

Рыночная дисциплина против бюджетной поддержки: дилемма эффективности субфедеральных облигаций в России

Самир Юрьевич Цику

E-mail: sytsiku@fa.ru, ORCID: 0009-0002-1177-1671

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
г. Москва, Российская Федерация

Сергей Александрович Переход

E-mail: saperekhod@fa.ru, ORCID: 0000-0002-4606-1226

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

За последнее десятилетие в России произошел резкий сдвиг в структуре субфедеральных заимствований, который характеризуется замещением рыночных инструментов ее формирования бюджетными, а именно бюджетными кредитами, предоставленными из федерального бюджета. Поэтому целью исследования является выявление противоречия между рыночной дисциплиной (субфедеральные облигации) и бюджетной поддержкой (льготные кредиты), оценка долговой эффективности этих двух финансовых инструментов.

Методы: на основе данных Минфина России за 2014–2025 гг. рассчитан модифицированный индекс рыночности (R_t^*) для диагностики «бюджетизации» долга. Для оценки эффективности инструментов применялся авторский показатель, измеряющий вклад изменения объема инструмента в изменение расходов на его обслуживание.

Результаты: доля бюджетных кредитов в долге регионов выросла с 7,1 до 79,3%, а рыночных инструментов — сократилась с 65,8 до 18,6%. Индекс рыночности R_t^* снизился с 0,314 до 0,091, что подтверждает ослабление рыночной дисциплины. Сравнение эффективности показало, что только пять из 36 регионов, использовавших облигации, достигли с их помощью более высокой эффективности, чем с бюджетными кредитами. Эти регионы наращивали объем облигаций и менее активно привлекали бюджетные кредиты (2,2% к ВРП против 3,5%).

Выводы: широкая доступность бюджетных кредитов формирует мягкие бюджетные ограничения, подавляя мотивацию к рыночным заимствованиям и снижая их эффективность. Регионы, ориентированные на облигации, демонстрируют большую финансовую самостоятельность.

Ключевые слова: региональный бюджет, бюджетный кредит, госдолг, субфедеральные облигации, рыночная дисциплина

JEL: E62, H63, G10

Благодарности: авторы выражают благодарность доктору экономических наук, профессору Г. Н. Куцури и кандидату экономических наук А. С. Ложечко, доценту кафедры общественных финансов Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, за ценные комментарии, которые были использованы при подготовке статьи.

Для цитирования: Цику С. Ю., Переход С. А. Рыночная дисциплина против бюджетной поддержки: дилемма эффективности субфедеральных облигаций в России // Финансовый журнал. 2026. Т. 18. № 2. С. 64–81. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-2-64-81>.

© Цику С. Ю., Переход С. А., 2026

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-2-64-81>

Market Discipline vs Budget Support: The Dilemma of the Effectiveness of Sub-federal Bonds in Russia

Samir Yu. Tsiku¹, Sergey A. Perekhod²

^{1,2} Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation

¹ sytsiku@fa.ru, <https://orcid.org/0009-0002-1177-1671>

² saperekhod@fa.ru, <https://orcid.org/0000-0002-4606-1226>

Abstract

Over the past decade, Russia has witnessed a sharp shift in the structure of sub-federal borrowing. The study aims to identify the contradiction between market discipline (sub-federal bonds) and budget support (budget loans) and assess their debt efficiency. Methods: Based on Russian Ministry of Finance data for 2014–2025, a modified market index (R_t^*) to quantify the shift toward centralized financing. A proprietary metric was developed to measure how changes in the volume of specific debt instruments impact debt service costs. Results: The share of budget loans in regional debt increased from 7.1% to 79.3%, while the share of market instruments fell from 65.8% to 18.6%. The market index R_t^* dropped from 0.314 to 0.091, confirming the weakening of market discipline. The efficiency comparison showed that only 5 out of 36 regions that used bonds achieved higher efficiency with them than with budget loans. These regions increased their bond volumes and resorted less actively to budget loans (2.2% of GRP vs 3.5%). Conclusions: The wide availability of budget loans creates soft budget constraints, suppressing the motivation for market borrowing and reducing its efficiency. Regions oriented towards bonds demonstrate greater financial independence.

Keywords: regional budget, budget loan, public debt, sub-federal bonds, market discipline

JEL: E62, H63, G10

Acknowledgments: The authors express their gratitude to Dr. Georgy N. Kutsuri, Professor, and PhD Alexander S. Lozhechko, Associate Professor of the Department of Public Finance at the Financial University under the Government of the Russian Federation for their valuable comments that were used in the preparation of this article.

For citation: Tsiku S.Yu., Perekhod S.A. (2026). Market Discipline vs Budget Support: The Dilemma of the Effectiveness of Sub-federal Bonds in Russia. *Financial Journal*, 18 (2), 64–81 (in Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-2-64-81>.

© Tsiku S.Yu., Perekhod S.A., 2026

ВВЕДЕНИЕ

За последнее десятилетие субфедеральные финансы России претерпели заметный сдвиг в структуре заимствований: рыночные инструменты постепенно замещаются льготными бюджетными кредитами. В начале 2010-х гг. использование субфедеральных облигаций рассматривалось как перспективное направление развития внутреннего долгового рынка, однако к середине 2020-х гг. роль этого инструмента ослабла: объем облигаций в структуре долга субъектов Российской Федерации в номинальном выражении снизился с 451 млрд руб. в 2013 г. до 337 млрд руб. в октябре 2025 г. на фоне общего роста совокупной задолженности по облигациям федерального займа с 3,297 до 27,467 млрд руб.¹ за этот же период.

Снижение распространенности субфедеральных ценных бумаг как инструмента формирования регионального государственного долга означает ослабление каналов рыночной дисциплины и снижение роли регионов как эмитентов, формирующих прозрачную долговую историю. На практике изменение интереса к финансовым инструментам, используемым для привлечения финансовых ресурсов, проявляется в инверсии стимулов: чем доступнее бюджетные кредиты, тем ниже готовность выходить на рынок, где стоимость привлечения (процент, под который эти заимствования получены), как правило, выше, но и дисциплина сильнее. В результате размывается функция субфедеральных облигаций как инструмента межвременного перераспределения ресурсов и оценки кредитного риска, а также сдерживается развитие внутреннего долгового рынка. Проблематика имеет прикладное измерение. Льготные бюджетные кредиты повышают краткосрочную фискальную устойчивость, но одновременно укрепляют зависимость субъектов РФ от федерального бюджета и ослабляют долгосрочные стимулы к финансовой самостоятельности, модернизации практик долгового управления. Складывается устойчивое равновесие зависимости, потенциально ведущее к стагнации рынка субфедеральных облигаций и удорожанию инвестиционных проектов вследствие ослабления рыночных способов привлечения капитала.

На этой основе выдвигается следующая гипотеза: широкая доступность бюджетных кредитов формирует мягкие бюджетные ограничения, вытесняет облигации из структуры долга и снижает измеряемую через обслуживание долговую эффективность рыночного заимствования. В логике данной постановки формулируется исследовательская дилемма и ключевой вопрос исследования: существует ли в современной российской долговой политике противоречие между рыночной дисциплиной, поддерживаемой выпуском субфедеральных облигаций, и бюджетной поддержкой в форме льготных кредитов? Какая из моделей заимствований демонстрирует более высокую долговую эффективность с точки зрения динамики долговой нагрузки и расходов на обслуживание?

