

ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-5-47-63
 УДК 336.761(045)
 JEL G11, G18

Маневр ликвидности в финансовой системе России в контексте проблематики инфляции и развития рынка акций

О.М. Эскиндаров^a, Т.В. Маняхин^b

^a холдинговая компания «Синдика», Москва, Российская Федерация;

^b Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация

АННОТАЦИЯ

Объектом исследования является финансовая система России. Предмет исследования – причины увеличения депозитов населения в банках и влияние этих средств на экономику в период снижения ключевой ставки. **Актуальность** работы обусловлена потенциальным влиянием указанных средств на инфляцию. **Цель** исследования заключается в оценке объема средств на банковских депозитах, способного оказать инфляционное давление, и в разработке предложений по его минимизации. Использовано эконометрическое моделирование и общенаучные **методы**, в том числе анализа и синтеза. По результатам исследования рекомендовано уполномоченным государственным органам провести маневр ликвидности, чтобы снизить инфляционное давление от депозитов. Это также должно способствовать росту капитализации рынка акций. **Научная новизна** заключается в комплексном изучении проблемы накоплений населения и предложении маневра ликвидности для решения ряда макроэкономических задач. Сделаны **выводы**, что депозиты могут повлиять на инфляцию в зависимости от макроэкономического сценария. Для минимизации этого влияния авторы предложили провести маневр ликвидности, эффективность которого будет зависеть от реализации комплекса мер, включающих: расширение системы страхования инвестиций до имущества, учтенного на всех счетах домохозяйств, используемых для инвестиций; повышение доходности и разнообразия инструментов коллективного инвестирования за счет правового стимулирования регулятором управляющих компаний в рамках консолидированного надзора; повышение культуры дивидендных выплат в рамках реализации прав акционера; содействие созданию независимых «long-only» фондов, осуществляющих инвестирование на долгий срок; создание контролируемого государством фонда для поддержки рынка IPO и вторичного обращения недавно размещенных акций; тонкая «настройка» налоговых стимулов для компаний, выходящих на IPO и SPO, и для домохозяйств, инвестирующих в критичные для экономики отрасли; освобождение от налогообложения дивидендов; создание гарантий для домохозяйств, участвующих в IPO; популяризация культуры инвестирования в медиапространстве. Результаты исследования могут быть полезны государственным органам при принятии решений о дальнейшей макроэкономической политике.

Ключевые слова: рынок акций; инфляция; депозиты; инвестиции; ключевая ставка; акции; маневр ликвидности

Для цитирования: Эскиндаров О.М., Маняхин Т.В. Маневр ликвидности в финансовой системе России в контексте проблематики инфляции и развития рынка акций. *Финансы: теория и практика*. 2025;29(5):47-63. DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-5-47-63

ORIGINAL PAPER

Liquidity Maneuver in the Russian Financial System in the Context of Inflation Issues and Stock Market Development

О.М. Eskindarov^a, Т.В. Maniakhin^b

^a Holding company “Sindika”, Moscow, Russian Federation;

^b Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation

ABSTRACT

The **object** of the study is the financial system of Russia. The subject of the study is the reasons for the increase in household deposits in banks and the impact of these funds on the economy during the period of reducing the key rate. The **relevance** of the work is due to the potential impact of these funds on inflation. The **purpose** of the study is to assess the volume of

funds on bank deposits that can exert inflationary pressure, and to develop proposals for its minimization. Econometric modeling and general scientific **methods**, including analysis and synthesis, were used. Based on the results of the study, it was recommended that authorized government agencies carry out a liquidity maneuver in order to reduce inflationary pressure from deposits. This should also contribute to the growth of stock market capitalization. **Scientific novelty** lies in a comprehensive study of the problem of household savings and the proposal of a liquidity maneuver to solve a number of macroeconomic problems. Conclusions are made that deposits can affect inflation depending on the macroeconomic scenario. To minimize this impact, the authors proposed to conduct a liquidity maneuver, the effectiveness of which will depend on the implementation of a set of measures, including: expanding the investment insurance system to include property recorded in all household investment accounts; increasing the profitability and diversity of collective investment schemes through legal incentives for management companies by the regulator within the framework of consolidated supervision; improving the culture of dividend payments within the framework of the exercise of shareholder rights; promoting the creation of independent "long-only" funds that invest for the long term; creating a state-controlled fund to support the IPO market and secondary circulation of recently listed shares; fine-tuning tax incentives for companies entering IPO and SPO, and for households investing in industries critical to the economy; exemption from dividend taxation; creating guarantees for households participating in IPOs; popularizing the culture of investment in the media. The results of the study may be useful to government agencies when making decisions on further macroeconomic policy.

Keywords: stock market; inflation; deposits; investments; key rate; shares; liquidity maneuver

For citation: Eskindarov O.M., Maniakhin T.V. Liquidity maneuver in the Russian financial system in the context of inflation issues and stock market development. *Finance: Theory and Practice*. 2025;29(5):47-63. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-5-47-63

ВВЕДЕНИЕ

Рост инфляции в России, вызванный изменением условий функционирования экономики, обусловил необходимость ответных мер со стороны государства, где главным инструментом стало повышение ключевой ставки — с 9,5% в феврале 2022 г. до 21% в октябре 2024 г.¹ Это привело к повышению привлекательности банковских депозитов, а также фондов денежного рынка и облигаций. Как следствие, за три с половиной года (2022 — первое полугодие 2025 гг.) объем депозитов населения удвоился, достигнув 61 трлн руб.², что составило 50% денежной массы (M2). Для сравнения: за аналогичный по длительности период до 2022 г., когда ставка находилась в диапазоне 4,25–8,5%, объем депозитов вырос всего на 34%.

По мере снижения ключевой ставки безрисковые инструменты станут менее привлекательными. При этом, учитывая, что, по оценке Банка России³, одним из главных драйверов инфляции стала высокая потребительская активность, трансформация части накоплений в потребительские расходы может вновь повлиять на инфляцию как за счет спроса, так и эффекта «товара-маркера», когда рост цен на востребованные активы формирует высокие инфляционные ожидания [1]. Нельзя исключать

и вероятность усиления проинфляционных факторов, что в стрессовых сценариях может активизировать потребительские настроения с целью защиты сбережений, как это было, например, в Турции в 2021–2023 гг. [2].

В результате наблюдается неординарная ситуация — при развороте монетарной политики может образоваться замкнутый круг: на ускорение инфляции Банк России ответил ужесточением монетарных условий, смягчение которых может вновь спровоцировать инфляцию.

Научной гипотезой стало предположение о значимых объемах депозитной «надстройки», способной оказать инфляционное давление, а также о возможности его нейтрализации рыночными механизмами. Целью исследования стала проверка гипотезы и, в случае ее подтверждения, разработка предложений по минимизации потенциала давления на инфляцию.

МАТЕРИАЛЫ И МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Информационной базой исследования стали данные Банка России, Росстата, государственной корпорации «Агентство по страхованию вкладов» (АСВ), ПАО «Московская биржа», АО «ДОМ.РФ», Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР), зарубежных регуляторов, Всемирного банка, Организации экономического сотрудничества и развития.

Изучены релевантные правовые акты, данные профильных ресурсов (Эксперт РА, Finmarket, Autonews, Frank RG) и федеральных СМИ (ТАСС, Коммерсантъ, РБК, Известия). Учтены результаты исследований.

¹ Банк России. Ключевая ставка Банка России. URL: https://cbr.ru/hd_base/KeyRate/ (дата обращения: 05.07.2025).

² Банк России. Денежная масса (национальное определение). URL: <https://cbr.ru/statistics/ms/> (дата обращения: 05.07.2025).

³ Банк России. Заявление Председателя Банка России по итогам заседания Совета директоров Банка России 25 октября 2024 г. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=21111> (дата обращения: 05.07.2025).

Научный аппарат включал методы анализа и синтеза, применена регрессионная модель, осуществлены экспертные оценки.

РЕЗУЛЬТАТЫ И ОБСУЖДЕНИЕ

Достижение цели исследования обеспечено последовательным решением ряда задач, раскрытых далее по тексту.

Оценка объема притока средств на банковские депозиты вследствие повышения процентных ставок

Как следует из *рис. 1*, начало резкого роста объемов средств на депозитах совпало по времени с повышением Банком России в конце февраля 2022 г. ключевой ставки до 20%.

В то же время заметный приток средств в депозиты имел место не только на фоне высокой ставки, но и при ее низких уровнях — например, в конце 2022 и в 2023 гг. Так было и в 2015–2021 гг.

Анализ данных о динамике суммарных реальных располагаемых денежных доходов населения⁴ показал,

что доходы в 2023 г., большую часть которого ставка находилась на низком уровне (7,5–8,5%), а также в 2024 г. заметно выросли — на 5,4 и 7,3% соответственно, что позволяет говорить о том, что данный фактор тоже влиял на сбережения.

Кроме того, до 2022 г. спросом у россиян пользовались иностранные активы, в том числе акции, криптоактивы, недвижимость: в IV квартале 2021 г. на сегмент иностранных акций пришлось 10% не-тто-покупок розничных инвесторов, на их счетах учитывалось иностранных акций на сумму 1 трлн руб.⁵ Объем вложений в криптоактивы оценивался в 5 трлн руб.⁶ В 2021 г. россияне, по некоторым оценкам⁷, входили в топ-5 покупателей самой дорогой недвижимости в Великобритании, Франции, Испании, Италии, Монако.

⁵ Банк России. Обзор ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг за 2021 год. URL: https://cbk.ru/Collection/Collection/File/40858/review_secur_21.pdf (дата обращения: 08.07.2025).

⁶ ТАСС. Аксаков сообщил, что россияне инвестировали в крипторынок 5 трлн рублей. URL: <https://tass.ru/ekonomika/13245805> (дата обращения: 08.07.2025).

⁷ РБК Недвижимость. Куда вкладывать деньги российским инвесторам за рубежом. URL: <https://rbcrealty.ru/news/62b0953a9a79475a5a6bb17c> (дата обращения: 08.07.2025).

⁴ Росстат. Информационно-аналитические материалы. URL: <https://rosstat.gov.ru> (дата обращения: 08.07.2025).

