

Финансовые рынки

Премия за риск по акциям российских компаний: теория и ее практическое применение

Александр Дмитриевич Радыгин

ORCID: 0000-0003-2242-9994

Доктор экономических наук, профессор,
директор Института прикладных экономических
исследований, Российская академия народного
хозяйства и государственной службы
при Президенте Российской Федерации
(РФ, 119571, Москва, пр. Вернадского, 82)
E-mail: arad@ranepa.ru

хозяйства и государственной службы
при Президенте Российской Федерации
(РФ, 119571, Москва, пр. Вернадского, 82)
E-mail: abramov-ae@ranepa.ru

Мария Игоревна Чернова

ORCID: 0000-0003-0144-1820

Кандидат экономических наук, старший
научный сотрудник лаборатории анализа
институтов и финансовых рынков Института
прикладных экономических исследований,
Российская академия народного хозяйства
и государственной службы при Президенте
Российской Федерации (РФ, 119571, Москва,
пр. Вернадского, 82)
E-mail: chernova-mi@ranepa.ru

Александр Евгеньевич Абрамов

ORCID: 0000-0003-4285-9115

Кандидат экономических наук, заведующий
лабораторией анализа институтов и финансовых
рынков Института прикладных экономических
исследований, Российская академия народного

Аннотация

Статья посвящена анализу исторической и прогнозной премии за риск на российском рынке акций в условиях сокращения инвестиционного горизонта участников рынка и опоры преимущественно на внутренние ресурсы. Целью исследования является обоснование долгосрочных преимуществ инвестирования в акции. В работе применен комплексный подход, включающий расчет исторической премии за риск на основе трех прокси безрисковой ставки, адаптацию моделей декомпозиции ожидаемой доходности и формализованное анкетирование моделей искусственного интеллекта. Выявлено, что на инвестиционных горизонтах длиной десять лет акции российских компаний сохраняют устойчивое историческое преимущество перед облигациями. Прогноз на период с 2025 по 2032 год указывает на ожидаемую премию за риск около 7% годовых, а основными драйверами при этом станут дивидендная доходность и потенциал роста фундаментальной оценки рынка. «Опрос» ИИ-моделей подтвердил консенсус-прогноз положительной премии (в диапазоне 5,9–6,7% годовых). Проведенный анализ позволяет сделать вывод, что текущая недооценка рынка во многом обусловлена краткосрочной динамикой циклических факторов. Увеличение горизонта инвестирования может стать способом минимизации влияния волатильности процентных ставок. Для формирования фундаментально обоснованной среды для инвестиционного анализа и прогнозирования необходимы внедрение регулярного расчета показателя *CAPE*, а также интеграция долгосрочных макропрогнозов в стратегии институциональных инвесторов. Реализация этих мер призвана способствовать трансформации внутренних сбережений в стабильные источники долгосрочного финансирования и росту капитализации российского фондового рынка.

Ключевые слова: декомпозиция доходности, безрисковая ставка, рыночные мультипликаторы, прогнозирование, институциональные инвесторы, искусственный интеллект

JEL: G11, G12, G17, G41

Статья подготовлена в рамках выполнения научно-исследовательской работы государственного задания РАНХиГС.

Financial Markets

The Equity Risk Premium of Russian Companies: Theory and Practice

Alexander D. Radygin

ORCID: 0000-0003-2242-9994

Dr. Sci. (Econ.), Professor, Director
of the Institute of Applied Economic Research,
Russian Presidential Academy of National
Economy and Public Administration,^a
e-mail: arad@ranepa.ru

Russian Presidential Academy
of National Economy
and Public Administration,^a
e-mail: abramov-ae@ranepa.ru

Maria I. Chernova

ORCID: 0000-0003-0144-1820

Cand. Sci. (Econ.), Senior Researcher
at the Laboratory for Analysis of Institutions
and Financial Markets, Institute of Applied
Economic Research, Russian Presidential
Academy of National Economy and Public
Administration,^a e-mail: chernova-mi@ranepa.ru

Alexander E. Abramov

ORCID: 0000-0003-4285-9115

Cand. Sci. (Econ.), Head of the Laboratory
for Analysis of Institutions and Financial Markets,
Institute of Applied Economic Research,

^a 82, Vernadskogo pr., Moscow, 119571, Russian Federation

Abstract

This paper examines the historical and projected equity risk premium (ERP) for the Russian stock market in view of the narrowing investment horizons of market participants and the increasing reliance on domestic resources. The study aims to substantiate the long-term advantages of equity investments. The methodology employs a comprehensive approach, including ERP calculation based on three risk-free rate proxies, the adaptation of expected return decomposition models, and formalized benchmarking via artificial intelligence (AI) models. The findings reveal that over 10-year horizons, Russian equities maintain a resilient historical advantage over bonds. The forecast for the 2025–2032 period points to an expected risk premium of approximately 7% per annum, driven primarily by dividend yields and the potential for valuation recovery from currently distressed levels ($5.5 \times \text{CAPE}$). AI-based analysis confirms a consensus forecast for a positive premium within the 5.9–6.7% range. The analysis concludes that current market undervaluation is largely driven by temporary cyclical factors. Extending the investment horizon to 10 years serves as a strategic tool to mitigate interest rate volatility. To foster a framework grounded in fundamentals for investment analysis and forecasting, it is essential to implement regular CAPE ratio calculations and integrate long-term macroeconomic forecasts into institutional investment strategies. These measures are intended to facilitate the transformation of domestic savings into stable sources of long-term capital and promote the capitalization growth of the Russian stock market.

Keywords: return decomposition, risk-free rate, market multiples, forecasting, institutional investors, artificial intelligence

JEL: G11, G12, G17, G41

Acknowledgements

This article has been prepared as part of the RANEPa state research assignment program.

Введение

Объективный и всесторонний взгляд на исторические и прогнозные значения доходности и премии за риск акций позволяет укреплять благосостояние инвесторов и делает более стабильным рост внутреннего фондового рынка. Эмпирические исследования подтверждают, что эффект недавности (recency bias) зачастую приводит к избыточному весу краткосрочных сигналов в ущерб ретроспективным данным, провоцируя необоснованную экстраполяцию текущих трендов на будущие периоды [Barsky, De Long, 1993; Giglio et al., 2025; Greenwood, Shleifer, 2014; Pompian, 2021]. На практике это может приводить к «стадному» поведению инвесторов, проциклическому инвестированию на рынке и необоснованному уменьшению вложений в акции.

В исследованиях [Dahlquist, Ibert, 2024; Dominitz, Manski, 2007; Hurd et al., 2011; Giglio et al., 2021] и других работах показано, что более объективный и оптимистичный взгляд на будущую доходность акций имеет значимую положительную корреляцию с ростом доли портфелей частных и институциональных инвесторов, инвестируемой в акции.

Целью настоящей статьи является рассмотрение различных подходов к анализу доходности и премии за риск акций российских компаний на основе исторических и прогнозных данных. Научная новизна работы заключается в комплексном обосновании подходов к исторической и прогнозной оценкам премии за риск на российском рынке акций.

В результате исследования была выявлена тенденция существенного снижения доли финансовых активов домашних хозяйств и крупнейших институциональных инвесторов в акциях российских эмитентов на фоне низкой доходности и отрицательной премии за риск по акциям в 2024–2025 годах, что может быть проявлением шорт-термизма¹ в поведении внутренних инвесторов.

На основе авторского подхода к оценке премии за риск с использованием трех прокси безрисковой ставки было выявлено долгосрочное историческое преимущество акций перед облигациями на российском рынке (2002–2025 годы) и то, что стратегии инвестирования в акции с горизонтом пять и десять лет имеют явные преимущества по сравнению с вложениями в облигации и характеризуются положительной премией за риск.

Адаптация методов прогнозирования доходности и премии за риск, предложенных в работах [Bogle, 1991; 2015; Buffett, Loomis,

¹ Шорт-термизм в инвестициях представляет собой стратегию, ориентированную на получение быстрой прибыли в ущерб долгосрочному планированию и учету фундаментальной стоимости компаний.

1999; Estrada, 2013; 2025], к специфике российского рынка позволила оценить ожидаемые показатели ПАО за период с 2025 по 2032 год. Согласно оценкам, среднегодовая номинальная доходность акций может превысить 20% при премии за риск на уровне 7%. Расчеты базируются на авторских оценках мультипликатора *CAPE* за 2015–2024 годы, что позволило восстановить временные ряды после прекращения публикации указанных данных банком *Barclays* в 2022 году.

В развитие методологии, представленной в [Fernandez et al., 2019; Lopez-Lira et al., 2025], было проведено формализованное анкетирование двенадцати моделей искусственного интеллекта (ИИ), включая российские. Результаты подтвердили высокую вероятность положительной премии за риск на десятилетнем горизонте. Среднее прогнозное значение составило 6,7% для отечественных и 5,9% — для зарубежных моделей.

С практической точки зрения мы надеемся, что наше исследование будет способствовать развитию научных знаний в сфере прогнозирования российского рынка акций и формирования долгосрочных стратегий внутренних инвесторов.

Статья построена следующим образом. В первом разделе проведен анализ научной и научно-практической литературы, посвященной особенностям поведения инвесторов, анализу исторической и прогнозной премии за риск по акциям. Во втором рассматриваются подходы к анализу исторических значений доходности и премии за риск. В третьем разделе представлены расчеты указанных показателей, а в четвертом излагаются результаты «опроса» моделей ИИ. В заключение формулируются выводы и предложения.

1. Теория вопроса

В современных условиях основным источником роста российского рынка акций впервые стали внутренние инвесторы, тогда как ранее основным драйвером его развития был спрос со стороны крупных нерезидентов, которые принимали на себя риски, обеспечивали оценку стоимости активов, выбор инвестиционных стратегий и рыночный тайминг².

Стратегии иностранных портфельных инвесторов часто носили проциклический характер, усиливая риски финансовых шоков оттоком капитала (подобное рыночное поведение сопоставимо с игрой в «музыкальный стул», когда важно вовремя уловить сигнал для вы-

² Под рыночным таймингом понимается выбор момента входа в рынок, выхода из него или изменения структуры портфеля на основе информированной и экспертной оценки текущей и ожидаемой конъюнктуры, включая динамику цен, процентных ставок, ликвидности, макроэкономических условий и настроений участников рынка.

вода средств). В докладе МВФ³ на примере событий июня 2006 года показано, что триггерами массового выхода нерезидентов с развивающихся рынков являлись рост индекса волатильности VIX и снижение консенсус-прогнозов ВВП развитых стран со стороны крупнейших финансовых структур на популярном у глобальных инвесторов информационном ресурсе Consensus Economics. В исследовании Александра Абрамова и соавторов эта гипотеза была подтверждена на примере анализа потоков средств иностранных инвесторов в 2006 году на российском рынке акций [Абрамов и др., 2015]. Ныне же спрос на акции российских ПАО зависит от решений внутренних инвесторов, что требует ускоренного развития методов инвестиционного анализа.

Подходы к анализу доходности и премии за риск многочисленны и могут быть основаны как на исторических, так и на прогнозных данных.

Оценка исторической премии за риск обычно базируется на среднегодовой или среднегеометрической доходности индекса полной доходности. Методологические различия обусловлены выбором базового индекса и валюты расчетов: если в кросс-страновых исследованиях важнее долларовые показатели (валюта унифицирована), то для внутреннего инвестора более репрезентативна премия, выраженная в национальной валюте.

