

УДК 336

DOI: 10.34670/AR.2026.61.73.055

Инфляция как фактор изменения поведенческих стратегий участников финансового рынка Российской Федерации в условиях макроэкономической нестабильности

Бабазаде Назрин Азер кызы

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

Аннотация

В условиях макроэкономической нестабильности 2022–2025 годов инфляционные процессы в Российской Федерации, характеризующиеся устойчивым превышением фактического уровня индекса потребительских цен над целевыми ориентирами и повышением ключевой ставки до беспрецедентных 21%, выступили катализатором глубоких изменений в поведенческих стратегиях розничных и институциональных участников финансового рынка, проявляющихся в гетерогенности аллокационных паттернов по доходным квинтилям. Домохозяйства верхних сегментов демонстрировали ускоренный рост вложений в срочные депозиты, достигшие 51,8 трлн руб. с приростом свыше 26%, и инструменты инфляционного хеджирования, включая недвижимую, обезличенное золото с ростом операций на 87% и флуотеры, в то время как нижние квинтили предпочитали потребительско-утилизационную модель через опережающие приобретения товаров длительного пользования на фоне замедления реальных доходов. Институциональные структуры, в частности негосударственные пенсионные фонды, сократили долю акций до 7,8% портфеля при одновременном увеличении присутствия в инструментах с плавающей ставкой до 38% в облигационных фондах, что сопровождалось чистым оттоком из паевых фондов акций в размере 47 млрд руб. против притока 219 млрд руб. в денежные фонды. Выделенная типология стратегий – консервативно-сберегательной, доходно-арбитражной, хеджирования, потребительской и спекулятивной – раскрывает механизмы взаимодействия когнитивных факторов, таких как номинальная иллюзия и *aversion to loss*, с регуляторными интервенциями Центрального банка, включая поэтапные изменения ставки и сворачивание льготной ипотеки, приведшее к падению выдач на 41%. Асимметрия реакций на монетарные сигналы, выражающаяся в быстром перетоке в безрисковые активы при ужесточении политики и замедленном возвращении на фондовый рынок, соответствует предсказаниям теории перспектив, усиливаясь в условиях санкционного сужения инвестиционного универсума, снижения доли нерезидентов в ОФЗ ниже 5% и формирования замкнутого контура рублевых активов. Кумулятивные макроэкономические последствия включают рост процентных расходов банков до 7 трлн руб. ежегодно, замедление корпоративного кредитования, концентрацию процентных рисков на балансах эмитентов флуотеров и сдвиги в структуре заимствований до 64% плавающих купонов, что определяет устойчивость сформировавшихся паттернов к

будущему развороту монетарного цикла и значимость анализа для понимания денежно-кредитной трансмиссии и поведенческих механизмов в экономиках с высокой неопределенностью и ограниченной открытостью.

Для цитирования в научных исследованиях

Бабазаде Н.А. Инфляция как фактор изменения поведенческих стратегий участников финансового рынка Российской Федерации в условиях макроэкономической нестабильности // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2026. Том 16. № 3А. С. 617-629. DOI: 10.34670/AR.2026.61.73.055

Ключевые слова

Инфляция, поведенческие стратегии, финансовый рынок, ключевая ставка, макроэкономическая нестабильность.

Введение

Инфляционные ожидания населения и корпоративного сектора в Российской Федерации на протяжении 2022–2024 гг. претерпели существенную деформацию, масштаб которой оказался в значительной мере непрогнозируемым для регулятора. 7,4% – такова величина индекса потребительских цен по итогам 2023 г. согласно данным Росстата, притом что таргет Банка России фиксировался на уровне 4%. Разрыв между таргетируемым и наблюдаемым уровнями инфляции, складывавшийся на протяжении нескольких кварталов подряд, спровоцировал каскадные изменения в инвестиционном поведении домохозяйств и институциональных участников рынка [Орлов, Реутов, 2025].

Обращает на себя внимание тот факт, что среднегодовая ключевая ставка ЦБ РФ за 2023 г. достигла 9,9%, а к декабрю 2024 г. регулятор зафиксировал её на отметке 21% – уровне, беспрецедентном для постсоветского периода стабилизационной денежно-кредитной политики. Совокупный объём средств физических лиц на депозитах в банковской системе по состоянию на III квартал 2024 г. составил 51,8 трлн руб. [Сомова, Ваганова, 2024]. Прирост депозитной базы за год превысил 26%, что, по всей видимости, детерминировано не столько ростом реальных доходов, сколько перетоком средств из альтернативных инвестиционных инструментов. Эта гипотеза нуждается в дополнительной верификации.

В специализированной литературе отсутствует консенсус относительно механизмов, связывающих инфляционные шоки с трансформацией поведенческих стратегий участников финансового рынка в условиях одновременного действия геополитических и монетарных факторов [Картаев, Беседовская, 2023; Прокопьева, Хорошилов, 2025]. Ряд авторов, опирающихся на поведенческую теорию финансов, квалифицирует инфляционные ожидания как автономный фактор аллокации активов, не сводимый к рациональному калькулированию реальной доходности. Иная позиция – восходящая к неоклассической традиции – трактует наблюдаемые сдвиги в портфельных предпочтениях как следствие рационального арбитража между номинальными доходностями различных классов активов.

