ISSN 2075-1990 (Print)
ISSN 2658-5332 (Online)

Финансовый журнал

Научно-практическое издание

Выходит 6 раз в год. Издается с июля 2009 г.

DOI: 10.31107/2075-1990-2026-5

Том 18
№ 5
2026

Главный редактор
Г. Г. Покатович

врио директора Научно-исследовательского финансового института
Министерства финансов Российской Федерации,
кандидат экономических наук

Учредитель и издатель

федеральное государственное бюджетное учреждение
«Научно-исследовательский финансовый институт
Министерства финансов Российской Федерации»

Адрес: Настасьинский пер., д. 3, стр. 2, Москва 125375, Россия
Тел. (495) 699-74-14
E-mail: mail@nifi.ru
Сайт: www.nifi.ru

ISSN 2075-1990 (Print), **ISSN 2658-5332** (Online).

Свидетельство о регистрации СМИ от 08.05.2019 ПИ № ФС77-75704, выдано Федеральной службой по надзору в сфере связи, информационных технологий и массовых коммуникаций (Роскомнадзор).

Издание включено:
— в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ) с 2009 г.;
— в базу научного цитирования Russian Science Citation Index (RSCI);
— в Перечень рецензируемых научных изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук, на соискание ученой степени доктора наук;
— в Научную электронную библиотеку «КиберЛенинка»;
— в международный каталог периодических изданий Ulrich's Periodicals Directory;
— в международную базу научных журналов открытого доступа Open Academic Journals Index (OAJI);
— в международный каталог научных журналов открытого доступа Directory of Open Access Journals (DOAJ).

Тексты статей в открытом доступе размещаются:
— на официальном сайте журнала www.finjournal.ru;
— на портале Научной электронной библиотеки (НЭБ) eLIBRARY.RU;
— на портале Научной электронной библиотеки «КиберЛенинка»;
— в международной базе научных журналов открытого доступа Open Academic Journals Index (OAJI).

Статьи индексируются в международной базе данных Research Papers in Economics (RePEc) и в международном каталоге научных журналов открытого доступа Directory of Open Access Journals (DOAJ).

Все статьи проходят обязательное научное рецензирование и проверку на отсутствие элементов плагиата. Процедура рецензирования является анонимной и для рецензента, и для автора. **Ответственность за достоверность материалов статьи несут авторы.** Мнение редакции может не совпадать с мнением авторов. Опубликованные в номере статьи не представляют официальную позицию Минфина России и НИФИ Минфина России.

Статьям присваиваются цифровые идентификаторы объектов — DOI (Digital Object Identifier). Статьи публикуются БЕСПЛАТНО.

© Научно-исследовательский финансовый институт Министерства финансов Российской Федерации, 2026
© Financial Research Institute, 2026

Издательская этика

Редакция, Редакционная коллегия и Издатель «Финансового журнала» руководствуются общепринятыми международными стандартами этики научных публикаций, разработанными и утвержденными Комитетом по этике научных публикаций (Committee on Publication Ethics — COPE) и прилагают все усилия для полного их соблюдения.

Редакционная коллегия

Покатович Г. Г., кандидат экономических наук, врио директора НИФИ Минфина России, главный редактор «Финансового журнала» (г. Москва)

Вотинов А. И., кандидат экономических наук, руководитель Центра макроэкономических исследований НИФИ Минфина России, заместитель главного редактора «Финансового журнала» (г. Москва)

Кузнецов Ю. В., кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник Центра финансовой политики НИФИ Минфина России, заместитель главного редактора «Финансового журнала» (г. Москва)

Дробышевский С. М., доктор экономических наук, доцент, главный научный сотрудник научного направления «Макроэкономика и финансы» Института экономической политики им. Е. Т. Гайдара (г. Москва)

Кабир Л. С., доктор экономических наук, профессор, профессор РАН, главный научный сотрудник Центра международных финансов НИФИ Минфина России (г. Москва)

Климанов В. В., доктор экономических наук, доцент, директор Центра региональной политики Института прикладных экономических исследований РАНХиГС, директор Института реформирования общественных финансов, член Общественного совета при Минфине России (г. Москва)

Лаврикова Ю. Г., доктор экономических наук, доцент, директор Института экономики Уральского отделения РАН (г. Екатеринбург)

Малкина М. Ю., доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры экономической теории и методологии, руководитель Центра макро- и микроэкономики Нижегородского государственного университета им. Н. И. Лобачевского (г. Нижний Новгород)

Омельяновский В. В., доктор медицинских наук, профессор, генеральный директор Центра экспертизы и контроля качества медицинской помощи Минздрава России (г. Москва)

Пильник Н. П., кандидат экономических наук, заместитель декана факультета экономических наук НИУ ВШЭ (г. Москва)

Пинская М. Р., доктор экономических наук, профессор, руководитель Центра налоговой политики НИФИ Минфина России (г. Москва)

Трунин П. В., доктор экономических наук, ведущий научный сотрудник научного направления «Макроэкономика и финансы» Института экономической политики им. Е. Т. Гайдара (г. Москва)

Швандар К. В., доктор экономических наук, руководитель Центра перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов НИФИ Минфина России (г. Москва)

Financial Journal

ISSN 2075-1990 (Print)
ISSN 2658-5332 (Online)

Scientific and Practical Journal

The Journal is issued 6 times a year.
Published since July 2009.

DOI: 10.31107/2075-1990-2026-5

Vol. 18
No. 5
2026

Gleb G. Pokatovich. Editor in Chief
Acting Director of the Financial Research Institute, Candidate of Economic Sciences

Founder and Publisher — Financial Research Institute
Address: 3, bldg. 2, Nastasyinsky Lane, Moscow 125375, Russian Federation
Phone: + 7 495 6997414
E-mail: mail@nifi.ru
Website: www.nifi.ru

Editorial Office Address:
3, bldg. 2, Nastasyinsky Lane, Moscow 125375, Russian Federation
Phone: + 7 495 6997683
E-mail: finjournal@gmail.com
Website: www.finjournal-nifi.ru

The Journal publishes studies on the following topics: public finance (budget system, intergovernmental relations, development and implementation of fiscal, monetary and tax policies etc.), financial markets, insurance, banking, accounting and auditing, financial control, statistics, macroeconomic modelling, and international finance.

The Journal is published mainly in Russian with English summaries and bibliographical information. All articles are assigned Digital Object Identifiers (DOIs). Articles are published for FREE.

All articles are reviewed. Decisions about the publishing of articles are based on a double-blind review process. Opinions of the authors may not coincide with the opinion of the publisher.

