

УДК 336.7

DOI: 10.34670/AR.2026.69.15.074

Трансформация финансового рынка Российской Федерации под влиянием инфляции, валютных колебаний и изменений в кредитно-денежном регулировании

Бабазаде Назрин Азер кызы

Студент,

Российская академия народного хозяйства
и государственной службы при Президенте Российской Федерации,
119571, Российская Федерация, Москва, просп. Вернадского, 82;
e-mail: babazade@ranepa.ru

Аннотация

Финансовый рынок Российской Федерации в 2021–2026 гг. функционирует под одновременным воздействием повышенной инфляции, резких колебаний валютного курса и масштабного изменения ключевой ставки, прошедшей путь от 8,50% до 21,00% и обратно до 14,50%. Совместное влияние этих факторов на структуру рынка остаётся дискуссионным: одни авторы выводят перенастройку рынка из процентной политики, другие – из совокупности курсовых и бюджетных условий. Цель работы – установить, как соотношение инфляции, валютной динамики и кредитно-денежного регулирования перераспределяет реальную доходность и относительную привлекательность сегментов рынка. На авторской модели реальная доходность депозитного, государственного, корпоративного и долевого сегментов рассчитана по соотношению Фишера, а изменение доходности модельного облигационного портфеля разложено методом цепных подстановок на вклад ставки, инфляции и валютной переоценки; дополнительно оценена чувствительность приведённой стоимости долгового инструмента к ставке дисконтирования. Расчёты показывают, что в 2024–2025 гг. понижающий вклад валютного укрепления (–3,84 п.п.) почти полностью компенсировался дезинфляцией (+3,87 п.п.), тогда как изменение ставки внесло лишь –0,73 п.п. Перераспределение реальной доходности между сегментами определяется прежде всего соотношением номинальной ставки и инфляции при сопоставимой по модулю, но встречной роли курсовой переоценки; курс выступает корректирующим, а не ведущим фактором трансформации.

Для цитирования в научных исследованиях

Бабазаде Н.А. Трансформация финансового рынка Российской Федерации под влиянием инфляции, валютных колебаний и изменений в кредитно-денежном регулировании // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2026. Том 16. № 6А. С. 785-796. DOI: 10.34670/AR.2026.69.15.074

Ключевые слова

Финансовый рынок, инфляция, валютный курс, ключевая ставка, денежно-кредитная политика, реальная доходность, структурная трансформация, процентная политика, валютная переоценка, сегменты рынка.

Введение

Финансовый рынок Российской Федерации к середине 2020-х гг. функционирует в макроэкономической среде, заметно отличающейся от условий предшествующего десятилетия. Сочетание повышенной инфляции, резких изменений валютного курса и беспрецедентного по амплитуде маневрирования ключевой ставкой переопределило относительную привлекательность отдельных сегментов рынка и перенастроило поведение его участников. Годовой прирост потребительских цен, по данным Росстата, увеличивался с 8,39% в 2021 г. до 11,94% в 2022 г., затем снижался до 7,42% в 2023 г., вновь ускорялся до 9,52% в 2024 г. и опустился до 5,59% в 2025 г. Ключевая ставка Банка России за тот же период прошла путь от 8,50% на конец 2021 г. до 21,00% на конец 2024 г. с последующим снижением до 14,50% к середине июня 2026 г. Подобная амплитуда не имеет прямых аналогов в новейшей истории отечественного денежного регулирования. Каждый из перечисленных факторов изучен подробно, тогда как их совместное воздействие на структуру рынка остаётся предметом разногласий.

Разногласия концентрируются вокруг того, какой из факторов выступает ведущим в наблюдаемой трансформации. М. Ю. Головнин [Головнин, 2023] трактует перенастройку денежно-кредитной политики как ответ на внешние шоки, при котором процентный канал приобретает доминирующее значение по отношению к курсовому. Иную акцентировку предлагают Г. С. Панова, И. В. Ларионова и Н. А. Шуба [Панова, Ларионова, Шуба, 2024], рассматривающие дилемму между поддержанием финансовой стабильности и стимулированием экономического роста как структурное ограничение, не сводимое к выбору уровня ставки. Расхождение касается не терминологии, а причинно-следственной иерархии: одни авторы выводят динамику рыночных сегментов из процентной политики, другие – из совокупности бюджетных и курсовых условий.

Валютная составляющая трансформации описана в литературе неоднородно. Н. И. Николенко [Николенко, 2022] связывает реакцию денежно-кредитной политики с факторами формирования курса, рассматривая курсовую динамику как вход, а не выход регуляторного контура. А. М. Гребенкина и А. К. Ляменков [Гребенкина, Ляменков, 2023] фиксируют переход валютной политики к режиму, в котором административные и инфраструктурные ограничения соседствуют с сохранением плавающего курса. Инфляционная природа происходящего интерпретируется не менее спорно: С. М. Дробышевский с соавторами [Дробышевский, Перевышин, Синельников-Мурылев, Трунин, 2025] относит повышенную инфляцию 2023–2025 гг. преимущественно к немонетарным и структурным источникам, что ставит под сомнение исключительно процентную логику дезинфляции. Сосуществование этих трактовок указывает на отсутствие консенсуса относительно того, перенастраивается ли рынок под действием единого ведущего фактора или под действием их сцепления.

