

**С.А. ПЕРЕХОД**

кандидат экономических наук, заведующий лабораторией «Фининвест»,  
доцент кафедры финансовых рынков и финансового инжиниринга  
ФГБОУ ВО «Финансовый университет  
при Правительстве Российской Федерации»

**В.В. ВЕЛИЧКО**

исследователь лаборатории «Фининвест» ФГБОУ ВО «Финансовый  
университет при Правительстве Российской Федерации»

**А.Н. КОВАЛЕНКО**

исследователь лаборатории «Фининвест» ФГБОУ ВО «Финансовый  
университет при Правительстве Российской Федерации»

**ВЛИЯНИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ  
НА КАПИТАЛИЗАЦИЮ  
РОССИЙСКОГО РЫНКА АКЦИЙ<sup>1</sup>**

В статье исследуется воздействие макроэкономической политики на капитализацию российского рынка акций в условиях сегментации ликвидности, ослабления арбитража и изменения состава инвесторов после 2022 г. Цель исследования состоит в уточнении механизма передачи монетарных и фискальных импульсов в капитализацию публичных компаний с учетом институциональных ограничений. Методологическую основу работы составляют синтез макрофинансовой литературы, сопоставление международных результатов с российской спецификой и качественный институционально-функциональный анализ. Показано, что в современных российских условиях влияние ключевой ставки на краткосрочную динамику рынка акций ослабевает, тогда как роль рублевой ликвидности возрастает. Установлено, что реакция капитализации на макроэкономические импульсы носит отраслевой характер и зависит от преобладающего канала воздействия – процентного, кредитного, фискального или внешнеэкономического. Обосновано, что структура собственности, государственное участие и состав инвесторов выступают устойчивыми модификаторами рыночной реакции. Основным результатом работы является матрица институциональных фильтров, связывающая решения в области макроэкономической политики с неоднородной реакцией различных сегментов российского рынка акций. Научная новизна исследования состоит в разработке элементов модели трансмиссии макроэкономической политики в капитализацию публичных компаний.

---

<sup>1</sup> Авторы выражают благодарность рецензенту за полезные замечания, а также редакции журнала за советы по изложению информации, которые были использованы при подготовке статьи к публикации.

**Ключевые слова:** макроэкономическая политика, денежно-кредитная политика, фондовый рынок, трансмиссионный механизм, рыночная ликвидность, институциональные ограничения, капитализация акций.

**УДК:** 336.76, 338.2

**EDN:** VUFPUR

**DOI:** 10.52180/2073-6487\_2026\_2\_28\_44

## Введение

В последние годы российский рынок капитала функционирует в условиях институциональной перестройки, обусловленной антироссийскими санкциями [6; 11] и повышением роли розничных инвесторов. В результате этого сужаются внутренние источники инвестиций, ослабевают арбитражные механизмы и ожидания быстрого восстановления цен в случае панических распродаж. В рамках классических моделей оценки активов (DCF,  $q$ -теория Тобина, CAPM) макроэкономическая политика воздействует на капитализацию преимущественно через параметры дисконтирования и стоимость капитала (для денежно-кредитной политики – далее ДКП) и через ожидаемые денежные потоки и налогово-бюджетные условия (для фискальной политики). В логике кредитного канала Бернанке–Гертлера и модели финансового акселератора изменение макроэкономической политики обычно связывается с перестройкой условий финансирования и оценки риска [23; 24]. Однако действие этих механизмов меняется вследствие санкционного давления, поэтому требуется уточнить, как макроэкономические импульсы воздействуют на капитализацию публичных компаний в российской институциональной среде [10; 27]. Для описания указанных особенностей в работе предпринята попытка описать влияние макроэкономической политики на стоимость публичных компаний с учетом российской специфики и формулируются три исследовательских вопроса:

1. Сохраняет ли ключевая ставка определяющее значение для капитализации публичных компаний в условиях сегментированного рынка, или ее роль ослабевает по сравнению с воздействием рублевой ликвидности?
2. Чем объясняется отраслевая неоднородность реакции капитализации на макроэкономические импульсы и какие каналы воздействия доминируют в разных сегментах рынка?
3. Как структура собственности, государственное участие и состав инвесторов меняют реакцию цен акций на макроэкономическую политику?

## Обзор литературы

Литература по влиянию макроэкономической политики на стоимость публичных компаний обычно выделяет три базовых канала трансмиссии: процентный (через параметры дисконтирования), кредитный (через условия внешнего финансирования) и канал цен активов, отражающий изменение коэффициента  $q$  Тобина. В рамках неоклассической модели малой открытой экономики ключевая ставка выступает ориентиром безрисковой доходности и тем самым влияет на дисконтирование будущих денежных потоков. В логике  $q$ -теории Тобина и при предположениях теоремы Модильяни–Миллера структура капитала и состав собственников не рассматриваются как самостоятельные факторы стоимости компании [32; 38]. В исследованиях реакция рынка акций на решения центрального банка обычно связывается с неожиданной составляющей изменения ставки. В классических работах К. Каттнера и Б. Бернанке показано, что в США именно эта составляющая, оцениваемая по реакции инструментов денежного рынка, объясняет краткосрочные колебания фондового рынка [31; 25]. Схожие подходы к измерению неожиданных компонент монетарной политики на высокочастотных данных для еврозоны развивают К. Алтавила и соавторы [19]. Позднее С. Бу, Дж. Роджерс и В. Ву предложили объединенную меру шоков денежно-кредитной политики ФРС, позволяющую сопоставлять реакции различных сегментов финансового рынка [26]. Неожиданная реакция рынка на решение центрального банка может быть связана не только с изменением ставки, но и с тем, как участники рынка воспринимают содержащуюся в коммуникации регулятора информацию о состоянии экономики и дальнейшей траектории ДКП. Поэтому одинаковая реакция краткосрочных ставок на решение центрального банка по ключевой ставке может по-разному влиять на рынок акций, что подробно показано в работах М. Бауэра и Э. Суонсона, М. Яроцинского и П. Каради, а также Э. Накамуры и Й. Стейнссона [22; 30; 33]. Для России этот вывод подтвержден в работе В. Банниковой [21], где показано, что в 2015–2021 гг. коммуникация Банка России, сопровождавшая решения по ключевой ставке, содержала информационный компонент, связанный с ростом номинальных ставок, снижением фондового индекса и укреплением курса рубля. Аналогичный вывод содержится в исследовании Банка России о роли коммуникации в формировании сюрпризов денежно-кредитной политики [5]. Публикация прогнозной траектории ключевой ставки усиливает влияние коммуникации регулятора на ожидания участников рынка и может менять реакцию кривой доходности [15]. Работа Э.Н. Белозоровой, посвященная антиинфляционному циклу ФРС 2022–2024 гг., дополнительно показывает, что влияние про-