Представленное исследование развивает актуальную для «Финансового журнала» научную дискуссию о долговой устойчивости и сбалансированности региональных бюджетов. В своих исследованиях, опубликованных в журнале, А. Д. Андряков [Андряков, 2017] и М. В. Мильчаков [Мильчаков, 2016] всесторонне проанализировали системные причины роста долговой нагрузки субъектов Российской Федерации после 2012 г., указав на ключевую роль расширения бюджетного кредитования как реакции на несбалансированность бюджетов регионального уровня. Фундаментальный вклад в понимание бюджетных дисбалансов и их факторов внесли также А. Н. Дерюгин, В. С. Назаров и А. А. Мамедов [Дерюгин, Назаров и др., 2014], которые на страницах этого же журнала детально диагностировали проблемы формирования консолидированных бюджетов субъектов РФ, выявив критическое влияние сокращения налоговых доходов и межбюджетных трансфертов на рост дефицита и долговой нагрузки.

¹ C-Bonds. Объем рынка ОФЗ. URL: <https://cbonds.ru/indexes/4697>.

Результат настоящего исследования трехчастный. Во-первых, вводится прикладной показатель эффективности изменения объема инструмента долга через его маржинальный вклад в обслуживание. Во-вторых, выполняется межрегиональное сопоставление эффективности облигаций и бюджетных кредитов с учетом различий в структуре долга и фазе процентного цикла. В-третьих, обсуждаются последствия для долговой политики субъектов РФ и формируются практические меры по восстановлению роли облигаций как дисциплинирующего инструмента финансирования инвестиционных расходов.

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Современные исследования государственного долга в России опираются на два взаимодополняющих методологических направления. Первое — классическая теория фискального федерализма [Musgrave, 1959; Oates, 1972; Rodden, 2005], в которой устойчивость многоуровневых финансов обеспечивается сочетанием автономии субнациональных органов и рыночной дисциплины заимствований. Второе — теория мягких бюджетных ограничений [Kornai, 1986; Kornai, Maskin et al., 2003], описывающая институциональную ловушку, возникающую при ожидании региональными властями федеральной поддержки. В современных условиях российской модели эти два подхода сходятся: мягкие бюджетные ограничения формируются в результате несбалансированной фискальной децентрализации, когда централизация ресурсов сочетается с делегированием ответственности без достаточных стимулов к эффективному долгу [Белова, 2022; Boadway, Shah, 2007]. Несбалансированная фискальная децентрализация оказывает и позитивное, и негативное воздействие на субъекты РФ, которое проявляется как в смягчении и нейтрализации проблем с недостатком финансовых ресурсов со стороны федерального бюджета и предотвращении кризисной ситуации в регионе, так и в стимулировании экономической инертности (более безответственная экономическая политика), морального риска (безусловное ожидание финансовой поддержки) [Pisauro, 2001].

В исследованиях [Musgrave, 1959; Oates, 1972] подчеркивалось, что для эффективного функционирования государства с федеративным устройством регионы должны иметь фискальную автономию в рамках их ответственности, а долговые рынки выполнять дисциплинирующую функцию. Исследования [Rodden, 2005; Ter-Minassian, 2015] показывают, что избыточное участие центра в рефинансировании долгов разрушает рынок и приводит к институциональной зависимости. Концепция Я. Корнаи [Kornai, 1986] в этом контексте получает конкретное применение в региональных финансах: наличие бюджетных кредитов создает мягкое бюджетное ограничение, снижающее ценность рыночных инструментов.

Аналогичные эффекты наблюдались в Китае, Индии и странах ЕС. В Китае переход от квазидолга (LGFV — Local Government Financing Vehicles)² к специальным облигациям стал механизмом ужесточения дисциплины [Zhang, Barnett, 2014]. В Индии формирование муниципальных рынков сопровождалось усилением надзора и раскрытием данных [Ianchovichina, 2008]. Европейская практика rules-based governance включает долговые лимиты и фискальные советы [Euraud, Gomez Sirera et al., 2015]. Эти подходы демонстрируют, что устойчивость долга достигается не какими-либо ограничениями, а созданием стимулов для конкуренции [Brochado, Dougherty, 2024].

В российской литературе традиционно подчеркивается двойственная роль государственного долга: как инструмента сглаживания бюджетных разрывов и как фактора

² *Local Government Financing Vehicles (LGFV)* — средство финансирования местного правительства. В Китае LGFV-компании берут займы от имени провинций и городов для финансирования инфраструктурных проектов, таких как дороги, мосты, аэропорты и промышленные парки. URL: <https://www.profinance.ru/news/2024/10/17/cduu-kak-kitaj-planiruet-izbavitsya-ot-skrytogo-dolga.html>.

макрофинансовой стабильности [Караваева, 2023]. На региональном уровне формирование дополнительных расходов рассматривается как элемент инвестиционной активности [Зубаревич, 2022] и как маркер финансовой дисциплины [Солдаткин, 2015]. Вклад в понимание механизмов бюджетного кредитования внесли исследования А. С. Ложечко, который выделяет три основные категории получателей таких кредитов (иностранное государство, бюджеты бюджетной системы РФ и юридические лица) и фиксирует появление новых форм, таких как инфраструктурные и специальные казначейские кредиты, ставшие ключевым инструментом поддержки регионов [Ложечко, 2023].

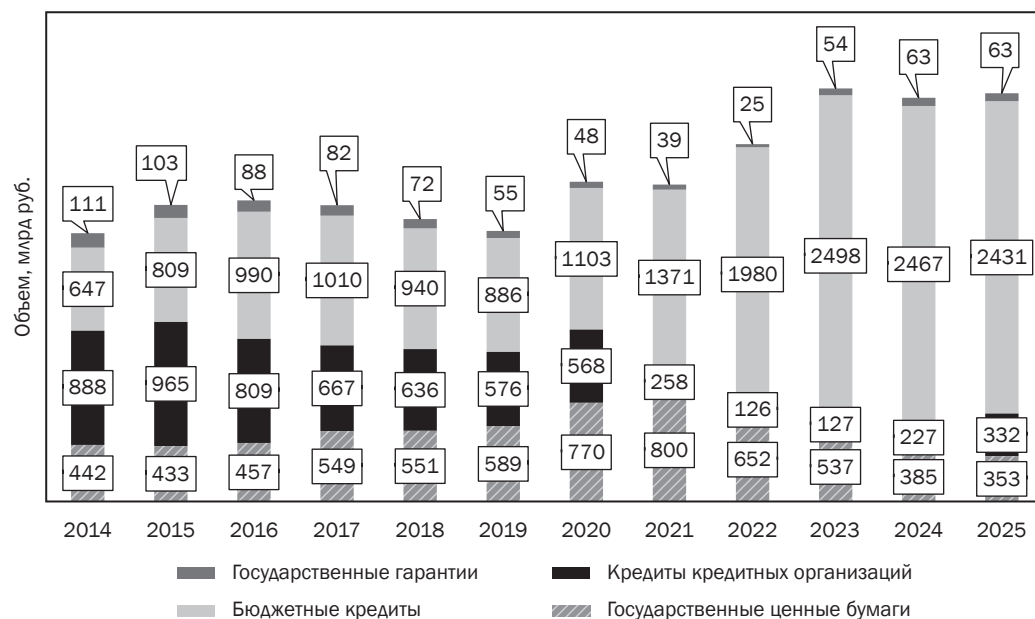
Международный опыт подтверждает, что жесткая дисциплина возникает при сочетании автономии и прозрачных правил [Musgrave, 1959; Oates, 1972; Rodden, 2005], тогда как российская практика закрепляет зависимость через мягкие формы кредитования [Саватюгин, 2025]. С практической точки зрения оценка результатов применения мягких бюджетных ограничений через предоставление бюджетных кредитов не проводилась. Поэтому далее в ходе исследования региональных рынков облигаций субъектов РФ предложены теоретические модели и потенциальные инструменты для решения названных проблем.

ОБЗОР ИНСТРУМЕНТОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ РЕГИОНАЛЬНЫХ БЮДЖЕТОВ

За 12 лет (с 2014 по 2026 г.) общий объем долга субъектов РФ увеличился с 1,74 до 3,17 трлн руб. (+82%), при этом структура источников финансирования претерпела радикальные изменения (рис. 1). Если в начале периода преобладали рыночные инструменты — облигации и банковские кредиты (в совокупности 65,8% долга), то к концу 2025 г. облигации составляли лишь 18,6%, уступив место бюджетным кредитам, доля которых выросла с 7,1 до 79,3%.

Рисунок 1

Объем и структура государственного долга субъектов РФ и долга муниципальных образований за 2014–2025 гг.



Источник: рисунок авторов по данным Министерства финансов Российской Федерации. URL: https://minfin.gov.ru/ru/performance/public_debt/subj/subdbt.

В период с 2014 г. по октябрь 2025 г. структура субфедерального долга претерпела глубокую трансформацию, отраженную в неравномерной динамике ключевых инструментов заимствований. Наибольший прирост продемонстрировали бюджетные кредиты, увеличившиеся на 2,39 трлн руб. при среднем годовом темпе роста (CAGR)³ +26,6%, что делает их основным драйвером совокупного увеличения долговой нагрузки. Напротив, рыночные инструменты — государственные ценные бумаги и банковские кредиты — сократились на 114 и 440 млрд руб. соответственно, с отрицательными среднегодовыми темпами (–2,3 и –7,6% в год). Еще более стремительное снижение наблюдается по государственным гарантиям, объем которых уменьшился на 48 млрд руб. (CAGR –14,6%), что свидетельствует о постепенном уходе этого инструмента из долгового портфеля регионов. В совокупности общий долг субъектов РФ за рассматриваемый период увеличился на 1,43 трлн руб., что соответствует среднегодовому темпу прироста около 4,8%.

Такое смещение указывает на эффект «бюджетизации» субфедеральных заимствований — вытеснение рыночных инструментов централизованными источниками финансирования. Формально это повысило краткосрочную устойчивость региональных бюджетов, но снизило уровень рыночной дисциплины, которая является фундаментом устойчивого фискального федерализма.

Таким образом, рост субфедерального долга полностью обеспечен расширением бюджетного кредитования, тогда как все рыночные формы заимствований демонстрируют устойчивую тенденцию к снижению (табл. 1).

Таблица 1

Среднегодовой темп прироста (CAGR) долга по инструментам

Инструмент	CAGR 2014–2026	Изменение, млрд руб.
Бюджетные кредиты	+26,6%/год	+2387
Государственные ценные бумаги	–2,3%/год	–114
Кредиты от кредитных организаций	–7,6%/год	–440
Государственные гарантии	–14,6%/год	–408
Итого по долгу	+4,8%/год	+1431

Источник: расчеты авторов по данным Министерства финансов Российской Федерации. URL: <https://www.iminfin.ru/areas-of-analysis/budget/finansoviy-pasport-subjecta-rf?territory=45000000>.

Для количественной оценки степени рыночной зависимости долга проведен расчет индекса концентрации Херфиндаля — Хиршмана (НИ) по долям всех инструментов. НИ показывает, насколько диверсифицированы или, наоборот, сконцентрированы источники заимствований:

$$НИ_t = \sum_i s_{i,t}^2, \quad s_{i,t} = \frac{Instrument_i}{Total_t}, \quad s_{i,t} = \frac{V_{i,t}}{V_{total,t}}, \quad (1)$$

где $НИ_t$ — значение индекса концентрации на момент времени t ;
 $s_{i,t}$ — доля i -го инструмента долга в общем объеме долга в момент t ;
 $V_{i,t}$ — объем конкретного инструмента долга (например, облигаций);
 $V_{total,t}$ — общий объем долга всех инструментов на тот же момент.

Для оценки степени зависимости субфедерального долга от рыночных источников заимствований был рассчитан модифицированный индекс рыночности R_t^* , отражающий

³ CAGR (Compound Annual Growth Rate) — совокупный среднегодовой темп роста.

как долю рыночных инструментов в общем объеме долга, так и их внутреннюю диверсификацию. Базовый показатель рыночной ориентации долга определяется как:

$$M_t = \frac{\text{Bonds}_t + \text{BankLoans}_t}{\text{Total}_t}, \quad (2)$$

где Bonds_t — объем субфедеральных облигаций;

BankLoans_t — кредиты от российских и иностранных банков, международных финансовых институтов;

Total_t — совокупный объем долга в момент времени t .

Однако данный показатель характеризует лишь удельный вес рыночных инструментов, не учитывая их внутреннюю структуру и концентрацию. В частности, при одинаковом значении M_t соотношение между облигациями и банковскими кредитами может существенно различаться, что влияет на степень рыночной дисциплины и качество долгового управления. Для устранения этого ограничения предлагается интегральный индекс рыночности, определяемый как произведение общей доли рыночных инструментов и показателя их структурной диверсификации:

$$R_t^* = M_t \times (1 - \text{HHI}_{\text{market},t}), \quad (3)$$

где $\text{HHI}_{\text{market},t} = \left(\frac{\text{Bonds}_t}{\text{Bonds}_t + \text{BankLoans}_t}\right)^2 + \left(\frac{\text{BankLoans}_t}{\text{Bonds}_t + \text{BankLoans}_t}\right)^2$ — индекс концентрации Херфиндала — Хиршмана, рассчитанный внутри рыночного сегмента.

Таким образом, R_t^* принимает значения от 0 до 1, отражая долю и диверсификацию рыночных инструментов одновременно. Чем выше значение индекса, тем более рыночно ориентирована и сбалансирована структура долга. Напротив, снижение индекса указывает на вытеснение рыночных форм заимствований централизованными инструментами и рост фискальной зависимости.

Рассчитанные значения показывают устойчивое падение как базового индекса M_t , так и интегрального показателя R_t^* . Если в 2014 г. доля рыночных инструментов составляла 65,8% при умеренной внутренней диверсификации ($\text{HHI}_{\text{market}} = 0,51$, $R_t^* = 0,32$), то к 2026 г. эта доля сократилась до 18,6%, при почти полной концентрации на облигациях ($\text{HHI}_{\text{market}} = 0,93$, $R_t^* = 0,013$).

$$\Delta R_t^* = -0,307 \quad (2014-2025 \text{ гг.}) \quad (4)$$

Это свидетельствует о деградации рыночной дисциплины в долговой политике регионов и смещении в сторону административно управляемой модели заимствований. Таким образом, модифицированный индекс R_t^* выступает более точным инструментом количественной диагностики степени «бюджетизации» субфедерального долга, чем традиционная долевая метрика M_t , поскольку он фиксирует не только изменение доли рынка, но и утрату конкурентной структуры внутри рыночного сегмента (табл. 2).

При этом динамика рыночных заимствований субъектов РФ тесно связана с макроэкономическими условиями, в частности с динамикой ключевой ставки и параметрами бюджетной политики. Ужесточение денежно-кредитной политики и рост ключевой ставки ограничивают потенциал внутреннего заимствования, формируя «конкуренцию за капитал» между федеральным и региональным секторами долгового рынка [Переход, Рыбина и др., 2024]. Таким образом, монетарная политика выступает внешним ограничителем для восстановления рыночной активности субфедеральных облигаций.