Цель работы – установить, как совместное действие инфляции, валютных колебаний и изменений в кредитно-денежном регулировании перераспределяет реальную доходность и относительную привлекательность сегментов финансового рынка Российской Федерации в период 2021–2026 гг. Рабочий тезис состоит в том, что наблюдаемая трансформация определяется не отдельным фактором, а соотношением номинальной процентной ставки и инфляции при подчинённой роли курсовой переоценки. Проверка тезиса требует количественного разложения изменения реальной доходности по этим источникам и оценки чувствительности долгового сегмента к ставке.

Материалы и методы исследования

Эмпирической опорой расчётов послужили официальные макрофинансовые показатели за 2021–2026 гг.: индекс потребительских цен Росстата, ключевая ставка и официальные курсы валют Банка России, оценки динамики валового внутреннего продукта. Верхняя граница наблюдения – июнь 2026 г.; для показателей, годовые значения которых на момент подготовки расчёта ещё не закрыты, использованы последние опубликованные оперативные данные. Числовые характеристики собственно сегментов рынка – номинальная доходность депозитов, государственных и корпоративных облигаций, долевого инструмента – заданы как параметры авторской модели, согласованные с наблюдаемым уровнем ставок, но не отождествляемые с отчётностью конкретного эмитента или организации.

Расчётная схема построена на нескольких взаимодополняющих приёмах. Реальная доходность сегментов рассчитана по соотношению Фишера как отношение $(1 + i)$ к $(1 + \pi)$ за вычетом единицы, где i – номинальная доходность, π – годовой индекс потребительских цен. Разложение изменения реальной доходности модельного облигационного портфеля выполнено методом цепных подстановок с последовательной фиксацией трёх факторов – номинальной ставки, инфляции и валютной переоценки; остаток округления отнесён к совместному влиянию. Чувствительность приведённой стоимости модельного долгового инструмента к ставке дисконтирования оценена через коэффициент модифицированной дюрации и эластичность, рассчитанные при малых приращениях аргумента. Дополнительно применены коэффициентный и горизонтальный анализ макроряда.

Интерпретация результатов опирается на индикаторный подход к финансовому рынку. Кривая доходности государственных облигаций рассматривается как агрегатор рыночных ожиданий относительно траектории ставки и инфляции; в этом качестве её аналитический потенциал раскрыт в расчётах А. Божечковой, С. Дробышевского и П. Трунина [Божечкова, Дробышевский, Трунин, 2025]. Связь процентного и курсового каналов с динамикой ценовых показателей описана И. Г. Шандрой и А. С. Танасовой [Шандра, Танасова, 2025], чьи наблюдения задают рамку для сопоставления модельных результатов с наблюдаемой реакцией рынка. Сегментная привязка показателей к депозитному, долговому, валютному и долевым сегментам позволяет проследить перераспределение реальной доходности между ними.

Результаты и обсуждение

Переоценка роли финансового рынка в период структурной перестройки экономики образует исходную точку анализа. М. Л. Дорофеев [Дорофеев, 2023] фиксирует смещение функций рынка от преимущественно перераспределительной к стабилизирующей, при котором рынок всё чаще выполняет роль амортизатора макроэкономических шоков, а не только канала превращения сбережений в инвестиции. Иной ракурс задают М. Г. Успаева и А. М. Гачаев [Успаева, Гачаев, 2025], связывающие переоценку рыночных сегментов с нелинейной динамикой валютных курсов и управлением риском портфеля международных активов. Сопоставление работ показывает, что структурная трансформация затрагивает и саму конфигурацию рыночных функций, и курсовую переоценку отдельных сегментов.

Валютный сегмент претерпел наиболее заметные институциональные изменения. В. Ю. Мишина и Л. И. Хомякова [Мишина, Хомякова, 2024] описывают сдвиг инфраструктуры валютного рынка в сторону расчётов в валютах дружественных стран и перераспределение

ликвидности между биржевым и внебиржевым контурами. В более ранней работе те же авторы [Мишина, Хомякова, 2023] обозначают три направления перестройки – дедолларизацию, децентрализацию и делокализацию, – которые в совокупности понижают чувствительность внутреннего рынка к колебаниям доллара при одновременном росте значимости юаня. Прекращение публикации биржевых курсов доллара и евро в их прежнем виде после введённых в июле 2024 г. ограничений в отношении Московской биржи усилило роль внебиржевого сегмента в курсообразовании.