центной траектории на ожидания нельзя анализировать вне режима таргетирования инфляции [4]. Это требует более точного отделения шоков денежно-кредитной политики от структурных изменений рынка и проверки устойчивости полученных оценок [34].

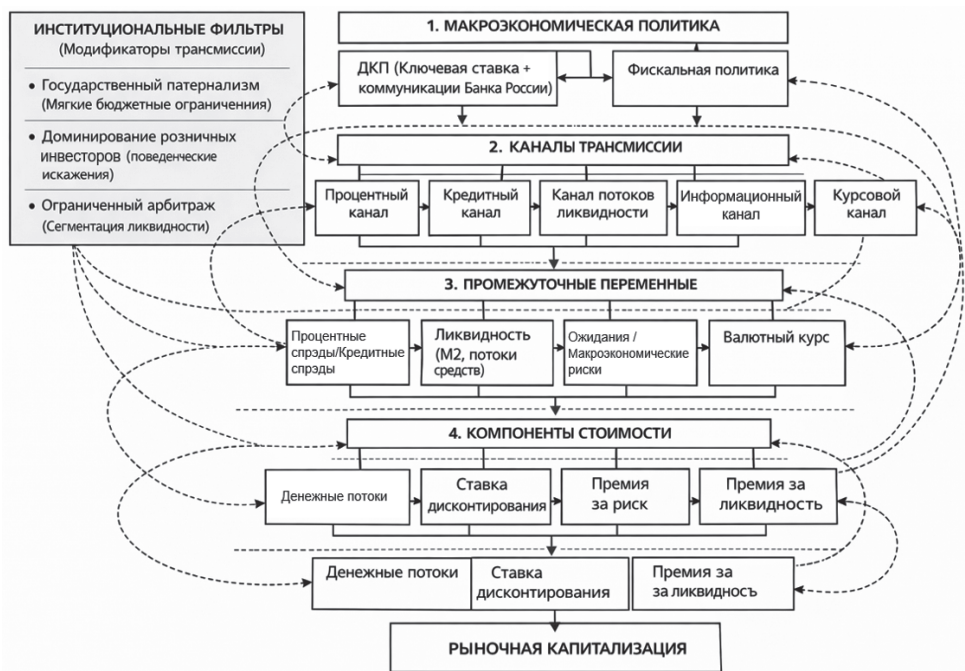
Фискальная политика выступает самостоятельным фактором ценообразования: через государственные расходы влияет на денежные потоки, а через ожидания и суверенный риск – на риск-премии. Для России этот канал особенно важен из-за высокой роли государства и зависимости ряда отраслей от бюджетного импульса; поэтому фискальные меры могут существенно влиять на оценку отдельных отраслей наряду с денежно-кредитными сигналами [17]. Это связано и с проблемой «длинных денег»: как показывает К.В. Криничанский, ограниченность длинных внутренних ресурсов сужает инвестиционную базу рынка капитала и повышает чувствительность рынка к краткосрочным потокам ликвидности [8]. Структура собственности также влияет на рыночную оценку компаний. В исследовании А. Анкудинова и Б. Батаевой на примере крупнейших российских нефинансовых публичных компаний показано, что высокая концентрация собственности и государственное участие связаны со снижением относительной рыночной оценки, а присутствие иностранного инвестора – с более высокой капитализацией [20].

Представленное в статье исследование носит концептуально-теоретический характер и опирается на системный анализ макрофинансовых связей с явной интеграцией институциональных факторов, определяющих конфигурацию российского рынка капитала. Методологическая рамка имеет междисциплинарную природу и объединяет макроэкономическую теорию трансмиссионных механизмов с инструментарием корпоративных финансов. В работе применяются методы качественного теоретического анализа: идентифицированы ключевые каналы и институциональные модификаторы, корректирующие классическую схему трансмиссии, и на этой основе построена концептуальная модель. Институциональные ограничения вводятся в модель в форме параметров (фильтров).

### **Новые условия, влияющие на передачу макроэкономических импульсов на финансовый рынок**

Большинство используемых моделей исходит из того, что рынок капитала интегрирован, а арбитраж обеспечивает выравнивание доходностей. В этих условиях ключевая ставка служит общим ориентиром для кривой доходности и оценки рискованных активов. В докризисной конфигурации денежно-кредитной политики Банк России также исходил из более стандартной работы процентного канала и транс-

ляции ключевой ставки в финансовые условия [16]. Основные каналы воздействия макроэкономической политики на стоимость публичных компаний представлены на рис. 1.



Составлено по: [23; 25; 29].

