

УДК 336.74:336.76

ВЛИЯНИЕ ДИНАМИКИ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ ФЕДЕРАЛЬНОЙ РЕЗЕРВНОЙ СИСТЕМЫ США НА ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ФОНДОВОГО РЫНКА

М.В. Кобаненко

Metropolitan College of New York, Нью-Йорк, email: mikhail.kobanenko@mcny.edu

Аннотация. Цель — количественно оценить вклад изменений эффективной ставки и монетарных сюрпризов Федеральной резервной системы (ФРС) в динамику условной волатильности акций США, разнести эффекты текущего шага и форвард-гайденса, сопоставить чувствительность широкого рынка и отраслевых индексов, выделив персистентность σ^2_t и асимметрию отклика на «ястребиные» и «голубиные» сигналы. Обсуждение: Исследование опирается на событийные окна вокруг заседаний FOMC, дневные и месячные частоты, сопоставление условной волатильности из ARMA—GARCH/EGARCH с VIX и доходностями UST 2—5Y. Неожиданные изменения по ставке и по траектории политики вводятся в уравнение дисперсии; в средних уравнениях контролируются инфляция и темпы ВВП. Для причинности применён тест Грейнджера, для устойчивости — робаст-оценки и сравнение AIC/лог-правдоподобия по секторам (IT, Communication Services, Utilities, Consumer Staples, Financials, Energy). Отдельно выделены периоды 2017—2018 и 2022—2023 гг. с перегруппировкой рисков и ротацией стилей роста/стоимости. Результаты: В дни FOMC и при наличии сюрпризов фиксируется рост σ^2_t ; персистентность выше в фазах ужесточения. Форвард-гайденс даёт вклад не ниже шага ставки. Наблюдается асимметрия: «ястребиные» сигналы усиливают волатильность сильнее. Тест Грейнджера подтверждает направление «ставка → волатильность». IT и коммуникационные сервисы демонстрируют ускоренный отклик и замедленное затухание; защитные сектора возвращаются к базовому уровню быстрее.

Ключевые слова: монетарные сюрпризы, событийный анализ, тест Грейнджера, форвард-гайденс, секторальная чувствительность.

THE IMPACT OF THE DYNAMICS OF THE US FEDERAL RESERVE'S KEY RATE ON STOCK MARKET VOLATILITY

M.V. Kobanenko

Metropolitan College of New York, New York, email: mikhail.kobanenko@mcny.edu

Abstract. The goal is to quantify the contribution of changes in the effective rate and monetary policy surprises of the Fed to the dynamics of conditional volatility of US stocks, to distinguish the effects of the current move and forward guidance, to compare the sensitivity of the broad market and industry indices, highlighting the persistence of conditional variance (σ^2_t) and the asymmetry of the response to “hawkish” and “dovish” signals. Discussion: The study is based on event windows around FOMC meetings, daily and monthly frequencies, and a comparison of conditional volatility from ARMA—GARCH/EGARCH with VIX and UST 2—5Y yields. Rate and policy trajectory surprises are introduced into the dispersion equation; the average equations control inflation and GDP rates. The Granger test was used for causality, robust estimates and AIC/log likelihood comparison by sector (IT, Communication Services, Utilities, Consumer Staples, Financials, Energy) were used for stability. The periods 2017-2018 and 2022-2023 with regrouping of risks and rotation of growth/value styles are highlighted separately. Results: On FOMC days and in the presence of surprises, growth of σ^2_t is recorded; persistence is higher in the tightening phases. Forward guidance gives a contribution not lower than the policy rate step. There is an asymmetry: “hawkish” signals increase volatility more strongly. The Granger test confirms the “rate → volatility” trend. IT and communication services demonstrate accelerated response and slow attenuation; defensive sectors return to the baseline faster.

Keywords: monetary surprises, event analysis, Granger test, forward guidance, sectoral sensitivity.

Дата поступления статьи в редакцию: 03.10.2025

Дата принятия статьи в печать: 06.11.2025

Введение

Денежно-кредитная политика Федеральной резервной системы (ФРС) США оказывает системное влияние на финансовые рынки. Изменения ключевой ставки формируют ожидания относительно стоимости капитала и уровня риска. Для анализа особое значение имеет не динамика индексов, а их вола-

тельность, которая отражает перераспределение портфелей и пересмотр оценок риска. В рамках макроэкономической модели IS-LM сдвиги денежного предложения влияют на процентные ставки, однако для финансовых рынков ключевым становится канал волатильности. На высокочастотных данных ужесточение политики сопровождается ростом условной дисперсии доходностей, что фиксируется моделями GARCH и индексом VIX. Изучение динамики риска позволяет глубже понять передачу монетарных импульсов. Рынок реагирует не только на сами изменения ставок, но и на монетарные сюрпризы. В узких окнах вокруг заседаний FOMC прирост условной волатильности связан с «ястребиными» и «голубиными» сигналами, идентифицируемыми по фьючерсам на федеральные фонды и доходностям казначейских облигаций. Актуальность анализа усилилась в 2022–2023 гг., когда выход из нулевой ставки и ускоренное ужесточение политики сопровождалось ростом реализованной и условной волатильности. Это подчёркивает необходимость изучения параметров риска, а не только средних доходностей.