Связь денежно-кредитной политики с динамикой рыночных индикаторов прослеживается по нескольким сегментам одновременно. А. В. Суртаева [Суртаева, 2024] фиксирует сопряжённость решений по ставке с динамикой индикаторов фондового рынка, отмечая опережающую реакцию долевого сегмента на изменение сигнала регулятора. Е. С. Зеленева [Зеленева, 2024] смещает акцент на канал финансового развития, рассматривая влияние политики Банка России на доступность финансовых инноваций и глубину рынка. Сопоставление двух позиций показывает, что процентный сигнал транслируется в котировки неединообразно: краткосрочная реакция сосредоточена в долевым сегменте, тогда как структурные эффекты накапливаются в долговом.

Повышенная ключевая ставка изменила основания инвестиционных и финансовых решений. Н. Л. Дружинин, М. И. Попова и В. П. Марьяненко [Дружинин, Попова, Марьяненко, 2024] показывают, что при ставке выше двадцати процентов сравнительная привлекательность безрисковых инструментов вытесняет часть капитала из рискованных сегментов, деформируя структуру портфелей. Курсовая составляющая инфляции описана И. Е. Примачевым [Примачев, 2024] применительно к развивающимся экономикам: ослабление национальной валюты транслируется в рост цен с переменным лагом, что затрудняет разделение процентного и курсового вкладов в наблюдаемую динамику. Эти наблюдения задают содержательные ожидания для последующего разложения реальной доходности.

Совместная динамика трёх управляющих переменных и общего фона экономической активности сведена в единый ряд за 2021–2026 гг. Сопоставление инфляции, ключевой ставки, валютного курса и прироста ВВП обнаруживает несинхронность их траекторий: пик ставки пришёлся на конец 2024 г., тогда как инфляция достигла локального максимума ранее, а укрепление рубля развернулось лишь в 2025 г. (табл. 1).

Таблица 1 - Макрофинансовые индикаторы Российской Федерации в 2021–2026 гг.

Год	Инфляция (ИПЦ), %	Ключевая ставка на конец периода, %	Курс доллара США, руб.	Прирост ВВП, %
2021	8,39	8,50	73,65	5,9
2022	11,94	7,50	68,35	–1,2
2023	7,42	16,00	85,17	3,6
2024	9,52	21,00	92,67	4,3
2025	5,59	16,00	86,10	0,7
2026	5,30	14,50	72,14	0,5–1,5

Источник: данные Росстата и Банка России за 2024–2026 гг.

Несинхронность траекторий – первый содержательный результат сопоставления. Инфляция и ключевая ставка двигались в одном направлении лишь частично: повышение ставки до 21,00% к концу 2024 г. совпало с ускорением инфляции до 9,52%, тогда как последующее снижение цен

до 5,59% в 2025 г. сопровождалось удержанием ставки на высоком уровне и лишь затем её снижением. Значения курса за 2021–2025 гг. приведены как среднегодовые, за 2026 г. – по официальному курсу на 17 июня; прирост ВВП за 2026 г. дан в прогнозном диапазоне. Валютный курс продемонстрировал собственную логику: после ослабления до 92,67 руб. за доллар в среднем за 2024 г. рубль укрепился до 86,10 руб. в 2025 г. и до 72,14 руб. к середине июня 2026 г. Укрепление национальной валюты на фоне снижающейся, но всё ещё высокой ставки указывает на то, что курсовая динамика определялась не только процентным дифференциалом, но и состоянием внешнеторгового баланса и ограничениями на движение капитала.

Расхождение между номинальной ставкой и инфляцией формирует положительную реальную доходность безрисковых инструментов, нарастающую к 2024–2025 гг. При ставке 21,00% и инфляции 9,52% в 2024 г. реальная безрисковая доходность приближалась к 10,5% годовых, что само по себе перенастраивает распределение капитала между сегментами. К середине 2026 г. при ставке 14,50% и годовой инфляции около 5,30% реальный разрыв сузился, но сохранил положительный знак. Такая конфигурация удерживает капитал в депозитном и краткосрочном долговом сегментах дольше, чем предполагала бы логика быстрой нормализации.

Реальная ключевая ставка, рассчитанная как разность между номинальной ставкой на конец периода и годовой инфляцией, обнаруживает собственную траекторию. В 2021 г. она оставалась слабоотрицательной (около 0,1 п.п. при ставке 8,50% и инфляции 8,39%), в 2022 г. ушла в отрицательную зону (приблизительно –4,4 п.п. на фоне инфляции 11,94%), а к концу 2023 г. вышла в положительную область (порядка 8,6 п.п.). В 2024 г. при ставке 21,00% и инфляции 9,52% реальная ставка достигла примерно 11,5 п.п., что соответствует одному из самых жёстких уровней денежно-кредитных условий за рассматриваемый период. К середине 2026 г. при ставке 14,50% и годовой инфляции около 5,30% реальная ставка удерживалась на уровне порядка 9,2 п.п. Положительная и высокая реальная ставка на протяжении 2023–2026 гг. – условие перетока капитала в процентно-зависимые сегменты, поскольку именно она задаёт верхнюю границу альтернативной стоимости вложений в долевыми инструментами.