Таблица 2

**Динамика индексов рыночности
и структурной диверсификации субфедерального долга
за 2014–2025 гг.**

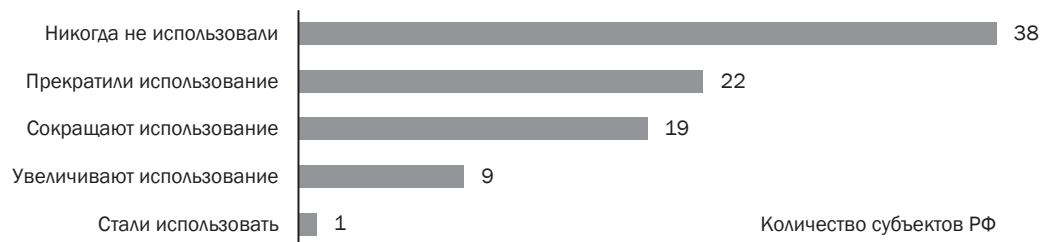
Год	M_t	HHI_{market}	R_t^*	Интерпретация
2014	0,658	0,522	0,314	Начальный период характеризуется сбалансированной структурой: почти две трети долга формируются за счет рыночных инструментов (облигации и банковские кредиты), причем внутри сегмента сохраняется умеренная диверсификация
2016	0,603	0,572	0,258	Снижение доли рыночных заимствований и рост концентрации: рынок постепенно теряет роль основного источника, но баланс облигаций и банковских кредитов еще сохраняется
2022	0,427	0,631	0,158	Наметился временный рост выпуска облигаций, однако общий рыночный сектор сжимается. Растет концентрация на одном инструменте (облигации начинают доминировать над банковскими займами)
2024	0,206	0,691	0,064	Резкий спад рыночного участия и почти полная зависимость от бюджетных кредитов. Рыночная структура становится моноканальной, диверсификация минимальна
2026	0,186	0,510	0,091	Незначительное восстановление доли рыночных инструментов, но без структурного изменения: рынок остается периферийным источником заимствований, а фискальная зависимость сохраняется

Источник: расчеты авторов по данным Министерства финансов Российской Федерации. URL: https://minfin.gov.ru/ru/performance/public_debt/subj/subdbt.

Распространенность облигаций как финансового обеспечения запланированных расходов в субъектах РФ является низкой. На рис. 2 показано, что за исследуемый период используют государственные ценные бумаги только 29 регионов (33%), а 22 региона (24%) с 2016 г. прекратили использование указанного инструмента. Это можно объяснить возросшей стоимостью рыночных заемных ресурсов в последние годы и целенаправленным воздействием федеральной власти на их замещение бюджетными ресурсами (бюджетными кредитами). Однако 10 субъектов РФ нарастили использование облигаций, что является примечательным фактом и требует более глубокого изучения: какие регионы нарастили и снизили заимствования по государственным ценным бумагам и какое влияние это оказывает на их долговую устойчивость?

Рисунок 2

Использование субъектами РФ облигаций за 2016–2024 гг.



Источник: рисунок авторов по данным iMonitoring. URL: <https://www.iminfin.ru/areas-of-analysis/budget/finansoviy-pasport-subjecta-rf?territory=45000000>.

В табл. 3 приведен перечень всех субъектов РФ, у которых за период с 2016 по 2024 г. снизился уровень долговой устойчивости, рассчитанный авторами самостоятельно с поправкой, указанной ранее во введении статьи.

Таблица 3

Изменение долговой устойчивости субъектов РФ за 2016–2024 гг.

Группы субъектов Российской Федерации		Изменение показателя с 2016 по 2024 г.			Уровень долговой нагрузки в 2024 г., %
		Уровень долговой нагрузки, %	Нагрузка по обслуживанию, %	Доля расходов на обслуживание, %	
Сокращают использование облигаций	Камчатский край	1,1	-0,2	-0,3	33,4
	Приморский край	8,5	0,5	0,3	9,5
Никогда не использовали облигаций	Республика Бурятия	0,8	0,2	0,1	77,0
	Сахалинская область	48,0	-0,3	-0,3	1,6
	Архангельская область	1,6	0,0	0,0	88,9
	Мурманская область	10,2	1,9	1,2	55,2
	Чеченская Республика	19,7	0,4	-0,5	69,2
	Алтайский край	17,2	0,3	0,2	12,9
	Тюменская область	8,0	0,2	0,2	3,2
	Владимирская область	2,0	0,1	0,1	16,2
	г. Севастополь	7,5	0,3	0,2	1,6
	Республика Крым	1,6	0,0	0,0	10,8
Увеличивают использование облигаций	Республика Башкортостан	9,7	0,2	0,1	30,0
	г. Санкт-Петербург	9,2	-0,3	-0,4	5,6
	Челябинская область	2,3	0,3	0,3	29,4
	Томская область	11,4	-1,8	-1,8	62,8
Прекратили использование облигаций	Иркутская область	0,2	-0,6	-0,6	14,9

Источник: составлено авторами по данным iMonitoring. URL: <https://www.iminfin.ru/areas-of-analysis/budget/finansoviy-pasport-subjecta-rf?territory=45000000>.

В разных группах регионов наблюдаются различия в ситуации с динамикой показателей долговой устойчивости, при этом показатели «доля расходов на обслуживание» и «нагрузка по обслуживанию» в среднем не изменились, а «уровень долговой нагрузки» имеет определенную динамику. Изменение показателей по каждой из исследуемых групп приведено в табл. 4.

Таблица 4

Среднее изменение долговой устойчивости субъектов РФ за 2016–2024 гг.

Группы субъектов РФ	Среднее изменение показателя с 2016 по 2024 г.		
	Уровень долговой нагрузки, %	Нагрузка по обслуживанию, %	Доля расходов на обслуживание, %
Сокращают использование облигаций	1,1	-0,2	-0,3
Никогда не использовали облигации	11,4	0,3	0,1
Увеличивают использование облигаций	8,1	-0,4	-0,5
Прекратили использование облигаций	0,2	-0,6	-0,6

Источник: расчеты авторов по данным iMonitoring. URL: <https://www.iminfin.ru/areas-of-analysis/budget/finansoviy-pasport-subjecta-rf?territory=45000000>.

По данным за 2024 г., долговая устойчивость ухудшилась у субъектов, которые никогда не использовали облигации и которые увеличили их использование. Среди субъектов, которые никогда не применяли этот финансовый инструмент, ситуация различается: одна

часть регионов имеет очень низкие показатели долговой нагрузки на 2024 г., а другая часть — очень высокие, при отсутствии среднего уровня. При этом у тех регионов, которые сократили объем облигаций, наблюдается более умеренный рост показателей долговой нагрузки (табл. 5).

Таблица 5

Изменение показателей по структуре госдолга групп субъектов РФ за 2016–2024 гг.

Группы субъектов Российской Федерации		Изменения по долговым инструментам с 2016 по 2024 г.			
		по ценным бумагам, млн руб.	по кредитам от кредитных организаций, млн руб.	по гарантиям, млн руб.	по бюджетным кредитам, млн руб.
Сокращают использование облигаций	Камчатский край	0	6523	0	1875
Никогда не использовали облигации	Приморский край	0	0	-1200	13 159
	Республика Бурятия	0	8321	0	21 619
	Сахалинская область	0	0	0	3660
	Архангельская область	0	34 728	-440	16 795
	Мурманская область	0	28 206	1100	5200
	Чеченская Республика	0	0	-13	12 200
	Алтайский край	0	0	-5	12 387
	Тюменская область	0	0	-438	8102
	Владимирская область	0	0	0	11 363
	г. Севастополь	0	0	0	597
	Республика Крым	0	0	0	11 033
Увеличивают использование облигаций	Республика Башкортостан	4300	3700	7371	25 302
	г. Санкт-Петербург	37 847	0	0	20 332
	Челябинская область	4200	-7573	-13 584	63 076
	Томская область	4776	-6060	0	26 668
Прекратили использование облигаций	Иркутская область	0	700	0	19 250

Источник: расчеты авторов по данным iMonitoring. URL: <https://www.iminfin.ru/areas-of-analysis/budget/finansoviy-pasport-subjecta-rf?territory=45000000>.