The Journal is issued 6 times a year (in February, April, June, August, October, and December).

The articles are publicly available on the Financial Journal website, www.finjournal-nifi.ru, and at on the Open Academic Journals Index (OAJI). Journal articles are indexed in the international database RePEc (Research Papers in Economics) and in the international catalog DOAJ (Directory of Open Access Journals). The Journal is included in Ulrich's Periodicals Directory.

Publishing Ethics

The Editorial Office, Editorial Board and Publisher of the Financial Journal are guided by generally accepted international standards for the ethics of scientific publications developed and approved by the Committee on Publication Ethics (COPE), and make every effort to fully comply with them.

Editorial Board

Gleb G. Pokatovich, Candidate of Economic Sciences, Acting Director of the Financial Research Institute, Editor in Chief of the Financial Journal (Moscow, Russian Federation)

Anton I. Votinov, Candidate of Economic Sciences, Head of the Center for Macroeconomic Research at the Financial Research Institute, Deputy Editor in Chief of the Financial Journal (Moscow, Russian Federation)

Yuriy V. Kuznetsov, Candidate of Economic Sciences, Leading Researcher at the Center for Financial Policy of the Financial Research Institute, Deputy Editor in Chief of the Financial Journal (Moscow, Russian Federation)

Sergey M. Drobyshevsky, Doctor of Economic Sciences, Docent, Chief Researcher of the "Macroeconomics and Finance" Division at Gaidar Institute for Economic Policy (Moscow, Russian Federation)

Ludmila S. Kabir, Doctor of Economic Sciences, Professor, Professor of the Russian Academy of Sciences, Chief Researcher at the Center for International Finance of the Financial Research Institute (Moscow, Russian Federation)

Vladimir V. Klimanov, Doctor of Economic Sciences, Docent, Director of the Regional Policy Center, Institute of Applied Economic Research, RANEPA; Director of the Institute for Public Finance Reform, Member of the Public Council under the Ministry of Finance of the Russian Federation (Moscow, Russian Federation)

Yuliya G. Lavrikova, Doctor of Economic Sciences, Docent, Director of the Institute of Economics of the Ural Branch at the Russian Academy of Sciences (Ekaterinburg, Russian Federation)

Marina Yu. Malkina, Doctor of Economic Sciences, Professor, Professor of the Department of Economic Theory and Methodology, Head of the Center for Macro and Microeconomics, Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod (Nizhny Novgorod, Russian Federation)

Vitaly V. Omelyanovskiy, Doctor of Medical Sciences, Professor, Director General of the Center for Healthcare Quality Assessment and Control of the Ministry of Health of the Russian Federation (Moscow, Russian Federation)

Nikolay P. Pilnik, Candidate of Economic Sciences, Deputy Dean of the Faculty of Economic Sciences, HSE University (Moscow, Russian Federation)

Milyausha R. Pinskaya, Doctor of Economic Sciences, Professor, Head of the Center for Tax Policy of the Financial Research Institute (Moscow, Russian Federation)

Pavel V. Trunin, Doctor of Economic Sciences, Leading Researcher of the "Macroeconomics and Finance" Division at Gaidar Institute for Economic Policy (Moscow, Russian Federation)

Kristina V. Shvandar, Doctor of Economic Sciences, Head of the Advanced Financial Planning, Macroeconomic Analysis and Finance Statistics Center of the Financial Research Institute (Moscow, Russian Federation)

© Financial Research Institute, 2026

Содержание

Финансовый рынок

К. М. Озеров, И. А. Озерова, С. В. Кутенко
Устойчивость прогнозов кредитных рейтингов
в условиях ограниченности данных 8

Ю. Р. Ичкитидзе, А. В. Попов
CAPM российского рынка:
результаты забытой кросс-секционной регрессии 25

Н. Г. Вовченко, О. Б. Иванова, С. А. Литвинова
Институциональная архитектура устойчивого
ипотечного финансирования в России 43

Страхование

Д. С. Туленты
Страхование рисков ВЭД как инструмент обеспечения
страховой безопасности и фактор роста российского рынка 60

Международные финансы

И. А. Балюк, М. А. Балюк
Альтернативные системы международных расчетов:
реальность и перспективы 77

М. В. Петров
Формирование офшорных рынков валют развивающихся стран 92

Муниципальные финансы

В. А. Вантрусов, К. В. Гермашева
Финансовая устойчивость городов России 106

Финансы здравоохранения

С. А. Ковалева, О. А. Волкова, Е. А. Капустина,
Д. Н. Пустовалов, Д. В. Федяев, В. В. Омельяновский
Экономическая оценка порядков оказания медицинской помощи:
методология и практическое применение 123

Contents

Financial Market

K.M. Ozerov, I.A. Ozerova, S.V. Kutenko
Robustness of Credit Rating Outlooks
under Data Scarcity Conditions 8

Yu.R. Ichkitidze, A.V. Popov
CAPM of the Russian Market:
Results of the Missed Cross-Sectional Regression 25

N.G. Vovchenko, O.B. Ivanova, S.A. Litvinova
Institutional Architecture of Sustainable Mortgage Financing
in Russia 43

Insurance

D.S. Tulenty
Foreign Trade Risk Insurance as a Tool of Insurance Security
and a Factor in the Growth of the Russian Market 60

International Finance

I.A. Balyuk, M.A. Balyuk
Alternative International Settlement Systems:
Reality and Prospects 77

Maksim V. Petrov
Formation of Offshore Markets of Developing Countries' Currencies 92

Municipal Finance

V.A. Vantrusov, K.V. Germasheva
Financial Sustainability of Russian Cities 106

Healthcare Finance

S.A. Kovaleva, O.A. Volkova, E.A. Kapustina,
D.N. Pustovalov, D.V. Fedyaev, V.V. Omelyanovskiy
Economic Evaluation of Medical Care Procedures:
Methodology and Practical Application 123