Чтобы оценить, как описанная макроконфигурация перераспределяет привлекательность сегментов, номинальная доходность четырёх типовых инструментов пересчитана в реальную по соотношению Фишера. Номинальные ставки заданы как модельные параметры, согласованные с наблюдаемым уровнем доходностей соответствующих сегментов; инфляция взята фактическая (табл. 2).

Таблица 2 - Реальная доходность сегментов финансового рынка по авторскому модельному расчёту, % годовых

Сегмент	2022	2023	2024	2025	2026
Банковский депозит	1,84	1,94	8,20	12,70	9,40
Государственные облигации	–2,45	3,15	6,37	9,67	8,17
Корпоративные облигации	–0,84	4,54	9,39	12,42	10,54
Долевой сегмент	–44,61	34,05	–15,08	6,07	3,99

Источник: расчёты автора по модельным данным; инфляция – по данным Росстата.

Пересчёт в реальное выражение меняет картину привлекательности сегментов по сравнению с номинальной. Депозитный сегмент удерживает положительную реальную доходность на всём горизонте, причём её максимум приходится на 2025 г. (12,70%), когда

инфляция уже снизилась, а ставки по вкладам ещё отражали прежний уровень жёсткости. Государственные облигации в 2022 г. показывали отрицательную реальную доходность (–2,45%), что согласуется с инфляционным скачком и снижением котировок длинных выпусков; к 2025 г. их реальная доходность вышла на 9,67%. Корпоративный сегмент стабильно опережал государственный на премию за кредитный риск, колебавшуюся в модели в пределах 1,5–2,8 п.п.

Долевой сегмент ведёт себя принципиально иначе и вносит основную дисперсию в распределение. Реальная доходность акций в 2022 г. опустилась примерно до –44,6%, в 2023 г. поднялась до 34,1%, а в 2024 г. вновь оказалась отрицательной (–15,1%). Подобная амплитуда несопоставима с колебаниями долгового и депозитного сегментов и, по всей видимости, отражает не столько процентный канал, сколько переоценку страновых и санкционных рисков. Контринтуитивным выглядит 2024 г.: при рекордной ставке и положительной реальной доходности долговых инструментов долевого сегмент принёс реальный убыток, что фиксируется, но не получает однозначного объяснения в рамках процентной логики.

Сопоставление строк таблицы выявляет общее свойство 2024–2025 гг.: реальная доходность процентно-зависимых сегментов достигла локальных максимумов именно в фазе высокой ставки, тогда как долевого сегмент в эти же годы либо терял, либо рос медленнее инфляции. Перераспределение капитала в пользу долговых и депозитных инструментов вытекает из этого соотношения напрямую и не требует привлечения дополнительных гипотез.

Премия корпоративного сегмента над государственным поддаётся отдельному измерению по строкам табл. 2. В 2022 г. она составляла около 1,6 п.п. реальной доходности, в 2023 г. сузилась до 1,4 п.п., в 2024 г. расширилась до 3,0 п.п., после чего в 2025 г. составила 2,8 п.п. и в 2026 г. – 2,4 п.п. Расширение премии в 2024 г. совпало с пиком ставки и отражало возросшую дифференциацию заёмщиков по кредитному качеству в условиях дорогого фондирования. Сужение премии в 2025–2026 гг. сопровождало снижение ставки и нормализацию долгового рынка. Депозитный сегмент при этом удерживал реальную доходность выше государственного долга в 2025–2026 гг., что нетипично для спокойных фаз цикла и объясняется запаздыванием подстройки депозитных ставок к снижающейся ключевой ставке.

Чтобы отделить вклад процентной ставки от вклада инфляции и валютной переоценки, изменение реальной доходности модельного облигационного портфеля за 2024–2025 гг. разложено методом цепных подстановок. Портфель включает рублёвый купонный компонент и долю инструментов с валютной привязкой, переоцениваемых при изменении курса; совокупная реальная доходность снизилась с 8,47% в 2024 г. до 7,78% в 2025 г. (табл. 3).

**Таблица 3 - Факторное разложение изменения реальной доходности
модельного облигационного портфеля за 2024–2025 гг. методом цепных
подстановок**

Фактор	Вклад в изменение реальной доходности, п.п.
Изменение номинальной процентной ставки	–0,73
Изменение валютной переоценки	–3,84
Изменение инфляции	+3,86
Совокупное изменение реальной доходности	–0,70

Источник: расчёты автора. Сумма факторных вкладов отличается от совокупного изменения на 0,01 п.п. за счёт округления.

Разложение приводит к результату, прямо подтверждающему рабочий тезис. Совокупное снижение реальной доходности портфеля невелико – около 0,70 п.п., – однако оно складывается

из трёх разнонаправленных и несопоставимых по модулю компонентов. Дезинфляция 2025 г. сама по себе повысила реальную доходность на 3,86 п.п., поскольку при неизменной номинальной выплате снижение цен увеличивает покупательную силу дохода. Валютная переоценка действовала в противоположную сторону: укрепление рубля обесценило валютно-привязанную часть портфеля и понизило реальную доходность на 3,84 п.п. Два крупных фактора почти полностью погасили друг друга.

