a positive trend in terms of the number of private participants in trading. Based on data from the Moscow Exchange and the Central Bank, it is hypothesized that certain structural changes in the Russian economy have mitigated the impact of fluctuations in the key interest rate on the influx of new investors into the stock market. These factors include a narrowing of the available investment products due to extremely limited access to foreign markets, effective promotion of private investments through individual investment accounts, and successful development of digitalization.

Key words: stock market, securities, monetary policy (MP), new investors, sanctions, individual investment accounts (IIAs), models of intertemporal choice

С ослаблением инфляционных показателей Банк России (ЦБ) приступил к поэтапному снижению ключевой ставки после более полутора лет повышений. Чуть больше полугода ставка держалась на уровне 21% – при том, что на начальном этапе финрегулятор радикально повысил ее с 7,5% до 16% всего за пять месяцев. Столь резкое движение вверх, ради борьбы с растущими темпами инфляции, повлекло за собой значительное удорожание кредитования. Традиционно экономические модели межвременного выбора предполагают, что повышения в банковской ставке ведет к серьезному оттоку капитала с фондового рынка. Данный феномен описывается в гипотезе перманентного дохода, в которой агенты показаны как рациональные игроки, сглаживающие свое потребление, перераспределяя свои сбережения в финансовые инструменты с оптимальным соотношением риска и дохода [3].

За последние 10 лет российский фондовый рынок пережил достаточно активный рост интереса к нему со стороны частных инвесторов. Несмотря на тяжелейшие прямые и косвенные санкции и иные конъюнктурные ограничения, усиливающие и без того нестабильную ситуацию с ценными бумагами, вызванную сдерживающей денежно-кредитной политикой (ДКП) ЦБ и общемировой экономической неопределенностью, каждый год тем не менее наблюдались какие-то положительные изменения в динамике присутствия на рынке частных инвесторов. Российская академическая литература пристально следила за этим всплеском. «К июню 2022 г. брокерские счета на Московской бирже имели уже более 20 млн физических лиц, что в десять раз больше, чем в 2018 г.» [5]. «В июне 2023 г. количество частных инвесторов на российском фондовом рынке достигло 31 млн» [7]. За 2023 год объем средств на счетах розничных инвесторов увеличился на 53% по сравнению годом ранее и составил 9,2 трлн рублей, а количество физических лиц с открытыми брокерскими счетами возросло на 29%. К концу 2024 года, по данным Мосбиржи, число уникальных счетов увеличилось до 35 млн, что также сопровождалось ростом количества клиентов, у которых имеются активы на счетах. И этот продолжающийся прирост численности новых инвесторов, хотя со временем и несколько замедлившийся, пришелся как раз на период проводимого Банком России денежно-кредитного ужесточения. Из чего напрашивается вывод, что инвесторы оказались не столь чувствительны к изменениям процентной ставки, насколько это предполагают классические экономические модели. А значит, если рассуждать дальше, можно допустить наличие более критичных факторов, которые привели к структурным изменениям в экономике и «функции полезности» инвесторов, заглушив при этом влияние колебаний в ключевой ставке на приток инвесторов на рынок ценных бумаг – в чем и заключается суть гипотезы, обосновываемой в настоящей статье.

Современная трактовка теории перманентного дохода исходит из того, что сдерживающая денежно-кредитная политика приводит к уменьшению инвестиционного потенциала, так как увеличение процентной ставки повышает

ставку дисконтирования, которая в свою очередь понижает будущую доходность и текущую стоимость финансовых активов на бирже.

На фоне наблюдаемых отклонений практики от теоретической основы полагается оправданным несколько расширить применяемую методологию различных моделей межвременного выбора, что помогло бы в более гибкой интерпретации последствий тех шоков, через которые прошла и проходит российская экономика, начиная с 2022 года. Цель статьи заключается в дополнении концептуальных рамок факторами, которые позволили бы объяснить сохранение определенных положительных тенденций на отечественном фондовом рынке вопреки «неблагоприятным» регуляторным решениям и общему деградирующему деловому климату.

Рассмотрим, какие же специфические для России явления можно было бы интегрировать в модели межвременного выбора, что содействовало бы подтверждению сформулированной гипотезы.

Необходимо, конечно же, учитывать изменения в конъюнктуре инвестиционной среды, в которой осуществляется циркуляция ценных бумаг. «Инвестиционные предпочтения в силу геополитических факторов резко сместились в сторону ценных бумаг российских эмитентов» [6]. Западные санкции и ответные меры, которые применило российское государство, привели к лимитированному доступу к иностранному капиталу и рынкам, что вызвало кардинальные изменения в составляющих портфелей российских инвесторов. Если исторически рассматривать такой портфель в условиях глобальной диверсификации то видно, что помимо набора различных финансовых инструментов российского рынка его было возможно и принято дополнять с помощью зарубежных активов, тем самым позволяя выстраивать инвестиции на «эффективной границе», достигая максимальной доходности при установленном уровне риска. При этом увеличение «безрисковой» ставки (по депозитам) должно способствовать увеличению премии за взятый риск. Другими словами рискованные активы должны начинать предполагать доходность с учетом рисков на таком уровне, который был бы более привлекательным по сравнению с

«безрисковыми» альтернативами. Вышеизложенное является теорией Марковица и, следуя ее логике, ужесточение ДКП должно приводить к оттоку инвесторов с фондового рынка в активы с меньшей степенью риска.