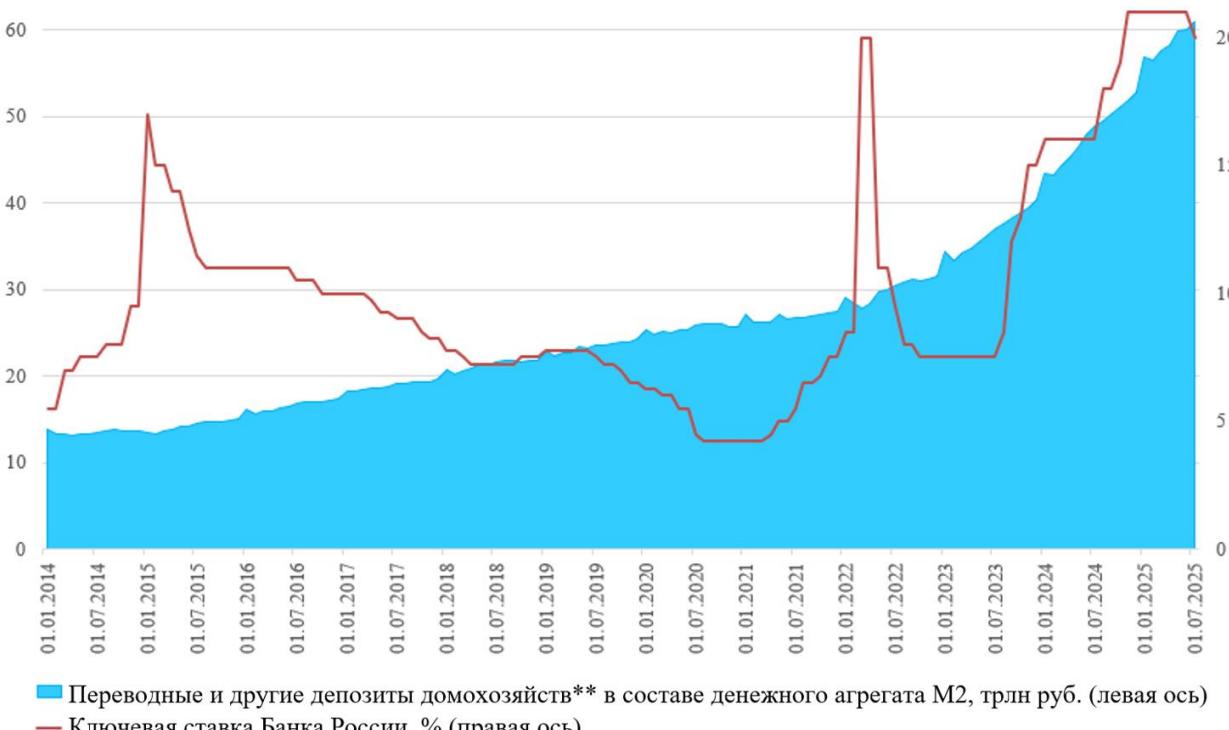


Рис. 1 / Fig. 1. Ключевая ставка Банка России и объем средств на банковских депозитах домохозяйств в составе денежного агрегата М2 в 2014–2025 гг. / The Key Rate of the Bank of Russia and the Volume of Funds on Household Bank Deposits As Part of the M2 Monetary Aggregate in 2014–2025**

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

Примечание / Note: * ежемесячные данные на 1-е число; ** в терминологии Банка России / * monthly data as of the 1st; ** in the terminology of the Bank of Russia.

Таблица 1 / Table 1

Результаты регрессии / Regression Results

Переменная / Variable	Коэффициент регрессии (β_i) / Regression coefficient (β_i)	Стандартная ошибка / Standard error	P-значение / P-value
X_1	0,110	0,008	<0,0001
X_2	0,130	0,015	<0,0001
X_3	-0,045	0,006	<0,0001

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

Таблица 2 / Table 2

Расчет вклада независимых переменных в изменение зависимой переменной / Calculation of the Contribution of Independent Variables to the Change in the Dependent Variable

Переменная / Variable	ΣX_i (сумма значений) / ΣX_i (sum of values)	Коэффициент регрессии (β_i) / Regression coefficient (β_i)	Вклад переменной X_i в Y / Contribution of variable X_i to Y	
			в трлн руб. / in trillion rubles	в % / in %
X_1	195,75	0,110	21,5	68
X_2	58,90	0,130	7,7	24
X_3	-40,3	-0,045	1,8	6
Итого по X_{1-3}	-	-	31,0	98
Всего	-	-	31,7	100

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

Статистика подтверждает снижение зарубежных вложений: вложения в иностранные акции и в прочие формы участия в капитале нерезидентов за период с начала 2022 по I квартал 2025 г. сократились на 40%⁸.

Для приблизительной оценки вклада каждого фактора в прирост средств на депозитах в период с I квартала 2022 по II квартал 2025 г. применена регрессионная модель следующего типа:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon, \quad (1)$$

где Y — прирост средств на депозитах домохозяйств в рублях в составе денежного агрегата М2 (31,7 трлн руб.); β_0 — свободный член; β_1 , β_2 , β_3 — коэффициенты; X_1 — средневзвешенная в квартале (по количеству дней действия) ключевая ставка; X_2 — изменение реальных располагаемых денежных доходов населения относительно аналогичного квартала предыдущего года; X_3 — изменение вложений домохозяйств в акции и долговые бумаги нерезидентов и в прочие формы участия

в капитале нерезидентов относительно предыдущего квартала; ε — регрессионный остаток.

Статистика модели: $R^2 = 0,96$; скорректированный $R^2 = 0,95$; F-статистика = 14,38; P-value < 0,0001.

Результаты регрессии и расчет вклада независимых переменных в зависимую переменную приведены в табл. 1 и 2.

Доминирующим фактором стало повышение ключевой ставки — 21,5 из 31,7 трлн руб. (68%), вторым по значимости — рост суммарных реальных располагаемых денежных доходов (7,7 трлн руб., или 24%). Сокращение вложений в иностранные бумаги и в иные формы участия в капитале нерезидентов дало около 2 трлн руб. (6%) в общем приросте средств.

Необъясненный остаток — около 1 трлн руб. — могут составлять данные, не отражаемые в статистике. На притоке средств также сказались общая неопределенность на рынках, снижение привлекательности резервных валют как средства сбережения, высокие цены на «активы-убежища» и др.

Данные цифры являются ориентировочными, но они согласуются с данными Банка России, согласно которым за период, предшествующий анализируемому и равный ему по длительности, прирост

⁸ Банк России. Сбережения домашних хозяйств. URL: https://cbr.ru/statistics/macro_itm/households/hh (дата обращения: 09.07.2025).

средств на депозитах на фоне низкой ключевой ставки (4,25–8,5%) составил всего 34,2% в сравнении с 109,3% в анализируемом периоде.

ВЫСВОБОЖДЕНИЕ ЛИКВИДНОСТИ С БАНКОВСКИХ ДЕПОЗИТОВ В ЦИКЛЕ СНИЖЕНИЯ СТАВОК

Представители научных школ и экономисты-практики, как показало исследование, сходятся во мнении о том, что снижение ставок содержит в себе потенциал роста потребления, как минимум за счет влияния процентного канала денежно-кредитной политики (ДКП) на кредитование и снижения склонности к сбережениям, что отмечается, например в [3, 4].

При этом многими, в том числе Джоном Мейненардом Кейнсом [5], обращается внимание на нелинейность взаимосвязи. Отмечаются особенности влияния в разном монетарном контексте (среда высоких или низких ставок) [6], важность учета факторов, сдерживающих или усиливающих корреляцию, в том числе доходов населения [4], инфляции и инфляционных ожиданий [7, 8], состояния экономики [9, 10], мер государственной поддержки.

Экономическая классика во всем ее многообразии применима и в отношении России. По данным Банка России⁹, процентный канал ДКП эффективно транслирует изменение ставок в потребление: в 2020–2023 гг. около 70% поступлений на счета эскроу пришлись на ипотечное кредитование, а 40% продаж легковых автомобилей — на автокредитование. Значительную роль играют и проинфляционные факторы: ограниченное предложение в экономике, конкуренция бизнеса за ресурсы, бюджетный дефицит, рост суммарных доходов населения, ослабление национальной валюты и др. — все это регулятор вынужден учитывать при принятии решения по ставке¹⁰.

По оценке авторов, потребительский спрос будет способен сильно вырасти после достижения рыночными ставками кредитования уровней в 14–15%, что соответствует ключевой ставке в 10–12%. При приближении же рыночных ставок к уровню 10% и ниже (ключевая ставка: 7,5–8,5% и ниже) вполне возможно и заметное изменение склонности на-

селения к сбережениям в пользу большего потребления и инвестиций.

Важность порога ключевой ставки в 10–12% подтверждается ретроспективными данными за 2023–2025 гг. (рис. 2), согласно которым сильное сокращение автокредитования и ипотеки в сентябре–октябре 2023 г. последовало за выходом ключевой ставки вверх из диапазона 10–12%. Временное оживление автокредитования представители отрасли связали с ожиданиями дальнейшего роста ставки и с ростом утилизационного сбора¹¹.

При снижении ключевой ставки ниже 10% вероятность высвобождения средств с депозитов вырастет еще больше, что подтверждается ретроспективными данными о снижении склонности к сбережениям и росте потребления на фоне снижения ставок (рис. 3).

В случае же усиления проинфляционных факторов повышенное давление потребления на инфляцию может наступить и при более высоких ставках, что подтверждается исследованиями, в том числе [11, 12]. Давление на инфляцию может оказывать и увеличение суммарных доходов населения: например, в работе [13] отмечено, что со временем положительный отклик в инфляции наблюдается при росте даже номинальной заработной платы.

Позиция авторов совпадает и с мнением бизнеса (банки, риэлторы, автобизнес и др.), указывающего на оживление спроса при достижении ключевой ставкой уровня в 15%¹², на заметный подъем потребительских настроений при уровне ключевой ставки в 10–12%¹³ и на их резкую активизацию при уровне ставки в 7–8%¹⁴.

Конечно, сумма, накопленная за три с половиной года на фоне высоких ставок (около 21,5 трлн руб.), с учетом склонности к сбережениям и других факторов, не будет полностью использована на потребление, тем более в короткие сроки, но даже 30–50%, что составляет до 10% денежной массы (M2), хватит для давления на инфляцию, не учитывая стрессовых сценариев.

¹¹ Известия. Усилитель рубля: выдачи автокредитов выросли на 70% за год. URL: <https://iz.ru/1808884/evgenii-grachev/usilitel-rublya-vyдаchi-avtokreditov-vyrosli-na-70-za-god> (дата обращения: 18.07.2025).