Для оценки премии за риск по акциям значим выбор безрисковой ставки на основе одного из трех подходов.

Первый подход базируется на реализованной доходности портфеля государственных облигаций (индекс полной доходности). Методика учитывает купонные выплаты и ценовую переоценку, обеспечивая методологическую сопоставимость с расчетом доходности акций. Этот подход является основным для оценки исторической премии за риск, так как позволяет сопоставлять фактическую (реализованную) доходность двух портфелей за длительный период. В частности, он применяется в [Dimson et al., 2002; Ibbotson, Harrington, 2021] для формирования долгосрочных баз данных. Премия в них определяется как разность долларовых доходностей акций и облигаций за сопоставимые периоды и считается оценкой исторической «нормы» для премии за риск.

Второй подход предполагает использование краткосрочных ставок (например, одно- или трехмесячных) из бескупонной кривой государственных облигаций. Благодаря минимальному риску дюрации эти инструменты считаются наиболее точными прокси безрисковой доходности, и эта методология доминирует в академических моделях ценообразования активов. В частности, Ойген

³ Global Financial Stability Report. IMF, 2011. P. 11–18. <https://doi.org/10.5089/9781616351243.082>.

Фама и Кеннет Френч [Fama, French, 1992]⁴, а также Райниш Мехра и Эдвард Прескотт [Mehra, Prescott, 1985] определяют избыточную доходность как разность между рыночным портфелем акций и трехмесячными казначейскими векселями. Это позволяет очистить премию за риск вложений в акции от волатильности процентных ставок по долгосрочным облигациям.

Третья методология включает использование долгосрочной бескупонной доходности на начало инвестиционного периода: он позволяет привести безрисковую ставку в соответствие с горизонтом вложений путем ее фиксации на момент начала периода инвестирования. Подход широко применяется не только в управлении портфелем, но и в корпоративных финансах. Например, Асфат Дамодаран считает, что при дисконтировании денежных потоков, например десятилетних проектов, в качестве безрискового актива следует использовать доходность государственных облигаций с аналогичным сроком погашения [Damodaran, 2008].

Расчет премии за риск по акциям может проводиться разными способами. В исследованиях Александра Абрамова и Марии Черновой для российского рынка акций эта оценка осуществлялась по четырем методологиям [Абрамов, Чернова, 2020; 2021; 2023]. Первая — это метод социологических опросов [Fernandez et al., 2019], основанный на восприятии премии экспертами. Вторая опирается на историческую среднегеометрическую разность доходностей акций и облигаций, выраженную в долларах и реальных величинах⁵. Третья методология учитывает страновую премию, скорректированную на волатильность внутреннего рынка, на базе доходности к погашению еврооблигаций и их спреда с облигациями США [Damodaran, 2019]. Наконец, модель *Bloomberg* определяет премию как разницу между предполагаемой рыночной доходностью, рассчитанной на основе модели дисконтированных дивидендов с учетом прогнозов роста прибыли, и доходностью долгосрочных государственных облигаций.

Методология прогнозирования долгосрочной доходности акций, предложенная Джоном Боглом, базируется на трехфакторной декомпозиции показателей [Bogle, 1991; 2015]. Это простой и логически обоснованный инструмент для информирования инвесторов о реалистичных ожиданиях доходности, следующий принципу «бритвы Оккама»⁶. Ожидаемая долгосрочная доходность акций определяется здесь как сумма инвестиционной составляю-

⁴ И последующие работы по их трехфакторной (и пятифакторной) модели.

⁵ Dimson E., Marsh P., Staunton M. UBS Global Investment Returns Yearbook. 2026. <https://www.ubs.com/global/en/investment-bank/insights-and-data/articles/global-investment-returns-yearbook-2026.html>.

⁶ «Бритва Оккама» — принцип выбора более простой модели при условии, что она не уступает более сложным альтернативам по объяснительной и прогностической способности.

щей (дивидендной доходности и ожидаемых темпов роста прибыли) и спекулятивной компоненты (изменения мультипликатора P/E). Эмпирическая проверка на историческом горизонте показала относительную успешность прогнозирования долгосрочной доходности американского рынка акций.

Академическая верификация этой методологии на глобальных и развивающихся рынках представлена в работах Хавьера Эстрады [Estrada, 2007; 2013; 2025]. Автор доказывает, что существенная переоценка активов (высокие значения P/E) в текущем периоде ведет к последующему сжатию мультипликаторов, что отрицательно сказывается на ожидаемой доходности. Эмпирические результаты Эстрады подтверждают высокую объясняющую способность модели, в которой компонентами выступают дивидендная доходность, темпы роста ВВП (в качестве прокси роста прибыли) и изменение рыночной оценки.

Расчеты Богла и Эстрады согласуются с упрощенным подходом Уоррена Баффета, который основывается на двух тезисах: темпы роста прибыли в долгосрочной перспективе ограничены динамикой номинального ВВП, а вклад спекулятивной компоненты на горизонте десяти — двадцати лет стремится к нулю [Buffett, Loomis, 1999]. Баффет утверждает, что единственные источники реальной долгосрочной доходности — это дивиденды и рост прибыли компаний. Эмпирический анализ этой модели Джоном Рекенталером⁷, охватывающий период с 1930 года, показал, что, хотя модель не подходит для прогнозирования краткосрочных изменений и не может предсказать рыночные тренды, она демонстрирует достаточную точность на очень длинных горизонтах. Из нее следует, что при замене допущения о фиксированной инфляции в 2% (ключевая предпосылка Баффета) на фактические средние значения (3,13%) прогнозная доходность почти идентична реальной, а расхождение составляет лишь 7 б.п. за 89-летний период. Таким образом, модель Баффетта является чрезвычайно точным эвристическим правилом для формирования долгосрочных ожиданий, несмотря на отсутствие в ней прогностической силы в краткосрочном периоде.

Применение разнообразных методов оценки и прогнозирования премии за риск по акциям на различных временных горизонтах позволяет инвесторам избегать когнитивных искажений и шорт-термизма, ведущих к ухудшению результативности портфелей. В частности, это позволяет избежать предвзятости недавних событий (*recency bias*), при которой инвесторы уделяют больше внимания актуальной информации по сравнению с прошлыми

⁷ Rekenthaler J. Can Warren Buffett Forecast the Stock Market? // Morningstar. 2020. November 5. <https://www.morningstar.com/columns/rekenthaler-report/can-warren-buffett-forecast-stock-market>.

данными [Pompian, 2021]. Исследования подтверждают, что инвесторы склонны к необоснованной экстраполяции краткосрочных трендов при формировании ожиданий [Barberis et al., 2015; Barsky, De Long, 1993; Giglio et al., 2025; Greenwood, Shleifer, 2014].

Это может приводить к занижению долгосрочной премии за риск по акциям и, соответственно, доли портфелей, инвестируемой в акции. Как видно из многих эмпирических исследований, увеличение размера ожидаемой доходности акций оказывает существенное влияние на рост доли акций в портфелях частных и институциональных инвесторов [Dahlquist, Ibert, 2024; Dominitz, Manski, 2007; Giglio et al., 2021; Hurd et al., 2011; Kézdi, Willis, 2011].

В исследовании [Giglio et al., 2021] было установлено, что рост ожидаемой доходности акций за один год на 1% связан с увеличением доли акций респондентов на 0,65%. Данные опроса инвесторов [Ameriks et al., 2020] показали, что рост ожидаемой доходности акций на 1% приводит к увеличению их доли в портфеле на 0,48%. Из [Dahlquist, Ibert, 2024] следует, что повышение ожидаемой долгосрочной премии по акциям США на 1 п.п. объясняется увеличением доли акций США в портфеле инвестиционных фондов на 2–4 п.п.

Таким образом, процесс инвестирования в акции предполагает проведение тщательной оценки сравнительных преимуществ альтернативных финансовых инструментов на долгосрочных временных горизонтах в исторической и прогнозной ретроспективах. Игнорирование этого требования частными и институциональными инвесторами может приводить к преобладанию проциклических стратегий инвестирования, ориентации на избыточно краткосрочные временные горизонты (шорт-термизму), а также к необоснованному избеганию рисков инвестирования в акции.

Мировая практика предлагает обширный инструментарий оценки исторической и ожидаемой премии за риск, апробированный на данных развитых рынков. Для российского финансового рынка, который только начинает решать проблему трансформации и перехода на рост за счет внутренних сбережений, вопрос об адаптации этих методов приобретает особо важное практическое значение. В следующих разделах представлены результаты применения описанных подходов к анализу российских финансовых инструментов и обоснованы параметры премии за риск.

2. Исторические результаты деятельности компаний

В 2024 и 2025 годах на российском рынке акций были зафиксированы слабые результаты: как показано в табл. 1, среднегеометрическая доходность индекса Московской биржи с учетом полной доходности составила в этот период лишь 2,2%, что не только суще-

ственно ниже доходности портфелей облигаций, денежного рынка и стратегии смешанных инвестиций «60% акций / 40% облигаций», но и уровня среднегодовой инфляции в размере 7,5%. На пятилетнем горизонте портфель акций также существенно проигрывал большинству остальных индикаторов, включая денежный рынок и инфляцию. Лишь на длинных горизонтах в десять — двадцать лет акции сохраняли преимущества в доходности.

Т а б л и ц а 1

**Среднегеометрическая номинальная доходность финансовых инструментов
и инфляция (%) по состоянию на 30 декабря 2025 года**

T a b l e 1

**Geometric Mean Nominal Return of Financial Instruments and Inflation (%)
as of 30 December 2025**

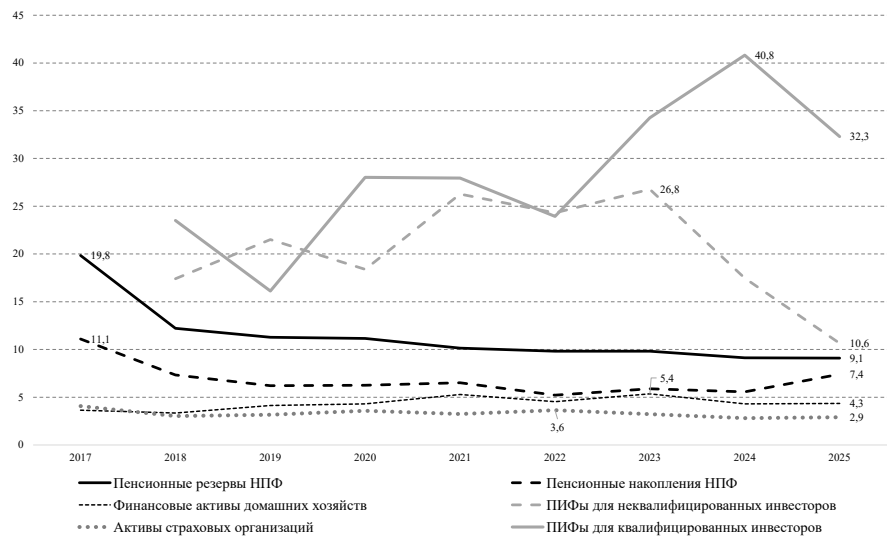
Показатель	Среднегеометрическая доходность						
	2025	2 года (2024– 2025)	3 года (2023– 2025)	5 лет (2021– 2025)	10 лет (2016– 2025)	15 лет (2011– 2025)	20 лет (2006– 2025)
Индекс Московской биржи полной доходности (<i>MCFTTR</i>)	2,9	2,2	17,2	4,2	11,9	9,7	10,4
Индекс Московской биржи гособлигаций (<i>RGBITR</i>)	23,1	9,7	6,7	3,7	7,5	7,3	8,1
Индекс корпоративных облигаций (<i>IFX-Cbonds</i>)	24,2	17,9	13,6	11,0	10,8	9,9	9,8
Доходность смешанной стратегии: акции 60% / облигации 40%	11,4	7,3	14,8	6,4	11,5	9,9	10,9
<i>IF-ММ</i> — фонды денежного рынка	20,2	19,2	16,6	13,2	10,2	9,5	
Депозиты на срок от 181 дня до 1 года (% годовых на конец года)	15,0 ^a	18,3	16,7	12,1	8,7	8,8	8,8
Инфляция	5,6	7,5	7,5	8,5	6,2	7,0	7,8

^a По состоянию на октябрь 2025 года.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи, *Cbonds* и Банка России.