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-8-24

CC BY

Устойчивость прогнозов кредитных рейтингов в условиях ограниченности данных

Кирилл Михайлович Озеров
E-mail: k.m.ozerov@gmail.com, ORCID: 0009-0003-2965-9255
Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», г. Москва, Российская Федерация
Ирина Александровна Озерова
E-mail: i.ozerova.work@gmail.com, ORCID: 0000-0002-9522-4220
АО «АЛЬФА-БАНК», Департамент валидации и управления модельным риском, г. Москва, Российская Федерация
Сергей Викторович Кутенко
E-mail: sergey.kutenko@acra-ratings.ru, ORCID: 0009-0004-6680-8894
АКРА (АО), Методологическая группа, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация
Кредитные рейтинги являются фундаментальной основой для оценки кредитного качества эмитента или эмиссии на горизонте от года до полутора лет. Предполагается, что в течение данного периода кредитоспособность объекта рейтинга не должна существенно измениться, в противном случае на направление возможного изменения будет указывать прогноз кредитного рейтинга. Хотя прогнозы дополняют кредитные рейтинги, в работах, посвященных последним, им не уделялось достаточного внимания. В настоящей статье анализируется устойчивость кредитных рейтингов после присвоения различных типов прогнозов или постановки рейтинга на пересмотр на основе данных о рейтинговых действиях четырех российских рейтинговых агентств с 2016 по 2026 г. Было обнаружено, что прогнозы рейтингов являются не менее важным компонентом рейтингового действия, чем сам кредитный рейтинг. В частности, при негативном прогнозе около 39% кредитных рейтингов снижаются на горизонте полутора лет. Выявлена сильная и устойчивая связь между негативным прогнозом и долей дефолтов: около 9% эмитентов допускают дефолт в течение года после присвоения негативного прогноза, что сопоставимо с дефолтностью для рейтингов от BB– до B по национальной шкале Российской Федерации. При сравнении полученных результатов с устойчивостью кредитных рейтингов, разделенных на более и менее надежные группы в соответствии с подходом Банка России, можно сделать вывод, что прогнозы (особенно позитивный, негативный и статус «рейтинг на пересмотре») предполагают значительно более вероятное движение рейтинга, чем непосредственно уровень рейтинга.

Ключевые слова: *рейтинговые агентства, моделирование кредитного риска, кредитные рейтинги, вероятность дефолта, прогнозы кредитных рейтингов*

JEL: *G24, G28, G32*

Финансирование: *исследование выполнено в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ.*

Для цитирования: *Озеров К. М., Озерова И. А. и др. Устойчивость прогнозов кредитных рейтингов в условиях ограниченности данных // Финансовый журнал. 2026. Т. 18. № 5. С. 8–24. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-8-24.*

© Озеров К. М., Озерова И. А., Кутенко С. В., 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-8-24

Robustness of Credit Rating Outlooks under Data Scarcity Conditions

Kirill M. Ozerov[1], ***Irina A. Ozerova***[2], ***Sergey V. Kutenko***[3]

[1] *HSE University, Moscow, Russian Federation*
[2] *AO "ALFA-BANK", Moscow, Russian Federation*
[3] *ACRA (JSC), Moscow, Russian Federation*

[1] *k.m.ozerov@gmail.com, https://orcid.org/0009-0003-2965-9255*
[2] *i.ozerova.work@gmail.com, https://orcid.org/0000-0002-9522-4220*
[3] *sergey.kutenko@acra-ratings.ru, https://orcid.org/0009-0004-6680-8894*

Abstract
Credit ratings are a fundamental basis for assessing the credit quality of an issuer or issue over a one to one-and-a-half-year horizon. It is assumed that during this period, the creditworthiness of the rated object should not change significantly; otherwise, the direction of possible changes will be indicated by the rating outlook. Being an extension of a credit rating, outlooks have not been in the main research focus of various articles devoted to credit ratings. This paper analyzes the stability of credit ratings after assignment of different types of outlooks or placement under review status using rating actions data of four Russian rating agencies between 2016 and 2026. It was found that rating outlooks are no less important than the credit rating itself. Specifically, with a negative forecast, approximately 39% of credit ratings decline within a year-and-a-half horizon. A strong and robust link has been identified between a negative forecast and default rates: almost 9% of issuers default within a year following the assignment of a negative forecast, which is comparable to the default rate for ratings ranging from BB− to B on the national scale for the Russian Federation. When comparing these results with the stability of credit ratings divided into "more creditworthy" and "less creditworthy" groups according to the Central Bank of Russia's approach, it can be concluded that forecasts (especially positive, negative, and "rating under review") imply a more probable movement of the rating compared to its level directly.

Keywords: *rating agencies, credit risk modeling, credit scores, probability of default, credit score projections*

JEL: *G24, G28, G32*

Funding: *Research conducted under the Fundamental Research Program of HSE University.*

For citation: *Ozerov K.M., Ozerova I.A. et al. (2026). Robustness of Credit Rating Outlooks under Data Scarcity Conditions. Financial Journal, 18 (5), 8–24 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-8-24.*

© Ozerov K.M., Ozerova I.A., Kutenko S.V., 2026

ВВЕДЕНИЕ

В настоящее время кредитные рейтинги полностью интегрированы в международную систему риск-менеджмента. На их основе регуляторы устанавливают критерии допуска профессиональных участников рынка к отдельным видам деятельности, банки внедряют их в свои скоринговые модели, инвесторы оценивают свой риск-аппетит. Однако, помимо присвоения кредитного рейтинга, рейтинговое действие, как правило, включает дополнительный компонент, который сигнализирует вероятное направление изменения кредитного рейтинга — прогноз кредитного рейтинга (rating outlook) или статус «рейтинг на пересмотре» (rating watch).

Прогноз кредитного рейтинга является мнением кредитных рейтинговых агентств о вероятном изменении этого показателя в течение определенного временно́го интервала. Прогнозы кредитных рейтингов присваиваются на сопоставимых горизонтах: 1–2 года у международных агентств[1] и 12–18 месяцев — у национальных[2]. Прогноз кредитного рейтинга может быть позитивным, негативным, стабильным и развивающимся. Позитивный и негативный прогнозы предполагают высокую вероятность повышения или понижения кредитного рейтинга в течение соответствующего временного интервала, стабильный — его сохранения. Развивающийся прогноз предполагает разнонаправленное движение рейтинга: стабильность, повышение или понижение. Прогноз кредитного рейтинга не присваивается финансовым инструментам, поскольку кредитный рейтинг эмиссии является производным от кредитного рейтинга эмитента.

Кроме прогноза по кредитному рейтингу, рейтинговое агентство может присвоить эмитенту рейтинговый статус «рейтинг на пересмотре». Его присвоение базируется на идентифицируемых событиях и краткосрочных или среднесрочных трендах, способных повлиять на уровень кредитоспособности рейтингуемого лица или кредитного качества финансового обязательства.