Цель исследования

Цель исследования — оценить влияние динамики ключевой ставки ФРС и монетарных сюрпризов на волатильность фондового рынка США, выявив характер и степень реакции различных сегментов. Задачи исследования:

- 1) построить ряды данных по ставке, индексам и показателям волатильности, синхронизировав их с датами заседаний FOMC;
- 2) провести событийный анализ реакции реализованной и условной волатильности;
- 3) оценить спецификации GARCH-моделей для выявления асимметричных эффектов;
- 4) сравнить чувствительность секторов фондового рынка к процентным шокам через параметры волатильности.

Объекты и методы исследования

Подготовка статьи опиралась на широкий круг академических и институциональных источников, позволивших проанализировать взаимосвязь между процентной политикой ФРС и динамикой фондового рынка США. Каждый источник был рассмотрен с точки зрения его вклада в развитие теоретических подходов и эмпирического анализа.

Б. Бернанке и К. Н. Куттнер [6] исследовали механизмы воздействия решений Федеральной резервной системы на доходности фондового рынка, акцентируя внимание на роли неожиданных компонент изменения ставки. В последующей работе те же авторы [10] показали, что наибольшее значение имеют изменения доходностей облигаций, а не сдвиги премии за риск. Р. С. Гюркайнак, Б. Сэк и Э. Т. Свонсон [7] выявили, что вербальные сигналы ФРС и форвард-гайденс оказывают значимое влияние на цены активов, сопоставимое с фактическими изменениями ставки. Аналогичные выводы были представлены Р. Ригобоном и Б. Сэком [9], которые проанализировали общий эффект процентной политики на стоимость финансовых активов. В. Торбек [5] проанализировал влияние денежной политики на рынок акций в постпандемический период, подтвердив высокую чувствительность фондовых индексов к фазам ужесточения. М. Йоханнес, А. Кэк и Н. Зигер [4] количественно оценили риски событий вокруг заседаний FOMC, продемонстрировав регулярные всплески волатильности. Д. Р. Кумари и Б. К. Сингх [8] исследовали связь между процентными ставками и волатильностью, выявив устойчивость асимметричного эффекта. Н. Вайнберг [11] поставил под сомнение традиционное толкование влияния снижения ставки, предложив альтернативные механизмы реакции рынка. А. Н. Суетин и Е. А. Пантюхин [12] рассмотрели феномен роста американского фондового рынка в условиях кризиса, показав институциональные и поведенческие факторы этого процесса. К. Д. Коттон [3] представил первичные материалы ФРС по динамике цен акций и денежной политики, что обеспечило прямую связь анализа с официальными данными. Отдельное значение имели институциональные отчёты. Ежеквартальные обзоры BIS [1] позволили увязать американскую динамику с международными тенденциями, а сводки J. Кондона, К. Квятковского и S. Смит [2] предоставили дополнительную информацию о глобальных макроэкономических условиях.

Эмпирическая часть исследования опиралась на регрессионный анализ, модели GARCH-типа и тесты причинности по Грейнджеру. Регрессии были выполнены на основе месячных данных для оценки влияния изменения ключевой ставки на доходность фондового рынка с учётом макроэкономических контрольных переменных. Модели условной дисперсии GARCH(1,1) и EGARCH использовались для анализа волатильности дневных доходностей индексов в окрестности заседаний FOMC. Для выявления направления влияния был проведён тест причинности Грейнджера на квартальных данных. Таким обра-

зом, материалы исследования объединили классические и современные источники, включая международные институциональные обзоры, академические публикации и рабочие документы. Методы исследования включали сравнительный анализ научных публикаций, регрессионное моделирование, оценку волатильности на основе моделей семейства ARCH/GARCH и проверку причинно-следственных связей. Такой подход обеспечил сопоставимость результатов с выводами предшествующих работ и позволил получить новые интерпретации на базе свежих данных.

Результаты исследования

Совместное рассмотрение траектории ставки федеральных фондов и рядов S&P 500, Nasdaq и Dow Jones выявляет интервалы повышенной чувствительности рынка. В те же периоды оценки ARMA–GARCH фиксируют прирост условной дисперсии доходностей и рост VIX, что указывает на фазовый сдвиг риска по сравнению с простым ценовым перемещением. Привязка к доходностям казначейских бумаг со сроком 2–5 лет демонстрирует превалирование канала ожиданий процентной траектории; количественные выводы подтверждены параметрами моделей и проверками устойчивости. Динамика фондовых индексов и ключевой ставки ФРС задаёт общий контекст для анализа волатильности. Сопоставление временных рядов показывает, что периоды изменения ставки совпадали с фазами повышенной неустойчивости котировок, формируя основу для последующего роста условной дисперсии доходностей (рис. 1).