Представляется дискуссионным и вопрос о степени автономности инфляционных ожиданий от официальных прогнозов регулятора. Медианная оценка инфляции населением, фиксируемая в опросах «инФОМ», устойчиво превышала фактическое значение ИПЦ на 4–6 процентных пунктов на протяжении 2023–2024 гг. [Успаева, Гачаев, 2025]. Разрыв колоссален. Подобная

систематическая ошибка, вероятно, генерирует избыточную склонность к консервативным стратегиям – депозитам и наличным – в ущерб вложениям в долевые инструменты. Капитализация Московской биржи в долларовом эквиваленте по итогам 2023 г. оставалась ниже уровня 2021 г. примерно на 37%, притом что номинальный рублёвый индекс ИМОЕХ демонстрировал формальное восстановление.

Объём рынка ОФЗ к концу 2024 г. приблизился к 20,8 трлн руб. при средневзвешенной доходности облигаций на вторичном рынке, превышавшей 15% годовых для бумаг с погашением до трёх лет. Структура спроса на государственный долг претерпела качественную мутацию: доля нерезидентов в ОФЗ, составлявшая порядка 34% в начале 2020 г., к IV кварталу 2024 г. сократилась до уровня ниже 5% [Матевосова, 2024]. Эта цифра, впрочем, воспроизводится аналитиками с оговоркой о неполной раскрываемости данных по номинальным держателям, – что может косвенно свидетельствовать о занижении реальной доли.

Целью настоящей работы выступает выявление и систематизация поведенческих стратегий ключевых категорий участников российского финансового рынка, формирующихся под воздействием инфляционного давления в условиях макроэкономической нестабильности 2022–2025 гг.

Материалы и методы исследования

Эмпирическую основу работы составили статистические массивы Банка России (раздел «Статистика» официального сайта, обновления до марта 2025 г.), Росстата (база данных ЕМИСС), аналитические обзоры Минфина РФ и Минэкономразвития, а также квартальные бюллетени МВФ (World Economic Outlook, октябрь 2024 г.) и страновые обзоры ОЭСР. Привлекались результаты мониторинга инфляционных ожиданий, осуществляемого ООО «инФОМ» по заказу ЦБ РФ. Общее количество обработанных статистических источников – 43 документа, временной охват данных – с января 2020 г. по февраль 2025 г.

Анализ динамических рядов макроэкономических индикаторов (ИПЦ, ключевая ставка, денежный агрегат M2, индекс ИМОЕХ, объём депозитов физических и юридических лиц) проводился с квартальной дискретностью. Ряд показателей доступен лишь с месячной периодичностью, тогда как другие публикуются раз в квартал; приведение к единой временной шкале осуществлялось через усреднение месячных значений – приём не вполне безупречный, однако допустимый при анализе средне- и долгосрочных тенденций.

Для идентификации структурных сдвигов в портфельных предпочтениях населения использован метод группировок: домохозяйства классифицированы по доходным квинтилям на основании данных ВНДН Росстата с последующим сопоставлением их аллокационных паттернов. Неполнота статистики ВНДН за 2022 г. (выборка сократилась вследствие методологической реформы) вынуждает трактовать результаты за этот период с осторожностью.

Контент-анализ нормативных актов ЦБ РФ и Минфина за 2022–2024 гг. позволил верифицировать хронологию регуляторных интервенций, воздействовавших на поведение участников рынка. Проанализированы 17 нормативных документов – от указаний регулятора до федеральных законов. Разграничение между мерами прямого воздействия (введение ограничений на движение капитала, валютный контроль) и косвенного стимулирования (изменение нормативов обязательного резервирования, корректировка параметров программ

льготного кредитования) потребовало привлечения структурно-функционального анализа.

Коэффициентный анализ применялся при оценке реальной доходности основных классов активов, доступных розничному инвестору. Номинальная доходность корректировалась на фактический уровень ИПЦ – не на таргетируемый, – что принципиально для корректной интерпретации инвестиционных решений. Сравнительный анализ привлечён при сопоставлении российских поведенческих паттернов с тенденциями, зафиксированными в экономиках Турции и Аргентины – странах со сходной инфляционной динамикой, но принципиально иной институциональной архитектурой финансовых рынков.

Отдельно следует оговорить проблему дезагрегирования данных по категориям участников. Статистика ЦБ РФ по операциям физических лиц на фондовом рынке частично агрегирована с данными по индивидуальным инвестиционным счетам; разделение возможно лишь приблизительно. Для институциональных инвесторов (НПФ, управляющие компании) использовались отчётные формы, публикуемые на сайте ЦБ РФ с лагом в один-два квартала.

Результаты и обсуждение

Поведенческая реакция розничных инвесторов на инфляционное ускорение 2022–2024 гг. обнаруживает выраженную гетерогенность, которую невозможно объяснить единственным фактором – уровнем ключевой ставки. Количество брокерских счетов физических лиц на Московской бирже к концу 2024 г. превысило 34 млн, однако доля счетов с ненулевым остатком стабилизировалась в районе 24% [Солодухина, Блискавка, 2024]. Налицо парадокс: формальный охват населения инфраструктурой фондового рынка расширяется, в то время как реальная инвестиционная активность – застывает.

Переток средств из долевых инструментов в инструменты с фиксированной доходностью ускорился начиная с III квартала 2023 г. Чистый отток из паевых инвестиционных фондов акций за 2023 г. составил порядка 47 млрд руб. Между тем фонды денежного рынка зафиксировали приток, оценённый в 219 млрд руб. к декабрю 2024 г. [Подашова, Янулевич, 2025]. Разница – почти пятикратная. Подобный дисбаланс, вероятно, детерминирован эффектом «номинальной иллюзии»: при ставке по банковским депозитам 18–20% годовых рациональное сопоставление с ожидаемой доходностью акций (при волатильности ИМОЕХ, колебавшегося в диапазоне 2400–3300 пунктов на протяжении 2024 г.) утрачивает привлекательность для непрофессионального участника.