¹² Известия. В РСПП назвали оптимальный уровень ключевой ставки для бизнеса. URL: <https://iz.ru/1907166/2025-06-19/v-rspp-nazvali-optimalnyi-uroven-kliuchevoi-stavki-dlia-biznesa> (дата обращения: 15.07.2025).

¹³ Эксперт РА. Ставки по ипотеке могут опуститься до 15% не раньше 2026 года. URL: https://raexpert.ru/researches/publications/rbc_mar25_2025 (дата обращения: 16.07.2025).

¹⁴ Autonews. Когда россияне снова начнут покупать машины. URL: <https://www.autonews.ru/news/6883562b9a7947e0dc827d9a> (дата обращения: 17.07.2025).

⁹ Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов. URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/164702/on_2025\(2026–2027\).pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/164702/on_2025(2026–2027).pdf) (дата обращения: 12.07.2025).

¹⁰ Банк России. Заявление Председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной по итогам заседания Совета директоров Банка России 25 июля 2025 года. URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=26808> (дата обращения: 13.07.2025).

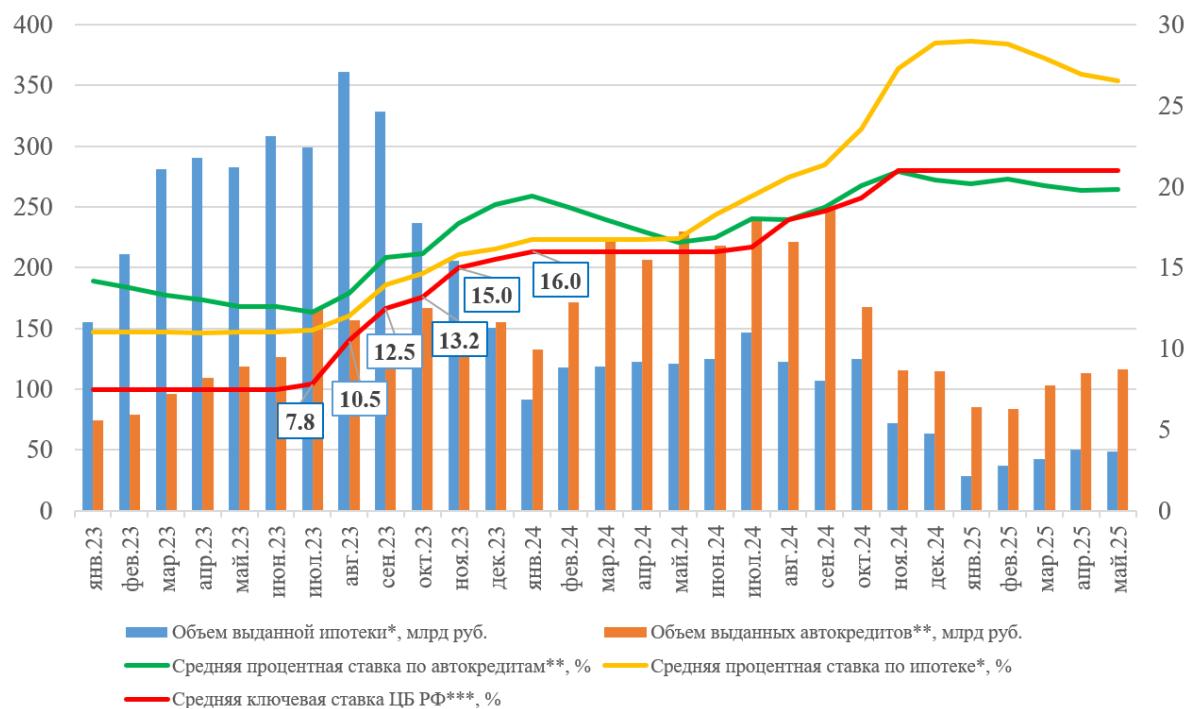


Рис. 2 / Fig. 2. Ключевая ставка Банка России, объемы выданной ипотеки и автокредитов и процентные ставки по ним в январе 2023 – мае 2025 гг. / The Key Rate of the Bank of Russia, the Volume of Issued Mortgages and Car Loans and Interest Rates on them in January 2023 – May 2025

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

Примечание / Note: * на основе данных ТОП-20 ипотечных банков по рыночным программам ипотеки; ** средняя ставка по новым и подержанным автомобилям; *** средневзвешенная ставка по количеству дней действия / * based on data from TOP-20 mortgage banks for market mortgage programs; ** average rate for new and used cars; *** weighted average rate by the number of days of validity.



Рис. 3 / Fig. 3. Отдельные показатели, характеризующие склонность населения России к сбережениям в 2014–2024 гг., % / Selected Indicators Characterizing the Propensity of the Russian Population to Save in 2014–2024, %

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

Примечание / Note: * с учетом счетов эскроу; ** отражает как изменения средств на вкладах, так и других составляющих сбережений; *** данные за 2024 г. на момент подготовки графика отсутствовали; **** по количеству дней действия / * including escrow accounts; ** reflects both changes in funds on deposits and other components of savings; *** data for 2024 were not available at the time of preparing the chart; **** by the number of days of validity.

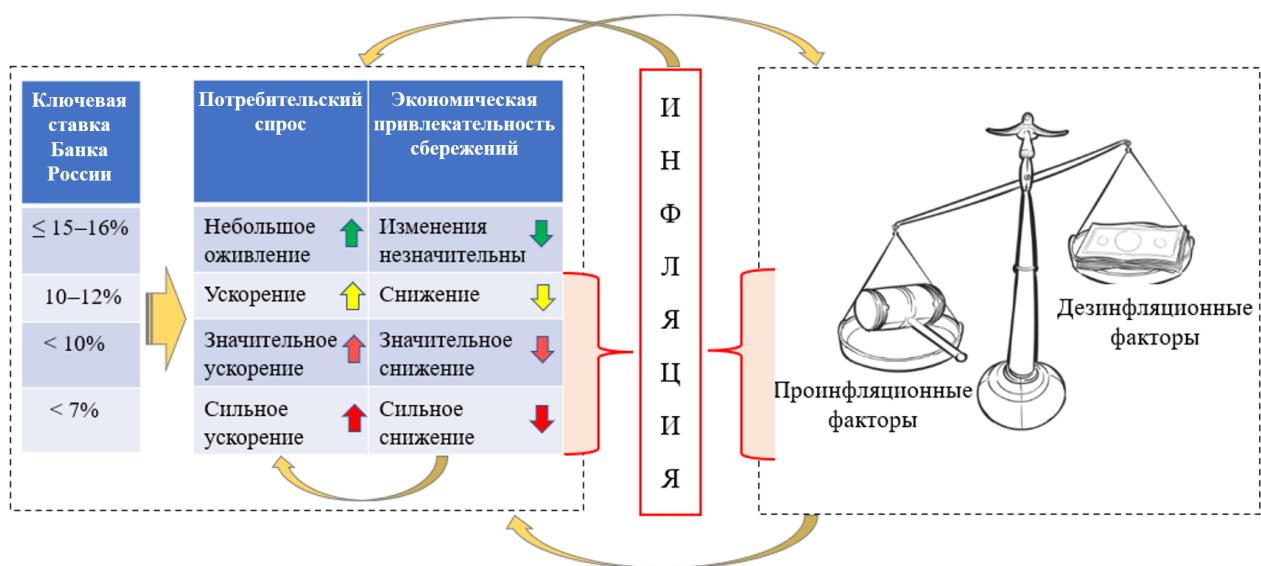


Рис. 4 / Fig. 4. Влияние снижения ключевой ставки Банка России на инфляцию в текущих условиях функционирования российской экономики / The Impact of the Lowering of the Key Rate of the Bank of Russia on Inflation in the Current Conditions of the Functioning of the Russian Economy

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

С целью минимизации влияния потребления на инфляцию представляется целесообразной заблаговременная, до достижения ключевой ставкой уровня в 10–12%, реализация мер, которые перенаправляли бы часть депозитной «надстройки» на цели, не связанные с конечным потреблением. Таким образом

был бы совершен маневр ликвидности — управляемый государством естественный и стимулируемый переток ликвидности внутри финансовой системы без влияния на инфляцию. Наиболее же гармоничная абсорбция средств, по мнению авторов, может быть достигнута за счет использования потенциала рынка акций.

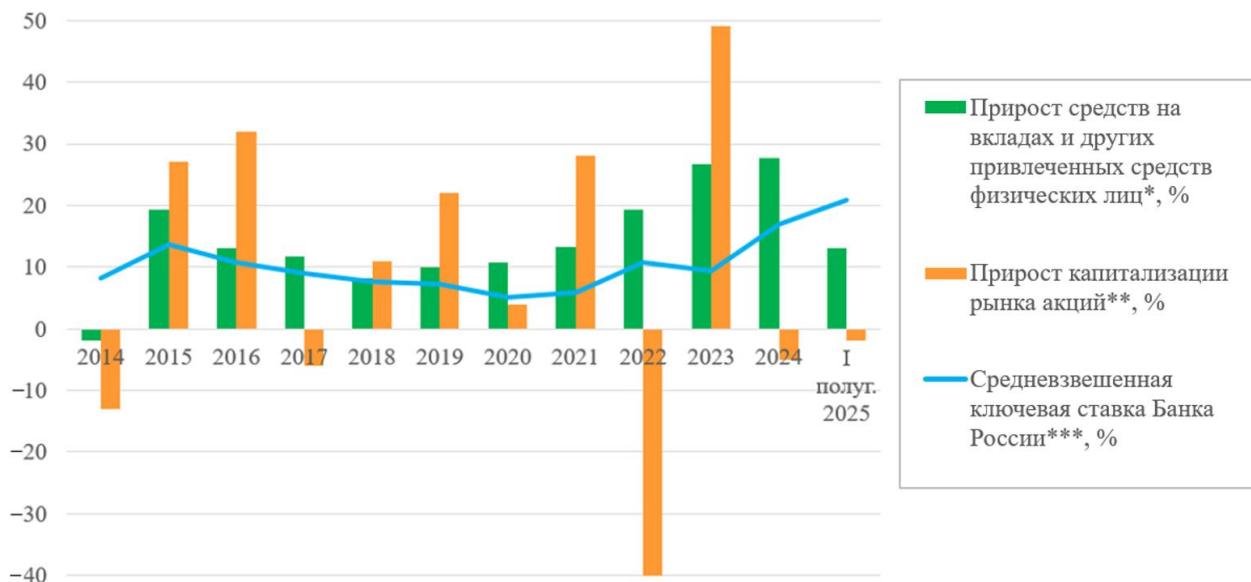


Рис. 5 / Fig. 5. Прирост рыночной капитализации рынка акций России, средств на вкладах и других привлеченных средствах физических лиц и средневзвешенная ключевая ставка Банка России в 2014 – первом полугодии 2025 гг., % / Growth in Market Capitalization of the Russian Stock Market, Funds on Deposits and Other Attracted Funds of Individuals and the Average Weighted Key Rate of the Bank of Russia in 2014 – First Half of 2025, %

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

Примечание / Note: * для обеспечения сопоставимости данных с прошлыми периодами прирост за I полугодие 2025 г. приведен в годовом выражении; ** по итогам торгов на рынке акций российских эмитентов ПАО «Московская биржа»; *** по количеству дней действия / * to ensure comparability of data with previous periods, the increase for the first half of 2025 is given in annual terms; ** based on the results of trading on the stock market of Russian issuers of Moscow Exchange PJSC; *** by the number of days of validity.