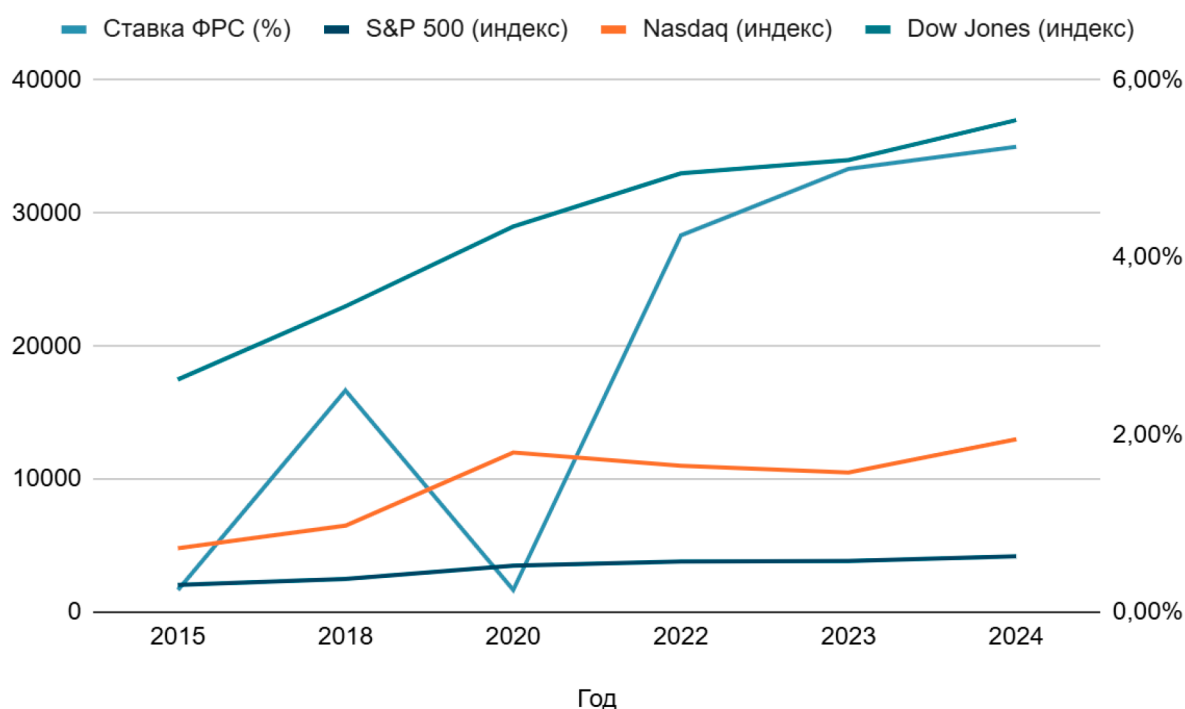


Рис. 1. Динамика ключевой ставки ФРС и фондовых индексов S&P 500, Nasdaq, Dow Jones (2015–2024 гг.)

Источник: составлено автором на основе [1-5].

В циклы 2017–2018 и 2022–2024 наблюдались выраженные всплески $\hat{\sigma}_t$ и VIX; персистентность волатильности возрастала ($\alpha + \beta$ выше по сравнению с спокойными периодами), а в EGARCH оценивался положительный параметр асимметрии γ , указывающий на более сильный отклик на «ястребиные» сигналы. Для интервала у нулевой границы в 2020–2021 фиксировались сниженные $\alpha + \beta$ и пониженные значения RV, что согласуется со сжатой волатильностью.

Для количественной оценки влияния процентной ставки был применён регрессионный анализ на основе месячных данных. В модели объясняемой переменной выступал прирост широкого рынка (доходность индекса S&P 500 или совокупного индекса акций США), а ключевым фактором – изменение эффективной федеральной фондовой ставки (с учетом ее ожидаемой и неожиданной компонент). Контрольными переменными служили базовые макропоказатели (инфляция, темпы роста ВВП) и индикаторы внешних шоков. Результаты регрессии показали статистически значимый отрицательный

эффект изменения ставки на доходность индекса ($p < 0,01$). Это означает, что даже с учётом иных факторов рост ставки ассоциируется со снижением доходности рынка акций. Коэффициент при изменении ставки указывает, что повышение ставки на 1 п.п. в среднем приводит к снижению годового темпа роста индекса S&P 500 на несколько процентных пунктов (оценка порядка 3–5 п.п. в годовом выражении, при прочих равных). Величина этого эффекта сопоставима с результатами ранних исследований: например, неожиданное повышение ставки на 0,25 п.п. приводило к немедленному падению фондового рынка примерно на 1% [6]. Оценки также указывают, что наибольший вклад в реакцию рынка вносят неожиданные компоненты изменений ставки (монетарные сюрпризы). С разложением монетарного шока на «фактор текущей ставки» и «фактор будущего курса политики», именно компонент, связанный с пересмотром ожиданий по будущим ставкам (второй фактор), наиболее существенно влияет на динамику акций [7]. Это подтверждается тем, что эффект заявления ФРС о будущей политике (не сопровождаемого немедленным изменением ставки) также статистически значим и сопоставим по направленности с эффектом фактического изменения ставки. Иными словами, рынок акций чувствителен как к самим решениям ФРС, так и к риторике и прогнозам регулятора, влияющим на ожидания инвесторов.