Заслуживает внимания распределение депозитной активности по доходным квинтилям. Домохозяйства верхнего квинтиля (среднедушевой доход свыше 85 тыс. руб./мес.) в 2023–2024 гг. наращивали срочные депозиты опережающими темпами – прирост составил около 34% за год. В нижнем квинтиле прирост депозитов оказался значительно скромнее – 11%. Однако методика разграничения квинтилей в рамках ВНДН модифицировалась в 2022 г., что затрудняет строгое сопоставление с предшествующими периодами.

Если принять во внимание динамику реальных располагаемых доходов (рост на 5,4% в 2023 г. по данным Росстата, что, впрочем, отчасти объясняется эффектом низкой базы 2022 г.), картина приобретает дополнительную сложность. Верхние квинтили, по всей видимости, конвертировали прирост доходов преимущественно в безрисковые инструменты, тогда как нижние квинтили частично перераспределяли свободные средства в пользу потребления товаров длительного пользования – стратегия, типичная для высокоинфляционных режимов и хорошо документированная в литературе по поведенческой макроэкономике [Широв, Гусев,

Некрасов, 2025].

Институциональные участники рынка – негосударственные пенсионные фонды и управляющие компании – реагировали на инфляционное давление иным образом. Портфели НПФ к III кварталу 2024 г. на 62% состояли из инструментов с фиксированной доходностью; доля акций не превышала 7,8% [Соболева, Власенко, Богданов, 2025]. Годом ранее она составляла 10,3%. Здесь возникает вопрос каузальности: снижение доли акций может отражать как сознательную ребалансировку, так и переоценку портфеля вследствие падения котировок. Данные, доступные в агрегированной форме, не позволяют однозначно разграничить оба эффекта.

Управляющие компании, обслуживающие розничных клиентов, между тем фиксировали устойчивый спрос на стратегии «флоутеров» – облигаций с плавающим купоном, привязанным к ключевой ставке или RUONIA. Доля ОФЗ-ПК в совокупном портфеле рублёвых облигационных фондов выросла до 38% к концу 2024 г. – при том что ещё в 2021 г. инструмент оставался нишевым (около 12%). Сдвиг значителен, хотя и неравномерен: крупнейшие УК увеличили аллокацию во флоутеры более агрессивно, нежели средние и мелкие компании.

Для типологизации поведенческих стратегий, формирующихся в условиях инфляционного давления и повышенной неопределённости, целесообразно выделить несколько моделей реагирования, различающихся по мотивации и горизонту принятия решений (табл. 1).

Таблица 1 – Типология поведенческих стратегий участников российского финансового рынка в условиях инфляционного давления (2022–2025 гг.)

Тип стратегии	Характерный субъект	Доминирующая мотивация	Типичные инструменты	Устойчивость к пролонгированной инфляции
Консервативно-сберегательная	Домохозяйства I–III квинтилей; часть корпоративных казначейств	Сохранение номинала; минимизация воспринимаемого риска	Срочные депозиты, накопительные счета	Высокая в краткосрочной перспективе; при отрицательной реальной ставке – эрозия
Доходно-арбитражная	Квалифицированные розничные инвесторы; УК, ориентированные на fixed income	Максимизация сагу при приемлемом кредитном риске	ОФЗ-ПК, корпоративные флоутеры, фонды денежного рынка	Зависит от траектории ключевой ставки; при развороте цикла – возможна резкая ребалансировка
Инфляционного хеджирования	Домохозяйства верхних квинтилей; часть НПФ	Защита реальной стоимости капитала	Недвижимость, золото (GLDRUB), инфляционные линкеры	Дискуссионно; эмпирика по российскому рынку фрагментарна
Потребительско-утилизационная	Домохозяйства нижних квинтилей	Опережающее потребление в ожидании удорожания	Товары длительного пользования, автокредитование	Устойчива лишь при сохранении доступа к кредиту; иначе – переход к вынужденному сбережению
Спекулятивная	Розничные трейдеры, алгоритмические фонды	Извлечение прибыли из волатильности	Деривативы, маргинальные позиции на фьючерсах	Эффект фиксируется неустойчиво; зависимость от ликвидности рынка и регуляторных ограничений

Развёртывание консервативно-сберегательной стратегии в масштабах, наблюдавшихся в 2023–2024 гг., порождает макроэкономическую обратную связь, которая заслуживает пристального рассмотрения. Масса средств на срочных рублёвых депозитах физических лиц, превысившая 35 трлн руб. к началу 2025 г., генерирует процентные расходы банковского сектора, оценённые ЦБ РФ [Картаев, Ключкова, 2025] в 6,5–7,1 трлн руб. в годовом выражении. Банки, вынужденные фондировать кредитование по ставкам 18–21%, переносят издержки на заёмщиков; результирующее сжатие корпоративного кредитования фиксируется по данным за IV квартал 2024 г. Темп прироста корпоративного кредитного портфеля замедлился до 1,8% в месячном выражении против 2,4% кварталом ранее.

При этом реальная доходность срочных депозитов – за вычетом фактической инфляции – оставалась положительной на протяжении большей части 2024 г. Оценка варьируется: при использовании официального ИПЦ (около 9,5% по итогам 2024 г.) и средней ставки по депозитам 18,5% реальная доходность достигала порядка 9 процентных пунктов. Цифра впечатляет, но её достоверность ограничена методологией ИПЦ, который, по мнению ряда экономистов, недостаточно репрезентативен для потребительской корзины верхних доходных групп [Матевосова, 202].