Изменение номинальной ставки внесло наименьший вклад, равный $-0,73$ п.п., что на первый взгляд расходится с представлением о процентной политике как о главном рычаге. Видимое противоречие снимается, если различать уровень ставки и её изменение: высокая ставка задаёт высокую базовую реальную доходность, но её снижение на коротком интервале меняет доходность портфеля слабее, чем колебания инфляции и курса. Именно соотношение ставки и инфляции, а не темп их раздельного движения, удерживает реальную доходность долгового сегмента в положительной зоне. Малость результирующего изменения при крупных встречных факторах подтверждает, что курсовая переоценка выступает корректирующим, а не определяющим элементом.

Долговой сегмент особенно чувствителен к самой ставке дисконтирования, и эта чувствительность поддаётся прямой количественной оценке. Для модельного пятилетнего купонного инструмента с купоном 12% годовых и номиналом 1000 руб. рассчитана приведённая стоимость при разных уровнях ставки дисконтирования, отражающих диапазон ключевой ставки и премии за срочность (табл. 4).

Таблица 4 - Приведённая стоимость модельного пятилетнего купонного инструмента (купон 12% годовых, номинал 1000 руб.) при различных ставках дисконтирования

Ставка дисконтирования, %	Приведённая стоимость, руб.	Отклонение от номинала, %
12,00	1000,00	0,00
14,00	931,34	-6,87
16,00	869,03	-13,10
18,00	812,37	-18,76
20,00	760,75	-23,93

Источник: расчёты автора.

Расчёт количественно описывает переоценку долгового сегмента при движении ставки. В окрестности 16% повышение ставки дисконтирования на один процентный пункт понижает стоимость инструмента примерно на 3,34%, что соответствует модифицированной дюрации около 3,3 и эластичности стоимости по ставке порядка $-0,53$. Перепад ставки от 12 до 20% обесценивает инструмент почти на четверть. Отсюда следует, что снижение ключевой ставки с 21,00% в конце 2024 г. до 14,50% к середине 2026 г. сопровождалось существенной положительной переоценкой длинных долговых инструментов, и именно эта переоценка, а не только текущая купонная доходность, перераспределяла капитал в пользу долгового сегмента.

Если инфляционные ожидания учитывать через их перенос в ставку дисконтирования, то при неполном переносе порядка 0,7 рост ожидаемой инфляции на один процентный пункт понижает стоимость инструмента примерно на 2,3%. Чувствительность к инфляционным ожиданиям оказывается слабее, чем к самой ставке, что согласуется с поведением реальной доходности из табл. 2 и с результатом факторного разложения: ценовой фактор действует на долговой сегмент преимущественно опосредованно, через ставку, а не напрямую.

Линейная дюрационная оценка переоценки точна лишь при малых сдвигах ставки, а на крупных интервалах снижения, какой произошёл в 2025–2026 гг., становится заметной нелинейность. Чтобы отделить линейную часть переоценки от нелинейной, переоценка модельного инструмента при параллельных сдвигах кривой относительно базового уровня 16% разложена на дюрационную составляющую и поправку на выпуклость (табл. 5). Модифицированная дюрация в базовой точке равна примерно 3,42, выпуклость – около 16,24.

Таблица 5 - Разложение переоценки модельного инструмента при параллельных сдвигах кривой относительно уровня 16% на дюрационную составляющую и поправку на выпуклость

Сдвиг кривой, б.п.	Точная переоценка, %	Дюрационная оценка, %	Поправка на выпуклость, п.п.
–200	+7,17	+6,83	+0,33
–100	+3,50	+3,42	+0,08
+100	–3,34	–3,42	+0,08
+200	–6,52	–6,83	+0,33
+300	–9,56	–10,25	+0,73
+400	–12,46	–13,66	+1,30

Источник: расчёты автора.

Разложение вскрывает асимметрию переоценки, скрытую в линейной мере. При сдвигах в пределах ста базисных пунктов дюрационная оценка воспроизводит точную переоценку с погрешностью в сотые доли процентного пункта, и линейное приближение допустимо. При сдвиге на 400 б.п. вверх дюрация завышает потерю стоимости на 1,30 п.п., а при симметричном сдвиге вниз занижает выигрыш на ту же величину. Выпуклость работает в пользу держателя: при снижении ставки она добавляет к переоценке сверх дюрационной части, при повышении – смягчает потерю. Для цикла снижения ставки с уровня свыше 20% это означает, что фактическая положительная переоценка длинных инструментов оказалась выше линейной оценки, что усиливает уже описанный переток капитала в долговой сегмент.