ПОТЕНЦИАЛ РЫНКА АКЦИЙ РОССИИ В АБСОРБАЦИИ ДЕПОЗИТНОЙ «НАДСТРОЙКИ»

Выбор рынка акций для совершения маневра ликвидности обусловлен естественной взаимосвязью его ликвидности со ставками в сегменте Fixed Income, что отмечается многими исследованиями, например, [14–17]. Не является исключением и Россия (рис. 5).

По итогам 2015 и вплоть до 2021 гг. на фоне снижения ключевой ставки наблюдалось замедление прироста средств на депозитах при одновременном приросте капитализации рынка акций, за исключением 2017 г., когда рынок снизился под влиянием ряда факторов (санкции, неопределенность относительно дивидендов, снижение цен на нефть, отток средств нерезидентов и др.) и 2020 г. (пандемия).

В стрессовых сценариях возможно усиление данной корреляции, например при сильном снижении реальной ставки, как это было, например, в Турции в 2021–2023 гг., где индекс BIST 100 всего за два года вырос на 500% на фоне стремления населения защитить сбережения от инфляции, в разы превосходившей безрисковую ставку [18].

Выбор рынка акций для совершения маневра ликвидности важен и в контексте необходимости выполнения поручения Президента России по достижению к 2030 г. капитализацией рынка уровня в 66% от ВВП¹⁵,

¹⁵ Сайт Президента России. Перечень поручений по реализации Послания Президента Федеральному Собранию.

для чего потребуется увеличить ее как минимум на 81 трлн руб. (исходя из текущих значений капитализации и ВВП). В этой связи средства физических лиц, учитывая их долю в ликвидности рынка (рис. 6), имеют большое значение.

В то же время тот факт, что домохозяйства направляли депозиты на фоне высоких ставок, не означает, что при низких ставках все они пойдут на покупку акций: часть средств является отложенным спросом, какие-то средства планировались на путешествия и др.

Анализ возрастной структуры инвестиций (рис. 7) показал, что критерий возраста инвестора не в полной мере подходит для указанной цели: почти все активы приходятся на людей старше 30 лет, и среди них нельзя выделить тех, кто не инвестирует или, наоборот, являются основными инвесторами. Данное относится к 2022 г., но ситуация в данной части сильно не изменилась¹⁶.

Анализ данных АСВ о структуре вкладов по их размерам (рис. 8) показал, что 96% вкладчиков имели вклады с остатками до 1 млн руб., на которые пришлось 23% величины всех вкладов. В отношении данной категории вкладов (15 трлн руб.) сложно рассчитывать на их переток в акции, в связи с чем ее можно исключить из оценки.

URL: <http://www.kremlin.ru/acts/assignments/orders/73759> (дата обращения: 21.07.2025).

¹⁶ См., например, Банк России. Исследование уровня финансовой грамотности: пятый этап. URL: https://cbi.ru/analytics/szpp/fin_literacy/research/fin_ed_5 (дата обращения: 22.07.2025).

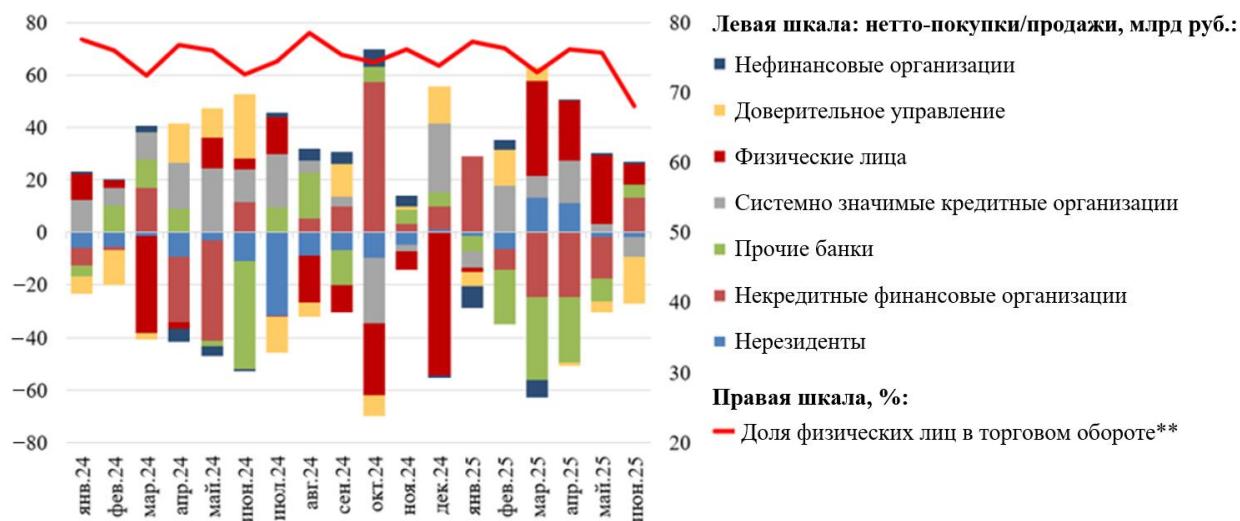


Рис. 6 / Fig. 6. Структура нетто-покупок/продаж акций на торгах ПАО «Московская биржа» в разрезе их участников и доля физических лиц в объеме торгов в период с 2024 по июнь 2025 г./
The Structure of Net Purchases/Sales of Shares at Moscow Exchange PJSC Trading by Their Participants and the Share of Individuals in the Trading Volume in the Period from 2024 to June 2025*

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

Примечание / Note: * вторичный биржевой рынок; ** средняя за месяц / * secondary stock market; ** average for the month.

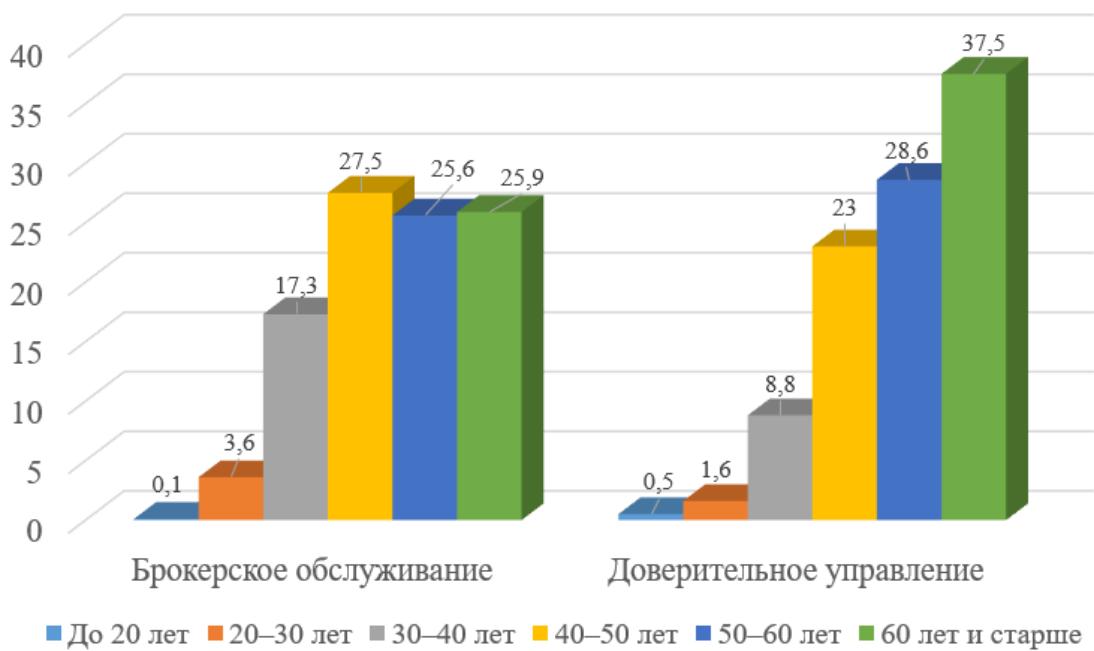


Рис. 7 / Fig. 7. Возрастная структура активов различных инвесторов в рамках брокерского обслуживания и доверительного управления по итогам первого полугодия 2022 г., % / Age Structure of Assets of Retail Investors Within the Framework of Brokerage Services and Trust Management Based on the Results of the First Half of 2022, %

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

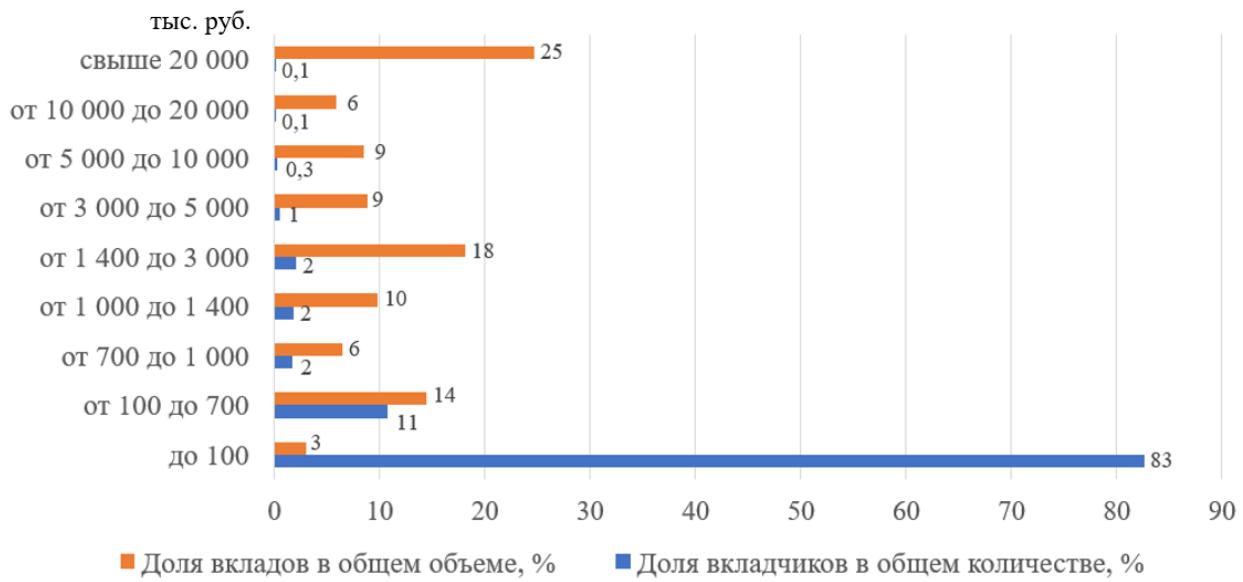


Рис. 8 / Fig. 8. Структура вкладов физических лиц в банках – участниках системы страхования вкладов по размерам вкладов по состоянию на 01.07.2025* / Structure of Deposits of Individuals in Banks Participating in the Deposit Insurance System by Deposit Size as of 01.07.2025*

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

Примечание / Note: * по методологии АСВ, без учета счетов эскроу и специальных счетов / * according to the DIA methodology, excluding escrow accounts and special accounts.