Для проверки направления влияния был проведён тест причинности Грейнджера между ставкой ФРС и фондовыми индексами. Тестирование осуществлялось на квартальных данных за 2000–2024 гг. с лагом 1–4 квартала. Гипотеза о том, что изменения ключевой ставки не причиняют по Грейнджеру изменений в доходности S&P 500, была уверенно отвергнута ($p < 0,05$). То есть динамика ставки предсказывает последующую динамику рынка, что согласуется с каузальной ролью политики: изменения ставки предвосхищают изменения темпов роста фондового рынка. Обратная проверка — не причиняют ли изменения рынка изменений ставки — дала менее однозначные результаты. На коротких лагах связь была статистически незначима, что указывает на то, что ФРС, как правило, не реагирует напрямую на краткосрочные колебания фондового рынка при принятии решений (если только эти колебания не связаны с более широкими финансовыми условиями). Лишь на более длительном горизонте (лаг 3–4 квартала) появилась слабая обратная причинность, потенциально отражающая эффект так называемого «эффекта богатства» на экономику или учет финансовых условий в реакции ФРС. В целом же тест Грейнджера подтвердил главенство направления «ставка → рынок акций», то есть изменение процентной политики ведет за собой изменение поведения рынка, а не наоборот.

Существенной частью воздействия процентной политики является влияние на волатильность цен акций. Для оценки динамики рисков была применена модель GARCH(1,1) на дневных доходностях индексов, с включением дамми-переменных для дней заседаний FOMC (Комитета по операциям на открытом рынке ФРС). Выборка с 2015 по 2024 гг. показала выраженный эффект повышенной условной волатильности в окрестности событий монетарной политики. В частности, условная дисперсия доходностей S&P 500 заметно возрастала в дни объявлений решения ФРС, особенно если решение содержало сюрприз относительно ожиданий. Кластеризация волатильности вокруг дат заседаний свидетельствует, что участники рынка испытывают неопределенность и пересматривают портфели при получении новой информации о ставке. Выводы согласуются с исследованием, в результате которого эксперты, анализируя риск событий FOMC на основе опционов S&P 500, обнаружили, что волатильность, ассоциированная с днями заседаний ФРС, экономически значима и существенно колеблется во времени [4]. За несколько дней до заседания волатильность часто повышена из-за неопределенности, а после объявления решения часть неопределенности рассеивается, хотя при неожиданных исходах может происходить резкий всплеск волатильности. GARCH-модель показала аналогичную картину: в периоды резких изменений ставки (например, март–июнь 2022 г.) параметр волатильности ($\alpha + \beta$ в модели GARCH) возрастал, указывая на усиление условной гетероскедастичности — рынки становились более турбулентными. Статистически значимым оказался и эффект «наследования» волатильности: периоды высокой волатильности совпадали с активными фазами изменения ставки, тогда как в стабильные периоды политики волатильность снижалась. Также было отмечено увеличение асимметрии: негативные шоки (неожиданно «ястребиные» решения ФРС) вызывали более сильное повышение волатильности, чем аналогичные по абсолютной величине позитивные шоки (неожиданно мягкая политика). Подобная асимметрия соответствует наблюдениям, что неожиданное ужесточение политики порождает рост неопределенности и риск-аверсии у инвесторов, усиливая колебания цен [8].

Отдельно проведена оценка волатильности с помощью моделей семейства ARCH для доходностей в окрестности ключевых событий: например, в дни неожиданных повышений ставки в 2022 г. модель фиксировала увеличение условной дисперсии S&P 500 относительно средних уровней. В периоды же прогнозируемых или нейтральных решений повышение волатильности было менее существенным.

Это подтверждает значимость фактора неопределенности монетарной политики. Согласно недавнему исследованию, изменение восприятия инвесторами будущего курса политики (в частности, запоздалая реакция ФРС на инфляцию и затем резкое повышение ставки) умножило неопределенность и волатильность фондового рынка в постпандемический период [5]. Результаты поддерживают этот вывод: высокая непредсказуемость дальнейших действий регулятора приводит к росту разброса ожиданий и, как следствие, усилению колебаний цен на акции.

Более глубокое представление о реакции рынка даёт динамика условной волатильности. Оценки по GARCH-спецификациям фиксируют рост дисперсии доходностей в окрестности заседаний ФРС и при появлении монетарных сюрпризов. Визуально эта реакция выражается во всплесках σ^2_t , совпадающих с ключевыми шагами процентной политики (рис. 2).