Переоценка реагирует не только на величину, но и на направление движения ставки, и реакция сегментов во времени асимметрична. Повышение ставки переоценивает долговой портфель почти мгновенно через рост требуемой доходности, тогда как восстановление реальной доходности депозитного сегмента растянуто: ставки по вкладам подстраиваются к ключевой ставке с лагом, и реальная доходность депозитов в 2022 г. оставалась умеренной, несмотря на резкое ужесточение. В фазе снижения ставки порядок обратный: долговой сегмент фиксирует положительную переоценку сразу, а депозитный теряет реальную доходность постепенно. Эта асимметрия лагов объясняет, почему в табл. 2 максимум реальной доходности депозитов пришёлся не на пик ставки 2024 г., а на следующий год, когда инфляция уже снижалась, а ставки по вкладам ещё держались высоко.

Валютный канал в этой конструкции остаётся корректирующим, и его удельный вес со временем убывает. Среднегодовой курс прошёл путь от 68,35 руб. за доллар в 2022 г. через 92,67 руб. в 2024 г. к 72,14 руб. к середине 2026 г., то есть укрепление 2025–2026 гг. по модулю сопоставимо с предшествующим ослаблением. В факторном разложении такая амплитуда дала –3,84 п.п., однако встречный знак относительно инфляционного вклада погасил большую часть результирующего изменения. Сокращение доли валютно-привязанных активов в модельном портфеле понижает чувствительность реальной доходности к курсу: чем меньше эта доля, тем

слабее курсовая компонента в результирующем изменении при той же амплитуде колебаний. Поэтому валютная переоценка действует как амортизатор, а не как самостоятельный источник направленного смещения доходности.

Совокупность расчётов очерчивает механизм трансформации без обращения к единственному ведущему фактору. Реальная доходность процентно-зависимых сегментов формируется соотношением номинальной ставки и инфляции и в фазе высокой ставки достигает уровней, перетягивающих капитал из долевого сегмента в долговой и депозитный. Валютная переоценка способна в отдельные годы по модулю не уступать инфляционному вкладу, однако действует встречно и в среднем сглаживает, а не усиливает результирующее изменение. Долевой сегмент остаётся источником основной дисперсии, слабо объяснимой процентной логикой. По всей видимости, наблюдаемая трансформация рынка – это перераспределение реальной доходности между сегментами, в котором соотношение ставки и инфляции задаёт направление, а курс корректирует амплитуду.

Заключение

Перераспределение реальной доходности между сегментами оказалось той осью, вдоль которой выстраивается трансформация финансового рынка в 2021–2026 гг. Соотношение номинальной ставки и инфляции, а не каждый из этих показателей по отдельности, определяет, какой сегмент удерживает положительную реальную доходность. В фазе высокой ставки реальная доходность долговых и депозитных инструментов поднималась до уровней свыше 9–12% годовых, и капитал смещался к ним закономерно.

Факторное разложение показало внутреннюю структуру этого процесса. Дезинфляция 2025 г. и укрепление рубля действовали почти зеркально – порядка плюс и минус 3,8 п.п. соответственно, – тогда как изменение ставки на годовом интервале добавило менее одного пункта. Отсюда вытекает, что курсовая переоценка не ведёт трансформацию, а корректирует её амплитуду. Этот вывод соотносится со спором, обозначенным во введении: данные складываются в пользу трактовки, в которой процентно-инфляционный контур первичен, а курсовой подчинён ему.

Долевой сегмент остаётся обособленным. Его реальная доходность колебалась в модели от –44,6 до 34,1%, и эта дисперсия плохо выводится из процентного канала. Динамика акций несинхронна с долговой.

Долговой сегмент, напротив, поддаётся точному количественному описанию. Модифицированная дюрация порядка 3,3 означает, что снижение ставки с уровня свыше 20% до примерно 14,5% дало длинным инструментам заметную положительную переоценку, и именно она, а не одна лишь купонная доходность, перетягивала капитал в долговой сегмент. Чувствительность к инфляционным ожиданиям при этом слабее, чем к самой ставке, поскольку ценовой фактор воздействует на долг преимущественно через ставку дисконтирования.

Содержательный итог состоит в том, что финансовый рынок Российской Федерации в рассматриваемый период перестроился как система перераспределения реальной доходности, чувствительная прежде всего к зазору между номинальной ставкой и инфляцией. Курс выполняет роль амортизатора этого зазора, а долевого сегмент живёт по собственной логике риска. Для понимания предмета это означает, что объяснение трансформации через какой-либо единственный фактор – процентный, инфляционный или курсовой – огрубляет картину: механизм держится на их соотношении.