Оставшаяся же сумма скорректирована на готовность инвестировать в акции: с учетом доли вложений в акции и другие формы участия в капитале в структуре финансовых активов населения (в последние три с половиной года — в среднем около 35%) потенциал естественного перетока

средств с депозитов в акции в базовом сценарии можно оценить в 2,5–3 трлн руб., с учетом фондов денежного рынка и облигаций — 4–7 трлн руб.

С учетом отмеченного рядом исследователей, например [19–21], мультипликативного эффекта, возникающего за счет давления со стороны спроса

на растущем рынке, на фоне небольшой ликвидности акций и цен на них относительно размеров вливаний и др., прирост капитализации рынка при благоприятных условиях может кратно превзойти объем вливаний. Точно спрогнозировать размер такого эффекта невозможно, поскольку он действует в совокупности с другими факторами, ряд из которых не поддается оценке. В ряде работ, например в [22, 23], также указывается на краткосрочный эффект от вливаний на рынок. Но, как показало исследование, «находясь в рынке», действительно можно судить о наличии эффекта, в том числе и в отношении российского рынка (рис. 9).

При позитивном состоянии рынка, как это было, например, в период с декабря 2022 по январь 2024 г. (адаптация экономики, низкие ставки, комфортный для экспорта валютный курс и др.), на фоне стабильного нетто-притока средств физических лиц давление со стороны спроса приводило к приросту капитализации, в ряде месяцев в сотни раз превышавшему приток средств физических лиц. Всего за декабрь 2022 – январь 2024 гг. на фоне общего нетто-притока средств физических лиц в размере около 200 млрд руб., в совокупности с другими факторами, капитализация выросла на 22 трлн руб.

Совершение маневра ликвидности должно способствовать и раскрытию потенциала рынка, который в настоящее время фундаментально не-

дооценен, о чем могут свидетельствовать, в том числе, данные на рис. 10 и 11.

О наличии у российского рынка потенциала свидетельствуют результаты и других исследований. Например, в работе [24] отмечено, что, несмотря на поступательное развитие розничного сегмента рынка, сохраняются возможности для дальнейшего притока средств.

РОЛЬ ПУБЛИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ ПРИ СОВЕРШЕНИИ МАНЕВРА ЛИКВИДНОСТИ

Результаты исследований, посвященных разным аспектам влияния первичных размещений (IPO) на рынок акций, например [25–27], свидетельствуют о двусторонней взаимосвязи и многогранности эффектов. При благоприятных экономических условиях и высокой ликвидности новые инвестиционные идеи нередко приводят к росту рынка. Неслучайно IPO рассматривается в России как один из драйверов выполнения к 2030 г. целевого соотношения капитализации рынка акций к ВВП. Большинство оценок сводятся к общему размеру IPO в ближайшие 5 лет в 5–10 трлн руб.¹⁷

¹⁷ Например, НАУФОР. Цель по увеличению капитализации фондового рынка в России стала труднодостижимой. URL: <https://naufor.ru/tree.asp?n=30380> (дата обращения: 17.08.2025).

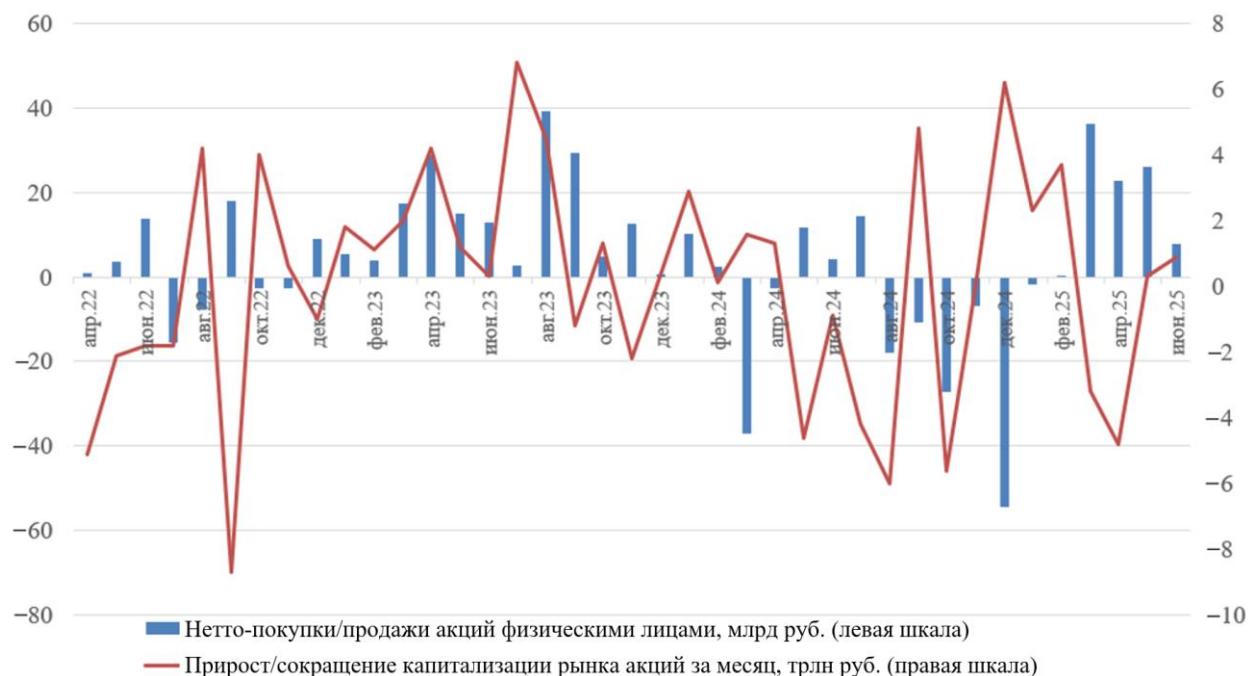


Рис. 9 / Fig. 9. Нетто-покупки/продажи акций физическими лицами и прирост/сокращение капитализации рынка акций ПАО «Московская биржа» в 2022 – первом полугодии 2025 гг. / Net Purchases/Sales of Shares by Individuals and Increase/Decrease in Capitalization of the Moscow Exchange PJSC Share Market in 2022 – First Half of 2025

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

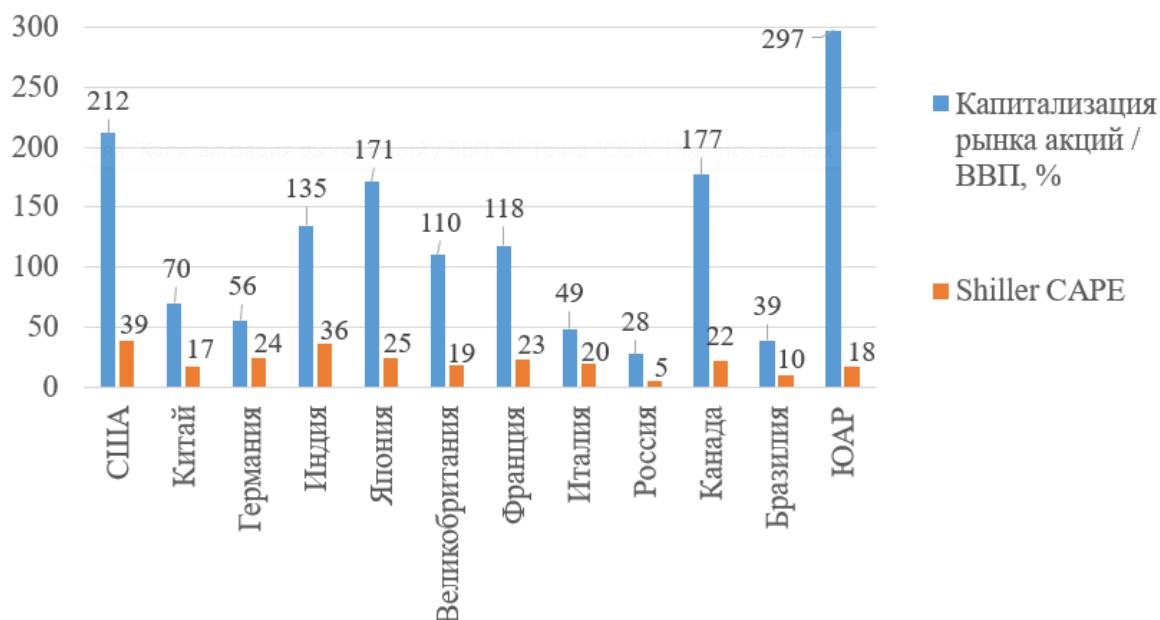


Рис. 10 / Fig. 10. Отношение капитализации рынка акций к ВВП и коэффициент Shiller CAPE в странах G-7 и крупнейших экономиках BRICS на 01.08.2025 / Stock Market Capitalization to GDP Ratio and Shiller CAPE Ratio in G-7 and Major BRICS Economies as of 01.08.2025