Исследования, посвященные статусу «рейтинг на пересмотре» и прогнозам, указывают на существенное влияние данного фактора на различные рыночные показатели. Авторы работ [Norden, Weber, 2004; Hand, Holthausen et al., 1992] доказали, что прогнозы Moody's и S&P для корпоративных эмитентов в большей степени коррелируют с повышенной аномальной доходностью облигаций и акций, чем фактические изменения рейтингов. Другие авторы [Ismailescu, Kazemi, 2010; Ferreira, Gama, 2007; Gande, Parsley, 2005] подчеркивают, что изменение прогноза суверенных рейтингов является более информативным сигналом для рынка, чем изменение рейтинга в целом. В отличие от уровня кредитного рейтинга, который отражает текущую оценку кредитоспособности, прогноз несет информацию о его ожидаемой траектории, поэтому является информативным сигналом для рынка о наличии положительного или отрицательного развития эмитента или суверена. Исследовано также влияние различных политических факторов на прогноз кредитного рейтинга [Sonenshine, Kumari, 2022]. Авторы последней работы тестировали гипотезы на развивающихся странах и пришли к выводу, что улучшение некоторых факторов политического риска оказывает в целом положительное влияние на прогноз кредитного рейтинга. Однако этот результат зависит от страны и ее уровня финансового риска в целом.

Большая часть научной литературы направлена на прогнозирование или моделирование кредитного рейтинга, а также на исследование методологии рейтинговых агентств. В частности, после кризиса 2007–2008 гг. стали относительно популярными моделирование уровней кредитных рейтингов и предсказание их значений [Карминский, 2015; Doumpos, Niklis et al., 2015; Tichy, Lannoo et al., 2011; Pagano, Volpin et al., 2010]. Именно после этих событий появился широкий спектр научных публикаций, посвященных самим рейтинговым агентствам, их методологии, а также моделированию кредитных рейтингов в целом. Прежде такое моделирование базировалось на сравнении результатов, полученных на основании дискриминационного анализа, логистической регрессии, а также дерева принятия решений [Thomas, 2000]. Отдельно стоит выделить работы, посвященные

---

[1] *Fitch Ratings. Ratings Definitions. Sep. 2025. URL: fitchratings.com; Moody's Investors Service. Moody's Rating Symbols & Definitions. 2025. URL: moodys.com; S&P Global Rating. Global Rating Definitions. Dec. 2025. URL: spglobal.com.*

[2] *Основные понятия, используемые Аналитическим Кредитным Рейтинговым Агентством в рейтинговой деятельности: [методологический документ] / АКРА. Ноябрь 2025; Основные понятия, используемые НКР в методологической и рейтинговой деятельности: [методологический документ] / НКР. 2025.*

прогнозированию дефолтов российских банков. В статье [Пересецкий, 2013] строятся модели бинарного и множественного выбора для оценки вероятности отзыва лицензий на основе макроэкономических и финансовых показателей. В работе [Синельникова-Мурылева, Горшкова и др., 2018] сравнивается прогнозная сила логистической регрессии и алгоритма случайного леса на основе данных 2015–2016 гг. Второй из указанных методов продемонстрировал более высокую точность. В последнее время набирают популярность исследования, в которых авторы используют различные нейронные сети для предсказания кредитного рейтинга [Tavakoli, Chandra et al., 2025], а также сравнивают качество таких моделей с уже известными моделями машинного обучения [Drinkall, Pierrehumbert et al., 2025; Darwish, 2025]. Нейронные сети при этом используются для проверки влияния текстовых переменных, относящихся к стенограммам конференц-звонков, посвященных финансовым результатам и новостям, на точность предсказания рейтинга. Результаты исследований приводят к разным выводам в отношении целесообразности использования нейронных сетей в прогнозных моделях. Однако их объединяет одно: необходимо правильно отбирать переменные для итоговой модели, в роли которой выступает модель машинного обучения.

Вышеупомянутые исследования неявно базируются либо на предположении о наличии модельной ошибки в методологиях кредитных рейтинговых агентств [Tichy, Lannoo et al., 2011; Pagano, Volpin et al., 2010], либо на возможности замещения части непубличных данных, которые используются в рейтинговом анализе, публичными [Doumpos, Niklis et al., 2015; Mizen, Tsoukas, 2012]. Эти предположения могут подтверждаться в отдельных исследованиях на коротких горизонтах. Однако зачастую упускается тот факт, что в соответствии с законодательными требованиями Банка России[3], а также Базеля III[4] кредитные рейтинги должны удовлетворять свойствам оценок через цикл (through-the-cycle). Свойство оценок через цикл является тождественным долгосрочности кредитных рейтингов, именно поэтому в части исследований, например в [Hwang, 2013; Hwang, Chung et al., 2010], более краткосрочные модели показывают бóльшую разделительную способность, чем кредитные рейтинги. Иными словами, фундаментальные принципы рейтинговых методологий не изменились с 2007–2008 гг. [Pertaia, Prokhorov et al., 2022], однако определенные выводы из кризиса все же были сделаны: методологии как международных[5], так и национальных[6] рейтинговых агентств стали в большей степени учитывать эффекты остаточного риска (tail-risk dependency), в частности вызванного повышенной концентрацией портфеля.

Таким образом, вопросы применения кредитных рейтингов достаточно подробно исследованы в научной литературе, однако прогноз кредитного рейтинга до сих пор не был предметом специального научного исследования. Существующие работы охватывали данную тематику лишь в контексте влияния различных факторов на прогноз. Настоящее исследование заполняет этот пробел. В следующем разделе изложена методология

---

[3] *Указание Банка России от 23.10.2023 № 6583-У // СПС «КонсультантПлюс». URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_463739/.*

[4] *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems (revised version June 2011) / Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). Basel, 2011. URL: https://www.bis.org/publications/201106-standards-basel-iii-global-regulatory-framework-more-resilient-banks-and-banking-systems-revised-version-june-2011.*

[5] *Structured Finance Criteria / Fitch Ratings. Oct. 2025. URL: https://www.fitchratings.com/criteria/structured-finance.*

[6] *Методология присвоения рейтингов финансовой надежности страховым компаниям // АО «Эксперт РА»: официальный сайт. Февраль 2026. URL: https://raexpert.ru/ratings/methods/insurance; Методология присвоения кредитных рейтингов инструментам и обязательствам структурированного финансирования по национальной шкале для Российской Федерации // АКРА: официальный сайт. Декабрь 2025. URL: https://www.acra-ratings.ru/criteria/414/.*

оценки устойчивости кредитных рейтингов при присвоении различных прогнозов либо установлении статусов, далее приводится обзор российской рейтинговой отрасли и описывается порядок формирования данных о кредитных рейтингах и их прогнозах, а затем представлен анализ динамики кредитных рейтингов с 2016 по 2026 г. с различными прогнозами или статусами на различных временных горизонтах; в заключении содержатся выводы по результатам исследования.

МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Стабильность (устойчивость[7]) кредитных рейтингов традиционно оценивается на основе матриц миграций. Последние в большинстве случаев строятся на основе когортного метода: в начале когорты фиксируются кредитные рейтинги портфеля, в конце когорты анализируются их изменения на установленном горизонте, а также количество объектов рейтинга, допустивших дефолт [Moody's, 1990; Altman, 1989]. Несмотря на простоту расчета и гибкость представления результатов с помощью когортного метода, был отмечен ряд его недостатков, основным из которых является отсутствие возможности учета жизненного цикла рейтинга внутри когорты [Kutenko, Ozerov, 2024; Monari, Otieno Orwa et al., 2016; Lando, Skødeberg, 2002]. В отличие от анализа стабильности самих кредитных рейтингов, для оценки устойчивости прогнозов кредитных рейтингов когортный метод составления матрицы миграции не подходит: условный временной интервал изменения кредитного рейтинга после установления прогноза или статуса действует с момента присвоения, а не с момента открытия когорты. Поэтому требуется анализировать каждое рейтинговое действие в отношении эмитента и для каждого отдельного рейтинга оценивать его изменение в течение определенного временного интервала с момента присвоения. В подобных случаях неизбежно возникают ситуации, когда в течение временного интервала было совершено несколько рейтинговых действий в отношении одного эмитента. В данном случае каждое рейтинговое действие рассматривается по отдельности. Например, предположим, что временной интервал составляет 12 месяцев и 1 февраля по эмитенту был присвоен кредитный рейтинг A– с негативным прогнозом, а 10 июля рейтинг был понижен до BBB+ со стабильным прогнозом, после чего рейтинг оставался неизменным. Для наблюдения от 1 февраля фиксируется понижение рейтинга после негативного прогноза на горизонте 12 месяцев, а для наблюдения от 10 июля — сохранение рейтинга после стабильного прогноза.

Таким образом, устойчивость прогнозов кредитных рейтингов для каждого варианта прогноза оценивается как отношение числа повышений, сохранений, понижений и отзывов кредитных рейтингов на определенном временном интервале к совокупному количеству рейтингов с определенным вариантом прогноза. Матрица устойчивости прогнозов кредитных рейтингов задается следующей формулой:

$$M^{\%}_{outlook}(T) = \begin{pmatrix} \frac{\sum_{k=1}^{K_{pos}} m_k \times I_T(+)}{\sum_{k=1}^{K_{pos}} m_k} & \frac{\sum_{k=1}^{K_{pos}} m_k \times I_T(0)}{\sum_{k=1}^{K_{pos}} m_k} & \frac{\sum_{k=1}^{K_{pos}} m_k \times I_T(-)}{\sum_{k=1}^{K_{pos}} m_k} & \frac{\sum_{k=1}^{K_{pos}} m_k \times I_T(WD)}{\sum_{k=1}^{K_{pos}} m_k} \\ \frac{\sum_{k=1}^{K_{sta}} m_k \times I_T(+)}{\sum_{k=1}^{sta} m_k} & \frac{\sum_{k=1}^{K_{sta}} m_k \times I_T(0)}{\sum_{k=1}^{K_{sta}} m_k} & \frac{\sum_{k=1}^{K_{sta}} m_k \times I_T(-)}{\sum_{k=1}^{K_{sta}} m_k} & \frac{\sum_{k=1}^{K_{sta}} m_k \times I_T(WD)}{\sum_{k=1}^{K_{sta}} m_k} \\ \frac{\sum_{k=1}^{K_{neg}} m_k \times I_T(+)}{\sum_{k=1}^{K_{neg}} m_k} & \frac{\sum_{k=1}^{K_{neg}} m_k \times I_T(0)}{\sum_{k=1}^{K_{neg}} m_k} & \frac{\sum_{k=1}^{K_{neg}} m_k \times I_T(-)}{\sum_{k=1}^{K_{neg}} m_k} & \frac{\sum_{k=1}^{K_{neg}} m_k \times I_T(WD)}{\sum_{k=1}^{K_{neg}} m_k} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \end{pmatrix}, \quad (1)$$

[7] *Под устойчивостью кредитного рейтинга понимается его способность оставаться неизменным на заданном временно́м горизонте.*

где $M^{\%}_{outlook}(T)$ — число ее строк, количество вариантов прогнозов / статусов, число столбцов, количество типов рейтинговых действий (в данном случае есть четыре типа рейтинговых действий — повышение, сохранение, понижение и отзыв рейтинга);
$\sum_{k=1}^{K_{(\cdot)}} m_k$ — совокупное количество рейтинговых действий с вариантом прогноза / статуса, соответствующим нижнему индексу (pos / sta / neg — позитивный / стабильный / негативный) при переменной K;
$I_T(+/0/-/WD)$ — функция индикатора, принимающая значение 1, если кредитный рейтинг был соответственно повышен / не изменен / понижен / отозван на временном интервале T, 0 — в ином случае.

Авторы статьи ожидают, что на горизонте 12–18 месяцев доля повышений после позитивного прогноза будет превышать иные виды динамики кредитного рейтинга. Аналогично доля понижений будет выше после негативного прогноза, при этом возможен также рост доли отзывов кредитного рейтинга.

Доверительный интервал для каждого элемента матрицы (1) может быть рассчитан с помощью метода Монте-Карло с марковскими цепями (далее — MCMC) [Metropolis, Rosenbluth et al., 1953]. Учитывая особенности данных (панельную структуру с гетерогенным распределением рейтинговых действий во времени), для применения метода MCMC требуется семплировать не отдельные рейтинговые действия, а целиком жизненный цикл уникальных эмитентов. Таким образом для каждой итерации бутстрапа формируется псевдоподвыборка из первоначальной выборки с меньшим числом уникальных эмитентов (70% совокупного числа уникальных эмитентов). На каждой псевдоподвыборке рассчитывается псевдоматрица $M^{\%}_{outlook}(T)$, затем формируется α% доверительный интервал для каждого элемента $\hat{m}_i$ псевдоматриц $M^{\%}_{outlook}(T)$.

Доверительный интервал может также быть рассчитан с помощью метода Вальда [Hanson, Schuermann, 2006].

$$CI_{\alpha,i} = \hat{m}_i \pm \kappa_\alpha \sqrt{\frac{\hat{m}_i \times (1-\hat{m}_i)}{N_i}}, \quad (2)$$

где $CI_{\alpha,i}$ — α% доверительный интервал для элемента $\hat{m}_i$ из матрицы $M^{\%}_{outlook}(T)$;
κ_α — квантиль стандартного нормального распределения $\Phi\left(1-\frac{\alpha}{2}\right)$;
N_i — количество наблюдений, используемых для расчета элемента $\hat{m}_i$.