Низкая доходность акций в последние два года спровоцировала пессимизм у широкого круга внутренних инвесторов, на которых мог бы опираться рост акций. Как показано на рис. 1, в 2025 году не только домашние хозяйства, но и большинство институциональных инвесторов, за исключением негосударственных пенсионных фондов (НПФ), управляющих пенсионными накоплениями, существенно сократили долю акций в своих финансовых активах. При этом НПФ стабильно снижали долю акций в портфелях пенсионных резервов и накоплений: с 19,85 и 11,1% в 2017 году до 9,1 и 7,4% в 2025 году соответственно. В розничных

паевых инвестиционных фондах (ПИФах) доля вложений в акции сократилась с 26,8% в 2023 году до 10,6% в 2025-м. В условиях повышенной волатильности финансового рынка внутренние институциональные инвесторы сократили инвестиционные горизонты и переориентировались на облигации и инструменты денежного рынка, что усугубило стагнацию рынка акций.



Источник: расчеты авторов по данным Банка России.

Рис. 1. Доли финансовых активов домашних хозяйств и институциональных инвесторов (%), вложенных в акции, 2017 — октябрь 2025 года

Fig. 1. Share of Household and Institutional Investors' Financial Assets Allocated to Equities (%), 2017 — October 2025

Возникает вопрос о том, насколько обоснованным является такое поведение институциональных и частных инвесторов в условиях, когда их готовность к вложениям в акции во многом основывается на их представлении о размере премии за риск по акциям в исторической ретроспективе и в будущем.

Для расчета премии за риск по акциям на основе исторического подхода (Historical Equity Risk Premium, HERP) был использован метод скользящего окна, позволяющий оценивать изменение премии с течением времени. Оценка премии за риск по российским акциям осуществлялась за период в 23 года — с конца 2002 по конец 2025 года, на котором были доступны данные по индексу государственных облигаций *RGBITR*, рассчитываемому Московской биржей.

В качестве рыночного портфеля был использован индекс Московской биржи полной доходности (*MCFTR*) с расчетом средне-

годовой доходности на каждом временном окне. Оценка $HERP$ проводилась относительно трех показателей безрисковой ставки: значения бескупонной доходности T -летних облигаций в начале каждого горизонта инвестирования в T лет, среднего значения доходности трехмесячных бескупонных облигаций и среднегодовой доходности индекса $RGBITR$ ⁸. На первом этапе горизонт инвестирования составил десять лет, период сдвига скользящего окна — один месяц.

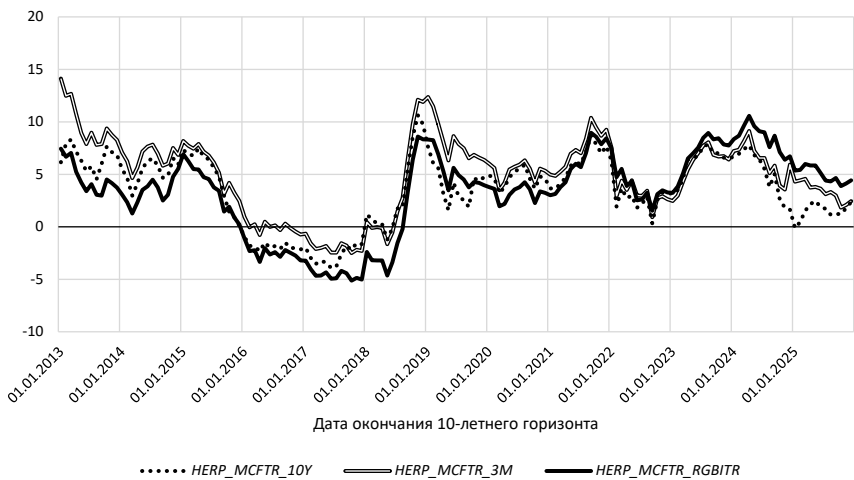
Премия за риск рассчитывалась как разница между среднегодовой кумулятивной доходностью индекса $MCFTR$ и каждой из трех выбранных безрисковых ставок, что позволило получить три ряда оценки премии на внутреннем рынке:

- 1) премия относительно долгосрочной ставки: $HERP_{MCFTR, 10Y} = r_{MCFTR} - rf_{10Y}$;
- 2) премия относительно краткосрочной ставки (средние трехмесячные бескупонные доходности): $HERP_{MCFTR, 3M} = r_{MCFTR} - rf_{3M}$;
- 3) премия относительно индекса полной доходности $RGBI$: $HERP_{MCFTR, RGBITR} = r_{MCFTR} - rf_{RGBITR}$.

Как видно на рис. 2 и в табл. 2, динамика премии за риск для портфелей с десятилетним горизонтом демонстрирует схожую закономерность относительно всех трех бенчмарков безрисковой ставки. У подавляющего большинства таких портфелей (79,5–84,6% в зависимости от прокси безрисковой ставки) премия является положительной. В среднем для портфелей акций за период с 2013 по 2025 год значения премий $HERP_{MCFTR, 10Y}$, $HERP_{MCFTR, 3M}$ и $HERP_{MCFTR, RGBITR}$ составили соответственно 3,52, 4,90 и 3,38 п.п. Отрицательные значения по двум из трех индикаторов наблюдались лишь у портфелей в 2016–2018 годах, что объяснялось последствиями глобального кризиса в виде резкого снижения индекса Московской биржи с конца 2007 года и его многолетним восстановлением.

Как показано на рис. 3а, при сравнении с бенчмарком rf_{RGBITR} сужение горизонта инвестирования с десяти до пяти лет сохраняет преимущество инвестирования в акции для большей части таких портфелей в 2023–2025 годах. Доля пятилетних портфелей

⁸ Как было показано в разделе «Теория вопроса», исследователи применяют различные индикаторы безрисковой ставки. В настоящей работе каждый из трех показателей условно привязан к определенной инвестиционной стратегии. Для пассивных инвесторов в качестве бенчмарка может использоваться заранее известная доходность десятилетних государственных облигаций на начальный момент инвестирования (rf_{10Y}). Для активных инвесторов с долгосрочными стратегиями более объективным может быть среднее значение полной доходности индекса $RGBITR$ (rf_{RGBITR}). Инвесторы с относительно краткосрочными горизонтами, особенно в условиях повышенной волатильности процентных ставок, могут применять среднее значение доходности трехмесячных государственных облигаций (rf_{3M}).



Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи, Cbonds и Банка России.

Рис. 2. Историческая премия за риск по акциям против долгосрочной ставки в начале периода инвестирования ($HERP_{MCFTR,10Y}$), краткосрочной 3-месячной ставки ($HERP_{MCFTR,3M}$), индекса полной доходности RGBI ($HERP_{MCFTR,RGBITR}$) (п.п.) — 10-летние периоды, оканчивающиеся в 2013–2025 годах

Fig. 2. Historical Equity Risk Premium Versus Long-Term Rate Yield at Start of the Investment Period ($HERP_{MCFTR,10Y}$), Short-Term 3-Month Yield ($HERP_{MCFTR,3M}$), and RGBI Total Return ($HERP_{MCFTR,RGBITR}$) (in basis points) — Over 10-Year Periods Ending 2013–2025

Т а б л и ц а 2

Историческая премия за риск по акциям —
среднее по 10-летним периодам с шагом в 1 месяц (п.п.)

T a b l e 2

Historical Equity Risk Premium —
Averaged Over 10 Year Periods in 1 Month Steps (in basis points)

Период	$HERP_{MCFTR,10Y}$	$HERP_{MCFTR,3M}$	$HERP_{MCFTR,RGBITR}$
2013–2015	5,56 (100)	7,41 (100)	3,95 (100)
2016–2018	–0,43 (27,78)	0,52 (33,33)	–2,2 (11,11)
2019–2022	4,4 (100)	6,07 (100)	4,58 (100)
2022–2025	3,91 (97,92)	4,77 (100)	6,03 (100)
Весь период	3,52 (82,69)	4,9 (84,62)	3,38 (79,49)

Примечания: 1. Премия за риск по акциям против долгосрочной ставки в начале периода инвестирования ($HERP_{MCFTR,10Y}$), краткосрочной трехмесячной ставки ($HERP_{MCFTR,3M}$), индекса полной доходности RGBI ($HERP_{MCFTR,RGBITR}$). 2. В скобках указана доля периодов с положительным значением премии (%).

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи, Cbonds и Банка России.

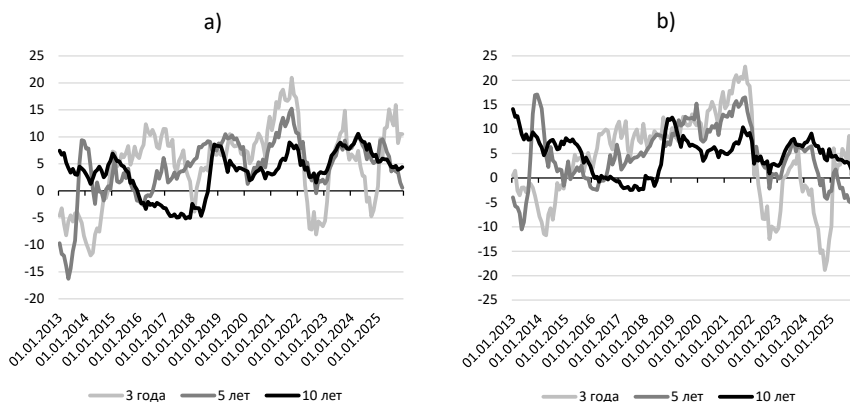


Рис. 3. Премия по акциям на разных горизонтах инвестирования:
 а) премия по акциям против портфеля государственных 3-месячных облигаций ($RGBITR$);
 б) премия по акциям против краткосрочной бескупонной доходности ОФЗ

Fig. 3. Equity Premium Over Different Investment Horizons:
 а) Equity Premium Against a Portfolio of 3-Month Government Bonds ($RGBITR$);
 б) Equity Premium Against the Short-Term Zero-Coupon OFZ Yield

с положительной премией $HERP_{MCFTR, RGBITR}$ составила 76,4%, средняя премия по всем портфелям равнялась 3,85 п.п. При переходе на трехлетний горизонт инвестирования ситуация с премией становится более волатильной: у 65,8% таких портфелей была зафиксирована положительная премия, а ее средний уровень составил 6,35 п.п.