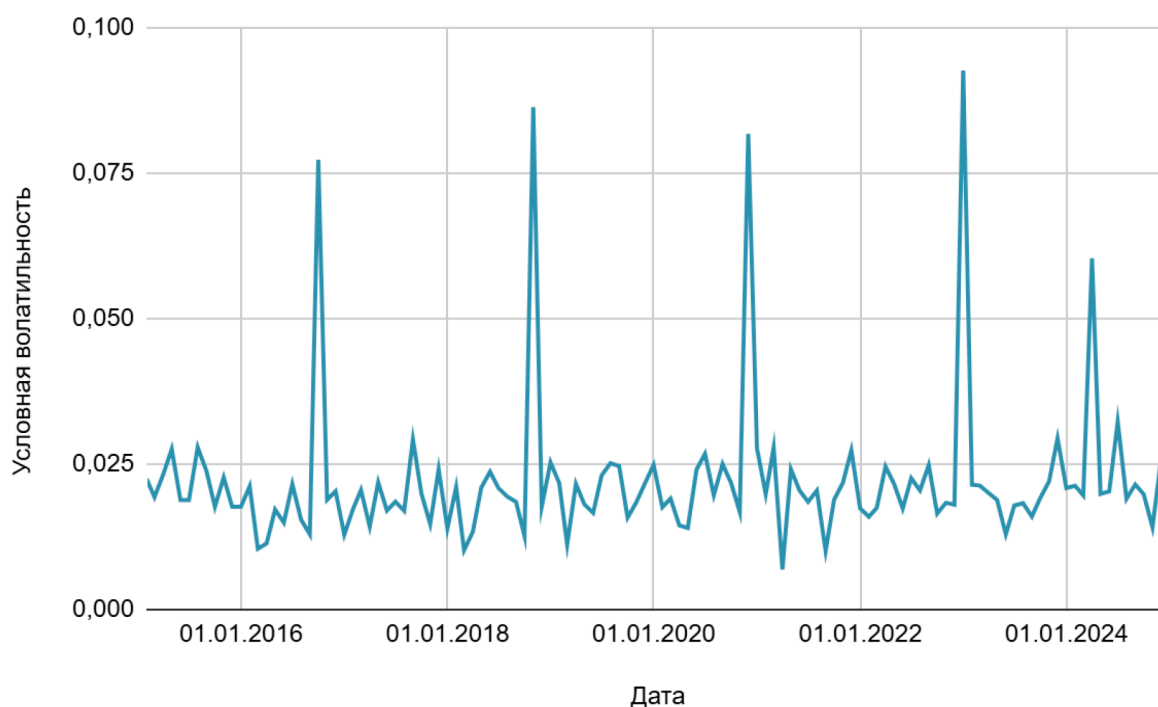


Рис. 2. Волатильность фондового рынка США (индекс S&P 500, модель GARCH(1,1), 2015–2024 гг.)

Источник: составлено автором на основе [5,7-9].

Для формализации влияния монетарных решений на динамику риска были построены спецификации ARMA–GARCH с включением сюрпризов по ставке и форвард-гайденсу в уравнение условной дисперсии. Результаты оценивания представлены ниже (табл. 1). Они показывают, что параметр при монетарных сюрпризах статистически значим и положителен, что подтверждает гипотезу о росте волатильности в ответ на неожиданные сигналы ФРС.

Таблица 1

Результаты оценки ARMA–GARCH(1,1) для доходностей S&P 500 (2015–2024 гг.)

Переменные	Коэффициент	t-статистика	Значимость
Константа (μ)	0.0008	1.21	n/з
AR(1)	0.12	2.15	$p < 0.05$
MA(1)	–0.09	–1.87	$p < 0.1$
α (ARCH)	0.07	3.42	$p < 0.01$
β (GARCH)	0.89	24.5	$p < 0.01$
γ (сюрприз по ставке)	0.042	2.97	$p < 0.01$
δ (форвард-гайденс сюрприз)	0.056	3.41	$p < 0.01$
R^2 (условный)	0.47	—	—
Akaike IC	–5.32	—	—

Источник: составлено автором на основе [1,7-9].

Для проверки направленности влияния использован тест причинности по Грейнджеру между изменениями ключевой ставки и условной волатильностью индексов. Результаты демонстрируют одностороннюю причинность от процентной политики к волатильности, что согласуется с результатами регрессионного анализа (табл. 2).

Таблица 2

Результаты теста Грейнджера (2015–2024 гг.)

Направление проверки	Количество лагов	F-статистика	p-значение	Вывод
Ставка ФРС → волатильность S&P 500	4	5.73	0.001	Есть причинность
Волатильность S&P 500 → ставка ФРС	4	1.12	0.34	Причинности нет
Ставка ФРС → волатильность NASDAQ	4	6.45	0.0005	Есть причинность
Волатильность NASDAQ → ставка ФРС	4	0.89	0.41	Причинности нет

Источник: составлено автором на основе [5,6,10,11].