Те субъекты РФ, которые не используют субфедеральные облигации или которые отказались от их использования за исследуемый период, существенно увеличили заимствования бюджетных кредитов, а пять из них нарастили объемы коммерческих кредитов. Регионы, использующие субфедеральные ценные бумаги, сокращают объемы коммерческих кредитов и в адекватных объемах привлекают бюджетные кредиты, то есть продолжают использовать рыночные методы для финансирования инвестиционных расходов.

Именно поэтому регионы, которые никогда не использовали субфедеральные ценные бумаги и не имеют в этом опыта, вынуждены в период высоких процентных ставок использовать дорогие коммерческие кредиты, что негативно влияет на долговую устойчивость. Регионы, сократившие использование субфедеральных облигаций, соответственно нарастили объемы коммерческих кредитов и активнее, чем регионы из второй группы, привлекали бюджетные кредиты. В совокупности со средним значением показателей долговой нагрузки это позволило таким регионам сохранить долговую устойчивость. Остальные же регионы, которые с 2016 по 2024 г. улучшили свою долговую устойчивость, сделали это за счет бюджетных кредитов (табл. 6).

Показатели госдолга групп субъектов РФ, улучшивших долговую устойчивость за 2016–2024 гг.

Группы субъектов РФ	Среднее изменение долговых инструментов с 2016 по 2024 г.				Отношение изменения бюджета бюджетных кредитов к ВРП на 2024 год, %
	по ценным бумагам, млн руб.	по кредитам от кредитных организаций, млн руб.	по гарантиям, млн руб.	по бюджетным кредитам, млн руб.	
Сокращают использование облигаций	-4385	-7089	-177	10 027	2,6
Никогда не использовали облигаций	0	-5517	84	7992	3,5
Увеличивают использование облигаций	24 305	-25 226	-100	52 816	2,2
Прекратили использование облигаций	-5176	-10 591	-1329	24 606	3,1

Источник: расчеты авторов по данным iMonitoring. URL: <https://www.iminfin.ru/areas-of-analysis/budget/finansoviy-pasport-subjecta-rf?territory=45000000>.

Таким образом, регионы, которые не стали полностью обеспечены бюджетными кредитами (17 субъектов РФ, рассмотренных в табл. 5), преимущественно прибегли к наращиванию объема коммерческих кредитов и сокращению государственных ценных бумаг. Примечательно, что субъекты РФ, представленные в табл. 6, которые увеличили использование государственных ценных бумаг, меньше остальных привлекали бюджетные кредиты в относительном выражении к валовому региональному продукту. Это подтверждает, что регионы, использующие государственные ценные бумаги, являются более финансово самостоятельными и менее уязвимыми. Кроме того, они развиваются в применении различных видов субфедеральных ценных бумаг: Республика Саха и Новосибирская область впервые в истории использования таких финансовых инструментов выпустили облигации с плавающим купоном [Ермак, Сулима, 2024]. С другой стороны, субъекты РФ, в структуре государственного долга которых преобладают льготные бюджетные кредиты, в большей степени демонстрируют последствия мягких бюджетных ограничений. Такой вывод позволяет сделать отчет Счетной палаты Российской Федерации относительно анализа эффективности использования бюджетных кредитов. В отчете указаны такие негативные аспекты применения этих заимствований, как перенос сроков реализации, увеличение стоимости инвестиционных проектов и незначительная роль экономических показателей в принятии решений [Саватюгин, 2025].

ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ КРЕДИТОВ И ОБЛИГАЦИЙ СУБЪЕКТАМИ РФ

Выявление причин перехода субъектов РФ на нерыночные финансовые источники и последствий этого позволит сформулировать рекомендации по преодолению сложившейся проблемы. Поэтому в настоящем исследовании предлагается расчетный показатель эффективности, зависящий от изменения структурного элемента регионального государственного долга. Критерий эффективности учитывает эффект от изменения объема конкретного инструмента, оказываемый на объем обслуживания регионального государственного долга как в целом, так и по отдельным инструментам.

Авторами предлагается показатель вклада инструмента в изменение обслуживания госдолга, рассчитываемый следующим образом:

$$\Delta O_{и} = \frac{\Delta O_{и}}{\Delta ГД + \frac{\Delta O_{и}}{O_{и0}}}, \tag{5}$$

где $\Delta O_{и}$ — вклад инструмента в объем обслуживания государственного долга;
 $\Delta Ob_{и}$ — изменение величины обслуживания отдельного инструмента;
 ΔGD — изменение общей величины государственного долга публично-правового образования;
 ΔOb — изменение величины обслуживания государственного долга публично-правового образования в целом;
 Ob_0 — величина обслуживания государственного долга публично-правового образования в целом за базисный период.

Данный показатель указывает, какой вклад сделал конкретный инструмент формирования государственного долга в его обслуживание.

Необходимо также сделать акцент на методике расчета изменения величины обслуживания отдельного инструмента. Для извлечения из общего объема расходов на обслуживание государственного долга региона объемов обслуживания отдельных инструментов использована формула:

$$Ob_{и} = \frac{Ob \cdot K1}{K1 + K2 + K3}, \quad (6)$$

где $Ob_{и}$ — величина обслуживания отдельного инструмента;
 Ob — величина обслуживания государственного долга;
 $K1$, $K2$ и $K3$ — весовые коэффициенты величины обслуживания каждого отдельного инструмента (облигации, бюджетные кредиты и банковские кредиты).

На основе показателя вклада инструмента формирования государственного долга в изменение его обслуживания рассчитывается эффективность от изменения объема инструмента формирования государственного долга по следующей формуле:

$$\Delta_{и} = \Delta O_{и} - V \Delta O_{и}, \quad (7)$$

где $\Delta O_{и}$ — объем изменения инструмента формирования государственного долга в его структуре;
 $V \Delta O_{и}$ — показатель вклада инструмента формирования государственного долга в изменение его обслуживания.

Данный показатель демонстрирует, насколько эффективно изменение объема инструмента отразилось в изменении объема обслуживания государственного долга. На основе расчета всех представленных показателей для бюджетных кредитов и государственных ценных бумаг на уровне субъектов РФ проводится сравнение эффективности этих двух форм заимствования. Период сравнения сохранен (2016 и 2024 гг.).

Расчет показателей, приведенный на рис. 3, демонстрирует, что из 36 регионов, которые использовали субфедеральные ценные бумаги в исследуемом периоде, у пяти субъектов РФ эффективность от изменения их объема выше, чем эффективность от изменения объема бюджетных кредитов. При этом такие субъекты РФ изменили объем субфедеральных ценных бумаг в сторону увеличения. Необходимо учитывать, что начало обслуживания по бюджетным кредитам носит отложенный характер, что по умолчанию увеличивает эффективность этого инструмента. При этом условия одиннадцать субъектов РФ используют субфедеральные ценные бумаги с эффективностью, которая ниже не более чем на 100% по сравнению с эффективностью использования этими же регионами бюджетных кредитов.

Поэтому даже в условиях нестабильного финансового рынка и высоких процентных ставок некоторые регионы достаточно эффективно управляют субфедеральными ценными бумагами и используют их для формирования государственного долга.

На рис. 3 представлен показатель превышения эффективности бюджетных кредитов по сравнению с субфедеральными ценными бумагами. Показано распределение субъектов РФ по эффективности применения государственных ценных бумаг.