ВЫБОРКИ ДАННЫХ РОССИЙСКОГО РЕЙТИНГОВОГО РЫНКА

Российский рейтинговый рынок представлен четырьмя кредитными рейтинговыми агентствами — «Эксперт РА», АКРА, НКР и НРА. По состоянию на начало 2026 г. российскими рейтинговыми агентствами присвоено примерно 1200 активных (не отозванных) кредитных рейтингов эмитентам и 1550 — эмиссия[8] по национальной шкале Российской Федерации. Из 1200 кредитных рейтингов эмитентов около 510 присвоено «Экспертом РА», 400 — АКРА, 175 — НКР и 115 — НРА. Около 270 эмитентов имеют кредитные рейтинги от двух и более российских рейтинговых агентств, причем почти во всех случаях хотя бы один из рейтингов — от «Эксперта РА» или АКРА. Таким образом, доля двух крупнейших рейтинговых агентств на начало 2026 г. в России составляет около 80% и практически не изменилась по сравнению с мартом 2025 г. Однако было бы неверно утверждать, что доля меньших КРА не меняется (рис. 1). В частности, после введения обновленного регулирования деятельности рейтинговых агентств Банком России

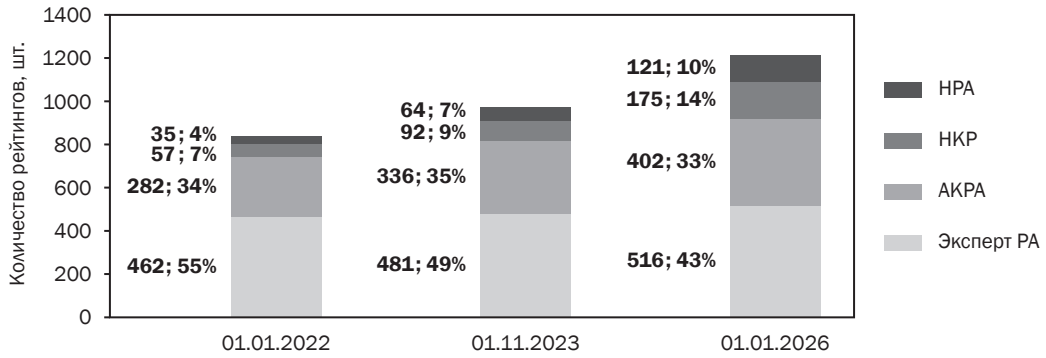
[8] *В рамках настоящей статьи рассматриваются только кредитные рейтинги эмитентов и их прогнозы. Кредитные рейтинги эмиссий являются производными от кредитных рейтингов эмитентов.*

в конце октября 2023 г.[9] доля меньших агентств по совокупному количеству активных кредитных рейтингов выросла с 11% на начало 2022 г. и 16% на ноябрь 2023 г. до 24% на начало 2026 г. Отметим, что характер роста существенно изменился после введения нового регулирования. Если по состоянию на начало 2022 г. малые КРА покрывали около 5% рейтингуемых лиц, у которых не было рейтинга «Эксперта РА» или АКРА (37 из 724 уникальных эмитентов имели рейтинги НКР или НРА, но не имели рейтингов ни АКРА, ни «Эксперта РА»), а на ноябрь 2023 г. — 8% (64 из 786), то по состоянию на начало 2026 г. — 15% (136 из 901).

Таким образом, в настоящее время меньшие КРА покрывают довольно ограниченную, но уникальную долю российского рейтингового рынка.

Рисунок 1

Российский рейтинговый рынок в динамике



Источник: рисунок и расчеты авторов по данным разделов «Рейтинги» национальных рейтинговых агентств «Эксперт РА», АКРА, НКР, НРА.

Для оценки динамики кредитных рейтингов и их прогнозов, присваиваемых российскими рейтинговыми агентствами, была сформирована выборка данных, где единицей наблюдения является кредитный рейтинг эмитента и его прогноз на определенную дату присвоения (рейтингового действия).

Выборка включает данные о 10 850 рейтинговых действиях четырех национальных рейтинговых агентств с 01.01.2016 по 01.01.2026. Из них 6465 рейтинговых действий произведены агентством «Эксперт РА», 3222 — АКРА, 729 — НКР и 434 — НРА. Выборка дополнительно обогащалась случаями дефолта после отзыва кредитного рейтинга «Эксперта РА»[10]. Распределение наблюдений по уровням рейтинга, присвоенного национальными рейтинговыми агентствами, представлено на рис. 2.

В целом распределение, представленное на рис. 2, похоже на колоколообразное с толстым хвостом в наивысшей категории ААА по национальной шкале. Данная характеристика свойственна национальным шкалам, кредитоспособность суверена которых отлична от ААА по международной шкале. Эмитенты, в первую очередь иностранные компании, получившие рейтинг от национальных агентств по российской рейтинговой шкале, чья

---

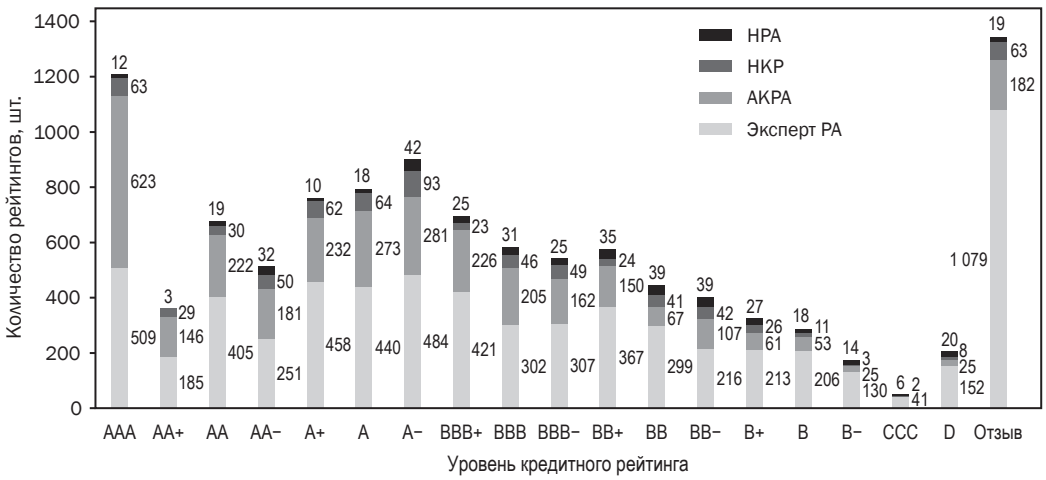
[9] *Указание Банка России от 23.10.2023 № 6583-У «О требованиях к содержанию положений, указанных в части 7 статьи 12 Федерального закона № 222-ФЗ, случаях, периодичности, сроках проведения кредитным рейтинговым агентством проверки качества методологии, требованиях к ее проведению, а также форме, порядке, сроках направления кредитным рейтинговым агентством в Банк России отчета по итогам проверки качества методологии, порядке оценки Банком России методологии кредитного рейтингового агентства на предмет соответствия законодательству Российской Федерации и нормативным актам Банка России» // Вестник Банка России. 2023. URL: https://cbr.ru/Queries/UniDbQuery/File/90134/3933.*