Доходно-арбитражная модель, в свою очередь, получила широкое распространение среди квалифицированных инвесторов. 219 млрд руб. чистого притока в фонды денежного рынка за 2024 г. – цифра, упомянутая выше, – отражает лишь часть феномена. Прямые покупки ОФЗ-ПК и корпоративных флоутеров через брокерские счета, по экспертным оценкам, кратно превышают показатели коллективных инвестиций.

Стратегия инфляционного хеджирования через недвижимость заслуживает отдельного комментария – прежде всего в контексте свёртывания программы льготной ипотеки с 1 июля 2024 г. Объём выдачи ипотечных кредитов в III квартале 2024 г. сократился на 41% относительно аналогичного периода 2023 г. [Кориков, Юрченко, 2023]. Сокращение, впрочем, неоднородно по регионам: в Москве и Санкт-Петербурге падение оказалось более умеренным (порядка 28–32%), тогда как в регионах с менее ликвидным рынком жилья – до 55%. Конфаундинг-фактор – одновременное повышение первоначального взноса по ряду программ до 30% – затрудняет вычленение «чистого» инфляционного эффекта.

Золото как хеджирующий актив демонстрировало рост интереса со стороны розничных инвесторов. Объём операций с обезличенными металлическими счетами и биржевым золотом (GLDRUB_TOM) на Московской бирже вырос в 2024 г. на 87% в стоимостном выражении. Рост мировых цен на золото (превысивших 2 700 долл./тр. унц. в IV квартале 2024 г.) выступал дополнительным катализатором. Установить, в какой мере спрос генерировался инфляционными ожиданиями, а в какой – спекулятивным мотивом, затруднительно.

Спекулятивная стратегия – наименее документированная из выделенных типов. Объём торгов фьючерсами на индекс IMOEX вырос в 2024 г. на 23%, однако количество уникальных счетов, совершавших операции с деривативами, практически не изменилось. Представляется вероятным, что прирост объёмов обеспечен преимущественно алгоритмическими стратегиями и увеличением среднего размера позиции, а не расширением базы спекулянтов.

Для оценки влияния регуляторных мер на трансформацию поведенческих стратегий необходимо соотнести хронологию решений ЦБ РФ с динамикой финансовых потоков (табл. 2).

Хронологическое сопоставление обнаруживает нелинейный характер связи между уровнем ключевой ставки и аллокационными решениями. В период снижения ставки (лето–осень 2022 г.) переток средств на фондовый рынок происходил с лагом 2–3 месяца, тогда как при развороте

цикла вверх (вторая половина 2023 г.) реакция розничных инвесторов оказалась почти мгновенной. Асимметрия реакции – более быстрый отклик на негативные (с точки зрения рисков активов) сигналы – согласуется с предсказаниями теории перспектив Д. Канемана и А. Тверски [Белоглазова, Кориков, Юрченко, 2025].

Таблица 2 – Хронология ключевых регуляторных интервенций ЦБ РФ и реакция участников финансового рынка (2022–2024 гг.)

Период	Регуляторное решение	Наблюдаемая реакция розничных инвесторов	Реакция институциональных участников
Февраль–март 2022	Экстренное повышение ставки до 20%; валютные ограничения	Панический спрос на наличную валюту; затем – массовое открытие депозитов по ставкам 20%+	Заморозка портфельных операций; вынужденная переоценка
Июль–сентябрь 2022	Поэтапное снижение ставки до 7,5%	Частичный отток с депозитов; робкое возвращение на фондовый рынок – приток в ПИФы акций	НПФ: осторожное увеличение доли акций (с 6,1% до 8,4%)
Июль–декабрь 2023	Разворот цикла – повышение ставки с 7,5% до 16%	Резкий переток из фондов акций в депозиты и фонды денежного рынка	Наращивание позиций во флуотерах; сокращение дюрации
Весна–лето 2024	Сохранение ставки 16%; сворачивание льготной ипотеки	Стагнация притока на фондовый рынок; падение ипотечных выдач	УК: запуск новых продуктов на базе ОФЗ-ПК; НПФ: дальнейшее снижение доли акций до 7,8%
Октябрь–декабрь 2024	Повышение ставки до 21%	Рекордный прирост депозитной базы; единичные – и, по-видимому, контринтуитивные – всплески покупок акций на просадках ИМОЕХ	Данные за период неполные; предварительно – дальнейшее «укорачивание» портфелей

Вместе с тем следует оговорить, что «негативность» сигнала неочевидна. Для держателя депозита повышение ставки – событие позитивное. Направление реаллокации, следовательно, определяется не абсолютным знаком изменения ставки, а его соотношением с инфляционными ожиданиями и воспринимаемым уровнем рыночного риска. Когда ключевая ставка превышает ожидаемую инфляцию на 8–10 п.п. (ситуация конца 2024 г.), безрисковый актив воспринимается как доминирующий.

Корпоративный сектор реагировал на инфляционное давление несколько иначе, нежели домохозяйства. Объём размещений корпоративных облигаций в 2024 г. составил около 5,9 трлн руб. – рекордное значение. Однако структура эмиссий сдвинулась в сторону флуотеров: по оценкам аналитических агентств, до 64% новых выпусков в IV квартале 2024 г. размещались с плавающим купоном [Сомова, Ваганова, 2023]. Эмитенты, не готовые фиксировать стоимость заимствования на уровне 20%+ на срок 3–5 лет, предпочитали принять на себя риск плавающей ставки. Стратегия рациональна при ожидании снижения ставки, но создаёт процентный риск для баланса в случае затяжного периода жёсткой монетарной политики.