Рисунок 3



Источник: расчеты и рисунок авторов по данным iMonitoring. URL: <https://www.iminfin.ru/areas-of-analysis/budget/finansoviy-pasport-subjecta-rf?territory=45000000>.

По рис. 3 видно, что основная часть регионов, выпускающих субфедеральные ценные бумаги, использует их неэффективно. При этом анализ показывает, что регионы, использующие государственные ценные бумаги недостаточно эффективно и неэффективно, сократили их объемы. А те, которые используют их наиболее эффективно, — увеличили. Параллельно с этим, в соответствии с табл. 6, первые активнее привлекают бюджетные кредиты, чем вторые.

Таким образом подтверждается тезис, что широкодоступные бюджетные кредиты как инструмент мягких бюджетных ограничений оказывают влияние на эффективность использования рыночных инструментов формирования государственного долга из-за пассивного поведения многих регионов. Напротив, субъекты РФ, привлекающие бюджетные кредиты менее активно, являются более финансово самостоятельными и наиболее эффективно используют субфедеральные ценные бумаги, даже в период высоких процентных ставок. Это позволяет данной группе регионов более эффективно и результативно управлять государственным долгом, оставаясь финансово устойчивыми и самостоятельными. Поэтому авторы рекомендуют распространять практику эффективного управления субфедеральными ценными бумагами на остальные регионы для повышения их финансовой самостоятельности и стабильности.

Зарубежный опыт развития государственных ценных бумаг достаточно распространен и имеет множество успешных практик. Так, в США достаточно развит рынок муниципальных ценных бумаг, что объясняется несколькими стимулирующими факторами: налоговые льготы для их держателей, финансирование за счет муниципальных ценных бумаг

местных инфраструктурных проектов, что привлекает жителей, которые видят непосредственный результат своих вложений и федеральную поддержку предприятий на территории муниципалитета — эмитента ценных бумаг⁴.

В Индии был сделан акцент на привлечении институциональных инвесторов, для чего была выстроена четкая регламентация и система федерального надзора, то есть оптимизирован операционный механизм. Были решены такие важные вопросы для институциональных инвесторов, как регулярный мониторинг рынка и проведение стресс-тестов для оценки рисков и принятия предупреждающих мер, упрощение процедуры лицензирования и аккредитации для институциональных инвесторов⁵.

Уникальный опыт представлен Китаем, в котором пройдена практика целенаправленного перевода местных администраций на заимствования через облигации: путем установления квот федеральным центром на их выпуск местными властями и сворачивание механизма LGFV, через который местные администрации обходили запрет на рыночные заимствования и который был интегрирован в баланс долга этих публично-правовых образований. Практика LGFV была заменена выпуском специальных облигаций, так Китаю удалось вывести местные администрации на рынок облигаций⁶. Таким образом создан опыт трансформации одного инструмента формирования долга в другой, что позволило расширить рынок облигаций и рыночным инструментом инвестиций нивелировать сформировавшийся механизм мягких бюджетных ограничений.

Наиболее рыночная система с ориентацией на международные финансовые рынки сформирована в Швеции. Эта система выстроена на основе специально созданной организации «Kommuninvest» (финансового кооператива муниципалитетов), которая заимствует капитал на международном рынке путем выпуска облигаций и предоставляет долгосрочные займы местным властям [Vammalle, Ahrend et al., 2014]. То есть «Kommuninvest» — это посредник между местными администрациями и рынком облигаций, преимуществом которого является удержание выгодных ставок за счет эффекта масштаба и высокого кредитного рейтинга.

Проведенный анализ демонстрирует преимущества субъектов РФ в аспекте финансовой и долговой стабильности при использовании субфедеральных ценных бумаг для покрытия плановых инвестиционных расходов. Этим обусловлены преимущества распространения такого финансового инструмента привлечения капитала. Подобная оценка является популярной. Так, некоторые авторы считают, что развитие региональных заемно-инвестиционных систем необходимо, а их распространение возможно увязать с региональной программой инвестиций в основной капитал [Кадочников, Одинг и др., 2023].

Однако расширение рынка государственных ценных бумаг на уровне субъектов РФ сталкивается с рядом проблем институционального характера. На основе проведенного анализа выявляется негативное влияние оказания регионам финансовой поддержки федеральным бюджетом с помощью бюджетного кредитования на развитие рынка государственных ценных бумаг. Это связано с тем, что субъекты РФ, в которых этот рынок находится на начальном этапе становления, выбирают путь наименьшего сопротивления и привлекают бюджетные кредиты.

Другие авторы выделяют и такую проблему, как отсутствие у регионов кредитного рейтинга, что не позволяет развиваться рынку государственных ценных бумаг субъектов РФ

⁴ *Municipal Securities Rulemaking Board. 2024 Municipal Market Year in Review. URL: <https://www.msrb.org/sites/default/files/2025-01/MSRB-2024-Municipal-Market-Year-in-Review.pdf>.*

⁵ *Reserve Bank of India. Financial Stability Report: Issue No. 29. Mumbai: Reserve Bank of India. URL: https://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/PublicationReport/Pdfs/OFSRJUN2024_270620242B95CB128D1847A3ACAB5B5A4BEBF0DF.PDF.*

⁶ *Reserve Bank of Australia. The ABCs of LGFVs: China's Local Government Financing Vehicles. URL: <https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2024/oct/the-abc-of-lgfv-chinas-local-government-financing-vehicles.html>.*

[Солдаткин, 2023]. Все это свидетельствует о наличии институциональных проблем развития субфедеральных ценных бумаг, одной из которых является широкая практика общедоступного распространения бюджетных кредитов инвестиционного характера.

В качестве мер решения проблемы предлагаются следующие.

1. Введение условия для предоставления таких бюджетных кредитов, заключающегося в обязательном софинансировании в определенной доле инвестиционных и инфраструктурных проектов, реализующихся за счет бюджетных кредитов, рыночными источниками (например, 50% проекта).

2. Создание межрегиональных пулов по привлечению средств через рыночные механизмы для реализации инвестиционных и инфраструктурных межрегиональных проектов, предназначенных для взаимоинтеграции экономических пространств соседних регионов; снижение процентных ставок за счет снижения риска, эффекта масштаба и увеличения охвата бенефициаров.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Предоставление бюджетных кредитов из федерального бюджета всем субъектам РФ сформировало альтернативное финансирование расходов регионов. Широкая доступность, простота получения и обслуживания бюджетных кредитов создали среду институционального подавления мотивации к развитию рыночных инструментов привлечения средств, в особенности субфедеральных ценных бумаг. Так сложилось системное противоречие между необходимостью краткосрочной финансовой помощи регионам и становлением их финансовой независимости. При этом не все субъекты РФ испытывают необходимость в получении дешевых инвестиционных ресурсов из федерального центра. Некоторые регионы достаточно эффективно используют субфедеральные облигации для привлечения средств, в том числе и в условиях высоких процентных ставок. Это продемонстрировал предложенный в настоящем исследовании показатель эффективности, основанный на расчете показателя вклада инструмента формирования государственного долга в изменение его обслуживания. Некоторые субъекты РФ не отказались от привлечения средств через субфедеральные облигации при сопоставимом с другими регионами объеме поддержки через льготные бюджетные кредиты.

Поэтому проблема заключается в институционально сформированном поведении регионов, негативно влияющем на их финансовую устойчивость в долгосрочной перспективе. Такое поведение повышает финансовую зависимость субъектов РФ от федерального бюджета и сдерживает развитие субфедеральных ценных бумаг. В этом аспекте широкое распространение бюджетного кредитования выступает как инструмент подавления рыночной дисциплины на уровне субъектов РФ. Этим обусловлена необходимость пересмотра долговой политики и системы межбюджетных отношений. Один из путей решения проблемы — использование разностороннего и обширного мирового опыта стран с различным устройством экономики, что позволит создать наиболее практичные механизмы стимулирования рыночной дисциплины субъектов РФ и рынка субфедеральных облигаций.