[10] *Использовались исторические данные об уровнях дефолта по рейтинговым категориям применяемых рейтинговых шкал: см. URL: https://raexpert.ru/about/disclosure/default-level-data/.*

кредитоспособность по международной шкале оценивается выше уровня суверена (в настоящем примере — Российской Федерации), автоматически получают уровень рейтинга ААА по национальной шкале Российской Федерации.

Рисунок 2

Рейтинговые действия национальных КРА с 2016 по 2026 г.



Примечание. Уровни рейтинга СС и С по национальной шкале Российской Федерации учитываются в столбце D, так как эмитенты с данным уровнем кредитного рейтинга, как правило, имеют признаки нарушения кредитоспособности.

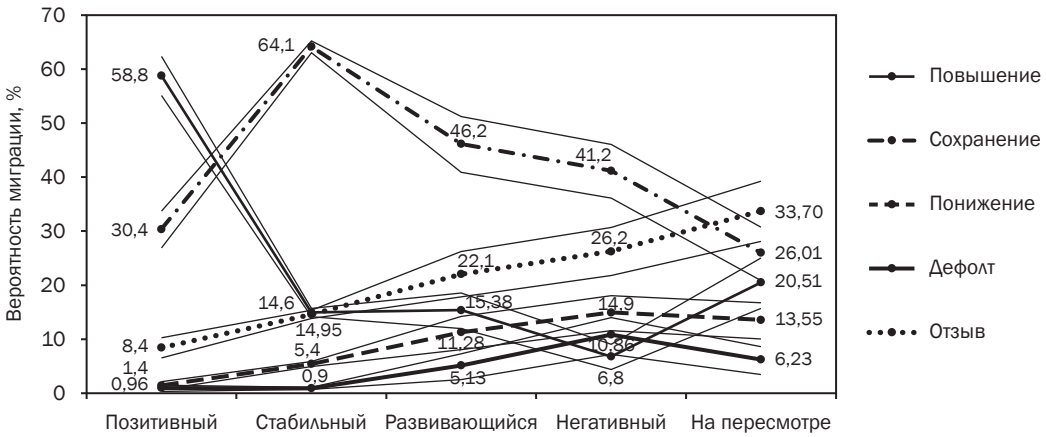
Источник: рисунок и расчеты авторов по данным разделов «Рейтинги» национальных рейтинговых агентств «Эксперт РА», АКРА, НКР, НРА.

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

В настоящем разделе представлен анализ устойчивости кредитных рейтингов на различных временных горизонтах при различных прогнозах российских рейтинговых агентств.

Рисунок 3

Устойчивость рейтингов на горизонте шести кварталов для различных прогнозов



Примечание. На рисунке сумма вероятностей по вариантам прогноза/статуса может отличаться от 100% ввиду округления.

Источник: расчеты и рисунок авторов.

На рис. 3 представлена вероятность повышения, сохранения, понижения, дефолта и отзыва кредитного рейтинга на горизонте 6 кварталов (18 месяцев) при наличии у эмитента различных вариантов прогнозов кредитного рейтинга или статуса «на пересмотре». На рис. 3 также представлен 95%-й доверительный интервал для каждой вероятности, рассчитанный с помощью метода MCMC на 10 000 итерациях.

Кредитные рейтинги 58,8% эмитентов, которым был присвоен позитивный прогноз, повышались на горизонте полутора лет, еще 30,4% не изменялись, 8,4% — отзывались и только 1,4% и 1% понижались либо им присваивался статус «Дефолт»[11]. Аналогично при наличии стабильного прогноза кредитный рейтинг сохраняется практически в 2/3 случаев на горизонте полутора лет. При присвоении развивающегося прогноза или статуса «рейтинг на пересмотре» вероятность разнонаправленного движения кредитного рейтинга повышалась, при этом присвоение статуса означало бóльшую вероятность изменения кредитного рейтинга, чем развивающийся прогноз.

Отдельного внимания требует анализ кредитных рейтингов с негативным прогнозом. Несмотря на то, что 41% кредитных рейтингов сохраняется после негативного прогноза на горизонте полутора лет, 15% — понижаются, 11% — уходят в дефолт, а практически четверть отзывается. Доля отзывов после негативного прогноза значительно выше, чем после любого другого прогноза, и уступает только случаю присвоения статуса «рейтинг на пересмотре». Подобный рост доли отзывов связан с нежеланием эмитентов поддерживать публичный кредитный рейтинг в условиях вероятного ухудшения кредитного качества, которое отмечено КРА в текущем прогнозе кредитного рейтинга. Таким образом, если предположить, что около половины случаев отзыва после негативного прогноза являются скрытыми случаями как минимум понижения кредитного рейтинга[12], то совокупная доля понижений кредитного рейтинга после негативного прогноза достигает 39%. Также следует отметить кратный (в 5–11 раз) рост вероятности дефолта при любом прогнозе, отличном от позитивного или стабильного, на горизонте полутора лет.

Поскольку риск-менеджмент уделяет большее внимание неблагоприятным состояниям, на рис. 4 отдельно анализируется динамика понижений, дефолтов и отзывов кредитных рейтингов после присвоения негативного прогноза на различных временных горизонтах.

В целом наблюдается монотонное возрастание этих вероятностей с увеличением периода наблюдений[13]. Доля эмитентов, для которых происходит ухудшение кредитоспособности (сумма доли эмитентов, для которых произошли снижения рейтинга, дефолт, и 50% от доли эмитентов, чей рейтинг был отозван), возрастает с 7,4% на горизонте одного квартала до 45,8% на горизонте двух лет. Доверительные интервалы устойчивости кредитных рейтингов на различных временных горизонтах при различных прогнозах, полученные с помощью методов MCMC и Вальда [Hanson, Schuermann, 2006], приведены в Приложении (табл. П1 и П2).