Рис. 1. Каналы воздействия макроэкономической политики на капитализацию рынка акций

После 2022 г. ограничения на движение капитала привели к сегментации ликвидности и ослаблению арбитража на российском рынке, что требует пересмотра стандартных моделей трансмиссии макроэкономических импульсов. Описательная статистика (см. табл. 1) фиксирует структурный сдвиг и переход системы в новый макроэкономический режим. До 23 февраля 2022 г. рынок функционировал при мягкой ДКП (средняя ставка RUONIA – 5,34%) и высокой капитализации (ИМОЕХ – 3355,67 п.). Постфевральский период характеризуется жесткой монетарной парадигмой: средняя ставка возросла до 14,28%, а индекс снизился до 2752,73 п. Хотя сравнение выборочных средних констатирует лишь сдвиг базовых макроэкономических уровней, а не изменение коэффициентов эластичности рынка, формирование изолированной среды «дорогой ликвидности» меняет сам механизм реакции на стимулы. В новом режиме резко усиливается асимметрия трансмиссии: рестриктивные меры быстро транслируются в удорожание фондирования, тогда как эффекты смягчения реализуются с

существенным лагом из-за неэластичности предложения кредита и консервативной риск-политики банков. Это согласуется с выводами П. Пола о нелинейном влиянии ДКП на цены активов в зависимости от текущего макроэкономического режима [34].

Таблица 1

Описательная статистика Индекса ИМОЕХ и ставки RUONIA, 2020–2026 гг.

Показатель	Среднее	Медиана	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум
Индекс Мосбиржи 2020–2022 гг., п.	3355,67	3439,30	510,16	2112,64	4287,52
Индекс Мосбиржи 2022–2026 гг., п.	2752,73	2770,32	375,49	1916,97	3501,89
Ставка RUONIA 2020–2022 гг., %	5,34	5,14	1,24	3,28	8,47
Ставка RUONIA 2022–2026 гг., %	14,28	15,64	4,90	6,75	22,08

Источник: данные Cbonds.ru. <https://cbonds.ru/indexes/1829> (дата обращения: 01.04.2026); <https://cbonds.ru/indexes/ИМОЕХ> (дата обращения: 01.04.2026).

Ослабление арбитражной дисциплины повышает чувствительность котировок к панике розничных инвесторов и увеличивает отклонения от фундаментальных оценок, следовательно, уровень капитализации теперь учитывает изменившуюся микроструктуру спроса: при дефиците арбитражеров краткосрочные отклонения могут сохраняться дольше, а связь с фундаментальной стоимостью становится менее жесткой. В результате институциональных ограничений связь между ключевой ставкой и ценами акций становится менее линейной. При анализе данного феномена необходимо строго разграничивать макроэкономическую ликвидность (агрегат M2) и фактические потоки средств на фондовый рынок. Рост широкой денежной массы в условиях жесткой денежно-кредитной политики не означает автоматического притока капитала в долевые инструменты, поскольку значительный объем средств абсорбируется банковскими депозитами, предлагающими высокую безрисковую доходность. Тем не менее, в рамках «закрытого контура» та часть сбережений, которая все же аллоцируется в акции (например, за счет эффекта закрытия внешних инвестиционных альтернатив, реинвестирования дивидендов или систематического притока средств розничных инвесторов), оказывает непропорционально сильное влияние на котировки. Подобная архитектура торгов сближает современный российский рынок с гипотезой неэластичных рынков К. Габэ и Р. Койена (Gabaix, Koijen) [28]. Согласно данной концепции, в условиях дефицита арби-

тражеров динамика капитализации начинает в определяющей степени зависеть от баланса прямых микроструктурных потоков капитала (inflows/outflows), а не только от фундаментальной переоценки стоимости заимствований. Указанные барьеры целесообразно концептуализировать как институциональные фильтры трансмиссии, систематически модифицирующие действие традиционных каналов (см. табл. 2).

Таблица 2

**Матрица институциональных фильтров влияния  
макроэкономической политики на фондовый рынок**

Институциональный фильтр	Механизм	Что модифицирует	Ожидаемый эффект
Государственное участие и мягкие бюджетные ограничения	Ожидания поддержки снижают воспринимаемый риск системно значимых эмитентов; фискальные и стратегические приоритеты ограничивают передачу положительных эффектов в стоимость компании	Ослабляют процентный и частично кредитный каналы; усиливают зависимость оценки от фискальных решений и распределения прибыли	Капитализация слабее реагирует на ужесточение денежно-кредитной политики, лучше выдерживает негативные шоки и менее чувствительна к стимулам
Доминирование розничных инвесторов	Краткосрочные стратегии, стадное поведение и повышенная реакция на новости усиливают ценовые колебания и ослабляют выравнивание цен	Усиливают роль поведенческих факторов; ослабляют связь цен с фундаментальными показателями	Возрастают волатильность и длительность отклонений от фундаментальной стоимости; реакция на макроэкономические сигналы становится менее предсказуемой
Ограниченный арбитраж и сегментация ликвидности	Ограничение движения капитала и разрыв внешней инфраструктуры ослабляют трансграничный арбитраж и нарушают сопоставимость доходностей	Ослабляют роль ключевой ставки как общего ориентира; повышают значение внутренних премий за риск и ликвидность	Связь между ключевой ставкой и капитализацией ослабевает; возрастает роль ликвидности и внутренних потоков средств
Структура собственности и корпоративный контроль	Концентрация собственности, государственное участие и присутствие иностранного капитала по-разному влияют на воспринимаемый риск и качество управления	Меняют риск-премию и силу передачи макроэкономических шоков в оценку компаний	Реакция капитализации различается по типам эмитентов; у компаний с государственным участием она обычно слабее, чем у прочих

Источники: [1; 3; 18; 37].