Список источников

1. Андряков А. Д. Сбалансированность и устойчивость региональных бюджетов в 2008–2016 гг. // Финансовый журнал. 2017. № 6 (40). С. 25–39. URL: https://www.finjournal-nifi.ru/images/FILES/Journal/Archive/2017/6/articles/fm_2017_6_02.pdf?ysclid=mmvppv49121454115808.
2. Белова М. Т. Облигационные займы как способ финансовых заимствований для субъектов РФ // Инновационное развитие экономики. 2022. № 1. С. 237–245. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_48558214_37707192.pdf.

3. Дерюгин А. Н., Назаров В. С. и др. Формирование консолидированных бюджетов субъектов Российской Федерации в среднесрочной перспективе: проблемы и решения // Финансовый журнал. 2014. № 3 (21). С. 5–19. URL: https://www.nifi.ru/images/FILES/Journal/Archive/2014/3/01_3_2014.pdf?ysclid=mmvpxp4mw8483462776.
4. Ермак А., Сулима М. Рынок облигаций: завершил один из худших годов на позитиве. Обзор рынка облигаций за 2024 г. / ОО «БК РЕГИОН». 2025. 50 с. URL: https://region.broker/upload/iblock/f54/Рынок_облигации_2024.pdf.
5. Кадочников Д. В., Одинг Н. Ю. и др. Заемно-инвестиционная деятельность российских регионов: проблемы регулирования и возможности активизации // Журнал институциональных исследований. 2023. Т. 15. № 3. С. 61–78. <https://doi.org/10.17835/2076-6297.2023.15.3.061-078>.
6. Зубаревич Н. В. Регионы России в новых экономических условиях // Журнал Новой экономической ассоциации. 2022. № 3 (55). С. 226–234. <https://doi.org/10.31737/2221-2264-2022-55-3-15>.
7. Караваева Н. М. Теоретические основы государственного долга // Вестник Прикамского социального института. 2023. № 3 (96). С. 69–75. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_55377535_598034445.pdf.
8. Ложечко А. С. Анализ практики предоставления бюджетных кредитов в Российской Федерации // Финансовая жизнь. 2023. № 4. С. 70–74. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_56006607_12194192.pdf.
9. Мильчаков М. В. Региональные бюджеты: формирование государственного долга и финансирование расходов // Финансовый журнал. 2016. № 3 (31). С. 66–78. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_26241544_57323281.pdf.
10. Переход С. А., Рыбина А. А. и др. Анализ влияния дефицита бюджета России на процентную ставку и инфляцию // Вестник Тверского государственного университета. Серия: Экономика и управление. 2024. № 4 (68). С. 17–29. <https://doi.org/10.26456/2219-1453/2024.4.017-029>.
11. Саватюгин А. Л. Отчет о результатах экспертно-аналитического мероприятия «Анализ изменения состояния государственного долга субъектов Российской Федерации и эффективности использования бюджетных кредитов, предоставленных из федерального бюджета в 2022–2024 годах» / Счетная палата Российской Федерации. 2025. 51 с. URL: https://ach.gov.ru/upload/iblock/0c7/wg5d7vv6exdddw1urdeg06aobp33sd76/Otchet_Gosdolg.pdf?ysclid=mmvqbosuj1499209085.
12. Солдаткин С. Н. Эффективность региональной долговой политики через призму инвестиционной активности // Региональная экономика: теория и практика. 2015. № 30. С. 46–57. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_23907157_20402352.pdf.
13. Солдаткин С. Н., Михель Ю. В. Состояние эмиссионной деятельности субъектов Дальневосточного федерального округа // Нацразвитие. Наука и образование. 2023. № 3 (15). С. 26–30. <https://doi.org/10.37539/2782-3075.2023.15.3.002>.
14. Brochado A., Dougherty S. Riding the Rollercoaster: Subnational Debt in Turbulent Times. Paris: OECD Publishing. 2024. 45 p. URL: <https://ideas.repec.org/p/oec/ctpaab/47-en.html>.
15. Eyraud L., Gomez Sireira R. Constraints on Subnational Fiscal Policy. Washington, DC: International Monetary Fund. 2015. 43 p. URL: https://www.researchgate.net/publication/268197140_Constraints_on_Subnational_Fiscal_Policy_Chapter_3_in_Desigining_a_European_Fiscal_Union_Routledge_ed.
16. Kornai J. The Soft Budget Constraint. *Kyklos*. 1986. Vol. 39 (1). P. 3–30. URL: https://www.kornai-janos.hu/media/konyvek_cikkek/w20825/Kornai1986_The_Soft_budget_constraint_-_Kyklos.pdf.
17. Kornai J., Maskin E. et al. Understanding the Soft Budget Constraint. *Journal of Economic Literature*. 2003. Vol. 41 (4). P. 1095–1136. <https://doi.org/10.1257/jel.41.4.1095>.
18. Musgrave R. *The Theory of Public Finance: A Study in Public Economy*. New York: McGraw-Hill. 1959. URL: https://books.google.ru/books/about/The_Theory_of_Public_Finance.html?hl=ru&id=5wCzAAAAIAAJ&redir_esc=y.
19. Pisaro G. *Intergovernmental Relations and Fiscal Discipline: Between Commons and Soft Budget Constraints*. Washington, DC: International Monetary Fund. 2001. 31 p. <https://doi.org/10.5089/9781451848687.001>.
20. Oates W. *Fiscal Federalism*. New York: Harcourt Brace Jovanovich. 1972. URL: <https://archive.org/details/fiscalfederalism0000oate/page/n5/mode/2up>.
21. Ianchovichina E. Subnational fiscal sustainability analysis. 2008. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-3947>.
22. Rodden J. *Hamilton's Paradox: The Promise and Peril of Fiscal Federalism*. Cambridge: Cambridge University Press. 2005. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511616075>.
23. Vammalle C., Ahrend R. et al. Creating Fiscal Space for Public Investment. OECD Regional Development Working Papers. No. 2014/06. Paris: OECD Publishing. 2014. 45 p. <https://doi.org/10.1787/5jz3zvcx53bt-en>.
24. Boadway R., Shah A. *Intergovernmental Fiscal Transfers: Theory and Practice*. The World Bank, Washington DC. 2007. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/36b06999-a22b-5b48-9f60-44366799361f/content>.
25. Ter-Minassian T. *Promoting Responsible and Accountable Fiscal Decentralization*. Edward Elgar Publishing. 2015. P. 437–458. <https://doi.org/10.4337/9780857932297.00024>.
26. Zhang M., Barnett S. Fiscal Decentralization and Local Government Debt in China. IMF Working Paper. 2014. No. 14/4. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1404.pdf>.