При сравнении доходности портфеля акций с доходностью краткосрочных облигаций (rf_{3M}) было выявлено, что пятилетний портфель менее устойчив, чем десятилетний, и имеет отрицательную премию за риск в 2024–2025 годах (рис. 3б). Это обусловлено аномальным характером событий с 2023 по 2025 год, когда Банк России в рекордно короткие сроки повысил ключевую ставку с 7,5% годовых (июль 2023 года) до 21,0% (октябрь 2024 года) и сохранял ее на высоком уровне в течение беспрецедентно длительного периода.

Таким образом, в исторической ретроспективе у стратегий инвестирования в акции с горизонтом пять и десять лет обнаруживаются явные преимущества по сравнению с вложениями в облигации, и они характеризуются положительной премией за риск. Исключения для пяти- и трехлетних портфелей возникали лишь в периоды острой фазы глобального финансового кризиса 2008 года, а также аномальных событий 2024–2025 годов. Но даже в таких условиях инвесторы имели возможность избежать рисков отрицательной премии за счет увеличения горизонта инвестирования до десяти лет и более.

3. Прогнозирование доходности акций

Инвестиционные решения в значительной степени основываются на оценках перспектив рынка, что предполагает высокую значимость прогнозов доходности альтернативных финансовых инструментов на десять лет вперед. В России нормативность подобных расчетов развита недостаточно, во многом предопределяя шорт-термизм в поведении не только частных, но и институциональных инвесторов.

В настоящем исследовании предпринята попытка адаптации наиболее востребованных методов долгосрочного прогнозирования к специфике российского фондового рынка.

Расчеты проводились на основе индекса Московской биржи полной доходности (*MCFTTR*) за период 2009–2024 годов. В связи с ограниченностью временного ряда и необходимостью сопоставления результата расчетов с фактической реализацией исследование было разделено на два восьмилетних интервала: с 2009 по 2016 год — для расчета прогнозных параметров на базе исторических данных и с 2017 по 2024 год — в целях тестирования полученного прогноза. После этого на основе данных 2017–2024 годов был составлен прогноз доходности индекса Московской биржи и премии за риск по акциям на горизонте с 2025 по 2032 год.

Прогнозирование основано на применении рассмотренного в теоретической части статьи метода Богла и Эстрады на основе декомпозиции общей ожидаемой доходности акций R за определенный период N :

$$R \approx D/P + gE + \Delta P/E,$$

где D/P — текущая дивидендная доходность индекса акций на момент формирования прогнозной оценки, gE — ожидаемый среднегодовой рост чистой прибыли индекса акций в следующие N лет, чаще аппроксимируемый долгосрочным ожидаемым темпом роста номинального ВВП, который заложен в макроэкономические прогнозы страны, $\Delta(P/E)$ — среднегодовое изменение показателя P/E с текущего уровня до некоторого целевого, которое чаще определяется как историческая медиана⁹.

Основная сложность, с которой сталкиваются подобные расчеты для российских компаний, — отсутствие верифицированных исторических рядов по показателю P/E , а также его скорректированной

⁹ Так как эта предпосылка носит в первую очередь эмпирико-практический характер, подход широко применяется в инвестиционной практике, а ряды для российских показателей имеют ограниченное число наблюдений (восемнадцать лет по каждому ряду с годовой частотой), то проверка на стационарность не приводится, в том числе из-за сниженной статистической мощности стандартных тестов на стационарность.

версии *CAPE*, которая чаще используется при оценке общего тренда уровня недооцененности акций. С начала 2000-х годов единственным системным источником данных по *CAPE* для России были расчеты *Barclays*, ограниченные перечнем из десяти — двадцати компонент индекса *MSCI Russia*. Прекращение раскрытия этого показателя с 2022 года сделало актуальной проблему воссоздания исторического ряда на базе выборки компаний из индекса Московской биржи.

Эта задача была решена в рамках нашего исследования: на рис. 4 обновленные данные индикатора *CAPE*¹⁰ сравниваются с данными *Barclays*. Как видно из рисунка, наиболее качественное раскрытие финансовой отчетности (в частности, показателей чистой прибыли, необходимых при оценке знаменателя коэффициента *CAPE*) по достаточному числу российских компаний наблюдается с 2006 года. Так как при расчете *CAPE* используется суммарная скорректированная на инфляцию чистая прибыль за последние десять лет, то первой точкой для новой оценки стал 2015 год.

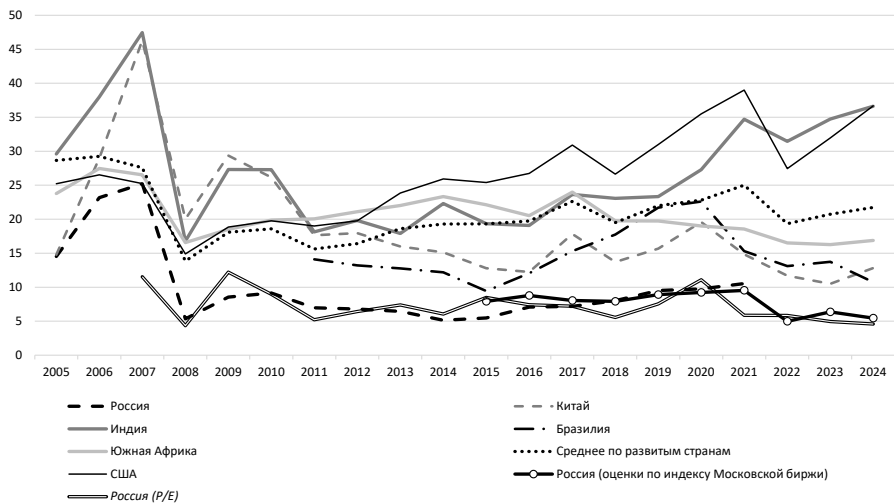
Как показано на рис. 4, российский рынок акций в большей степени, чем другие рынки, пострадал от глобального финансового кризиса 2008 года в части снижения рыночных оценок глобальными инвесторами. Медленный процесс роста мультипликатора *CAPE* российских компаний — с 5,4 в 2008 году до 9,6 в 2021-м — был прерван событиями 2022 года; в результате в 2024-м показатель снова опустился до 5,5, то есть вернулся к кризисному уровню 2008 года.

На рисунке также выделяется основное различие между показателями *CAPE* и *P/E*, которое заключается в более высокой волатильности *P/E*, что, безусловно, затрудняет возможность фиксации его целевого уровня на основе имеющихся исторических данных, однако отражает вклад спекулятивной компоненты в стоимость акций. Поэтому далее применяется комбинированный подход: рассчитывается прогноз для исторической медианы и проводится сценарный анализ того, каким может быть коэффициент в следующем прогнозном периоде. Историческая медиана на всем горизонте с 2007 по 2024 год по *CAPE* и *P/E* находится примерно на уровне 7,91 и 6,82 соответственно.

Во-первых, в наших прогнозах компонента изменения *P/E* ($\Delta(P/E)$) рассчитывается как процентное отклонение текущего значения коэффициента (в год, предшествующий прогнозному периоду) от его медианного уровня за предшествующий исторический восьмилетний период. Таким образом, на отдельных вось-

¹⁰ При расчете *CAPE* по компаниям в знаменателе используется показатель их среднегодовой чистой прибыли за последний десятилетний период, что позволяет избежать пропуска данных по компаниям в случае, если в том или ином году у компании был зафиксирован чистый убыток, что может приводить к отрицательному значению коэффициента «цена / чистая прибыль».

милетних горизонтах историческая медиана P/E (прокси целевого P/E) колебалась от 5,85 в периоде, заканчивающемся в 2024 году, до 7,41 в нескольких восьмилетиях до 2021 года.



Источник: по всем странам — расчеты авторов по данным *Barclays Indices* на основе индексов *MCSI*; по России — расчеты авторов по индексу Московской биржи на основе данных *Cbonds* и *Bloomberg*.

Рис. 4. Показатели *CAPE* для выборочных стран и России, 2005–2024 годы

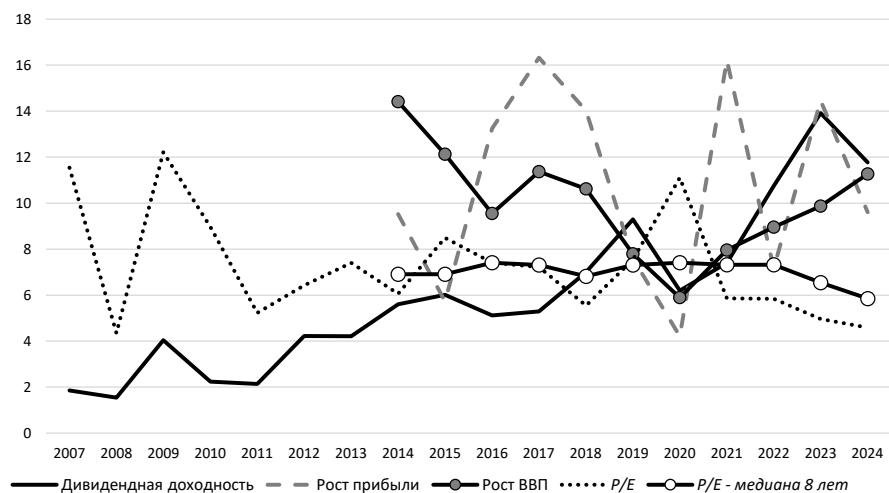
Fig. 4. *CAPE* Ratios for Selected Countries and Russia, 2005–2024

Вторая компонента для прогноза — дивидендная доходность. Предположение Богла и Эстрады о несущественности роста дивидендов заключается в том, что на развитых рынках резкие изменения коэффициента дивидендных выплат для всех эмитентов маловероятны. В таких условиях рост дивидендной доходности возможен только как краткосрочный тренд, который на относительно длинном временном горизонте нивелируется и возвращается к среднему значению. Из этого следует, что рост дивидендов ограничен увеличением чистой прибыли, которая уже учитывается в модели. Таким образом, текущее значение дивидендной доходности используется как стартовая точка для расчета доходности, которая затем наращивается на ожидаемые темпы роста прибыли и корректируется на спекулятивный фактор.

Основная проблема применения указанного подхода в России заключается в нестабильности показателей дивидендных выплат и дивидендной доходности. Как показано на рис. 5, под влиянием стремления поддерживать привлекательность акций в условиях снижения их курсовой стоимости, а также роста требований государства к дивидендным выплатам компаний с государственным

участием [Абрамов и др., 2017; 2020; 2025] российские ПАО резко наращивали дивидендные выплаты акционерам: коэффициент дивидендных выплат компаний в индексе Московской биржи вырос с 23,55% чистой прибыли в среднем за 2007–2016 годы до 51,89% за 2017–2024 годы. В результате в 2024 году средняя дивидендная доходность составила 11,77%. В таких условиях использование в качестве прогноза дивидендной доходности на 2017–2024 годы ее значения за 2016 год в размере 5,12% привело бы к явной недооценке инвестиционной составляющей прогнозируемой доходности. Что касается прогноза доходности на 2025–2032 годы, то нет полной уверенности в том, что в этот период российским компаниям удастся поддерживать среднегодовую дивидендную доходность на уровне 2024 года в размере 11,77%.

Наконец, третья компонента формулы прогнозирования будущей доходности — это ожидаемый среднегодовой рост чистой прибыли. В условиях относительно стабильного соотношения между долями предпринимательской прибыли и оплаты труда в ВВП в качестве прокси среднегодовых темпов роста прибыли в прогнозном периоде принимается среднегодовой показатель роста номинального ВВП в прогнозном периоде, часто представляемый в макроэкономических прогнозах правительств и центральных банков. При этом сложность использования прогнозного



Примечание. Рост прибыли и номинального ВВП рассчитан как среднегодовые значения за восемь лет.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи, Bloomberg, Cbonds, WDI.