Библиография

1. Божечкова А., Дробышевский С., Трунин П. Кривая доходности для российского рынка ОФЗ как инструмент анализа рыночных ожиданий // Экономическая политика. 2025. Т. 20. № 4. С. 34–51.
2. Головин М.Ю. Денежно-кредитная политика России: реакция на новые внешние вызовы // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2023. № 1. С. 7–20.
3. Гребенкина А.М., Ляменков А.К. Валютная политика России в современных экономических условиях // Экономическое развитие России. 2023. Т. 30. № 1. С. 4–13.
4. Дорофеев М.Л. Переоценка роли и функций российского финансового рынка в условиях структурной трансформации экономики // Мир новой экономики. 2023. Т. 17. № 1. С. 83–93.
5. Дробышевский С.М., Перевышин Ю.Н., Синельников-Мурылев С.Г., Трунин П.В. Причины повышенной инфляции в российской экономике // Вопросы экономики. 2025. № 1. С. 5–31.
6. Дружинин Н.Л., Попова М.И., Марьяненко В.П. Повышенная ключевая ставка как фактор принятия инвестиционных и финансовых решений // Вестник Алтайской академии экономики и права. 2024. № 4-3. С. 401–407.
7. Зеленева Е.С. Влияние денежно-кредитной политики Банка России на финансовое развитие и доступность финансовых инноваций // Вопросы инновационной экономики. 2024. Т. 14. № 2. С. 451–462.
8. Мишина В.Ю., Хомякова Л.И. Актуальные тренды развития финансовой инфраструктуры и трансформации валютного рынка России // Финансовый журнал. 2024. Т. 16. № 4. С. 8–23.
9. Мишина В.Ю., Хомякова Л.И. Структурная трансформация российского валютного рынка: дедолларизация, децентрализация, делокализация // Проблемы прогнозирования. 2023. № 3 (198). С. 134–145.
10. Николенко Н.И. Факторы формирования валютного курса и его влияние на денежно-кредитную политику Банка России // Экономика и бизнес: теория и практика. 2022. № 12-2 (94). С. 69–74.
11. Панова Г.С., Ларионова И.В., Шуба Н.А. Дилемма обеспечения финансовой стабильности и стимулирования роста российской экономики // Международные процессы. 2024. Т. 22. № 2 (77). С. 95–119.
12. Примачев И.Е. Влияние курсовых разниц на инфляцию в развивающихся экономиках на примере Российской Федерации // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2024. Т. 14. № 4-1. С. 25–32.
13. Суртаева А.В. Связь денежно-кредитной политики и динамики индикаторов фондового рынка // Аудиторские ведомости. 2024. № 4. С. 172–180.
14. Успаева М.Г., Гачаев А.М. Нелинейная динамика валютных курсов и управление риском портфеля международных активов с учетом режимных переключений и асимметричных распределений доходностей // Вопросы природопользования. 2025. Т. 4. № 8. С. 83–92.
15. Шандра И.Г., Танасова А.С. Об особенностях влияния ключевой ставки и курса рубля на инфляцию // Экономические стратегии. 2025. Т. 27. № 5 (203). С. 40–43.

Transformation of the Financial Market of the Russian Federation under the Influence of Inflation, Currency Fluctuations, and Changes in Monetary Regulation

Nazrin A. Babazade

Student,
Russian Presidential Academy
of National Economy and Public Administration,
119571, 82, Vernadskogo ave., Moscow, Russian Federation;
e-mail: babazade@ranepa.ru

Abstract

The financial market of the Russian Federation in 2021–2026 operates under the simultaneous influence of elevated inflation, sharp exchange rate fluctuations, and large-scale changes in the key rate, which has moved from 8.50% to 21.00% and back to 14.50%. The combined influence of these

factors on the market structure remains debatable: some authors derive the market reconfiguration from interest rate policy, while others derive it from the combination of exchange rate and budgetary conditions. The objective of the work is to establish how the correlation of inflation, currency dynamics, and monetary regulation redistributes real yields and the relative attractiveness of market segments. Using the author's model, the real yields of the deposit, government, corporate, and equity segments are calculated using the Fisher equation, and the change in the yield of a model bond portfolio is decomposed by the method of chain substitutions into the contributions of the rate, inflation, and currency revaluation; additionally, the sensitivity of the present value of a debt instrument to the discount rate is assessed. Calculations show that in 2024–2025, the downward contribution of currency strengthening (–3.84 p.p.) was almost completely compensated by disinflation (+3.87 p.p.), while the change in the rate contributed only –0.73 p.p. The redistribution of real yields between segments is determined primarily by the relationship between the nominal rate and inflation, with a comparable in magnitude but opposite role of currency revaluation; the exchange rate acts as a corrective rather than a leading factor of transformation.

For citation

Babazade N.A. (2026) Transformatsiya finansovogo rynka Rossiyskoy Federatsii pod vliyaniem inflyatsii, valyutnykh kolebaniy i izmeneniy v kreditno-denezhnom regulirovanii [Transformation of the Financial Market of the Russian Federation under the Influence of Inflation, Currency Fluctuations, and Changes in Monetary Regulation]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra* [Economics: Yesterday, Today and Tomorrow], 16 (6A), pp. 785-796. DOI: 10.34670/AR.2026.69.15.074

Keywords

Financial market, inflation, exchange rate, key rate, monetary policy, real yield, structural transformation, interest rate policy, currency revaluation, market segments.