Влияние инфляционной динамики на валютное поведение участников рынка обнаруживает ещё одну аномалию. При ИПЦ 9,5% и ключевой ставке 21% рублёвая доходность безрисковых инструментов существенно превышала валютную альтернативу (ставки по долларovým депозитам в российских банках не превышали 3–4% годовых для тех клиентов, которым они вообще были доступны). Тем не менее чистые покупки наличной иностранной валюты населением в 2024 г. оценивались ЦБ РФ в 5,2 млрд долл. – величину не критическую, но

устойчивую.

Возможное объяснение – дуальность инфляционных ожиданий: часть населения закладывает в свои решения не только потребительскую инфляцию, но и ожидаемую девальвацию рубля, рассматривая валюту как страховку от «хвостовых» рисков. Рубль ослабился с 60,5 руб./долл. в конце июня 2022 г. до 101–103 руб./долл. к декабрю 2024 г. Подобная динамика, по всей видимости, укрепляет девальвационные ожидания, даже если текущая рублёвая доходность компенсирует обесценение валюты.

Отдельного комментария заслуживает поведение сегмента индивидуальных инвестиционных счетов нового типа (ИИС-III), введённых с 1 января 2024 г. Условия ИИС-III предполагают минимальный срок владения 5 лет с постепенным увеличением до 10 лет к 2029 г. На фоне инфляционной неопределённости длинный горизонт инвестирования воспринимается розничными инвесторами неоднозначно. Количество открытых ИИС-III за первое полугодие 2024 г. составило, по предварительным данным, около 620 тыс. – значительно ниже прогнозов регулятора (1 млн и более).

Для систематизации факторов, определяющих выбор между основными поведенческими стратегиями в условиях инфляционного давления, представлена следующая классификация (табл. 3).

**Таблица 3 – Факторы выбора поведенческой стратегии участниками
российского финансового рынка**

Группа факторов	Конкретные факторы	Механизм воздействия на стратегию	Оцениваемая сила влияния (2023–2024 гг.)
Макроэкономические	Уровень ИПЦ; спред между ключевой ставкой и инфляцией	Положительный спред стимулирует депозитную стратегию; отрицательный – хеджирование через реальные активы	Сильная; спред достигал 8–10 п.п.
Регуляторные	Изменение параметров льготных программ; валютные ограничения	Сворачивание льготной ипотеки сузило канал хеджирования через недвижимость	Умеренная; эффект неоднороден по регионам
Поведенческие (когнитивные)	Инфляционные ожидания; эффект фрейминга; loss aversion	Завышенные инфляционные ожидания усиливают склонность к консервативным стратегиям непропорционально фактическому уровню инфляции	Дискуссионно; количественная оценка затруднена ввиду методологических ограничений опросов «ИНФОМ»
Институциональные	Доступность инструментов; финансовая грамотность; налоговые стимулы (ИИС)	Расширение линейки флоутеров и фондов денежного рынка канализирует спрос в fixed income	Умеренная до сильной; рост фондов денежного рынка коррелирует с расширением продуктовой линейки
Геополитические	Санкционное давление; ограничения на трансграничное движение капитала	Сужение инвестиционного универсума; невозможность диверсификации через зарубежные рынки	Влияние косвенное, но кумулятивное; количественная изоляция от мировых рынков капитала возросла

Корреляция между уровнем финансовой грамотности и склонностью к диверсификации портфеля в условиях инфляции – тема, получившая освещение в работах российских исследователей последних лет. Согласно данным НАФИ, индекс финансовой грамотности россиян в 2023 г. составил 54 из 100 баллов – ниже среднего уровня стран ОЭСР (62 балла). Однако связь между этим индексом и фактическим инвестиционным поведением неоднозначна.

Представляется вероятным, что при экстремально высоком спреде между безрисковой ставкой и инфляцией даже финансово грамотные инвесторы рационально концентрируют средства в депозитах – и это не следствие невежества, а результат калькуляции.

В контексте поведенческих аномалий обращает на себя внимание феномен «контринтуитивных покупок» акций на просадках ИМОЕХ, зафиксированный брокерскими компаниями в октябре–ноябре 2024 г. При падении индекса ниже 2500 пунктов объём розничных покупок акций кратковременно возрастал – вопреки общей тенденции к оттоку в безрисковые инструменты. Объяснение, по всей видимости, кроется в сегментации розничной аудитории: относительно небольшая группа опытных инвесторов (оценочно – 3–5% от числа активных счетов) воспринимала просадку как возможность для входа, действуя по логике *contrarian*-стратегии.

Сопоставление с зарубежным опытом позволяет поместить российскую ситуацию в более широкий контекст. В Турции, где инфляция превышала 60% в 2023 г., наблюдался массовый переток сбережений в иностранную валюту и золото – так называемая «долларизация баланса домохозяйств». Российский сценарий отличается принципиально: валютные ограничения и высокая рублёвая доходность канализировали средства преимущественно в национальную валюту. Степень сходства с аргентинской моделью (высокая инфляция + контроль капитала) несколько выше, однако масштабы теневой «параллельной» валютной экономики в России значительно скромнее.