Рис. 5. Компоненты декомпозиции ожидаемой общей доходности акций на примере индекса Московской биржи, 2007–2024 годы

Fig. 5. Components of the Expected Total Stock Return Decomposition for the Moscow Exchange Index, 2007–2024

показателя роста ВВП в российской экономике заключается в его высокой волатильности, а также в том, что государственные ведомства, как правило, нерегулярно обновляют прогнозные показатели экономического роста на восемь — десять лет.

Вследствие этого в нашем прогнозе доходности акций в качестве индикатора среднегодового роста чистой прибыли мы сравниваем три разных показателя — исторические темпы роста прибыли публичных компаний, исторические темпы роста ВВП и темпы роста ВВП в долгосрочных макроэкономических прогнозах правительства.

Из табл. 3 видно, как в конце 2016 года долгосрочный инвестор мог бы прогнозировать среднегодовую доходность акций (R) на предстоящие восемь лет, с 2017 по 2024 год, путем сложения трех компонент ($R \approx D/P + gE + \Delta(P/E)$) и среднегодовая доходность акций за предшествующие годы (2009–2016) составила бы 21,76%. Перенос исторических данных на будущие ожидания, очевидно, делал бы акции крайне привлекательным инструментом.

Однако три разных варианта прогнозной оценки доходности в 2017–2024 годах, отличающиеся индикатором прогнозирования

Т а б л и ц а 3

Декомпозиция ожидаемой доходности акций (% годовых)
по состоянию на конец 2016 года

T a b l e 3

Decomposition of Expected Stock Returns (% per annum) at Close of 2016

Год		Дивидендная доходность	Рост прибыли YoY	Темп роста номинального ВВП WDI	P/E	rMCFTR ^a		
1-й	2009	4,04	–20,61	–5,98	12,21	126,11		
2-й	2010	2,24	63,56	19,33	8,97	25,28		
3-й	2011	2,14	46,67	29,81	5,22	–14,46		
4-й	2012	4,23	–6,60	13,29	6,42	8,77		
5-й	2013	4,21	–8,89	7,17	7,40	6,32		
6-й	2014	5,60	7,61	8,28	6,06	–1,84		
7-й	2015	6,01	4,98	5,13	8,49	32,28		
8-й	2016	5,12	47,68	3,04	7,42	32,78		
Оценка ожидаемой среднегодовой доходности на период с 2017 по 2024 год при целевом P/E = 7,41 (историческая медиана)						Факт		
Компонента			D/P	gE			Δ(P/E)	R
При использовании роста прибыли			5,12	13,24		–0,01	18,34	21,76
При использовании роста ВВП				9,55			14,65	
При использовании макропрогноза				6,00			11,10 ^b	

^a Доходность индекса Московской биржи полной доходности (тикер MCFTR).

^b Соответствует базовому подходу Эстрады.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи, Cbonds, WDI и Банка России.

значения gE , показывают значительно более скромные оценки будущей доходности акций. Использование в качестве аппроксимации gE -показателя роста прибыли указывает на доходность в размере 18,34%, исторических темпов роста ВВП — на доходность в размере 14,65% и прогнозных данных по росту реального ВВП и инфляции Минэкономразвития России¹¹ — 11,10% годовых.

Фактически доходность акций в 2017–2024 годах составила 10,72% в год. Если брать за основу классический подход Эстрады с использованием медианного P/E в качестве целевого показателя и макропрогноз по ВВП и инфляции в качестве ожидаемого роста прибыли, то базовый прогноз был не так далек от указанного значения. При этом на конец 2016 года безрисковая ставка на восьмилетнем горизонте оценивалась в 8,5% годовых по интерполированной бескупонной доходности ОФЗ. Таким образом, премия за риск по акциям, согласно прогнозу, оценивалась бы примерно в 2,6 п.п.

На следующем этапе на базе исторических данных за период с 2017 по 2024 год прогнозировались средняя доходность и премия за риск по акциям на временном горизонте с 2025 по 2032 год (табл. 4).

Т а б л и ц а 4

Декомпозиция ожидаемой доходности акций (% годовых) по состоянию на конец 2024 года

T a b l e 4

Decomposition of Expected Stock Returns (% per annum) at Close of 2024

Год		Дивидендная доходность	Рост прибыли YoY	Темп роста номинального ВВП WDI		P/E	rMCFTR ^a	
1-й	2017	5,29	−1,56	7,27		7,22	−0,19	
2-й	2018	7,00	39,36	13,09		5,55	19,09	
3-й	2019	9,29	−7,76	5,53		7,54	38,45	
4-й	2020	6,19	−27,66	−1,78		11,10	14,82	
5-й	2021	7,41	117,80	25,14		5,86	21,79	
6-й	2022	10,75	−43,72	16,49		5,84	−37,26	
7-й	2023	13,91	77,75	12,41		4,96	53,84	
8-й	2024	11,77	4,46	14,02		4,59	1,64	
Оценка ожидаемой среднегодовой доходности на период с 2017 по 2024 год при целевом P/E = 7,41 (историческая медиана)							Факт	
Компонента			D/P	gE		Δ(P/E)		R
При использовании роста прибыли			11,77	9,61	3,08	24,46		10,72
При использовании роста ВВП				11,27		26,12		
При использовании макропрогноза				8,00		22,85 ^b		

^a Доходность индекса Московской биржи полной доходности (тикер $MCFTR$).

^b Соответствует базовому подходу Эстрады.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи, $Cbonds$, WDI и Банка России.

¹¹ Кувшинова О. Россия привыкает к стагнации // Ведомости. 2016. <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2016/12/29/671666-rossiya-privikaet>.

С 2017 по 2024 год среднегодовые темпы роста индекса Московской биржи составили 10,72% при бескупонной ставке государственных облигаций на конец 2024 года в размере 15,5%, интерполированной на восьмилетний горизонт (прокси безрисковой ставки). Перенос исторических данных на будущие ожидания делает акции довольно рисковым и непривлекательным инструментом.

Вместе с тем прогнозирование доходности на предстоящее восьмилетие показывает более оптимистичные результаты. Экстраполяция исторических темпов роста чистой прибыли и номинального ВВП приводит к высоким значениям будущей доходности акций в размере соответственно 24,46 и 26,12% годовых. Согласно оценке экономического роста на основе показателей федерального бюджета до 2042 года¹², ожидается рост номинального ВВП на уровне примерно 8% в год. Это соответствует прогнозируемому значению доходности акций 22,85% в год даже с учетом сохранения низких рыночных оценок (мультипликаторов).

Подобный прогноз на основе декомпозиции на источники инвестиционного и спекулятивного роста указывает на существенное ускорение общей отдачи от портфеля акций по сравнению с исторической доходностью (10,72% годовых за последние восемь лет). Вторым его позитивным фактором является ожидаемая премия за риск, которая на прогнозном горизонте может составить 7,35% годовых (базовый прогноз доходности 22,85% против интерполированной безрисковой восьмилетней ставки 15,50%). Основной вклад в получение высокой доходности акций в прогнозируемом периоде будут вносить два фактора — поддержание сложившегося высокого уровня дивидендной доходности (11,77% годовых) и умеренно высокие темпы роста номинального ВВП (в среднем 8% в год). Спекулятивный фактор — рост мультипликатора P/E , не связанный с динамикой фундаментальных показателей, — может дополнительно увеличить годовую доходность акций на 3,08 п.п.

Как показывают данные табл. 5, решающее значение при формировании премии за риск по акциям будет иметь фактор поддержания дивидендной доходности на уровне, превышающем 11%¹³. В этом случае даже при сохранении P/E на низком уровне 2024 года в размере 5,85 и падении среднегодовых темпов роста чистой прибыли до 2,0% в год премия по акциям будет оставаться положительной и равной 1,35 п.п.

Однако в случае снижения дивидендной доходности, например до 5,0% годовых (то есть до уровня 2016 года), и при сохранении текущего значения P/E в размере 5,85 для достижения положи-

¹² Бюджетный прогноз Российской Федерации на период до 2042 года. <http://static.government.ru/media/files/pFs6llwwGaTRB1WMpqELSLbftSyVmbt.pdf>.

¹³ По итогам 2025 года дивидендная доходность составила 10,18%.

Т а б л и ц а 5

Анализ ожидаемой премии за риск по акциям (% годовых) на горизонте с 2025 по 2032 год

T a b l e 5

Expected Equity Risk Premium (% per annum) Over the 2025–2032 Horizon

Ожидаемый среднегодо- вой темп роста чистой прибыли	Целевой P/E к концу 2032 года							
	3	5	5,85	7	9	11	13	15
При дивидендной доходности, равной 11,35% годовых (по состоянию на конец 2024 года)								
2	–6,91	–0,66	1,35	3,68	7,05	9,81	12,16	14,22
3	–5,91	0,34	2,35	4,68	8,05	10,81	13,16	15,22
4	–4,91	1,34	3,35	5,68	9,05	11,81	14,16	16,22
5	–3,91	2,34	4,35	6,68	10,05	12,81	15,16	17,22
6	–2,91	3,34	5,35	7,68	11,05	13,81	16,16	18,22
7	–1,91	4,34	6,35	8,68	12,05	14,81	17,16	19,22
8	–0,91	5,34	7,35	9,68	13,05	15,81	18,16	20,22
9	0,09	6,34	8,35	10,68	14,05	16,81	19,16	21,22
10	1,09	7,34	9,35	11,68	15,05	17,81	20,16	22,22
При дивидендной доходности, равной 5% годовых (сценарий снижения дивидендных выплат и роста капитализации)								
2	–13,68	–7,43	–5,42	–3,09	0,27	3,04	5,39	7,45
3	–12,68	–6,43	–4,42	–2,09	1,27	4,04	6,39	8,45
4	–11,68	–5,43	–3,42	–1,09	2,27	5,04	7,39	9,45
5	–10,68	–4,43	–2,42	–0,09	3,27	6,04	8,39	10,45
6	–9,68	–3,43	–1,42	0,91	4,27	7,04	9,39	11,45
7	–8,68	–2,43	–0,42	1,91	5,27	8,04	10,39	12,45
8	–7,68	–1,43	0,58	2,91	6,27	9,04	11,39	13,45
9	–6,68	–0,43	1,58	3,91	7,27	10,04	12,39	14,45
10	–5,68	0,57	2,58	4,91	8,27	11,04	13,39	15,45

Примечание. Премия за риск по акциям оценивается как разница между общей доходностью индекса Московской биржи и безрисковой ставкой, зафиксированной на уровне интерполированной бескупонной восьмилетней доходности ОФЗ по состоянию на конец 2024 года, равной 15,5%.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи, Cbonds, WDI и Банка России.

тельной премии за риск потребуется поддержание среднегодовых темпов роста чистой прибыли в размере не менее 8,0% в год.