References

1. Bozhechkova, A., Drobyshevsky, S., & Trunin, P. (2025). Krivaya dokhodnosti dlya rossiyskogo rynka OFZ kak instrument analiza rynochnykh ozhidaniy [The yield curve for the Russian OFZ market as a tool for analysing market expectations]. *Ekonomicheskaya politika*, *20*(4), 34–51.
2. Dorofeev, M. L. (2023). Pereotsenka roli i funktsiy rossiyskogo finansovogo rynka v usloviyakh strukturnoy transformatsii ekonomiki [Reassessment of the role and functions of the Russian financial market under the structural transformation of the economy]. *Mir novoy ekonomiki*, *17*(1), 83–93.
3. Drobyshevsky, S. M., Perevyshin, Yu. N., Sinelnikov-Murylev, S. G., & Trunin, P. V. (2025). Prichiny povyshennoy inflyatsii v rossiyskoy ekonomike [Causes of elevated inflation in the Russian economy]. *Voprosy Ekonomiki*, (1), 5–31.
4. Druzhinin, N. L., Popova, M. I., & Maryanenko, V. P. (2024). Povyshennaya klyuchevaya stavka kak faktor prinyatiya investitsionnykh i finansovykh resheniy [The elevated key rate as a factor in making investment and financial decisions]. *Vestnik Altayskoy akademii ekonomiki i prava*, (4-3), 401–407.
5. Golovnin, M. Yu. (2023). Denezhno-kreditnaya politika Rossii: reaktsiya na novyye vneshniye vyzovy [Monetary policy of Russia: Response to new external challenges]. *Vestnik Instituta ekonomiki Rossiyskoy akademii nauk*, (1), 7–20.
6. Grebenkina, A. M., & Lyamenkov, A. K. (2023). Valyutnaya politika Rossii v sovremennykh ekonomicheskikh usloviyakh [Russia's currency policy in current economic conditions]. *Ekonomicheskoye razvitiye Rossii*, *30*(1), 4–13.
7. Mishina, V. Yu., & Khomyakova, L. I. (2023). Strukturnaya transformatsiya rossiyskogo valyutnogo rynka: dedollarizatsiya, detsentralizatsiya, delokalizatsiya [Structural transformation of the Russian currency market: Dedollarization, decentralization, delocalization]. *Problemy prognozirovaniya*, (3/198), 134–145.
8. Mishina, V. Yu., & Khomyakova, L. I. (2024). Aktualnyye trendy razvitiya finansovoy infrastruktury i transformatsii valyutnogo rynka Rossii [Current trends in the development of financial infrastructure and the transformation of the

- Russian currency market]. *Finansovyy zhurnal*, *16*(4), 8–23.
9. Nikolenko, N. I. (2022). Faktory formirovaniya valyutnogo kursa i ego vliyaniye na denezhno-kreditnuyu politiku Banka Rossii [Factors of exchange rate formation and their influence on the monetary policy of the Bank of Russia]. *Ekonomika i biznes: teoriya i praktika*, (12-2/94), 69–74.
 10. Panova, G. S., Larionova, I. V., & Shuba, N. A. (2024). Dilemma obespecheniya finansovoy stabilnosti i stimulirovaniya rosta rossiyskoy ekonomiki [The dilemma of ensuring financial stability and stimulating the growth of the Russian economy]. *Mezhdunarodnyye protsessy*, *22*(2/77), 95–119.
 11. Primachev, I. E. (2024). Vliyaniye kursovykh raznits na inflyatsiyu v razvivayushchikhsya ekonomikakh na primere Rossiyskoy Federatsii [The influence of exchange rate differences on inflation in developing economies on the example of the Russian Federation]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra*, *14*(4-1), 25–32.
 12. Shandra, I. G., & Tanasova, A. S. (2025). Ob osobennostyakh vliyaniya klyuchevoy stavki i kursa rublya na inflyatsiyu [On the specifics of the influence of the key rate and the ruble exchange rate on inflation]. *Ekonomicheskiye strategii*, *27*(5/203), 40–43.
 13. Surtaeva, A. V. (2024). Svyaz denezhno-kreditnoy politiki i dinamiki indikatorov fondovogo rynka [The relationship between monetary policy and the dynamics of stock market indicators]. *Auditorskiye vedomosti*, (4), 172–180.
 14. Uspaeva, M. G., & Gachaev, A. M. (2025). Nelineynaya dinamika valyutnykh kursov i upravleniye riskom portfelya mezhdunarodnykh aktivov s uchetom rezhimnykh pereklyucheniy i asimmetrichnykh raspredeleniy dokhodnostey [Non-linear dynamics of exchange rates and portfolio risk management of international assets taking into account regime switches and asymmetric return distributions]. *Voprosy prirodopolzovaniya*, *4*(8), 83–92.
 15. Zeleneva, E. S. (2024). Vliyaniye denezhno-kreditnoy politiki Banka Rossii na finansovoye razvitiye i dostupnost finansovykh innovatsiy [The influence of the Bank of Russia monetary policy on financial development and the availability of financial innovations]. *Voprosy innovatsionnoy ekonomiki*, *14*(2), 451–462.