В нынешних же условиях ограниченности (если не сказать отсутствия) доступа к иностранным финансовым рынкам, большинство отечественных инвесторов покупают и продают финансовые инструменты, которые торгуются исключительно в российской юрисдикции. Доходность в таких условиях напрямую зависит от экономического курса, которого придерживается государство, поэтому во многом «эффективная граница» инвестиционных портфелей смещается на уровень с более высокой степенью риска. Потеря возможности диверсификации за счет зарубежных источников означает, что инвесторы не могут настолько же эффективно понижать уровень риска при заданном уровне доходности.

Стоит также отметить, что формально «безрисковый» актив в виде банковских депозитов и накопительных счетов также невозможно считать абсолютно лишенным риска. В нынешних условиях реальный доход, который они предлагают, может быть существенно «съеден» повышенным уровнем инфляции. Присутствует также вероятность того, что государство продолжит вводить ограничения на снятие средств с банковских счетов.

Именно поэтому в России значительно вырос спрос на корпоративные облигации (КО) и облигации федерального займа (ОФЗ), так как теперь их рассматривают наравне с традиционными «безрисковыми» активами, но воспринимают как имеющие более привлекательный баланс между степенью риска и доходностью. В процессе наблюдается смена «оптимизационной задачи», с помощью которой инвесторы принимают решения. Если раньше они занимались максимизацией дохода при заданном уровне риска, то теперь парадигма сменилась на то, чтобы минимизировать потери, сопряженные с утратой возможности диверсификации инвестиционного портфеля. Агенты теперь принимают решение о структуре своих вложений, выбирая между тремя возможными вариантами. Условно «безрисковыми» активами (депозиты) с

доходностью, зависящей от ставки ЦБ, уровня инфляции и нерыночных факторов. Второе – это КО и ОФЗ, доходность которых также определяется ДКП и инфляцией, но еще и рыночными рисками. И третье – самый рискованный вариант (акции) с высокой волатильностью, но и вероятностью наиболее высокой отдачи.

Как следствие можно презюмировать, что изменения ключевой ставки оказывают самое непосредственное влияние на доходность по облигациям, которые в сложившихся условиях выступают главными альтернативами депозитам, а то и опережают их по привлекательности. В случае искусственно обособленного российского рынка ценных бумаг этот эффект послужил стимулом для роста числа открытых инвестиционных счетов.

Еще одним ключевым фактором, положительно сказавшимся на усилении вовлеченности частных инвесторов в операциях на фондовом рынке можно назвать установление льготного налогового режима для открытия индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС), что отмечается и в отечественной научной литературе: «На рост количества частных инвесторов и объем средств на индивидуальных инвестиционных счетах влияет льготный режим налогообложения» [5].

Аналогичные программы по налоговым вычетам при инвестиционной деятельности уже много лет показывают себя как весьма действенный механизм стимулирования активности во многих развитых странах: например, в США с их пенсионно-накопительной системой IRA, или в Великобритании с ее «индивидуальными накопительными счетами» (ISA).

Созданная в России возможность открывать счета с льготными налоговыми условиями позволила заметно сгладить сокращение на отечественном рынке выбора привлекательных инвестиционных продуктов. Именно благодаря ИИС многие россияне начали рассматривать покупку ценных бумаг как способ диверсификации и приумножения своих долгосрочных сбережений. По данным ЦБ, в 2015 году, когда ИИС только появились, их

насчитывалось порядка 300 тыс. В 2018 году эта цифра превысила 3 млн. На сегодняшний день их уже 6,2 млн.

Механизм предоставления налоговых вычетов создает достаточно привлекательные условия для инвесторов, которые понимают, что сверхприбыль по инвестиционному счету будет не настолько сильно обременена налоговыми обязательствами, как по депозитному счету. Резонно предположить, что налоговый вычет с ИИС вполне способен превзойти доходность, которую предлагает депозит даже с наиболее высокой процентной ставкой.

Необходимо учитывать и явление цифровизации, сыгравшее важную роль в поддержании растущей активности частных инвесторов. «Стимулирующим фактором выступили и процессы цифровизации, направленные на создание финансовых платформ (маркетплейсов), которые значительно облегчили работу с информацией» [7].

Как гласит теория, именно «рыночные трения» (технические и организационные издержки) способны приводить к более низкому уровню участия в торгах, чем в реальности можно было бы ожидать. Это включает в себя трудности с доступом к информации и техническим обеспечением транзакций, что очень часто сдерживает первичный выход потенциального инвестора на фондовый рынок.