Таким образом, использование простых методов прогнозирования доходности акций на период с 2025 по 2032 год показывает, что с учетом текущей дивидендной доходности, прогнозируемого роста прибыли и ВВП, а также ожидаемого умеренного восстановления P/E российские акции с большой вероятностью обеспечат положительную премию за риск, даже несмотря на высокую доходность к погашению долгосрочных государственных облигаций (ОФЗ). Переход к умеренной инфляции и последующее снижение ключевой ставки Банка России во второй половине 2026 — первой

половине 2027 года существенно сократят доходность к погашению ОФЗ без серьезных рисков изменения исходных параметров прогнозирования доходности акций¹⁴, что делает инвестиционное преимущество вложений в акции российских компаний еще более весомым. Важный вклад в рост доходности акций могут внести усилия государства и участников рынка по повышению стоимости публичных компаний и мультипликатора P/E .

4. Прогнозирование с помощью искусственного интеллекта

Одним из методов оценки премии за риск по акциям, как показано в [Fernandez et al., 2011; 2019], могут быть опросы экспертов. Такие оценки часто смещены и субъективны, однако их многообразие позволяет выявить консенсус-мнение и дает относительно устойчивый результат. В некоторых случаях экономисты прибегают к упрощенным методам опрашивания с помощью моделей искусственного интеллекта для прогнозирования [Lopez-Lira et al., 2025] или выбора перспективных акций¹⁵.

В связи с этим анализ ожидаемой премии за риск по российским акциям и перспектив фондового рынка не был бы полным без «опроса» нейросетей. В некотором смысле большие языковые модели (LLM) начинают участвовать в формировании экономических прогнозов и мнений, особенно частных инвесторов. Чем меньше у инвестора времени и чем ниже уровень его финансовой грамотности, тем чаще он может обращаться к ИИ за инвестиционным советом. «Опрос» доступных моделей может выявить систематические смещения в оценках ИИ — оптимизм или пессимизм, а также зависимость от страны, в которой была разработана модель. Агрегирование оценок ИИ-агентов позволяет определить консенсус-прогноз «машин», а также уровень неопределенности и разброса в их «мнениях». При этом чаще всего ИИ не вычисляет премию за риск математически, а конструирует нарратив, основанный на воспринимаемых факторах, дополняя строгий академический анализ.

С учетом неоднозначности научного подхода к изучению агрегированных ответов искусственного интеллекта при проведении «опроса» соблюдались следующие ключевые методологические

¹⁴ Следует отметить, что снижение инфляции и процентных ставок может сопровождаться замедлением номинальных темпов роста прибыли компаний и изменением дивидендной политики, что ограничивает прямую интерпретацию влияния этих факторов на параметры применяемой модели. Однако такой эффект достаточно инертен и растянут во времени: уменьшение темпов роста прибыли и дивидендов происходит неодномоментно, в то время как снижение ставок на рынке — синхронно с решениями относительно денежно-кредитной политики. Таким образом, абсолютный размер премии может сократиться в более долгосрочной перспективе.

¹⁵ Ji C., Nguyen B. What Are the Hottest Tech Stocks for 2026? Here's What ChatGPT and Gemini Had to Say. MarketWatch online. 2025. 27 December. https://www.marketwatch.com/story/what-are-the-hottest-tech-stocks-for-2026-heres-what-chatgpt-and-gemini-had-to-say-2cf896db?mod=home_lead.

требования. Запрос был идентичным для всех моделей. Перед запросом происходило обнуление контекста, насколько это допустимо, то есть каждый диалог начинался с чистого листа (режим инкогнито, где доступно, новые чаты), а в запросе явно указывалась необходимость игнорирования предыдущего контекста. Ответ требовался в строго заданном и структурированном формате (JSON) для последующего автоматического агрегирования. Для каждого ответа фиксировались метаданные.

На основе ответов больших языковых моделей были сформированы агрегированные прогнозные значения ожидаемой доходности и премии за риск российских акций на горизонте один год и десять лет, а также их драйверы и риски¹⁶. Важно подчеркнуть, что к некоторым версиям моделей доступ был получен через сторонние сервисы, так как прямой доступ требовал верификации или оплаты, недоступной официально из России. Несмотря на то что авторы не считают, что подобный опосредованный механизм мог привести к смещению полученных ответов, для сохранения прозрачности методологии такие нейросети или их версии отмечены звездочкой в тексте и на рисунках.

В запрос мы включили просьбу пояснить, исходя из какой модели или методологического подхода нейросети генерировали ответы. Хотя напрямую проверить это мы не могли, приведем здесь краткое обобщение.

Как и в научной литературе в целом, у нейросетей нет консенсуса относительно наиболее удачного метода оценки премии: они сочетают классические финансовые модели с поправками на специфические страновые риски. Методы, основанные на дисконтировании и премии за риск (DDM/CAPM), используются в моделях Gemini 1.5 Flash, DeepSeek, Claude (Anthropic)*, OpenAI GPT-4*, в которых требуется прямая оценка безрисковой ставки. Например, в моделях GPT-4 и Claude четко указано на использование доходности десятилетних ОФЗ в качестве прокси, при этом добавляется специфический страновой дисконт для учета геополитической премии за риск, которая не входит в стандартные премии развивающихся рынков.

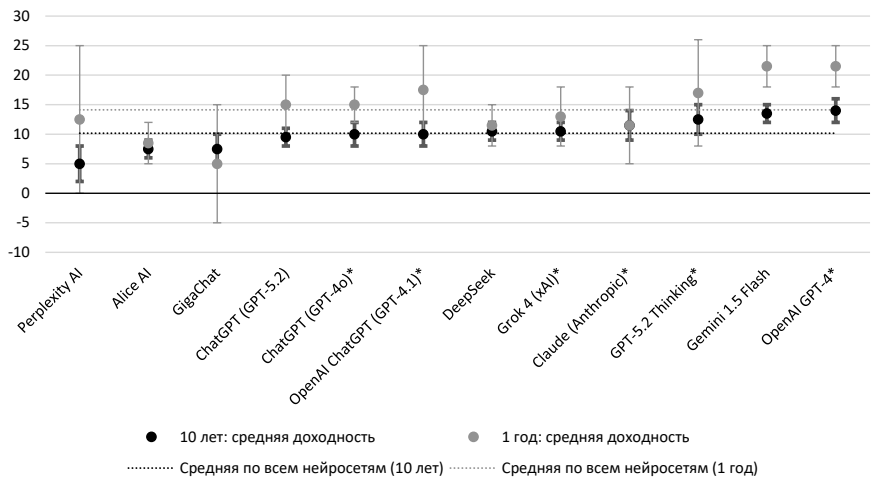
Декомпозиция доходности (Building Block Approach) использована в моделях ChatGPT (GPT-5.2), OpenAI ChatGPT (GPT-4.1)*, GPT-5.2 Thinking*. Ожидаемая доходность раскладывается в них на дивидендную доходность, номинальный рост прибыли и изменение мультипликаторов рыночной оценки.

¹⁶ В данном контексте ответы нейросетей рассматриваются не как точечные прогнозы, а как отражение агрегированных ожиданий, формируемых на основе доступной информации и потенциально влияющих на поведение инвесторов.

На исторические данные и анализ тренда опирались Alice AI, Grok 4 (xAI)*, Claude (Anthropic)*, DeepSeek, OpenAI ChatGPT (GPT-4.1)*, ChatGPT (GPT-4o)*. Чаще всего это просто экстраполяция средне- или долгосрочных трендов с некоей корректировкой на текущие условия.

Консенсус-прогнозы и макроэкономическую экстраполяцию заявили Perplexity AI, Alice AI, GigaChat, Gemini 1.5 Flash, Grok 4 (xAI)*. Их оценки базируются на консенсус-прогнозах аналитиков и макроэкономических данных, таких как прогнозы Минэкономразвития РФ (упомянуто Grok 4), прогнозы по инфляции и ключевой ставке ЦБ РФ.

Все модели отвечали диапазонами, поэтому для графической иллюстрации были рассчитаны средние значения. На рис. 6 показаны значения средних и границы диапазонов по ожидаемой общей доходности индекса Московской биржи в процентах годовых на горизонте одного года и десяти лет по каждой модели, а на рис. 7 — по премии за риск.



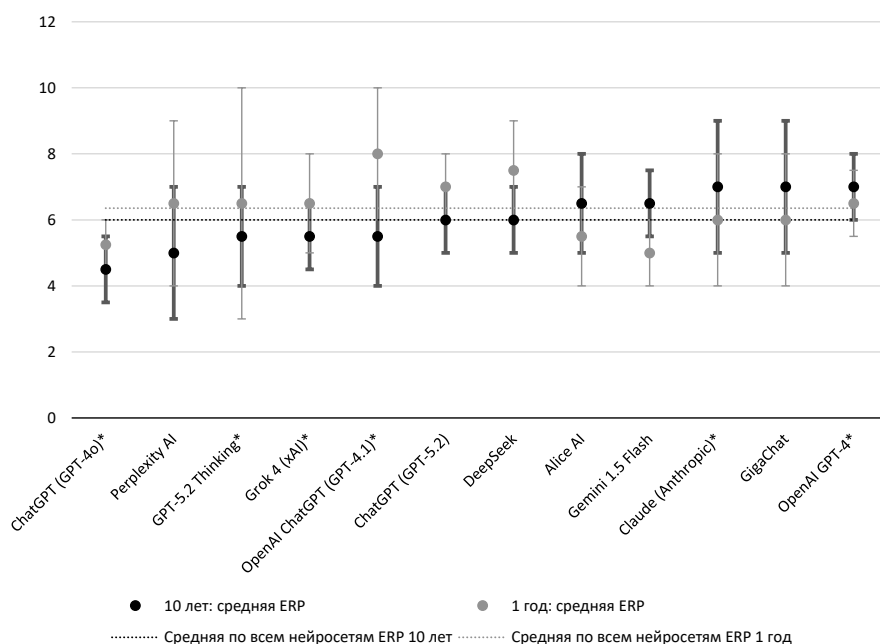
Примечание. * — доступ к конкретной версии LLM не прямой, а через агрегатор.

Источник: расчеты авторов по итогам «опроса» нейросетей.

Рис. 6. Ожидаемые доходности индекса Московской биржи на горизонте 1 года и 10 лет (% годовых): данные «опроса» больших языковых моделей по состоянию на конец декабря 2025 года

Fig. 6. Expected Returns of the Moscow Exchange Index Over 1-Year and 10-Year Horizons (% per annum): Survey Data From Large Language Models at Close of December 2025

Прогноз по общей доходности индекса Московской биржи (рис. 6) демонстрирует значительный разброс, отражая высокую степень неопределенности, связанную с макроэкономической и геополитической сферами. На горизонте одного года наблюдается



Примечание. * — доступ к конкретной версии LLM не прямой, а через агрегатор.

Источник: расчеты авторов по итогам «опроса» нейросетей.

Рис. 7. Ожидаемые премии за риск (ERP) индекса Московской биржи на горизонте 1 год и 10 лет (% годовых): данные «опроса» больших языковых моделей по состоянию на конец декабря 2025 года

Fig. 7. Expected Equity Risk Premiums (ERP) for the Moscow Exchange Index Over 1-Year and 10-Year Horizons (% per annum): Survey Data From Large Language Models at Close of December 2025

явное расхождение во «мнениях» между отечественными и зарубежными моделями: нейросети, связанные с российским рынком (Alice AI, GigaChat), в среднем прогнозируют годовую доходность на уровне 6,8%, что является достаточно консервативной оценкой, тогда как зарубежные модели (OpenAI, Gemini, DeepSeek и др.) значительно более оптимистичны: их средние прогнозы превышают 15%, а в случаях Gemini и OpenAI GPT-4 достигают 21,5%. Это различие указывает на то, что зарубежные системы могут закладывать больший потенциал для коррекции текущей недооценки рынка или более агрессивно учитывать инфляционную или дивидендную компоненты. На десятилетнем горизонте средние значения доходности снижаются, сглаживая краткосрочные шоки, однако отечественные модели (в среднем 7,5% годовых) по-прежнему остаются более консервативными, чем зарубежные (в среднем около 10,9%). Если говорить о консенсус-прогнозе по всей выборке, то на один год ожидаемая доходность, по «мнению»

коллективного искусственного интеллекта, составляет 14,13%, а на десять лет — снижается до 10,17% годовых.