При оценке процентного канала трансмиссии необходимо концептуально разделить агрегированную и кросс-секционную (отраслевую) реакцию фондового рынка. Как было показано выше, на макроуровне объяснительная сила ключевой ставки по отношению к консолидированному индексу ослабевает. Это связано с тем, что агрегированная реакция рынка демпфируется контрциклическими мерами государственной поддержки, избытком запертой рублевой ликвидности и поведенческими искажениями розничных инвесторов. Однако снижение индексной чувствительности не означает исчезновения фундаментального процентного риска. На уровне отдельных сегментов кросс-секционная чувствительность к стоимости фондирования не только сохраняется, но для ряда капиталоемких отраслей может даже возрастать.

Преобладающим является отрицательный отклик на ужесточение денежно-кредитной политики, однако величина эффекта существенно варьируется по секторным характеристикам. В общем виде рост ключевой ставки оказывает двойное давление на оценку стоимости компаний: через удорожание заимствований и через повышение требуемой нормы доходности, усиливающее реакцию цен активов на монетарный импульс [24; 36]. Для финансовых посредников снижение капитализации в эпизодах ужесточения ДКП, как правило, связано с ослаблением кредитной активности и повышением кредитного риска [35]. Наиболее уязвимы сектора с высокой долговой нагрузкой и длительным инвестиционным циклом, где рост стоимости капитала напрямую трансформируется в ухудшение ожидаемых денежных потоков и снижение оценок. Более сдержанная реакция характерна для сегментов со стабильным спросом и высокой степенью регулирования; однако и здесь рост безрисковой доходности усиливает конкурентное давление со стороны менее рискованных инструментов, провоцируя ребалансировку портфелей в ущерб акциям даже относительно устойчивых эмитентов. Кроме того, характер межотраслевых различий определяется тем, какой канал трансмиссии является доминирующим в конкретном секторе – процентный, кредитный, фискальный либо внешнеэкономический. Табл. 3 обобщает преобладающие каналы воздействия макроэкономической политики и ожидаемую реакцию капитализации публичных компаний в разных отраслях.

В российском случае сегментированного рынка дифференциация реакций усиливается: как показывают А. Аганин, а также С. Переход, А. Мхитарян и Д. Селифонкина, экспортно-ориентированные отрасли в большей степени зависят от цен на сырьевых рынках, налоговых параметров и санкционных ограничений, что снижает их чувствительность к внутренним процентным ставкам [2; 9]. Напротив, сектора внутреннего спроса реагируют преимущественно через стоимость капи-

**Сравнительная чувствительность капитализации публичных компаний по отраслям к повышению ключевой ставки**

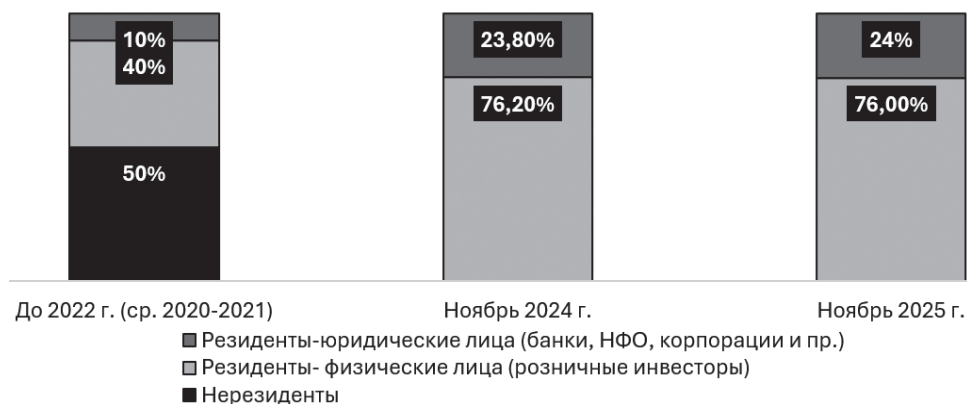
Отрасль	Ожидаемый эффект	Основание интерпретации
Банковско-финансовый сектор	Умеренно отрицательный (высокая чувствительность)	Сокращение спроса на кредиты, возможный рост просроченной задолженности перевешивают выгоды от более высоких процентных маржей у банков
Строительство и недвижимость	Резко отрицательный (очень высокая чувствительность)	Удорожание ипотеки и финансирования проектов снижает спрос на жилье и инвестиции в недвижимость, сокращая доходы девелоперов
Высокотехнологичные компании (IT, телеком и пр.)	Отрицательный (высокая чувствительность)	Будущие прибыли этих компаний значительны, но отстоят далеко во времени; рост ставки резко увеличивает дисконтирование денежного потока, снижая оценки акций
Потребительский сектор (розница)	Отрицательный (умеренная чувствительность)	Снижение доступности потребительского кредита и рост выплат по займам сокращают покупательскую способность, что уменьшает выручку компаний циклического спроса
Защитные сектора (коммунальные услуги, потребительские товары первой необходимости)	Слабо отрицательный (низкая чувствительность)	Спрос на базовые товары и услуги малоэластичен к доходам и ставкам; кроме того, компании часто могут перекладывать издержки на тарифы. Однако рост ставки увеличивает их издержки по долгу и делает дивидендные доходности менее привлекательными относительно облигаций
Сырьевой сектор (нефть, газ, металлы)	Нестабильный эффект (средняя чувствительность)	Зависимость от мировых цен может перевешивать локальные процентные факторы. Рост ставки обычно слегка снижает оценку добывающих компаний через курс валюты и дисконтирование, но косвенные эффекты (например, замедление экономики – снижение спроса на сырье) тоже важны

Источники: [7; 31; 36].