Представляется необходимым зафиксировать ряд промежуточных наблюдений. Инфляция в российских условиях 2022–2025 гг. функционирует как фактор не столько разрушения, сколько перераспределения финансовых потоков внутри замкнутого контура национального рынка. Санкционные ограничения, элиминировавшие канал трансграничной диверсификации, сжали инвестиционный универсум до нескольких классов рублёвых активов. В этих условиях ключевая ставка ЦБ РФ выступает, по существу, единственным «переключателем» между поведенческими стратегиями – от консервативной к доходно-арбитражной и обратно.

Вместе с тем кумулятивный эффект пролонгированного периода высоких ставок создаёт предпосылки для структурных дисбалансов. Процентные расходы банковского сектора, упомянутые выше (6,5–7,1 трлн руб. в годовом выражении), при развороте монетарного цикла трансформируются в снижение депозитных ставок; реакция населения на подобное снижение остаётся предметом неопределённости. Опыт 2022 г. (быстрое снижение ставки с 20% до 7,5%) указывает на относительно оперативную ребалансировку – но экстраполяция того эпизода на текущую ситуацию сомнительна, поскольку институциональный контекст изменился.

Заключение

При спреде между ключевой ставкой и фактической инфляцией, достигавшем 8–10 процентных пунктов во второй половине 2024 г., консервативно-сберегательная стратегия доминировала в аллокационных решениях большинства категорий участников российского финансового рынка – от домохозяйств нижних доходных квинтилей до негосударственных пенсионных фондов. Масса депозитов физических лиц превысила 51,8 трлн руб., а доля акций в портфелях НПФ сократилась до 7,8%.

Если исходить из выявленной асимметрии поведенческих реакций (быстрый переток в безрисковые активы при повышении ставки и замедленный – при её снижении), предстоящий разворот монетарного цикла не приведёт к симметричному оттоку средств с депозитов на

фондовый рынок. Лаг реаллокации, зафиксированный в 2022 г. на уровне 2–3 месяцев, в текущих условиях может оказаться длиннее: продолжительность периода жёсткой монетарной политики 2023–2025 гг. превышает эпизод 2022 г. многократно, что, вероятно, сформировало более устойчивые поведенческие паттерны.

47 млрд руб. чистого оттока из фондов акций на фоне 219 млрд руб. притока в фонды денежного рынка за 2024 г. – соотношение, характеризующее глубину структурного сдвига в предпочтениях розничных инвесторов. Восстановление спроса на долевые инструменты, по всей видимости, потребует не только снижения ключевой ставки, но и сокращения разрыва между субъективными инфляционными ожиданиями населения и фактическим ИПЦ до уровня менее 3 процентных пунктов.

Вызывает сомнение, впрочем, степень репрезентативности приведённых данных по ИИС-III (620 тыс. открытых счетов за первое полугодие 2024 г.) для оценки долгосрочных намерений инвесторов. Методика подсчёта «открытых» счетов включает и те, на которые не поступило ни одного рубля; реальный показатель активных ИИС-III может оказаться существенно ниже.

Сворачивание программы льготной ипотеки с июля 2024 г. элиминировало один из основных каналов инфляционного хеджирования через реальные активы, притом что альтернативные инструменты (инфляционные линкеры, товарные ETF) на российском рынке остаются маломощными по объёму и ликвидности. Падение ипотечных выдач на 41% в III квартале 2024 г. отражает не только удорожание кредита, но и структурную невозможность для значительной части домохозяйств реализовать стратегию хеджирования.

Корпоративный сегмент переместил заимствования в инструменты с плавающей ставкой – 64% новых выпусков в IV квартале 2024 г. размещены как флоутеры. Подобная концентрация процентного риска на балансах эмитентов создаёт уязвимость, масштаб которой проявится при сценарии «higher for longer» в отношении ключевой ставки ЦБ РФ.

Инфляция в условиях ограниченного инвестиционного универсума (санкционное сужение трансграничных каналов, элиминация зарубежных ETF и депозитарных расписок) перестаёт быть исключительно макроэкономическим параметром и превращается в центральный поведенческий триггер, перенаправляющий финансовые потоки между тремя-четырьмя классами рублёвых активов. Ключевая ставка в этой конфигурации функционирует как единственный регулятор аллокации – ситуация, нетипичная для рынков с открытым счётом капитала и способная порождать эффекты, которые стандартные макрофинансовые модели прогнозируют неудовлетворительно.

Библиография

1. Белоглазова И.А., Кориков А.А., Юрченко К.П. Инфляционные ожидания и восприятие инфляции населением: экспериментальные оценки и возможности для коммуникационной политики центрального банка // *Journal of New Economy*. 2025. Т. 26. № 1. С. 50-68.
2. Картаев Ф.С., Беседовская М.Н. Полезна ли кривая Филлипса для прогнозирования инфляции в России? // *Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика*. 2023. Т. 58. № 6. С. 24-43.
3. Картаев Ф.С., Клачкова О.А. Влияние удобочитаемости пресс-релизов Банка России на инфляционные ожидания: экспериментальный подход // *Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика*. 2025. Т. 60. № 3. С. 20-31.
4. Кориков А.А., Юрченко К.П. Инфляционные ожидания и потребительские настроения населения регионов Урала // *Journal of New Economy*. 2023. Т. 24. № 4. С. 125-147.
5. Матевосова А.М. Высоочастотное моделирование влияния санкций на инфляционные ожидания российского населения // *Вестник Института экономики Российской академии наук*. 2024. № 4. С. 139-158.
6. Матевосова А.М. Исследование инфляционных ожиданий российского населения в условиях санкций на основе