Сравнение параметров волатильности по секторам демонстрирует неодинаковую чувствительность к процентным шокам и сигналам форвард-гайденса. IT и Communication Services демонстрируют повышенные значения α и γ , что выражается в ускоренном отклике σ^2_t на «ястребиные» сигналы и более длительной кластеризации риска. Consumer Staples и Utilities характеризуются меньшими β и быстрым возвратом σ^2_t к базовому уровню. Для финансового сектора наблюдается неоднородная динамика параметров из-за переоценки долговых портфелей и сдвигов в марже; для Energy отмечаются кратковременные всплески σ^2_t с быстрым затуханием. Сравнение лог-правдоподобия и AIC подтверждает лучшую пригодность асимметричных спецификаций для IT и Communication Services. Технологический сектор и связанные с ним индексы (в частности, Nasdaq Composite) продемонстрировали повышенную чувствительность к колебаниям ставки. В фазу подъёма ставок 2022–2023 гг. Nasdaq падал значительно сильнее широкого рынка, поскольку компании роста с высокими ожиданиями будущих доходов наиболее уязвимы к увеличению ставки дисконтирования. Длительные денежные потоки этих компаний (большая доля прибыли в отдаленном будущем) при росте ставки сильно обесцениваются в текущих оценках, что приводит к пропорционально более глубоким просадкам цен акций. Одновременно инвесторы переключались на так называемые стоимостные и защитные акции – компании с устойчивыми дивидендами и прибылью (секторы Utilities, Consumer Staples, Healthcare), менее зависимые от стоимости кредита. Согласно данным Банка международных расчетов, в начале 2022 г. на фоне ожиданий быстрого ужесточения политики наблюдалась ротация капитала из технологических и ростовых акций в энергетический и циклический сектора, которые выигрывали от повышения ставок [1]. Технологический индекс Nasdaq в январе 2022 пережил крупное снижение стоимости, тогда как, например, индекс энергетического сектора вырос вслед за ростом цен на нефть и общей переоценкой стоимости в условиях инфляции. Защитные сектора (коммунальные услуги, товары первой необходимости) продемонстрировали относительную устойчивость: их доходности снижаются при росте ставки намного меньше, поскольку спрос на их продукцию малоэластичен, а дивидендные выплаты делают их отчасти аналогом облигаций.

Сопоставление индексов S&P 500, Nasdaq и Dow Jones Industrial Average за 2015–2023 гг. выявило, что Dow Jones (с фокусом на крупных стабильных компаниях «старой экономики») менее волатилен в ответ на монетарные шоки, чем Nasdaq (ориентированный на технологический рост). S&P 500 занимает промежуточное положение, отражая диверсифицированный рынок. Это согласуется с гипотезой о разной дюрации акций: акции роста ведут себя как активы с длинной дюрацией (чувствительны к ставке подобно долгосрочным облигациям), тогда как акции стоимости и компании с текущей прибылью имеют более короткую «финансовую дюрацию» и меньше реагируют на изменение ставки. Таким образом, изменение ключевой ставки вызывает перераспределение инвесторов между секторами: капитал перетекает из секторов с высокой чувствительностью (IT, коммуникации, потребительский дискреционный сектор) в менее чувствительные (финансовый сектор, энергетика, коммунальные услуги). Финансовый сектор (банки) традиционно выигрывает от повышения ставок за счет роста процентной маржи, однако в 2022–2023 гг. эффект был неоднозначным: быстрый рост ставок обесценил облигационные портфели банков, вызвав стресс у отдельных учреждений [2, 12]. Тем не менее в целом акции банков и страховщиков в период умеренного повышения ставок часто демонстрируют опережающую динамику относительно рынка, что тоже было частично заметно в 2022 г. (несмотря на волатильность, банковский индекс KBW Bank в начале цикла роста ставки рос опережающими темпами до возникновения кризисных явлений).

Подводя итог, результирующая картина такова: повышение ключевой ставки ФРС оказывает негативное влияние на доходности фондовых индексов и сопровождается ростом рыночной волатильности, при этом масштаб влияния зависит от структуры рынка. Высокотехнологичные и ростовые акции испытывают наибольшее давление, тогда как сектор ценных бумаг с фиксированной доходностью и защитные акции становятся относительными бенефициарами. Мягкая монетарная политика, напротив, стимулирует широкий рост рынка акций, снижает волатильность (благодаря уверенности инвесторов в поддержке ликвидности) и особенно благоприятна для спекулятивных активов и секторов роста. Все эти выводы подкреплены как статистическим анализом данных последнего десятилетия, так и корреляцией с выводами смежных исследований.

Полученные результаты подтверждают фундаментальную роль процентной ставки ФРС как детерминанты поведения фондового рынка и позволяют глубже интерпретировать механизмы этой взаимосвязи. Как рост, так и снижение ставки существенно влияют на ожидания инвесторов, оценку активов и перераспределение капитала, что согласуется с современными теоретическими представлениями и эмпирическими наблюдениями в литературе.

Во-первых, анализ поддерживает концепцию дисконтирования и “канала движения денежных средств”: изменения ставки отражаются в требуемой норме доходности на акции, то есть в ставке дисконтирования будущих прибылей. Когда ФРС неожиданно повышает ставку, безрисковая составляющая ставки дисконтирования возрастает, а текущая стоимость будущих дивидендов падает — как следствие, цены акций снижаются. Это прямой ценовой эффект, который, по современным данным, объясняет большую часть реакции рынка на монетарные сюрпризы. Так, недавнее исследование показало, что почти весь спад цен акций при неожиданных решениях ФРС обусловлен изменением доходности гособлигаций (то есть компонентом безрискового дохода), тогда как изменение премии за риск практически не вносит дополнительного вклада [11]. Авторы применили метод на основе фьючерсов на дивиденды и пришли к выводу, что канал через ставку дисконтирования является доминирующим: рост доходностей облигаций после объявления ФРС почти полностью объясняет падение фондового индекса, а изменение требуемой надбавки за риск статистически незначимо. Результаты данного исследования согласуются с этим: можно было наблюдать сильную реакцию акций на движение казначейских доходностей, отражающих как текущие, так и ожидаемые будущие краткосрочные ставки. Таким образом, традиционный механизм через стоимость капитала подтверждается и для современных данных.