тала и параметры дисконтирования; в логике модели DCF и  $q$ -теории Тобина ужесточение условий финансирования сопровождается снижением стоимости компаний [32; 38].

После 2022 г. на рынке акций резко сократилась роль нерезидентов и возросло значение внутренних инвесторов, прежде всего физических лиц. Такая

перестройка состава участников ослабила внешние арбитражные связи и усилила зависимость цен от поведения внутренних инвесторов. В этих условиях котировки в большей степени зависят от внутренней ликвидности и поведенческих особенностей розничного спроса, включая эффект диспозиции, на который указывают А. Ахметов и А. Васютина, а также повышенную чувствительность к новостному фону [3]. Сдвиги в структуре участников торгов показаны на рис. 2.

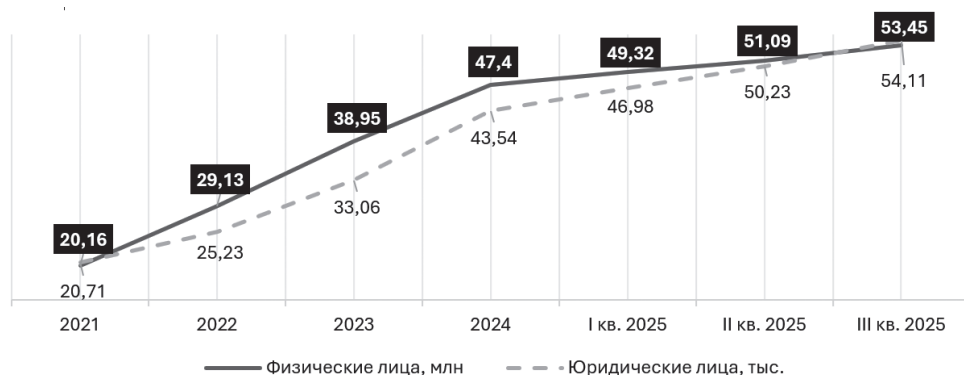


Источник: данные Банка России [12–14].

Рис. 2. Структура участников торгов на рынке акций, %

По данным Банка России, число физических лиц – клиентов на брокерском обслуживании выросло с 20,16 млн в 2021 г. до 29,13 млн в 2022 г., 38,95 млн в 2023 г., 47,40 млн в 2024 г. и достигло 53,45 млн по итогам III квартала 2025 г. (см. рис. 3). Указанная динамика повышает долю решений, принимаемых в логике краткосрочных ожиданий и ограниченной рациональности, усиливая чувствительность котировок к информационным импульсам и вероятность режимных переключений реакции рынка на действия регулятора. В таких условиях снижение ставки центрального банка может не сопровождаться ожидаемым ростом инвестиционной активности и переоценкой риска при ослабленном доверии инвесторов; напротив, умеренное смягчение способно вызвать непропорциональный приток розничного спроса и ценовое давление, не сводимое к фундаментальным факторам.

Тип собственности, структура корпоративного контроля и структура акционеров влияют на чувствительность стоимости компании к макроэкономической политике: для компаний с высокой долей государственного участия характерна пониженная чувствительность к рыночным колебаниям. Концентрация собственности и государственное участие меняют относительную рыночную оценку компании и характер ее реакции на внешние импульсы [20]. Режим подразуме-



Источник: данные Банка России [12–14].

Рис. 3. Динамика числа клиентов на брокерском обслуживании

ваемой господдержки формирует эффект квази-гарантии: инвесторы учитывают вероятность контрциклических мер в отношении стратегических эмитентов, что демпфирует снижение их капитализации при ужесточении политики или шоках спроса. Одновременно государственное участие ограничивает рост стоимости компаний в благоприятные периоды, поскольку решения о распределении прибыли и дивидендной политике принимаются с учетом фискальных приоритетов [17]. В итоге негативные эффекты частично подавляются через меры поддержки и субсидирования, а позитивные частично изымаются через фискальные и дивидендные каналы.

## Заключение

Полученные результаты показывают, что в современных российских условиях макроэкономическая политика воздействует на капитализацию публичных компаний не напрямую, а через систему институциональных фильтров: рублевую ликвидность, ограничения арбитража, структуру собственности и состав инвесторов. Поэтому один и тот же сигнал регулятора имеет разное значение для отдельных отраслей и групп эмитентов. Для российского рынка акций после 2022 г. связка «ключевая ставка – ставка дисконтирования – капитализация» уже не может использоваться как универсальная схема объяснения. Макроэкономические решения влияют не только на стоимость капитала, но и на распределение ликвидности, рисков и ожиданий между сегментами рынка. Поэтому реакцию капитализации следует трактовать не как единый среднерыночный отклик, а как совокупность различающихся эффектов. Из этого следует, что оценка последствий решений регулятора должна быть дифференцированной. Для органов экономической политики существенен анализ распределения эффектов по секторам

и типам эмитентов; для аналитиков и инвесторов – учет не только ставки и ожидаемых денежных потоков, но и структуры собственности, состава инвесторов, доступности ликвидности и вероятности регуляторного вмешательства.

По первому исследовательскому вопросу установлено, что в условиях сегментированного рынка влияние ключевой ставки на краткосрочную динамику рынка акций ослабевает, тогда как значение внутренних потоков капитала возрастает. Иными словами, рыночная оценка компаний все в меньшей степени определяется только стоимостью заимствований и все в большей – наличием и перераспределением денежных средств внутри внутреннего финансового рынка.