Прогнозы премии за риск (*ERP*) показывают меньший разброс: средняя премия на горизонте одного года составляет 6,2%, при том что большинство моделей прогнозируют значения в диапазоне 5,3–8,0% годовых. Ключевое расхождение наблюдается на десятилетнем горизонте: средняя долгосрочная *ERP*, прогнозируемая российскими моделями (6,75% годовых), оказывается выше, чем у зарубежных (в среднем 5,9%).

Мы просили каждую модель выделить по три драйвера премии за риск и три влияющих на нее фактора и далее провели анализ частоты каждого из них. Факторы, определяющие премию за риск, существенно различаются в зависимости от горизонта прогнозирования.

На краткосрочном горизонте основными драйверами премии за риск по российским акциям модели оказываются высокий уровень безрисковой ставки и геополитическая неопределенность (и связанная с ней текущая недооценка фундаментальной стоимости акций). Также упоминаются премия за риск из-за низкой ликвидности и отсутствия нерезидентов на рынке, риски взаимосвязи акций с валютными и сырьевыми рынками (табл. 6). Реже (менее трех раз) называются дивидендная политика или структурные изменения в регуляторном или институциональном развитии.

Т а б л и ц а 6

Частота упоминания ключевых драйверов *ERP* на 1 год

T a b l e 6

Frequency of Mentions of Key *ERP* Drivers Over a 1-Year Horizon

Категория фактора	Ключевые факторы, которые называли модели	Частота упоминания (из 12 моделей)
Монетарная политика / Ставки	Уровень ключевой/безрисковой ставки, инфляционные ожидания, уровень номинальных/реальных ставок, жесткая ДКП	9
Геополитика / Санкции	Геополитическая премия за риск, санкционный дисконт, изоляция, страновой риск	8
Ликвидность / Капитал	Низкая ликвидность, ограниченный доступ к внешнему капиталу, доля нерезидентов	5
Валюта / Сырье	Волатильность рубля, цены на нефть/сырье	3

Источник: расчеты авторов по итогам «опроса» нейросетей.

На краткосрочном горизонте не просматривается существенных расхождений между российскими и зарубежными нейросетями. Обе группы моделей считают уровень ключевой ставки и инфляционные ожидания (фактор ДКП), а также геополитиче-

скую/санкционную премию важнейшими причинами, по которым инвесторы потребуют повышенную премию за риск в ближайшие двенадцать месяцев.

На долгосрочном горизонте фокус смещается с факторов кредитно-денежной политики на структурные и институциональные проблемы, а также на устойчивость геополитического риска (табл. 7). При этом обозначается четкое различие в акцентах. Российские нейросети выделяют необходимость структурных реформ и повышение эффективности экономики, включая налоговые реформы (Gigachat); они фокусируются на внутренних условиях и возможностях государственной политики. У зарубежных нейросетей акцент чаще всего делается на перманентном (структурном) уровне геополитического и странового риска и факторах, важных для инвестора, — защите прав инвесторов, изоляции или низкой ликвидности рынка; они предполагают, что даже при внутренних улучшениях внешние факторы (санкции, низкая интеграция) и инвестиционный климат будут сохранять *ERP* на высоком уровне в течение десятилетия.

Т а б л и ц а 7

Частота упоминания ключевых драйверов *ERP* на 10 лет

T a b l e 7

Frequency of Mentions of Key *ERP* Drivers Over a 10-Year Horizon

Категория фактора	Ключевые факторы, которые называли модели	Частота упоминания (из 12 моделей)
Геополитика / Структурный риск	Долгосрочный/структурный страновой риск, геополитическая нестабильность, перманентная премия	6
Институциональные / Регуляторные	Структурные реформы, налоговая/ макроэкономическая политика, защита прав инвесторов	5
Ликвидность / Изоляция	Низкая ликвидность, восприятие рынка как изолированного, ограниченный доступ инвесторов	4
Монетарная политика / Ставки	Долгосрочный уровень безрисковой ставки, инфляционные ожидания, нормализация ДКП	4
Сырье / Зависимость	Структурная зависимость от сырьевого сектора, цикличность сырьевых рынков, динамика цен на энергоресурсы	3

Источник: расчеты авторов по итогам «опроса» нейросетей.

Важно также отметить, что только одна модель (Grok 4(xAI)*) назвала в качестве потенциального драйвера доходности акций приток денежных средств через пенсионные и страховые механизмы, тогда как другие модели не опирались на поиск новых источников на внутреннем рынке, считая, что внутренние реформы

(налоговые и ДКП в ответах российских нейросетей) или нерезиденты (формирование условий их возврата в ответах зарубежных нейросетей) могут способствовать росту общей доходности. Роль дивидендной политики заключается при этом в повышении общей доходности, но не называется в качестве фактора премии за риск по акциям.

5. Выводы и предложения

Трансформация внутренних сбережений в долгосрочные инвестиционные ресурсы предполагает применение инвесторами стратегий, ориентированных на длинные временные горизонты. Для этого необходим объективный анализ доходности и рисков вложений в акции и альтернативные активы.

Как показало наше исследование, даже несмотря на сложную текущую ситуацию на фондовом рынке, связанную с санкциями, инфляцией и жесткостью кредитно-денежной политики Банка России, как в исторической ретроспективе, так и при прогнозировании на горизонте пяти — десяти лет и более акции российских эмитентов приносят положительную премию за риск для частных и институциональных инвесторов. Эти выводы подтверждаются «опросами» разных систем искусственного интеллекта на десятилетнюю перспективу. Но для того чтобы инвесторы были готовы инвестировать на длинную перспективу, необходимо формирование новой культуры инвестиционного анализа и прогнозирования. Многие исследования показали, что более объективный взгляд на будущую доходность акций предполагает разумный рост доли портфелей различных инвесторов, направляемой в акции.

Более активное инвестирование средств внутренних институциональных инвесторов в акции способствует притоку ликвидности на рынок. Это не только стимулирует рост капитализации российских эмитентов, но и создает условия для повышения рыночных оценок, выраженных в увеличении финансовых мультипликаторов, таких как P/E и $CAPE$.

На основании проведенного исследования можно сформулировать ряд рекомендаций в сфере финансового регулирования.

Важную роль в повышении объективности оценок будущей премии за риск по акциям могло бы сыграть более тесное взаимодействие рыночной аналитики с официальными прогнозами государственных ведомств. Наличие ежегодно корректируемого прогноза роста ВВП и уровня инфляции в России на десятилетнюю перспективу во многом улучшило бы качество прогнозов долгосрочной доходности акций и премии за риск.

Регулярная оценка Московской биржей показателя P/E для определения ее индекса позволила бы более точно представлять уровень недооцененности акций и прогнозировать изменение данного показателя на перспективу. Показатель $CAPE$ также может быть востребован при стратегическом анализе и формировании долгосрочных ожиданий.

В сфере регулирования деятельности НПФ и страховых организаций, помимо требований о проведении систематических стресс-тестов со стороны регулирующих органов, целесообразно стимулировать разработку этими организациями собственных долгосрочных стратегий инвестирования, в которых используются прогнозы доходности финансовых инструментов. Кроме того, важно расширять возможности указанных институциональных инвесторов при разработке собственных сценариев стресс-тестов.

Задача формирования долгосрочного взгляда на перспективы роста российского рынка акций требует от научного сообщества форсированных исследований, касающихся методов прогнозирования доходности и премии за риск финансовых инструментов.

Литература

1. Абрамов А. Е., Акшенцева К. С., Чернова М. И., Логинова Д. А., Новиков Д. В., Радыгин А. Д., Сивай Ю. В. Экономика инвестиционных фондов: монография / под общ. ред. А. Д. Радыгина. М.: Дело, 2015.
2. Абрамов А. Е., Радыгин А. Д., Чернова М. И. Дивидендная политика российских компаний в 2005–2024 годах и ее влияние на капитализацию и доходы инвесторов // Экономическая политика. 2025. Т. 20. № 3. С. 6–37. DOI: 10.18288/1994-5124-2025-3-6-37.
3. Абрамов А. Е., Чернова М. И. Российский финансовый рынок // Российская экономика в 2019 году. Тенденции и перспективы. М.: Изд-во Института Гайдара, 2020. Вып. 41. С. 69–154.
4. Абрамов А. Е., Радыгин А. Д., Чернова М. И. Финансовые рынки и финансовые институты // Российская экономика в 2020 году. Тенденции и перспективы. М.: Изд-во Института Гайдара, 2021. Вып. 42. С. 89–212.
5. Абрамов А. Е., Радыгин А. Д., Чернова М. И. Финансовые рынки и финансовые институты // Российская экономика в 2022 году. Тенденции и перспективы. М.: Изд-во Института Гайдара, 2023. Вып. 44. С. 51–168.
6. Abramov A. E., Radygin A. D., Entov R. M., Chernova M. I. State Ownership and Efficiency Characteristics // Russian Journal of Economics. 2017. Vol. 3. No 2. P. 129–157. DOI: 10.1016/j.ruje.2017.06.002.
7. Ameriks J., Briggs J., Caplin A., Shapiro M. D., Tonetti C. Long-Term-Care Utility and Late-In-Life Saving // Journal of Political Economy. 2020. Vol. 128. No 6. P. 2375–2451. DOI: 10.1086/706686.
8. Barberis N., Greenwood R., Jin L., Shleifer A. X-CAPM: An Extrapolative Capital Asset Pricing Model // Journal of Financial Economics. 2015. Vol. 115. No 1. P. 1–24. DOI: 10.1016/j.jfineco.2014.08.007.
9. Barsky R. B., De Long J. B. Why Does the Stock Market Fluctuate? // The Quarterly Journal of Economics. 1993. Vol. 108. No 2. P. 291–311.