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

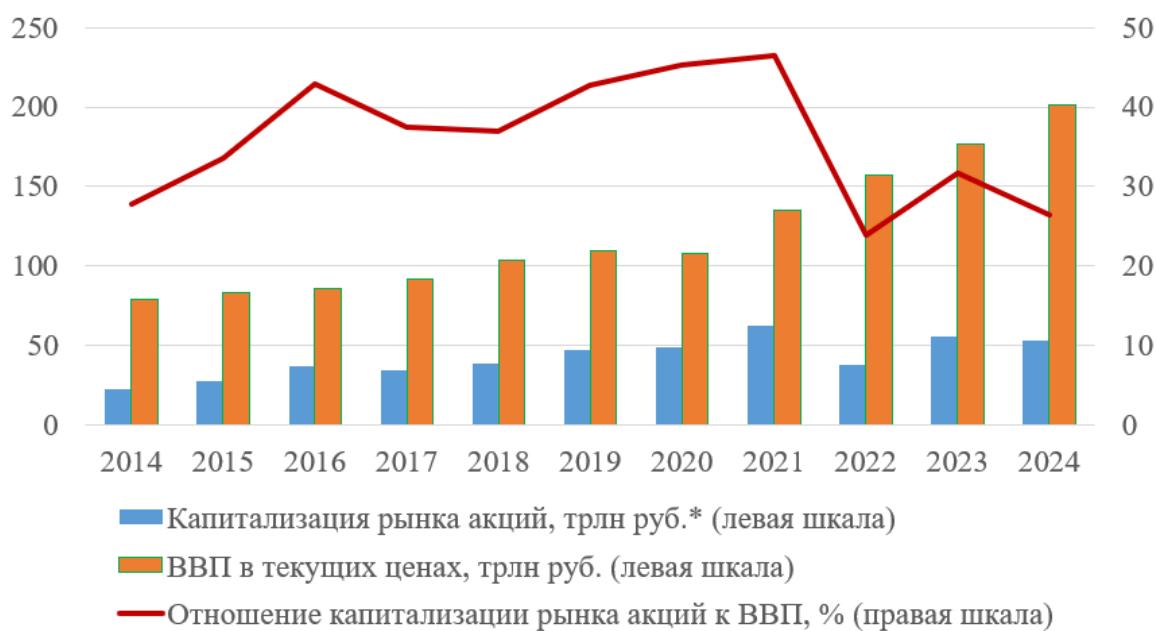


Рис. 11 / Fig. 11. Соотношение капитализации рынка акций и ВВП России в 2014–2024 гг. / The Ratio of Russian Stock Market Capitalization to Russian GDP in 2014–2024

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

Примечание / Note: * по акциям российских эмитентов по итогам торгов на фондовом рынке ПАО «Московская биржа», на 1-е число следующего года / *for shares of Russian issuers based on the results of trading on the stock market of PJSC Moscow Exchange, on the 1st day of the following year.

Активный рынок IPO выгоден всем заинтересованным сторонам.

Эмитенты, размещаясь на активном рынке, получают необходимые им спрос и цену, инвесторы — новые идеи. Инвесторы и стейкхолдеры

также выигрывают от прозрачности публичных компаний и осведомленности заинтересованных лиц о деятельности и планах развития компаний, более качественного управления (в том числе через институт независимых директоров).

Очевидны и кросссекторальные эффекты — усиление структур банков, отвечающих за доверительное управление, сопровождение IPO и за брокеридж. Поскольку эти направления являются для банков доходными, почти безрисковыми и не дающими нагрузки на капитал, развитие рынка IPO будет способствовать снижению резервирования и ущербов кредитов.

От активного рынка IPO могут выиграть и вторичные размещения (SPO), в том числе за счет возможности разгрузить большие кредитные портфели.

Текущее же состояние рынка IPO в России пока не располагает к его значительному вкладу в развитие рынка акций.

С конца 2022 г. в России, на фоне адаптации экономики к внешним вызовам и низких ставок, наблюдался тренд на активное развитие IPO: с декабря 2022 по март 2025 г. состоялось 24 IPO, в ходе которых привлечено 128 млрд руб. В 18 случаях (75%) имела место переподписка книги заявок в разы, в том числе более, чем в 10 раз по IPO ПАО «МТС-Банк», ПАО «Совкомбанк», ПАО «Диасофт», ПАО «Группа Астра». Но рынок фактически замер с середины 2024 г., после превышения ключевой ставкой 16% (рис. 12). Отдельные размещения уже не влияли на общую картину.

Текущее положение дел на российском рынке IPO, по оценкам авторов, не соответствует его потенциальному: на публичные акционерные общества приходится всего 0,03% от коммерческих организаций и 1,5% — от акционерных обществ¹⁸. Еще более наглядным, особенно в сравнении с развитыми рынками, является показатель доли в ВВП добавленной стоимости, созданной публичными компаниями, — в России это около 7% и менее 4% — без учета компаний, контролируемых государством. Схожими показателями из ведущих экономик характеризуется только Китай (рис. 13).

РЕКОМЕНДАЦИИ ПО СОВЕРШЕНИЮ МАНЕВРА ЛИКВИДНОСТИ

Как показало исследование, даже естественный переток средств в акции в размере 4–7 трлн руб. не гарантирован в условиях, когда цены на акции находятся на уровнях 5–10-летней давности, а доходность вложений в IMOEX за 5 лет с учетом дивидендов (MCFTTR) уступает вложениям в фонды денежного рынка — 31% против 76%. Для смещения

¹⁸ ФНС России. Статистика и аналитика. URL: https://www.nalog.gov.ru/rn77/related_activities/statistics_and_analytics (дата обращения: 17.08.2025).

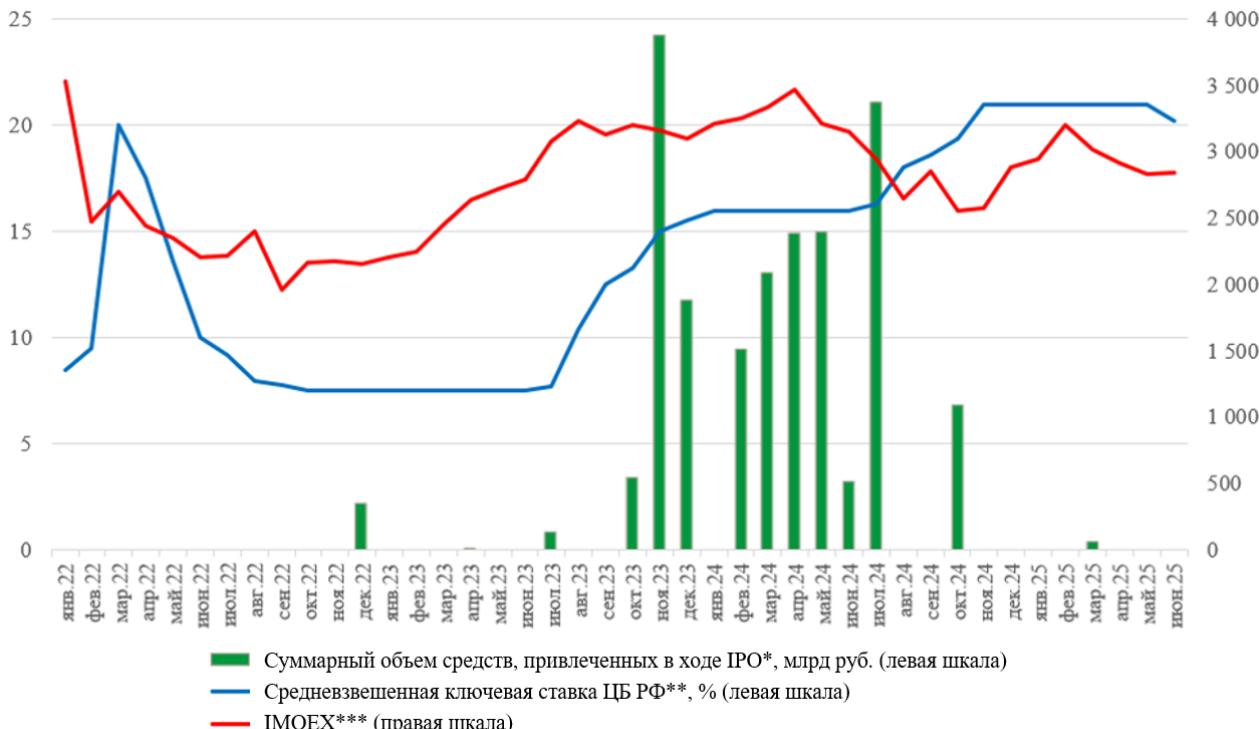


Рис. 12 / Fig. 12. Индекс IMOEX, ключевая ставка Банка России и объем средств, привлеченных в ходе IPO, в 2022 г.– первом полугодии 2025 г. / IMOEX, the Key Rate of the Bank of Russia and the Volume Of Funds Raised During IPOs in 2022 – First Half of 2025

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

Примечание / Note: * по всем IPO за месяц; ** по количеству дней действия; *** на конец месяца / * for all IPOs for the month; ** by the number of days of validity; *** at the end of the month.