По второму исследовательскому вопросу показано, что реакция капитализации на макроэкономические импульсы носит отраслевой характер. Ее величина и направление зависят от того, какой канал воздействия преобладает в конкретном сегменте: процентный, кредитный, фискальный или внешний. Поэтому последствия макроэкономических решений следует оценивать не как единый для всего рынка эффект, а как совокупность различных откликов по отраслям и типам компаний.

По третьему исследовательскому вопросу обосновано, что структура собственности, государственное участие и состав инвесторов устойчиво меняют силу и форму рыночной реакции. Для компаний с государственным участием значимы ожидания поддержки и особенности распределения прибыли, тогда как рост роли розничных инвесторов усиливает влияние поведенческих и микроструктурных факторов на динамику цен акций.

Вместе с тем исследование носит концептуально-теоретический характер. В нем не измеряется количественная сила отдельных каналов и не проводится строгое разграничение между краткосрочной рыночной реакцией и более устойчивыми изменениями фундаментальной стоимости компаний. Поэтому полученные выводы следует рассматривать как основу для последующей эмпирической проверки.

#### ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

1. Абрамова М.А., Дубова С.Е., Захарова О.В., Зеленева Е.С., Пищик В.Я. Об основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов: мнение экспертов Финансового университета // Экономика. Налоги. Право. 2025. Т. 18. № 1. С. 6–17. [Abramova M.A., Dubova S.E., Zakharova O.V., Zeleneva E.S., Pishchik V.Ya. On the Main Directions of the Unified State Monetary Policy for 2025 and the Period of 2026 and 2027: Opinion of Experts of the Financial University // Economics. Taxes. Law. 2025. Vol. 18. No. 1. Pp. 6–17. (In Russ.)]
2. Аганин А.Д. Волатильность российского фондового индекса: нефть и санкции // Вопросы экономики. 2020. № 2. С. 86–100. [Aganin A.D. Volatility of the Russian Stock Index: Oil and Sanctions // Voprosy Ekonomiki. 2020. No. 2. Pp. 86–100. (In Russ.)]