10. Bogle J. C. Investing in the 1990s: Remembrance of Things Past and Things Yet to Come // The Journal of Portfolio Management. 1991. Vol. 17. No 3. P. 5–14. DOI: 10.3905/jpm.1991.409332.
11. Bogle J. C., Nolan M. W. Occam's Razor Redux: Establishing Reasonable Expectations for Financial Market Returns // The Journal of Portfolio Management. 2015. Vol. 42. No 1. P. 119–134. DOI: 10.3905/jpm.2015.42.1.119.
12. Buffett W. E., Loomis C. J. Mr. Buffett on the Stock Market // Fortune. 1999. Vol. 140. No 10. P. 212–220.
13. Dahlquist M., Ibert M. Equity Return Expectations and Portfolios: Evidence From Large Asset Managers // The Review of Financial Studies. 2024. Vol. 37. No 6. P. 1887–1928. DOI: 10.1093/rfs/hhae008.
14. Damodaran A. Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications — The 2019 Edition. SSRN Working Paper No 3378246. 2019. DOI: 10.2139/ssrn.3378246.
15. Damodaran A. What Is the Riskfree Rate? A Search for the Basic Building Block. SSRN Working Paper No 1317436. 2008. DOI: 10.2139/ssrn.1317436.
16. Dimson E., Marsh P., Staunton M. Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns. Princeton: Princeton University Press, 2002.
17. Dominitz J., Manski C. F. Expected Equity Returns and Portfolio Choice: Evidence From the Health and Retirement Study // Journal of the European Economic Association. 2007. Vol. 5. No 2–3. P. 369–379. DOI: 10.1162/jeea.2007.5.2-3.369.
18. Estrada J. The Enhanced Risk Premium Factor Model and Expected Returns // Journal of Investment Strategies. 2013. Vol. 2. No 3. P. 3–21. DOI: 10.21314/JOIS.2013.029.
19. Estrada J. Expected Stock Returns in Bullish Times // Financial Economics Letters. 2025. Vol. 4. No 2. P. 54–61. DOI: 10.58567/fel04020005.
20. Estrada J. Investing in the 21st Century: With Occam's Razor and Bogle's Wit // Corporate Finance Review. 2007. May/June. P. 5–14.
21. Fama E. F., French K. R. The Cross-Section of Expected Stock Returns // Journal of Finance. 1992. Vol. 47. No 2. P. 427–465. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x.
22. Fernandez P., Aguirreamalloa J., Corres Avendaño L. Market Risk Premium Used in 56 Countries in 2011: A Survey With 6,014 Answers. IESE Business School Working Paper. No 920. 2011. DOI: 10.2139/ssrn.1947301.
23. Fernandez P., Martinez M., Fernandez Acín I. Market Risk Premium and Risk-Free Rate Used for 69 Countries in 2019: A Survey. SSRN Working Paper. No 3358901. 2019. DOI: 10.2139/ssrn.3358901.
24. Giglio S., Maggiori M., Stroebel J., Utkus S. Five Facts About Beliefs and Portfolios // American Economic Review. 2021. Vol. 111. No 5. P. 1481–1522. DOI: 10.1257/aer.20200243.
25. Giglio S., Maggiori M., Rillo J., Stroebel J., Utkus S., Xu X. Investor Beliefs and Expectation Formation. NBER Working Paper. No 34446. 2025. DOI: 10.3386/w34446.
26. Greenwood R., Shleifer A. Expectations of Returns and Expected Returns // The Review of Financial Studies. 2014. Vol. 27. No 3. P. 714–746. DOI: 10.1093/rfs/hht082.
27. Hurd M., Van Rooij M., Winter J. Stock Market Expectations of Dutch Households // Journal of Applied Econometrics. 2011. Vol. 26. No 3. P. 416–436. DOI: 10.1002/jae.1242.
28. Ibbotson R. G., Harrington J. P. Stocks, Bonds, Bills, and Inflation® (SBBBI®): 2021 Summary Edition. CFA Institute Research Foundation, 2021. DOI: 10.2139/ssrn.3893876.
29. Kézdi G., Willis R. Household Stock Market Beliefs and Learning. NBER Working Paper. No 17614. 2011. DOI: 10.3386/w17614.
30. Lopez-Lira A., Tang Y., Zhu M. The Memorization Problem: Can We Trust LLMs' Economic Forecasts? SSRN Working Paper. No 5217505. 2025. DOI: 10.2139/ssrn.5217505.
31. Mehra R., Prescott E. The Equity Premium: A Puzzle // Journal of Monetary Economics. 1985. Vol. 15. No 2. P. 145–161. DOI: 10.1016/0304-3932(85)90061-3.
32. Pompian M. M. Behavioral Finance and Your Portfolio: A Navigation Guide for Building Wealth. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2021.

References

1. Abramov A. E., Akshentseva K. S., Chernova M. I., Loginova D. A., Novikov D. V., Radygin A. D., Sivay Yu. V. *Ekonomika investitsionnykh fondov: monografiya [The Economics of Investment Funds: Monograph]*. Ed. by A. D. Radygin. Moscow, Delo, 2015. (In Russ.)
2. Abramov A. E., Radygin A. D., Chernova M. I. Dividendnaya politika rossiyskikh kompaniy v 2005-2024 godakh i ee vliyanie na kapitalizatsiyu i dokhody investorov [Dividend Policy of Russian Companies in 2005-2024 and Its Impact on Capitalization and Investor Returns]. *Ekonomicheskaya politika [Economic Policy]*, 2025, vol. 20, no. 3, pp. 6-37. DOI: 10.18288/1994-5124-2025-3-6-37. (In Russ.)
3. Abramov A. E., Chernova M. I. Rossiyskiy finansovyy rynek [Russian Financial Market]. In: *Rossiyskaya ekonomika v 2019 godu. Tendentsii i perspektivy [Russian Economy in 2019: Trends and Outlooks]*. Moscow, Gaidar Institute Press, 2020, issue 41, pp. 69-154. (In Russ.)
4. Abramov A. E., Radygin A. D., Chernova M. I. Finansovye rynki i finansovye instituty [Financial Markets and Financial Institutions]. In: *Rossiyskaya ekonomika v 2020 godu. Tendentsii i perspektivy [Russian Economy in 2020: Trends and Outlooks]*. Moscow, Gaidar Institute Press, 2021, issue 42, pp. 89-212. (In Russ.)
5. Abramov A. E., Radygin A. D., Chernova M. I. Finansovye rynki i finansovye instituty [Financial Markets and Financial Institutions]. In: *Rossiyskaya ekonomika v 2022 godu. Tendentsii i perspektivy [Russian Economy in 2022: Trends and Outlooks]*. Moscow, Gaidar Institute Press, 2023, issue 44, pp. 51-168. (In Russ.)
6. Abramov A. E., Radygin A. D., Entov R. M., Chernova M. I. State Ownership and Efficiency Characteristics. *Russian Journal of Economics*, 2017, vol. 3, no. 2, pp. 129-157. DOI: 10.1016/j.ruje.2017.06.002.
7. Ameriks J., Briggs J., Caplin A., Shapiro M. D., Tonetti C. Long-Term-Care Utility and Late-In-Life Saving. *Journal of Political Economy*, 2020, vol. 128, no. 6, pp. 2375-2451. DOI: 10.1086/706686.
8. Barberis N., Greenwood R., Jin L., Shleifer A. X-CAPM: An Extrapolative Capital Asset Pricing Model. *Journal of Financial Economics*, 2015, vol. 115, no. 1, pp. 1-24. DOI: 10.1016/j.jfineco.2014.08.007.
9. Barsky R. B., De Long J. B. Why Does the Stock Market Fluctuate? *The Quarterly Journal of Economics*, 1993, vol. 108, no. 2, pp. 291-311.
10. Bogle J. C. Investing in the 1990s: Remembrance of Things Past and Things Yet to Come. *The Journal of Portfolio Management*, 1991, vol. 17, no. 3, pp. 5-14. DOI: 10.3905/jpm.1991.409332.
11. Bogle J. C., Nolan M. W. Occam's Razor Redux: Establishing Reasonable Expectations for Financial Market Returns. *The Journal of Portfolio Management*, 2015, vol. 42, no. 1, pp. 119-134. DOI: 10.3905/jpm.2015.42.1.119.
12. Buffett W. E., Loomis C. J. Mr. Buffett on the Stock Market. *Fortune*, 1999, vol. 140, no. 10, pp. 212-220.
13. Dahlquist M., Ibert M. Equity Return Expectations and Portfolios: Evidence From Large Asset Managers. *The Review of Financial Studies*, 2024, vol. 37, no. 6, pp. 1887-1928. DOI: 10.1093/rfs/hhae008.
14. Damodaran A. Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications - The 2019 Edition. *SSRN Working Paper*, no. 3378246, 2019. DOI: 10.2139/ssrn.3378246.
15. Damodaran A. What Is the Riskfree Rate? A Search for the Basic Building Block. *SSRN Working Paper*, no. 1317436, 2008. DOI: 10.2139/ssrn.1317436.
16. Dimson E., Marsh P., Staunton M. *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*. Princeton, Princeton University Press, 2002.
17. Dominitz J., Manski C. F. Expected Equity Returns and Portfolio Choice: Evidence From the Health and Retirement Study. *Journal of the European Economic Association*, 2007, vol. 5, no. 2-3, pp. 369-379. DOI: 10.1162/jeea.2007.5.2-3.369.

18. Estrada J. The Enhanced Risk Premium Factor Model and Expected Returns. *Journal of Investment Strategies*, 2013, vol. 2, no. 3, pp. 3-21. DOI: 10.21314/JOIS.2013.029.
19. Estrada J. Expected Stock Returns in Bullish Times. *Financial Economics Letters*, 2025, vol. 4, no. 2, pp. 54-61. DOI: 10.58567/fel04020005.
20. Estrada J. Investing in the 21st Century: With Occam's Razor and Bogle's Wit. *Corporate Finance Review*, 2007, May/June, pp. 5-14.
21. Fama E. F., French K. R. The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 1992, vol. 47, no. 2, pp. 427-465. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x.
22. Fernandez P., Aguirreamalloa J., Corres Avendaño L. Market Risk Premium Used in 56 Countries in 2011: A Survey With 6,014 Answers. *IESE Business School Working Paper*, no. 920, 2011. DOI: 10.2139/ssrn.1947301.
23. Fernandez P., Martinez M., Fernandez Acín I. Market Risk Premium and Risk-Free Rate Used for 69 Countries in 2019: A Survey. *SSRN Working Paper*, no. 3358901, 2019. DOI: 10.2139/ssrn.3358901.
24. Giglio S., Maggiori M., Stroebel J., Utkus S. P. Five Facts About Beliefs and Portfolios. *American Economic Review*, 2021, vol. 111, no. 5, pp. 1481-1522. DOI: 10.1257/aer.20200243.
25. Giglio S., Maggiori M., Rillo J., Stroebel J., Utkus S. P., Xu X. Investor Beliefs and Expectation Formation. *NBER Working Paper*, 2025, no. 34446. DOI: 10.3386/w34446.
26. Greenwood R., Shleifer A. Expectations of Returns and Expected Returns. *The Review of Financial Studies*, 2014, vol. 27, no. 3, pp. 714-746. DOI: 10.1093/rfs/hht082.
27. Hurd M., van Rooij M., Winter J. Stock Market Expectations of Dutch Households. *Journal of Applied Econometrics*, 2011, vol. 26, no. 3, pp. 416-436. DOI: 10.1002/jae.1242.
28. Ibbotson R. G., Harrington J. P. *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation® (S&BBI®): 2021 Summary Edition*. CFA Institute Research Foundation, 2021. DOI: 10.2139/ssrn.3893876.
29. Kézdi G., Willis R. J. Household Stock Market Beliefs and Learning. *NBER Working Paper*, no. 17614, 2011. DOI: 10.3386/w17614.
30. Lopez-Lira A., Tang Y., Zhu M. The Memorization Problem: Can We Trust LLMs' Economic Forecasts? *SSRN Working Paper*, no. 5217505, 2025. DOI: 10.2139/ssrn.5217505.
31. Mehra R., Prescott E. C. The Equity Premium: A Puzzle. *Journal of Monetary Economics*, 1985, vol. 15, no. 2, pp. 145-161. DOI: 10.1016/0304-3932(85)90061-3.
32. Pompian M. M. *Behavioral Finance and Your Portfolio: A Navigation Guide for Building Wealth*. Hoboken, John Wiley & Sons, Inc., 2021.