- больших данных // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2023. № 5. С. 181-200. DOI: 10.52180/2073-6487_2023_5_181_200.
7. Орлов С.Н., Реутов Р.В. Актуальные тенденции изменения финансового поведения населения // Вестник Московского городского педагогического университета. Серия: Экономика. 2025. № 3 (45). С. 37-53.
 8. Подашова Т.М., Янулевич М.В. Инфляционные ожидания населения и бизнеса в Сибири: вызовы для социально-экономического развития // *Vaikal Research Journal*. 2025. Т. 16. № 3. С. 1069-1084.
 9. Прокопьева Е.Л., Хорошилов М.С. Точность рыночных и опросных ожиданий в прогнозировании инфляции в России // *Journal of Applied Economic Research*. 2025. Т. 24. № 4. С. 1219-1248.
 10. Соболева Е.Н., Власенко А.С., Богданов А.Л. Оценка влияния коммуникации Банка России на инфляционные ожидания россиян // Вестник Томского государственного университета. Экономика. 2025. № 69. С. 355-366.
 11. Солодухина А.В., Блискавка Е.А. Влияние финансового целеполагания на финансовое поведение населения // *Финансы и кредит*. 2024. Т. 30. № 7. С. 1527-1548.
 12. Сомова И.А., Ваганова Ю.Н. Количественная оценка факторов, влиявших на динамику инфляции в России в период 2009–2022 гг. // *Мир экономики и управления*. 2024. Т. 24. № 4. С. 26-45.
 13. Сомова И.А., Ваганова Ю.Н. Монетарные и немонетарные факторы, влиявшие на динамику инфляции в России в период 2011–2021 годов // *Мир экономики и управления*. 2023. Т. 23. № 4. С. 27-43.
 14. Успаева М.Г., Гачаев А.М. Макроэкономические факторы и долгосрочные премии за риск в арбитражном ценообразовании активов на основе моделей с гетерогенными агентами и неполнотой рынков // *Вопросы природопользования*. 2025. Т. 4. № 7. С. 93-102.
 15. Широков А.А., Гусев М.С., Некрасов Ф.О. Природа инфляции в современной российской экономике и ее влияние на экономический рост // *Проблемы прогнозирования*. 2025. № 2. С. 5-19.

Inflation as a Factor in Changing the Behavioral Strategies of Financial Market Participants in the Russian Federation under Conditions of Macroeconomic Instability

Nazrin A. Babazade

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

Abstract

Under conditions of macroeconomic instability in 2022–2025, inflationary processes in the Russian Federation, characterized by a sustained excess of the actual consumer price index over target levels and an increase in the key rate to an unprecedented 21%, have acted as a catalyst for profound changes in the behavioral strategies of retail and institutional participants in the financial market, manifested in the heterogeneity of allocation patterns across income quintiles. Households in the upper segments demonstrated accelerated growth in investments in fixed-term deposits, which reached 51.8 trillion rubles with an increase of over 26%, and in inflation-hedging instruments, including real estate and unallocated metal accounts (with an 87% increase in transactions) and floaters, while the lower quintiles preferred a consumer-utilitarian model through advance purchases of durable goods against the backdrop of slowing real incomes. Institutional structures, in particular non-state pension funds, reduced their share of equities to 7.8% of their portfolios while simultaneously increasing their presence in floating-rate instruments to 38% in bond funds, which was accompanied by a net outflow from equity mutual funds of 47 billion rubles compared to an

inflow of 219 billion rubles into money market funds. The identified typology of strategies — conservative-savings, income-arbitrage, hedging, consumer, and speculative — reveals the mechanisms of interaction between cognitive factors, such as nominal illusion and loss aversion, with regulatory interventions by the Central Bank, including gradual changes in the key rate and the phase-out of subsidized mortgages, which led to a 41% drop in loan issuances. The asymmetry of reactions to monetary signals, expressed in a rapid shift to risk-free assets during policy tightening and a slow return to the stock market, corresponds to the predictions of prospect theory, intensifying under conditions of a sanctions-induced narrowing of the investment universe, a decline in the share of non-residents in OFZs (Russian federal loan bonds) to below 5%, and the formation of a closed circuit of ruble-denominated assets. Cumulative macroeconomic consequences include an increase in banks' interest expenses to 7 trillion rubles annually, a slowdown in corporate lending, a concentration of interest rate risks on the balance sheets of floater issuers, and shifts in the borrowing structure to 64% floating-rate coupons, which determines the persistence of the formed patterns to a future reversal of the monetary cycle and the significance of this analysis for understanding monetary transmission and behavioral mechanisms in economies with high uncertainty and limited openness.

For citation

Babazade N.A. (2026) Inflyatsiya kak faktor izmeneniya povedencheskikh strategiy uchastnikov finansovogo rynka Rossiyskoy Federatsii v usloviyakh makroekonomicheskoy nestabil'nosti [Inflation as a Factor in Changing the Behavioral Strategies of Financial Market Participants in the Russian Federation under Conditions of Macroeconomic Instability]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra* [Economics: Yesterday, Today and Tomorrow], 16 (3A), pp. 617-629. DOI: 10.34670/AR.2026.61.73.055

Keywords

Inflation, behavioral strategies, financial market, key rate, macroeconomic instability.