Так, на примере США В. Боган показывает, что, несмотря на достаточно стабильный рост рынка ценных бумаг, исторически уровень участия в нем населения никогда не превышал $1/3$ – даже в период инвестиционного бума в 1980-х. И именно цифровая революция 1990-х (принципиальное увеличение доступности интернета для непрофессионалов, широкое бытовое использование компьютеров, перевод многочисленного функционала с бумажных носителей на электронные) привела к качественному увеличению темпов роста индивидуальных участников фондового рынка.

В России просматривается схожая зависимость между развитием интернет-технологий и их широкой доступности и уровнем участия в торгах ценными бумагами. По аналогии – при устранении трех основных причин низкой

индивидуальной инвестиционной активности: транзакционные и другие технические издержки, ограниченный доступ к информации, число частных инвесторов кратно возрастает.

Как подмечает А.П. Гарнов, в регионах с более высоким процентом городского населения и уровнем обеспеченности стабильным подключением к интернету наблюдается и большее число индивидуальных вложений в ценные бумаги. Этому также способствует стремительное распространение различных виртуальных площадок, упрощающих открытие и функционирование брокерского счета, получение позволяющей принимать инвестиционные решения аналитики – причем во многих случаях при минимальных (или даже нулевых) финансовых затратах и требованиях компьютерной грамотности. Такие возможности теперь стали доступны чуть ли не во всех основных банковских интернет-приложениях, которые прочно стали базовой моделью распоряжения личными денежными средствами для значительной части населения. «Основная масса новых клиентов на брокерском обслуживании пришла через кредитные организации... через мобильные приложения» [5].

Наметившиеся структурные изменения в инвестиционном поведении россиян, которые произошли в результате внешних шоков, нацеленных на сглаживание негативных последствий от них интервенций государства и технологического прогресса, выявили потребность внесения корректировок в стандартные модели оценки процессов на рынке ценных бумаг и инструментов влияния на него – для учета российской хозяйственной реальности и специфики. В частности, важно учитывать наличие определенного уровня процентной ставки, при котором чувствительность притока инвесторов на фондовый рынок к изменениям самой ставки стремится к нулю. На практике это свидетельствует о снижении значимости ДКП и возрастании потенциала фискальной политики для регуляторного стимулирования развития отечественного рынка ценных бумаг.

Библиографический список:

1. Bogan, V. L. (2008). Stock Market Participation and the Internet. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, – 43(1), – 191–211.
2. Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. The Journal of Finance, – 7(1), – 77–91.
3. Friedman, Milton. A Theory of the Consumption Function / Milton Friedman. – Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1957. – 243 p.
4. Обзор ключевых показателей брокеров // Официальный сайт Центрального Банка России. – URL: https://cbr.ru/analytics/rcb/review_broker/
5. Гарнов А. П., Афанасьев Е. В. Проблемы привлечения физических лиц на Российский Фондовый рынок // Вестник Российского экономического университета им. Г.В. Плеханова. – 2023. – Т. 20. – № 1 (127). – С. 101-108. – DOI: <http://dx.doi.org/10.21686/2413-2829-2023-1-101-108>
6. Катаева Т.М., Катаев А.В., Коженко Ю.В. Финансы, денежное обращение и кредит: Теория Методология и инструменты управления // Вестник Астраханского государственного технического университета. Серия: Экономика. – 2023. – № 4. – С. 118-124. – DOI: <https://doi.org/10.24143/2073-5537-2023-4-118-124>
7. Шамхалова А.А. Частные инвесторы на российском фондовом рынке // Экономическое развитие России. – 2023. – Т. 30. – № 9. – С. 38-45.

References:

1. Bogan, V. L. (2008). Stock Market Participation and the Internet. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, – 43(1), – 191–211.
2. Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. The Journal of Finance, – 7(1), – 77–91.
3. Friedman, Milton. A Theory of the Consumption Function / Milton Friedman. – Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1957. – 243 p.
4. Overview of the key indicators of brokers // Official website of the Central Bank of Russia. – URL: https://cbr.ru/analytics/rcb/review_broker/

5. Garnov A. P., Afanasyev E. V. Problems of attracting individuals to the Russian Stock market // Bulletin of the Plekhanov Russian University of Economics. – 2023. – Т. 20. – № 1 (127). – Pp. 101-108. – DOI: <http://dx.doi.org/10.21686/2413-2829-2023-1-101-108>

6. Kataeva T.M., Kataev A.V., Kozhenko Yu.V. Finance, money circulation and credit: Theory, Methodology and management tools // Bulletin of the Astrakhan State Technical University. Series: Economics. – 2023. – № 4. – pp. 118-124. – DOI: <https://doi.org/10.24143/2073-5537-2023-4-118-124>

7. Shamkhalova A.A. Private investors in the Russian stock market // Economic development of Russia. – 2023. – Vol. 30. – № 9. – pp. 38-45.