References

1. Andryakov A.D. (2017). The balance and stability of regional budgets in 2008-2016. *Nauchno-issledovatel'skiy finansovyy institut. Finansovyy zhurnal – Financial Research Institute. Financial Journal*, 6 (40), 25–39 (in Russ.). URL: https://www.finjournal-nifi.ru/images/FILES/Journal/Archive/2017/6/articles/fm_2017_6__02.pdf?ysclid=mmvvpv49121454115808.
2. Belova M.T. (2022). Bond loans as a method of financial borrowing for the subjects of the Russian Federation. *Innovatsionnoe ekonomicheskoe razvitiye – Innovative economic development*, 1–2, 237–245 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_48558214_37707192.pdf.
3. Deryugin A.N., Nazarov V.S. et al. (2014). Formation of consolidated budgets of the subjects of the Russian Federation in the medium term: problems and solutions. *Nauchno-issledovatel'skiy finansovyy institut. Finansovyy zhurnal – Financial Research Institute. Financial Journal*, 3 (21), 5–19 (in Russ.). URL: https://www.nifi.ru/images/FILES/Journal/Archive/2014/3/01_3_2014.pdf?ysclid=mmvpxp4mw8483462776.
4. Ermak A., Sulima M. (2025). Bond Market: Ended One of the Worst Years on a Positive Note. Bond Market Review for 2024. OOO “BK REGION” – “BK REGION” LLC. Moscow, 50 p. (in Russ.). URL: https://region.broker/upload/iblock/f54/Рынок_облигации_2024.pdf.
5. Kadochnikov D.V., Oding N.Yu. et al. (2023). Loan and investment activity of Russian regions: problems of regulation and opportunities for activation. *Zhurnal Institucional'nykh Issledovaniy – Journal of Institutional Research*, 15 (3), 61–78 (in Russ.). <https://doi.org/10.17835/2076-6297.2023.15.3.061-078>.
6. Zubarevich N.V. (2022). Regions of Russia in new economic conditions. *Zhurnal Novoi ekonomicheskoi assotsiatsii – Journal of the New Economic Association*, 3 (55), 226–234 (in Russ.). <https://doi.org/10.31737/2221-2264-2022-55-3-15>.
7. Karavaeva N.M. (2023). Theoretical foundations of public debt. *Vestnik Prikamskogo sotsial'nogo instituta – Bulletin of the Prikamsky Social Institute*, 3 (96), 69–75 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_55377535_59803445.pdf.
8. Lozhechko A.S. (2023). Analysis of the practice of providing budget loans in the Russian Federation. *Finansovaya zhizn' – Financial life*, 4, 70–74 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_56006607_12194192.pdf.
9. Milchakov M.V. (2016). Regional budgets: formation of public debt and financing of expenditures. *Nauchno-issledovatel'skiy finansovyy institut. Finansovyy zhurnal – Financial Research Institute. Financial Journal*, 3 (31), 66–78 (in Russ.). <https://doi.org/10.26456/2219-1453/2024.4.017-029>.
10. Perekhod S.A., Rybina A.A. et al. (2024). Analysis of the impact of the Russian budget deficit on the interest rate and inflation. *Vestnik Tverskogo gosudarstvennogo universiteta. Seriya: Ekonomika i upravlenie – Bulletin of Tver State University. Series: Economics and Management*, 4 (68), 17–29 (in Russ.). <https://doi.org/10.26456/2219-1453/2024.4.017-029>.
11. Savatyugin A.L. (2025). Report on the results of the expert-analytical event “Analysis of changes in the state debt of the constituent entities of the Russian Federation and the effectiveness of the use of budget loans provided from the federal budget in 2022–2024”. The Accounts Chamber of the Russian Federation. Moscow (M.), 51 p. (in Russ.). URL: https://ach.gov.ru/upload/iblock/0c7/wg5d7vv6exddd1urdeg06ao6pz3sd76/Otchet_Gosdolg.pdf?ysclid=mmvqbosuj1499209085.
12. Soldatkin S.N. (2015). The effectiveness of regional debt policy through the prism of investment activity. *Regional'naya ekonomika: teoriya i praktika – Regional economics: theory and practice*, 30, 46–57 (in Russ.). <https://doi.org/10.37539/2782-3075.2023.15.3.002>.
13. Soldatkin S.N., Mikhel Yu.V. (2023). The state of emission activity of subjects of the Far Eastern Federal District. *Natsrazvitiye. Nauka i obrazovanie – National Development. Science and education*, 3 (15), 26–30 (in Russ.). <https://doi.org/10.37539/2782-3075.2023.15.3.002>.
14. Brochado A., Dougherty S. (2024). Subnational Debt in Turbulent Times. Paris: OECD Publishing, 45 p. URL: <https://ideas.repec.org/p/oec/ctpaab/47-en.html>.
15. Eyraud L., Gomez Sirera R. (2015). Constraints on Subnational Fiscal Policy. Washington, DC: International Monetary Fund, 43 p. URL: https://www.researchgate.net/publication/268197140_Constraints_on_Subnational_Fiscal_Policy_Chapter_3_in_Designing_a_European_Fiscal_Union_Routledge.ed.
16. Kornai J. (1986). The Soft Budget Constraint. *Kyklos*, 39 (1), p. 3–30. URL: https://www.kornai-janos.hu/media/konyvek_cikkek/w20825/Kornai1986_The_Soft_budget_Constraint_-_Kyklos.pdf.
17. Kornai J., Maskin E. et al. (2003). Understanding the Soft Budget Constraint. *Journal of Economic Literature*, 41 (4), 1095–1136. <https://doi.org/10.1257/jel.41.4.1095>.
18. Musgrave R. (1959). *The Theory of Public Finance: A Study in Public Economy*. New York: McGraw-Hill. URL: https://books.google.ru/books/about/The_Theory_of_Public_Finance.html?hl=ru&id=5wCzAAAAIAAJ&redir_esc=y.
19. Pisauro G. (2001). Intergovernmental Relations and Fiscal Discipline: Between Commons and Soft Budget Constraints. Washington, DC: International Monetary Fund, 31 p. <https://doi.org/10.5089/9781451848687.001>.
20. Oates W. (1972). *Fiscal Federalism*. New York: Harcourt Brace Jovanovich. URL: <https://archive.org/details/fiscalfederalism0000oate/page/n5/mode/2up>.
21. Ianchovichina E. (2008). Subnational fiscal sustainability analysis. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-3947>.

22. Rodden J. (2005). Hamilton's Paradox: The Promise and Peril of Fiscal Federalism. Cambridge: Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511616075>.
23. Vammalle C., Ahrend R. et al. (2014). Creating Fiscal Space for Public Investment. OECD Regional Development Working Papers, No. 2014/06. Paris: OECD Publishing. 45 p. <https://doi.org/10.1787/5jz3zvxc53bt-en>.
24. Boadway R., Shah A. (2007). Intergovernmental Fiscal Transfers: Theory and Practice. The World Bank, Washington DC. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/36b06999-a22b-5b48-9f60-44366799361f/content>.
25. Ter-Minassian T. (2015). Promoting Responsible and Accountable Fiscal Decentralization. Edward Elgar Publishing. 2015, 437–458. <https://doi.org/10.4337/9780857932297.00024>.
26. Zhang M., Barnett S. (2014). Fiscal Decentralization and Local Government Debt in China. IMF Working Paper, 14/4. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1404.pdf>.

Информация об авторах

Самир Юрьевич Цику, стажер-исследователь Института исследований социально-экономических трансформаций и финансовой политики, лаборант-исследователь Института финансовых исследований Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, г. Москва

Сергей Александрович Переход, заведующий лабораторией «Фининвест» кафедры финансовых рынков и финансового инжиниринга Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, г. Москва

Information about the authors

Samir Yu. Tsiku, Research Intern of the Institute for Research on Socioeconomic Transformations and Financial Policy, Research Assistant of the Institute for Financial Research, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow

Sergey A. Perekhod, Head of the Fininvest Laboratory, Department of Financial Markets and Financial Engineering, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow

Статья поступила в редакцию 10.11.2025
Одобрена после рецензирования 22.01.2026
Принята к публикации 25.03.2026

The article submitted November 10, 2025
Approved after reviewing January 22, 2026
Accepted for publication March 25, 2026