3. *Ахметов А., Васютина А.* Выявление эффекта диспозиции в поведении российских розничных инвесторов: аналитическая записка. М.: Банк России, 2024. [Akhmetov A., Vasyutina A. Identifying the Disposition Effect in the Behavior of Russian Retail Investors: Analytical Note. Moscow: Bank of Russia, 2024. (In Russ.)] [https://www.cbr.ru/content/document/file/170760/analytic\\_note\\_20241227\\_dip.pdf](https://www.cbr.ru/content/document/file/170760/analytic_note_20241227_dip.pdf) (дата обращения: 16.12.2025).
4. *Белозорова Э.Н.* Эффективность денежно-кредитной политики ФРС в целях таргетирования инфляции в 2022–2024 годы // *Финансы: теория и практика.* 2025. Т. 29. № 5. С. 64–76. [Belozorova E.N. Effectiveness of the Federal Reserve's Monetary Policy for Inflation Targeting in 2022–2024 // *Finance: Theory and Practice.* 2025. Vol. 29. No. 5. Pp. 64–76. (In Russ.)] DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-5-64-76.
5. *Евстигнеева А.Г., Щадилова Ю.Г., Сидоровский М.О.* Роль коммуникации и информационных факторов в возникновении сюрпризов денежно-кредитной политики Банка России: доклад об экономических исследованиях № 99 / Центральный банк Российской Федерации. М.: Банк России, 2022. [Evsitgneeva A.G., Shchadilova Yu.G., Sidorovskii M.O. The Role of Communication and Information Factors in the Emergence of Bank of Russia Monetary Policy Surprises: Report on Economic Research No. 99 / Central Bank of the Russian Federation. Moscow: Bank of Russia, 2022. (In Russ.)]
6. *Еремин В.В., Сильвестров С.Н.* Методология оценки прямого и косвенного влияния санкций на ресурсный потенциал национальной и региональных экономик // *Проблемы прогнозирования.* 2025. № 1. С. 162–174. [Eremin V.V., Silvestrov S.N. Methodology for Assessing the Direct and Indirect Impact of Sanctions on the Resource Potential of National and Regional Economies // *Studies on Russian Economic Development.* 2025. No. 1. Pp. 162–174. (In Russ.)] DOI: 10.47711/0868-6351-208-162-174.
7. *Крамков В.А., Максимов А.Г.* Монетарные сюрпризы и временная структура процентных ставок: идентификация посредством гетероскедастичности // *Прикладная эконометрика.* 2024. № 74. С. 5–34. [Kramkov V.A., Maksimov A.G. Monetary Surprises and the Term Structure of Interest Rates: Identification via Heteroskedasticity // *Applied Econometrics.* 2024. No. 74. Pp. 5–34. (In Russ.)] DOI: 10.22394/1993-7601-2024-74-5-34.
8. *Криничанский К.В.* Теоретические основы и проблемные области современной теории «длинных денег» // *Финансы: теория и практика.* 2025. Т. 29. № 5. С. 112–125. [Krinichanskii K.V. Theoretical Foundations and Problem Areas of the Modern Theory of “Long Money” // *Finance: Theory and Practice.* 2025. Vol. 29. No. 5. Pp. 112–125. (In Russ.)] DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-5-112-125.
9. *Переход С.А., Мхитарян А.В., Селифонкина Д.С.* Международные санкции против России (2014–2024 гг.): оценка и последствия для финансового рынка // *Вестник Института экономики Российской академии наук.* 2024. № 4. С. 116–138. [Perekhod S.A., Mkhitaryan A.V., Selifonkina D.S. International Sanctions Against Russia (2014–2024): Assessment and Consequences for the Financial Market // *Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences.* 2024. No. 4. Pp. 116–138. (In Russ.)] DOI: 10.52180/2073-6487\_2024\_4\_116\_138. EDN: RWIZLA.
10. *Сахаров Д.М.* Развитие российского финансового рынка в условиях структурной трансформации мировой финансовой системы // *Финансы: теория и практика.* 2025. Т. 29. № 4. С. 49–70. [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. Vol. 29. No. 4. Pp. 49–70. (In Russ.)] DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-4-49-70.
11. Силаева В.А. Эффективность санкций в международной политике // Вестник МГИМО-Университета. 2021. Т. 14. № 4. С. 136–153. [Silavaeva V.A. The Effectiveness of Sanctions in International Politics // MGIMO Review of International Relations. 2021. Vol. 14. No. 4. Pp. 136–153. (In Russ.)] DOI: 10.24833/2071-8160-2021-4-79-136-153. EDN: WJBTXT.
  12. Центральный банк Российской Федерации (Банк России). Обзор ключевых показателей брокеров за III квартал 2025 года. М.: Банк России, 2025. [Central Bank of the Russian Federation (Bank of Russia). Review of Key Indicators of Brokers for Q3 2025. Moscow: Bank of Russia, 2025. (In Russ.)] [https://cbr.ru/Collection/Collection/File/59459/review\\_broker\\_Q3\\_2025.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/59459/review_broker_Q3_2025.pdf) (дата обращения: 26.12.2025).
  13. Центральный банк Российской Федерации (Банк России). Обзор рисков финансовых рынков: информационно-аналитический материал. 2024. № 11 (92), ноябрь. М.: Банк России, 2024. [Central Bank of the Russian Federation (Bank of Russia). Financial Market Risks Review: Information and Analytical Report. 2024. No. 11 (92), November. Moscow: Bank of Russia, 2024. (In Russ.)] [https://www.cbr.ru/collection/collection/file/54899/orfr\\_2024-11.pdf](https://www.cbr.ru/collection/collection/file/54899/orfr_2024-11.pdf) (дата обращения: 05.12.2025).
  14. Центральный банк Российской Федерации (Банк России). Обзор российского финансового сектора и финансовых инструментов. 2021 год: аналитический материал. М.: Банк России, 2022. [Central Bank of the Russian Federation (Bank of Russia). Review of the Russian Financial Sector and Financial Instruments. 2021: Analytical Report. Moscow: Bank of Russia, 2022. (In Russ.)] [https://www.cbr.ru/collection/collection/file/40903/overview\\_2021.pdf](https://www.cbr.ru/collection/collection/file/40903/overview_2021.pdf) (дата обращения: 28.12.2025).
  15. Центральный банк Российской Федерации (Банк России). О включении прогнозной траектории ключевой ставки в прогноз Банка России: методологический комментарий (22.04.2021). М.: Банк России, 2021. [Central Bank of the Russian Federation (Bank of Russia). On Including the Forecast Path of the Key Rate in the Bank of Russia Forecast: Methodological Commentary (22 April 2021). Moscow: Bank of Russia, 2021. (In Russ.)] [https://cbr.ru/Content/Document/File/120322/comment\\_20210422.pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/120322/comment_20210422.pdf) (дата обращения: 18.12.2025).
  16. Центральный банк Российской Федерации (Банк России). Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов. М.: Банк России, 2020. [Central Bank of the Russian Federation (Bank of Russia). Main Directions of the Unified State Monetary Policy for 2021 and the 2022–2023 Period. Moscow: Bank of Russia, 2020. (In Russ.)] [https://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on\\_2021%282022-2023%29.pdf](https://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2021%282022-2023%29.pdf) (дата обращения: 24.11.2025).
  17. Центральный банк Российской Федерации (Банк России). Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. М.: Банк России, 2023. [Central Bank of the Russian Federation (Bank of Russia). Main Directions of the Unified State Monetary Policy for 2024 and the 2025–2026 Period. Moscow: Bank of Russia, 2023. (In Russ.)] [https://www.cbr.ru/content/document/file/150582/on\\_2024%282025-2026%29.pdf](https://www.cbr.ru/content/document/file/150582/on_2024%282025-2026%29.pdf) (дата обращения: 13.12.2025).
  18. 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. Т. 29. № 5. С. 47–63. [Eskindarov O.M.,