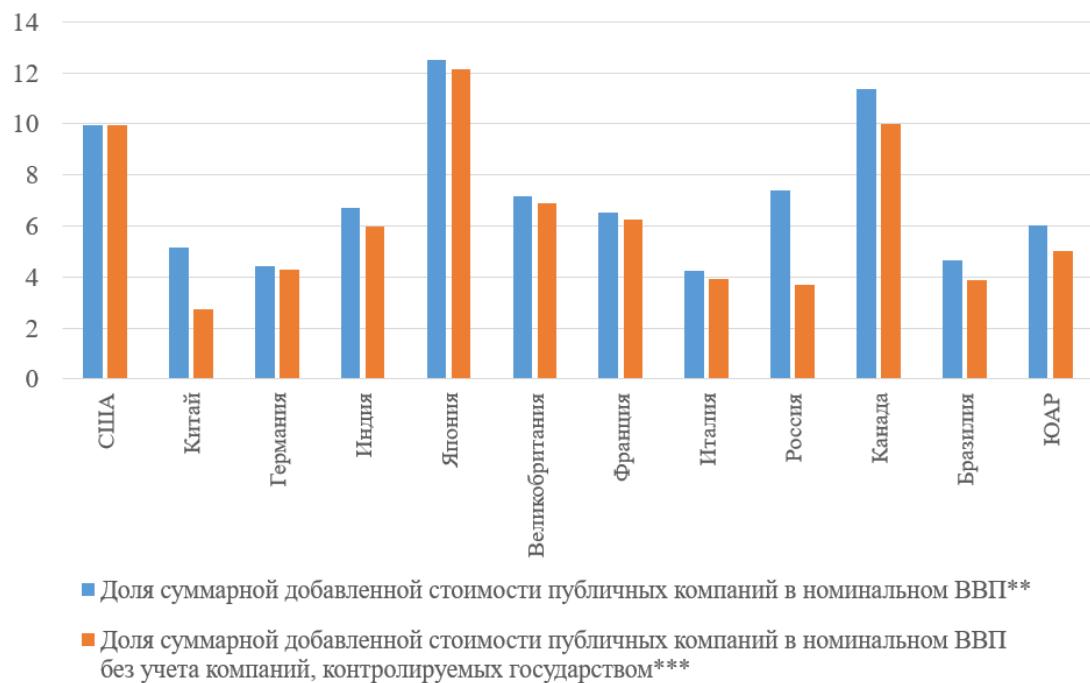


Рис. 13 / Fig. 13. Доля суммарной добавленной стоимости публичных компаний в номинальном ВВП в странах G-7 и в крупнейших экономиках BRICS по состоянию на 15.08.2025, %* / Share of Total Added Value of Public Companies in Nominal GDP in G-7 Countries and in the Largest BRICS Economies As of 15.08.2025, %*

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

Примечание / Note: * данные по ВВП взяты за 2024 г., по добавленной стоимости – в зависимости от доступных данных [за 2024 г. или за последние 4 квартала (ТТМ)]; ** использован показатель операционной прибыли с учетом особенностей в разных странах; *** с учетом методологии OECD показатель рассчитан по доле SOE в рыночной капитализации страны / * GDP data are taken for 2024, for added value – depending on available data [for 2024 or for the last 4 quarters (TTM)]; **the operating profit indicator is used, taking into account the specifics in different countries; ***taking into account the OECD methodology, based on the share of SOE in the country's market capitalization.

акцента на рынок акций необходимо делать его экономически привлекательным как для населения, так и бизнеса. С данной целью предлагается два блока мер.

В рамках первого блока мер предлагается:

1. Расширить действие системы страхования инвестиций со средств на ИИС¹⁹ до имущества, учтенного на всех счетах домохозяйств, используемых для инвестиций, поскольку активы на ИИС почти в 20 раз уступают суммарному объему средств в рамках инвестирования²⁰.

2. Повысить роль коллективного инвестирования, текущее состояние которого не мотивирует домохозяйства к его использованию: вложения в инструменты данного сегмента проигрывают

прямым вложениям более чем в 10 раз²¹. Для сравнения: в США в I квартале 2025 г. доля непрямых вложений домохозяйств в ценные бумаги (посредством фондов и др.) в структуре их финансовых активов уступила прямым вложениям всего в 2 раза.

Основной причиной сложившейся ситуации является низкий уровень доходности в данной сфере (в целом по рынку): ни один тип инвестиционных фондов за 5 лет не превзошел доходность вложений в фонды денежного рынка²². Также отмечается недостаточное разнообразие инвестиционных идей и инфраструктурный недостаток – отсутствует площадка, где в одном месте можно было бы совершать операции со всеми фондами.

Низкий уровень доходности коллективного инвестирования, в свою очередь, вряд ли связан с не-

¹⁹ Федеральный закон от 31.07.2025 № 331-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и о системе возмещения стоимости имущества, учтенного на индивидуальных инвестиционных счетах».

²⁰ Банк России. Динамические ряды ключевых показателей деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг (ПУРЦБ). URL: https://cbk.ru/statistics/rccb/purcb_stat (дата обращения: 26.07.2025).

²¹ НАУФОР. Конференция «Рынок коллективных инвестиций 2025». URL: https://naufor.ru/download/2025/RKI_24072025/data/20250724_RKI_16.pdf (дата обращения: 29.07.2025).

²² НАУФОР. Конференция «Рынок коллективных инвестиций 2025». URL: https://naufor.ru/download/2025/RKI_24072025/data/20250724_RKI_16.pdf (дата обращения: 27.07.2025).

достаточным профессионализмом управляющих компаний (УК). Банк России отмечает их хорошую рентабельность как финансовых посредников. Но УК не делятся с инвесторами в достаточной степени прибылью по средствам, привлеченным в фонды. Первоначальная причина данной ситуации, по мнению авторов, основанному, в том числе, на профессиональном опыте, может находиться в плоскости банковской бизнес-модели УК, когда коллективное инвестирование выступает, скорее всего, инструментом привлечения средств для использования в интересах группы (РЕПО, кредитование и др.), чем профессиональной сферой.

При этом в данной ситуации, на взгляд авторов, вряд ли было бы справедливым обвинять УК: коллективное инвестирование – это бизнес, и УК используют его так, как считают эффективным в рамках группы.

В такой ситуации роль лидера в раскрытии потенциала отрасли необходимо брать на себя государству, которое может повысить мотивацию УК к демонстрации в долгосрочном периоде повышенной (относительно безрисковой ставки) доходности на вложенные средства именно по продуктам коллективного инвестирования. На взгляд авторов, это может быть достигнуто за счет балансирования в правовых актах финансовых стимулами и регуляторными требованиями в рамках консолидированного надзора в целом таким образом, чтобы профессиональное коллективное инвестирование получило в деятельности банковских групп необходимые акценты.

Также Банку России целесообразно совместно с ПАО «Московская биржа» и УК проработать вопрос создания «единого супермаркета» коллективных фондов, в том числе оценив в данной части технологические возможности платформы «Финуслуги» и проработав вопросы обмена данными и «сквозного» процесса совершения сделок.

3. Развивать культуру дивидендных выплат, учитывая их прямое влияние на капитализацию рынка. В отличие от развитых рынков, где дивиденды стабильно подпитывают рынок, а объявления о них в большинстве случаев не приводят к значительным колебаниям на рынке ввиду их предсказуемости, в России объявления решений по дивидендам нередко приводят к сильным движениям IMOEX.

Учитывая, что многие «голубые фишки» на российском рынке – это предприятия, контролируемые государством, целесообразно с использованием административных и корпоративных инструментов способствовать проведению прибыльными эмитентами политики, предусматривающей регулярную

выплату дивидендов, что одновременно стало бы стабильным фискальным стимулом. В международной практике существуют варианты подобной политики²³.

4. Принять меры по созданию независимых «long-only» фондов, осуществляющих инвестирование на долгий срок на основе глубокого фундаментального анализа. После ухода с российского рынка иностранных фондов такие организации на нем фактически отсутствуют, на рынке же часто наблюдаются значимые движения, которые сложно обосновать фундаментальными факторами. Технически решение данной задачи видится авторами в финансовой (гранты, льготное налогообложение и др.) и административной поддержке соответствующих инициатив.

5. Совершенствовать институт квалифицированных инвесторов. Выполнение многих требований для присвоения статуса (размер имущества, частота совершения и объемы сделок и др.) не свидетельствует о квалификации, что не способствует качественному ценообразованию на рынке. Такие критерии могут быть дополнительными, обязательными же необходимо сделать только те, которые подтверждают компетенции.

Второй блок мер – меры «тонкой настройки»:

1. «Точечные» налоговые стимулы, максимально отвечающие интересам рынка и государства одновременно:

- налоговые льготы для компаний, проводящих IPO или SPO по типу «cash in». Из общего объема средств, привлеченных на IPO в России в 2022–2025 гг., более 50% не были напрямую задействованы в развитии бизнеса (цели – покрытие расходов, погашение долга, «cash out» и др.);

- вязка для МСП уплаты НДС с выходом на IPO (возможно распределение повышения налога во времени);

- вязка налоговых льгот для домохозяйств с критичностью эмитентов акций для обеспечения суверенитета и развития экономики, для чего целесообразно создать соответствующую таксономию с учетом действующих перечней, предназначенных для различных целей²⁴. Можно рассмотреть

²³ OECD/World Bank (2024), Dividend payments by state-owned enterprises: Policies and practices. OECD Business and Finance Policy Papers, OECD Publishing, Paris. URL: <https://doi.org/10.1787/bf84ff64-en> (дата обращения: 05.08.2025).

²⁴ В том числе Постановление Правительства России от 15.04.2023 № 603; приложение № 1 к протоколу заседания Подкомиссии по повышению устойчивости финансового сектора и отдельных отраслей экономики Правительственной комиссии по повышению устойчивости развития российской экономики в условиях санкций от 22 апреля 2022 г.; перечень эмитентов Рынка инноваций и инвестиций ПАО «Московская биржа».

и возможность использования на покупку бумаг средств материнского капитала, увязку инвестиций со льготным кредитованием и т.п.;

- освобождение от налогообложения дивидендов как минимум в отношении средств, остающихся на ИИС. Взимание в настоящее время налога при выплате, независимо от того, остаются ли средства на брокерском счете, а также от типа счета, снижает мотивацию к реинвестированию дивидендов;
- предоставление эмитентам, выходящим на IPO, преимуществ при участии в государственных закупках.

2. Гарантии для частных инвесторов при участии в IPO:

- гарантии выкупа государственным агентом акций по цене размещения на IPO с оплатой хеджа эмитентом и (или) выкупа акций у определенных категорий долгосрочных инвесторов, например инвестировавших в размещения эмитентов из критичных для государства отраслей, при снижении цены на 20–30% от цены размещения;
- гарантия выкупа банками у частных инвесторов по определенной цене акций закредитованных заемщиков в случае, если привлеченные ими на размещения средства направляются на погашение кредита или его части.

3. Создание фонда, управляемого структурой наподобие ВЭБ РФ, который поддерживал бы IPO, удовлетворяющие определенному государством перечню критериев, вкладывая как минимум 30% от заявленного объема. Как минимум 50% средств фонда были бы зарезервированы для стабилизации и поддержания вторичного рынка. Такая мера обеспечила бы позитивную динамику цен, что добавило бы уверенности в рынке IPO частным инвесторам, большинство вложений которых в IPO в 2023–2024 гг. в настоящее время убыточны либо уступают безрисковой ставке. Также это позволило бы сотням компаний рефинансировать кредиты и перезапустить инвестиционный цикл.

4. Популяризация культуры инвестирования в медиапространстве, для чего могут быть созданы отдельные медиа при поддержке государства. Подобные приемы успешно применяются за рубежом, например, в Бразилии при участии биржи В 3, где на ведущих площадках с популярными в обществе людьми, обсуждаются трендовые темы и актуальные финансовые вопросы.