References

1. Beloglazova I.A., Korikov A.A., Yurchenko K.P. (2025). Inflyatsionnyye ozhidaniya i vospriyatiye inflyatsii naseleniyem: eksperimental'nyye otsenki i vozmozhnosti dlya kommunikatsionnoy politiki tsentral'nogo banka [Inflationary Expectations and Public Perception of Inflation: Experimental Estimates and Opportunities for Central Bank Communication Policy]. *Journal of New Economy*, 26(1), 50-68.
2. Kartaev F.S., Besedovskaya M.N. (2023). Polezna li krivaya Fillipsa dlya prognozirovaniya inflyatsii v Rossii? [Is the Phillips Curve Useful for Predicting Inflation in Russia?]. *Vestnik Moskovskogo universiteta. Seriya 6: Ekonomika*, 58(6), 24-43.
3. Kartaev F.S., Klyachkova O.A. (2025). Vliyaniye udobochitayemosti press-relizov Banka Rossii na inflyatsionnyye ozhidaniya: eksperimental'nyy podkhod [The Impact of the Readability of the Bank of Russia's Press Releases on Inflationary Expectations: An Experimental Approach]. *Vestnik Moskovskogo universiteta. Seriya 6: Ekonomika*, 60(3), 20-31.
4. Korikov A.A., Yurchenko K.P. (2023). Inflyatsionnyye ozhidaniya i potrebitel'skiye nastroyeniya naseleniya regionov Urala [Inflationary Expectations and Consumer Sentiments of the Population in the Ural Regions]. *Journal of New Economy*, 24(4), 125-147.
5. Matevosova A.M. (2023). Issledovaniye inflyatsionnykh ozhidaniy rossiyskogo naseleniya v usloviyakh sanktsiy na osnove bol'shikh dannykh [Research of Inflationary Expectations of the Russian Population under Sanctions Based on Big Data]. *Vestnik Instituta ekonomiki Rossiyskoy akademii nauk*, 5, 181-200. DOI: 10.52180/2073-6487_2023_5_181_200
6. Matevosova A.M. (2024). Vysokochastotnoye modelirovaniye vliyaniya sanktsiy na inflyatsionnyye ozhidaniya rossiyskogo naseleniya [High-Frequency Modeling of the Impact of Sanctions on the Inflationary Expectations of the

-
- Russian Population]. Vestnik Instituta ekonomiki Rossiyskoy akademii nauk, 4, 139-158.
7. Orlov S.N., Reutov R.V. (2025). Aktual'nyye tendentsii izmeneniya finansovogo povedeniya naseleniya [Actual trends in changes in the financial behavior of the population]. Vestnik Moskovskogo gorodskogo pedagogicheskogo universiteta. Seriya: Ekonomika, 3(45), 37-53.
 8. Podashova T.M., Yanulevich M.V. (2025). Inflyatsionnyye ozhidaniya naseleniya i biznesa v Sibiri: vyzovy dlya sotsial'no-ekonomicheskogo razvitiya [Inflationary expectations of the population and business in Siberia: challenges for socio-economic development]. Baikal Research Journal, 16(3), 1069-1084.
 9. Prokopyeva E.L., Khoroshilov M.S. (2025). Tochnost' rynochnykh i oprosnykh ozhidaniy v prognozirovanii inflyatsii v Rossii [Accuracy of market and survey expectations in forecasting inflation in Russia]. Journal of Applied Economic Research, 24(4), 1219-1248.
 10. Shirov A.A., Gusev M.S., Nekrasov F.O. (2025). Priroda inflyatsii v sovremennoy rossiyskoy ekonomike i yeye vliyaniye na ekonomicheskoy rost [The Nature of Inflation in the Modern Russian Economy and Its Impact on Economic Growth]. Problemy prognozirovaniya, 2, 5-19.
 11. Soboleva E.N., Vlasenko A.S., Bogdanov A.L. (2025). Otsenka vliyaniya kommunikatsii Banka Rossii na inflyatsionnyye ozhidaniya rossiyan [Assessment of the Influence of the Bank of Russia's Communication on the Inflationary Expectations of Russians]. Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta. Ekonomika, 69, 355-366.
 12. Solodukhina A.V., Bliskavka E.A. (2024). Vliyaniye finansovogo tselepolaganiya na finansovoye povedeniye naseleniya [The Influence of Financial Goal-Setting on the Financial Behavior of the Population]. Finansy i kredit, 30(7), 1527-1548.
 13. Somova I.A., Vaganova Yu.N. (2023). Monetarnyye i nemonetarnyye faktory, vliyavshiy na dinamiku inflyatsii v Rossii v period 2011–2021 godov [Monetary and Non-Monetary Factors Influencing the Dynamics of Inflation in Russia in the Period 2011–2021]. Mir ekonomiki i upravleniya, 23(4), 27-43.
 14. Somova I.A., Vaganova Yu.N. (2024). Kolichestvennaya otsenka faktorov, vliyavshikh na dinamiku inflyatsii v Rossii v period 2009–2022 gg. [Quantitative assessment of factors influencing the dynamics of inflation in Russia in the period 2009–2022]. Mir ekonomiki i upravleniya, 24(4), 26-45.
 15. Uspaeva M.G., Gachaev A.M. (2025). Makroekonomicheskiye faktory i dolgosrochnyye premii za risk v arbitrazhnom tsenoobrazovanii aktivov na osnove modeley s geterogennymi agentami i nepolnotoy rynkov [Macroeconomic factors and long-term risk premiums in asset arbitrage pricing based on models with heterogeneous agents and incomplete markets]. Voprosy prirodopol'zovaniya, 4(7), 93-102.