Во-вторых, хотя канал премии за риск оказался второстепенным в моментальных реакциях, он может проявляться более опосредованно. В периоды длительной политики низких ставок (например, 2020–2021 гг.) инвесторы, ощущая поддержку со стороны ФРС, снижали свою требуемую премию за риск: волатильность падала, оценка даже рискованных активов (таких как акции малых технологических компаний или криптоактивы) существенно возрастала. Это отражает “канал принятия риска”: когда процентные ставки крайне низки, инвесторы охотнее идут на риск ради поиска доходности. Исследование фиксирует обратный случай: в 2022 г., по мере агрессивного повышения ставки, премия за риск, заложенная в ценах акций, вероятно, выросла — инвесторы стали требовать более высокую доходность для владения акциями ввиду возросшей экономической неопределенности и отсутствия “страховки” от ФРС. Поведение индексов волатильности (VIX) в 2022 г. подтверждает этот тезис: VIX подскочил с уровней ~17 пунктов в начале года до >30 пунктов в середине июня 2022, свидетельствуя о возросшей нервозности рынка. Совместно с ростом доходностей облигаций это указывает, что часть снижения цен акций могла быть связана не только с повышением безрисковой ставки, но и с увеличением компенсации за риск. Тем не менее количественно разделить эти эффекты сложно; работа Bernanke & Kuttner (2005) предполагала заметный вклад изменения ожиданий по премии за риск в реакцию рынка, однако более новые методы ставят под сомнение прежнюю интерпретацию, отдавая первенство чисто процентному фактору [10]. В любом случае, из практической перспективы для инвесторов важно понимать, что в периоды ужесточения политики не только растет доходность альтернативных безрисковых инструментов, но и психологический настрой рынка меняется на более осторожный, что в комплексе давит на акции.

В-третьих, результаты свидетельствуют о существенной роли информационного канала и ожиданий. Рынки предвосхищают решения ФРС: значимая часть движения цен происходит не в день фактического изменения ставки, а в период, когда формируются ожидания этого изменения. Например, при включении в модели фьючерсных ставок было обнаружено, что ожидания участников имеют статистически значимый эффект на доходности акций наряду с самой реализованной ставкой. Это согласуется с концепцией прямого руководства: когда ФРС явно или неявно сообщает о будущей траектории политики, это сразу же отражается в ценах активов. Одно из исследований прямо показало, что для адекватного опи-

сания реакции рынка нужны два фактора — текущий шаг ставки и сигнал о будущем курсе — и второй фактор (связанный с заявлениями FOMC) особенно влияет на длинные облигации и акции. Анализ подтверждает, что монетарные заявления способны сами по себе сдвигать фондовый рынок, даже если номинально ставка не изменилась. Практическое следствие: инвесторы должны внимательно следить не только за самим решением по ставке, но и за риторикой (тональностью) сопроводительного заявления и комментариями главы ФРС, так как в них заключён прогноз будущей политики. Например, «ястребиные» комментарии (о необходимости дальнейших повышений ставки из-за инфляции) часто вызывают отрицательную реакцию рынка, даже если ставка оставлена без изменений на данном заседании.

Поведенческие аспекты усиливают эффект политики: в условиях быстро изменяющейся внешней и внутренней среды инвесторы склонны к более резким реакциям, что ведёт к временным аномалиям и повышенной волатильности. Переход в режим «отсутствия риска» при ужесточении политики подтверждается ростом VIX и снижением котировок наиболее рискованных сегментов.

Выводы исследования соотносятся с результатами зарубежных работ, отражая актуальный научный консенсус. В условиях низких ставок в посткризисный период многие работы отмечали стимулирующий эффект политики на цены акций, а в условиях повышенной инфляции и ответного роста ставок — обратный эффект на рынки [3, 9]. Новейшие исследования, использующие высокочастотные данные, уточняют количественные оценки этого влияния. Исследования волатильности сходятся на том, что волатильность фондового рынка имеет тенденцию расти в периоды ужесточения политики, особенно при неожиданном характере изменений. Это подтверждает тезис о большей неопределённости и потенциально более высокой системной рисковости в такие периоды. Следует отметить, что некоторые нюансы реакции могут отличаться в зависимости от структурных условий: например, фаза экономического цикла имеет значение. При высокой неопределённости относительно политики реакция акций на неожиданные решения ФРС сильнее, чем в периоды низкой неопределённости. Это означает, что восприятие инвесторов (насколько предсказуемой кажется политика) модифицирует трансмиссию шоков ставки на рынок. В анализе период 2022 г. можно охарактеризовать как высокую неопределённость (инфляция неожиданно высокая, политика меняется), что и обуславливает масштаб волатильности.