- Manyakhin T.V.* Liquidity Maneuver in the Russian Financial System in the Context of Inflation and Stock Market Development // *Finance: Theory and Practice*. 2025. Vol. 29. No. 5. Pp. 47–63. (In Russ.)] DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-5-47-63.
19. *Altaavilla C., Brugnolini L., Gürkaynak R.S., Motto R., Ragusa G.* Measuring Euro Area Monetary Policy // *Journal of Monetary Economics*. 2019. Vol. 108. Pp. 162–179.
  20. *Ankudinov A.B., Bataeva B.S.* Capital Structure and Market Capitalization: Empirical Analysis of Russian Public Companies // *Upravlenets – The Manager*. 2021. Vol. 12. No. 2. Pp. 35–45.
  21. *Bannikova V.* Estimation of Multidimensionality of Monetary Policy Using High-Frequency Data // *Russian Journal of Money and Finance*. 2024. Vol. 83. No. 4. Pp. 3–26.
  22. *Bauer M.D., Swanson E.T.* An Alternative Explanation for the “Fed Information Effect” // *American Economic Review*. 2023. Vol. 113. No. 3. Pp. 664–700.
  23. *Bernanke B.S., Gertler M.* Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission // *Journal of Economic Perspectives*. 1995. Vol. 9. No. 4. Pp. 27–48.
  24. *Bernanke B.S., Gertler M., Gilchrist S.* The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework // *Handbook of Macroeconomics*. Elsevier, 1999. Vol. 1.
  25. *Bernanke B.S., Kuttner K.N.* What Explains the Stock Market’s Reaction to Federal Reserve Policy? // *Journal of Finance*. 2005. Vol. 60. No. 3. Pp. 1221–1257.
  26. *Bu C., Rogers J., Wu W.* A Unified Measure of Fed Monetary Policy Shocks // *Journal of Monetary Economics*. 2021. Vol. 118. Pp. 331–349.
  27. *Fedorova E., Nevoedinov A., Chernikova L.* The Impact of Sanctions on the Capitalization of Russian Companies: The Sectoral Aspect // *Journal of Corporate Finance Research*. 2023. Vol. 17. No. 2. Pp. 50–67.
  28. *Gabaix X., Koijen R.S.J.* In Search of the Origins of Financial Fluctuations: The Inelastic Markets Hypothesis // *Journal of Financial Economics*. 2021. Vol. 141. No. 2. Pp. 992–1020.
  29. *Gürkaynak R.S., Sack B., Swanson E.* Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements // *International Journal of Central Banking*. 2005. Vol. 1. No. 1. Pp. 55–93.
  30. *Jarociński M., Karadi P.* Deconstructing Monetary Policy Surprises: The Role of Information Shocks // *American Economic Journal: Macroeconomics*. 2020. Vol. 12. No. 2. Pp. 1–43.
  31. *Kuttner K.N.* Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence from the Fed Funds Futures Market // *Journal of Monetary Economics*. 2001. Vol. 47. No. 3. Pp. 523–544.
  32. *Modigliani F., Miller M.H.* The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // *American Economic Review*. 1958. Vol. 48. No. 3. Pp. 261–297.
  33. *Nakamura E., Steinsson J.* High-Frequency Identification of Monetary Non-Neutrality: The Information Effect // *Quarterly Journal of Economics*. 2018. Vol. 133. No. 3. Pp. 1283–1330.
  34. *Paul P.* The Time-Varying Effect of Monetary Policy on Asset Prices // *Review of Economics and Statistics*. 2020. Vol. 102. No. 4. Pp. 690–704.
  35. *Prokopenko F.* Balance Sheet Channel of Monetary Policy: Evidence from Credit Spreads of Russian Firms // *Russian Journal of Money and Finance*. 2021. Vol. 80. No. 4. Pp. 3–30.
  36. *Rigobon R., Sack B.* The Impact of Monetary Policy on Asset Prices // *Journal of Monetary Economics*. 2004. Vol. 51. No. 8. Pp. 1553–1575.
  37. *Shiller R.J.* Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends? // *American Economic Review*. 1981. Vol. 71. No. 3. Pp. 421–436.
  38. *Tobin J.* A General Equilibrium Approach to Monetary Theory // *Journal of Money, Credit and Banking*. 1969. Vol. 1. No. 1. Pp. 15–29.

Дата поступления рукописи: 09.02.2026 г.

Дата принятия к публикации: 02.04.2026 г.

#### СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРАХ

**Переход Сергей Александрович** – кандидат экономических наук, заведующий лабораторией «Фининвест», доцент кафедры финансовых рынков и финансового инжиниринга ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва, Россия

ORCID: 0000-0002-4606-1226

saperekhod@fa.ru

**Величко Владислав Викторович** – исследователь лаборатории «Фининвест» финансового факультета ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва, Россия

202005@edu.fa.ru

**Коваленко Анастасия Николаевна** – исследователь лаборатории «Фининвест» финансового факультета ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва, Россия

226444@edu.fa.ru

#### ABOUT THE AUTHORS

**Sergey A. Perekhod** – Cand. Sci. (Econ.), Head of the “Fininvest” Laboratory, Associate Professor of the Department of Financial Markets and Financial Engineering, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia

ORCID: 0000-0002-4606-1226

saperekhod@fa.ru

**Vladislav V. Velichko** – Researcher, “Fininvest” Laboratory, Faculty of Finance, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia

202005@edu.fa.ru

**Anastasiia N. Kovalenko** – Researcher, “Fininvest” Laboratory, Faculty of Finance, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia

226444@edu.fa.ru

#### THE IMPACT OF MACROECONOMIC POLICY ON THE CAPITALIZATION OF THE RUSSIAN STOCK MARKET

This article investigates the impact of macroeconomic policy on the capitalization of the Russian stock market under conditions of liquidity segmentation, impaired arbitrage, and shifts in investor composition following 2022. The objective of this study is to refine the transmission mechanism of monetary and fiscal impulses to the market capitalization of public companies, accounting for institutional constraints. The methodological framework is grounded in a synthesis of macro-financial literature, a comparative analysis of international empirical findings against Russian specificities, and a qualitative institutional and functional analysis. The findings indicate that in the contemporary Russian context, the influence of the key interest rate on short-term equity market dynamics is diminishing,

whereas the role of ruble liquidity is increasingly pronounced. It is established that the response of market capitalization to macroeconomic impulses exhibits sectoral heterogeneity and is contingent upon the dominant transmission channel—interest rate, credit, fiscal, or foreign trade. The study substantiates that ownership structure, state participation, and investor composition act as robust modifiers of the market response. The primary result of this paper is the development of a matrix of institutional filters linking macroeconomic policy decisions to the heterogeneous responses across various segments of the Russian stock market. The scientific novelty of the research lies in the conceptualization of elements for a transmission model mapping macroeconomic policy onto the capitalization of public companies.

**Keywords:** *macroeconomic policy, monetary policy, stock market, transmission mechanism, market liquidity, institutional constraints, stock market capitalization.*

**JEL:** E44, E52, E62.