Для детализации и «настройки» предложенных мер может быть создана рабочая группа на базе профильных министерств и ведомств с участием системно значимых инфраструктурных организа-

ций, крупных участников рынка и Финуниверситета при Правительстве России.

ВЫВОДЫ

Главным драйвером удвоения за три с половиной года средств на депозитах домохозяйств в России стали высокие процентные ставки — около 70% прироста. Заметный вклад внесли увеличение суммарных (по стране) располагаемых денежных доходов населения (до 24%) и сокращение вложений в иностранные активы (до 6%). Сказались и неопределенность на рынках, снижение привлекательности резервных валют и др.

С учетом негативного влияния высоких ставок на экономику цикл снижения ключевой ставки неизбежен. При этом депозитная «надстройка», образовавшаяся на фоне высоких ставок, в цикле их снижения будет представлять собой потенциал инфляционного давления, как минимум через активизацию потребления и снижение привлекательности депозитов. Конкретный эффект будет зависеть от сочетания множества факторов, но даже 30–50% депозитной «надстройки», составляющей до 10% денежной массы (M2), хватит для заметного давления на инфляцию.

Выход из ситуации авторы видят в совершении *маневра ликвидности* — управляемого государством естественного и стимулируемого перетока ликвидности в финансовой системе без влияния на инфляцию. В качестве естественного «сообщающегося сосуда» с депозитами предложен рынок акций, ликвидность которого взаимосвязана со ставками. Совершение маневра является выходом из ситуации, который внесет вклад в решение целого ряда вызовов — инфляция, закредитованность бизнеса, задача роста капитализации рынка акций, привлечение капитала для развития бизнеса и др.

На фоне снижения ставок можно ожидать только естественного перетока средств в акции в объеме 2,5–3 трлн руб., с учетом фондов денежного рынка и облигаций — 4–7 трлн руб. Данная сумма ощутима с точки зрения потенциала влияния на инфляцию, а на рынке акций с учетом возможного мультипликативного эффекта можно ожидать и ее заметного вклада в повышение капитализации рынка.

Проблематику вопроса авторы видят в пока еще недостаточной долгосрочной привлекательности рынка акций в сравнении с безрисковыми инструментами, на что должен быть направлен комплекс предложенных авторами мер общего характера и мер «тонкой настройки», увязывающих интересы населения, бизнеса и государства.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ / REFERENCES

1. Dhamija V., Nunes R., Tara R. House price expectations and inflation expectations: Evidence from survey data. University of Oxford. Department of Economics. Discussion Paper Series. 2025;(1069). URL: <https://ora.ox.ac.uk/objects/uuid:c8772ec3-f1b7-4357-bd47-eb7fdd323861/files/sh989r524z>
2. Yin P. Turkey's monetary policy in the post-COVID era. In: Proc. 2nd Int. conf. on management research and economic development (ICMRED 2024). Dordrecht: Atlantis Press; 2024:225–231. (Advances in Economics, Management and Political Sciences. Vol. 86). DOI: 10.54254/2754-1169/86/20240958
3. Pal R. Theory of interest rate. In: Issues and concepts of economics. New Delhi: Adhyayan Publishers & Distributors; 2018. URL: https://www.researchgate.net/publication/323388526_Theory_of_Interest_Rate#fullTextFileContent
4. Nizam N.S.K., Safian S.S., Jamaludin S., Osman A.A. The effect of inflation and interest rate on consumer spending: Empirical evidence from Malaysia. *Advances in Social Sciences Research Journal*. 2024;11(2.2):1–26. DOI: 10.14738/assrj.112.2.16399
5. Keynes J.M. The general theory of employment, interest and money. London: Macmillan Cambridge University Press; 1936. 356 p. URL: <https://www.marxists.org/reference/subject/economics/keynes/general-theory>
6. Felici M., Kenny G., Fritz R. Consumer savings behaviour at low and negative interest rates. *European Economic Review*. 2023;157:14503. DOI: 10.1016/j.eurocorev.2023.104503
7. Taylor L. How rate cuts could impact US consumer spending. Boston Consulting Group. Sep. 17, 2024. URL: <https://www.bcg.com/publications/2024/impact-of-interest-rate-cuts-on-consumer-spending>
8. Agaiderov A., Knight D.S., Sharma N. Shaping tomorrow: Reforms for lasting prosperity. Kazakhstan economic update. Washington, DC: World Bank Group; 2024. 38 p. URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099759502082435630/pdf/IDU133466db918b7c14af01903b1ab7f20dfb809.pdf>
9. Coggins B., Adams C., Alldredge K. An update on US consumer sentiment: Settling in for a tepid holiday season. McKinsey & Company. Aug. 29, 2025. URL: <https://www.mckinsey.com/industries/consumer-packaged-goods/our-insights/the-state-of-the-us-consumer>
10. Ho C.P. U.S. monetary policy: 2025 Q2 review and outlook. HKU Business School. Jul. 16, 2025. URL: <https://www.hkubs.hku.hk/research/thought-leadership/hkej-column/u-s-monetary-policy-2025-q2-review-and-outlook>
11. Kozlov R. The effect of interest rate changes on consumption: An age-structured approach. *Economies*. 2023;11(1):23. DOI: 10.3390/economies11010023.
12. Sánchez J.M., Wilkinson O. Tightening monetary policy and patterns of consumption. Federal Reserve Bank of St. Louis. Feb. 09, 2023. URL: <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/2023/feb/tightening-monetary-policy-patterns-consumption>
13. Иванченко И.С., Бондаренко Г.А., Павленко Г.В. Эмпирический анализ состоятельности инфляционного канала денежно-кредитной политики в Российской Федерации. *Финансы: теория и практика*. 2025;29(2):36–46. DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-2-36-46
14. Ivanchenko I.S., Bondarenko G.A., Pavlenko G.V. Empirical analysis of the effectiveness of the inflation channel of monetary policy in the Russian Federation. *Finance: Theory and Practice*. 2025;29(2):36–46. DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-2-36-46
15. Gurung R. Nexus between stock market capitalization and its drivers: An ARDL model analysis. *NCC Journal*. 2020;5(1):51–62. DOI: 10.3126/nccj.v5i1.56951
16. Fu Z., Zhang Q. Impact of lower interest rates on bank share prices: The case of joint-stock banks and state-controlled banks. *SHS Web of Conferences*. 2025;218:04007. DOI: 10.1051/shsconf/202521804007
17. Wang Y.-C., Tsai J.-J., Xu J. The impact of monetary policy on China's stock and bond markets. *China: An International Journal*. 2022;20(2):134–159. DOI: 10.1353/chn.2022.0019
18. Lin L. Bank deposits and the stock market. *The Review of Financial Studies*. 2020;33(6):2622–2658. DOI: 10.1093/rfs/hhz078
19. Ozdurak C., Çipe B., Ertem G.Y., Bolgun K.E. Borsa Istanbul as an inflation hedge: A post-COVID-19 perspective. *International Journal of Economics and Financial Issues*. 2025;15(2):288–300. DOI: 10.32479/ijefi.18228.
20. Zhang P., Lv Z.X., Liu J.-Y. Flows, performance, and investor behavior: Evidence from mutual funds in China. *Cogent Economics & Finance*. 2024;12(1):2373258. DOI: 10.1080/23322039.2024.2373258
21. Chen F. An empirical study on the non-linear relationship between the performance of funds and the cash flows of funds. *American Journal of Industrial and Business Management*. 2018;(8):881–897. DOI: 10.4236/ajibm.2018.84061
22. Greenwood R., Laarits T., Wurgler J. Stock market stimulus. NBER Working Paper. 2023;(29827). URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w29827/w29827.pdf

23. Brzeszczynski J., Bohl M. T., Serwa D. Pension funds, large capital inflows and stock returns in a thin market. *Journal of Pension Economics & Finance*. 2019;18(3):347–387. DOI: 10.1017/S 147474721800001X
24. Ding T., Song W., Bian J., Zhang G. Southbound capital flows and stock return predictability. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2025;93:102887. DOI: 10.1016/j.pacfin.2025.102887
25. Сахаров Д. М. Развитие российского финансового рынка в условиях структурной трансформации мировой финансовой системы. *Финансы: теория и практика*. 2025;29(4):49–70. DOI: 10.26794/2587–5671–2025–29–4–49–70
26. Sakharov D. M. Development of the Russian financial market in the context of the structural transformation of the global financial system. *Finance: Theory and Practice*. 2025;29(4):49–70. DOI: 10.26794/2587–5671–2025–29–4–49–70
27. Monikar B. Assessing the IPO pricing and factors influencing IPO returns in the Indian market: A study of 2021–2022 IPOs. SSRN. November, 2023. DOI: 10.2139/ssrn.4705453
28. Switzer L. N., El Meslmani N., Zhai X. IPO performance and the size effect: Evidence for the US and Canada. *The North American Journal of Economics and Finance*. 2022;62:101744. DOI: 10.1016/j.najef.2022.101744
29. Barihas R., Weber P., Zimmermann H. IPO pricing in Germany and Switzerland in the new millennium: Tests on underpricing and long-term performance. *Journal of Risk and Financial Management*. 2024;17(11):511. DOI: 10.3390/jrfm17110511

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Олег Мухадинович Эскиндаров — президент холдинговой компании «Синдика», профессиональный инвестор, Москва, Российская Федерация

Oleg M. Eskindarov — president of the holding company “Sindika”, professional investor, Moscow, Russian Federation

<https://orcid.org/0009-0008-4241-9025>

Oeskindarov@sindika.ru



Тимофей Викторович Маняхин — кандидат экономических наук, доцент кафедры финансовых рынков и финансового инжиниринга, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация; сертифицированный риск-менеджер Международной ассоциации профессиональных риск-менеджеров

Timofei V. Maniakhin — Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof., Financial Markets and Financial Engineering Department, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation; certified risk-manager of the Professional Risk Managers' International Association (PRMIA)

<https://orcid.org/0009-0005-7315-286X>

Автор для корреспонденции / Corresponding author:

tvmanyakhin@fa.ru

Конфликт интересов: авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Conflicts of Interest Statement: The authors have no conflicts of interest to declare.

Статья поступила в редакцию 09.08.2025; после рецензирования 02.09.2025; принята к публикации 12.09.2025. Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 09.08.2025; revised on 02.09.2025 and accepted for publication on 12.09.2025.

The authors read and approved the final version of the manuscript.