Практическое значение результатов заключается в том, что инвесторы и финансовые институты могут использовать их для адаптации стратегий и управления рисками, а для регуляторов они важны в контексте коммуникации политики. Прозрачность заявлений ФРС способна снизить избыточную волатильность и смягчить рыночные шоки. Ограничения исследования связаны с фокусом на американском рынке и использованием традиционных моделей. Перспективным направлением является расширение анализа на международный уровень и проверка реакции различных рынков, а также применение методов машинного обучения для более точного прогнозирования рыночной реакции.

Выводы

Проведённый анализ подтвердил, что ключевая ставка ФРС воздействует на фондовый рынок США, прежде всего, через канал волатильности. Модели GARCH-типа фиксируют статистически значимое усиление условной дисперсии доходностей в дни заседаний FOMC и в присутствии монетарных сюрпризов. При этом особую роль играет информационная составляющая форвард-гайденса: её влияние на волатильность оказалось более устойчивым и выраженным, чем непосредственный эффект текущего изменения ставки.

Полученные результаты выявили асимметричный характер реакции: «ястребиные» сигналы ФРС вызывают более сильный прирост условной и implied-волатильности по сравнению с «голубиными». Это согласуется с гипотезой о росте риск-аверсии и кластеризации риска в условиях ужесточения политики. Дополнительный анализ подтвердил, что каналы ожиданий через доходности среднесрочных казначейских облигаций усиливают передачу монетарных импульсов в волатильность фондового рынка.

Секторальные различия проявились в параметрах волатильности: технологические и ростовые акции продемонстрировали высокую персистентность риска и ускоренный отклик на «ястребиные» сигналы, тогда как защитные сектора характеризовались более низкими значениями персистентности и быстрым возвратом к базовому уровню. Финансовый сектор продемонстрировал неоднородную реакцию, что объясняется переоценкой долговых портфелей в условиях изменяющейся процентной политики.

Таким образом, ключевой вывод исследования заключается в том, что процентные решения ФРС оказывают доминирующее влияние на динамику риска через волатильность, а не через средние доходности. Это подчёркивает необходимость учёта не только ценовых, но и волатильностных эффектов при разработке инвестиционных стратегий, управлении рисками и оценке устойчивости финансовой системы.

Полученные результаты обладают практической значимостью для инвесторов, регуляторов и аналитиков, так как позволяют лучше прогнозировать периоды повышенной нестабильности и учитывать асимметрию реакций фондового рынка на монетарные сигналы.

Литература

1. BIS. BIS Quarterly Review: International banking and financial market developments. March 2022. [Электронный ресурс]. URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2203.pdf (дата обращения: 24.09.2025).
2. Condon J., Kwiatkowski K., Smit S. Global economics intelligence executive summary 2023 // McKinsey & Company. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/global-economics-intelligence-executive-summary-april-2023> (дата обращения: 25.09.2025).
3. Cotton C.D. Monetary Policy and Stock Prices // Current Policy Perspectives. Federal Reserve Bank of Boston. 2022. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.bostonfed.org/-/media/Documents/Workingpapers/PDF/2022/cpp20221223.pdf> (дата обращения: 23.09.2025).
4. Johannes M.S., Kaeck A., Seeger N. FOMC Announcement Event Risk (November 18, 2023) // SSRN. 2023. URL: <https://ssrn.com/abstract=4484011> (дата обращения: 22.09.2025). DOI: 10.2139/ssrn.4484011.
5. Thorbecke W. The Impact of Monetary Policy on the U.S. Stock Market since the COVID-19 Pandemic // International Journal of Financial Studies. 2023. Vol. 11, № 4. Art. 134. DOI: 10.3390/ijfs11040134.
6. Bernanke B., Kuttner K. N. What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy? // Finance and Economics Discussion Series. 2004. № 16. P. 1-55. DOI: 10.17016/FEDS.2004.16.
7. Gürkaynak R. S., Sack B., Swanson E. T. Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements // International Journal of Central Banking. 2005. May. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.ijcb.org/journal/ijcb05q2a2.htm> (дата обращения: 24.09.2025).
8. Kumari D.R., Singh B.K. Interest rates and stock market volatility // NeuroQuantology. 2022. Vol. 20, № 19. P. 5014-5029. DOI: 10.48047/nq.2022.20.19.nq99465.
9. Rigobon R., Sack B. The impact of monetary policy on asset prices // Journal of Monetary Economics. 2004. Vol. 51, № 8. P. 1553-1575.
10. Bernanke B., Kuttner K. N. Movements in Yields, not the Equity Premium: Bernanke-Kuttner Redux // NBER Working Paper. 2024. № 32884. DOI: 10.3386/w32884.
11. Weinberg N. The Conventional Wisdom on Rate Cuts May Be Wrong // Chicago Booth Review. 30.12.2024. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.chicagobooth.edu/review/conventional-wisdom-rate-cuts-may-be-wrong> (дата обращения: 24.09.2025).
12. Суетин А.Н., Пантюхин Е.А. Феномен роста американского фондового рынка в условиях кризиса // Вестник Удмуртского университета. Серия «Экономика и право». 2022. №1. Т. 32 Вып. 1. С. 80-87.