---

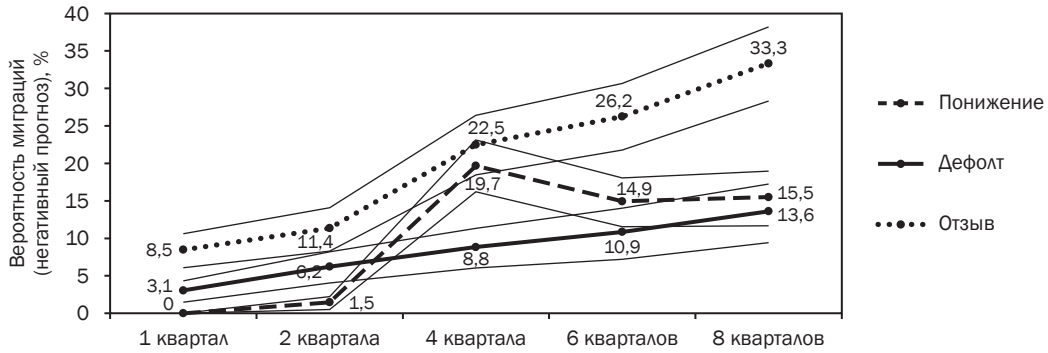
[11] *По мнению авторов статьи, данные случаи связаны либо с завышенными ожиданиями КРА при позитивных ожиданиях рейтингуемого лица (пример: АО «Народный банк», рейтинг АКРА), в том числе ввиду изменения рыночной конъюнктуры (пример: ФПК «Гарант-Инвест», рейтинг НРА), либо с ошибками в прогнозах финансовых показателей, сделанными КРА (пример: ООО «Завод КриалЭнергоСтрой»), либо с комбинацией этих двух вариантов (пример ПАО УК «ГОЛДМАН ГРУПП», рейтинг «Эксперта РА»).*

[12] *2022 Transition and Default Studies / Fitch Ratings; Default, Transition, and Recovery: 2022 Annual U.S. Corporate Default and Rating Transition Study / S&P Global Ratings.*

[13] *Падение вероятности понижения кредитного рейтинга после негативного прогноза на горизонте 6 кварталов связано с вызреванием переходов: оценки на шесть кварталов вперед производятся на выборке с 01.01.2016 по 01.07.2024, на восемь кварталов — с 01.01.2016 по 01.01.2024.*

Рисунок 4

Устойчивость рейтингов на различных горизонтах для негативного прогноза



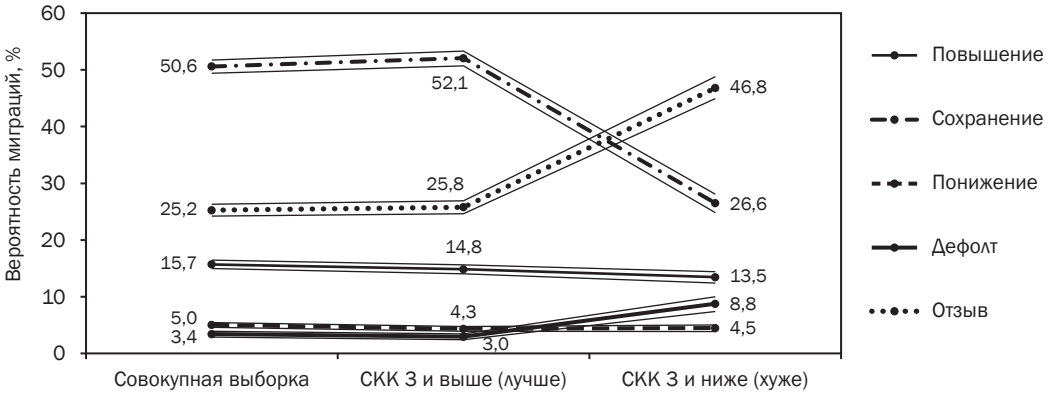
Источник: расчеты и рисунок авторов.

Для оценки того, насколько существенна доля ухудшения кредитоспособности при негативном прогнозе, в данном исследовании она сравнивается с динамикой снижения кредитного рейтинга. Последняя оценивается для всей выборки, а также для двух ее подвыборок: выше и ниже уровня BBB– по национальной шкале для всех национальных КРА. Этот уровень является границей третьей ступени кредитного качества (далее — СКК 3) для всех национальных КРА в соответствии с методологией Банка России[14].

Устойчивость кредитных рейтингов на горизонте полутора лет представлена на рис. 5. Вероятности повышения или понижения рейтинга для более высоких рейтингов (СКК 3 и выше) и для более низких (ниже СКК 3) в целом сопоставимы. В то же время рейтинги СКК 3 и выше почти в 2 раза чаще сохраняют свой уровень рейтинга, чем рейтинги ниже СКК 3 (52,1% случаев против 26,5%), а также значительно реже отзываются на горизонте полутора лет (25,8% для СКК 3 и выше; 46,8% для рейтингов ниже СКК 3). Уровень дефолтности для рейтингов ниже СКК 3 на горизонте полутора лет почти в 3 раза выше, чем для рейтингов уровня СКК 3 и выше (8,8% против 3%).

Рисунок 5

Устойчивость рейтингов на горизонте шести кварталов



Источник: расчеты и рисунок авторов.

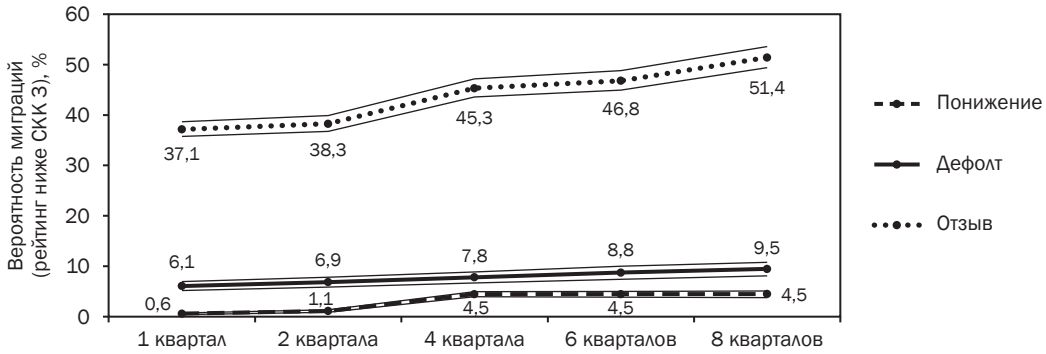
[14] *Сопоставление рейтинговых шкал российских кредитных рейтинговых агентств // Банк России: официальный сайт. 2024. URL: http://www.cbr.ru/press/PR/?file=63855774735716862 5INFR.htm.*

На рис. 6 представлена устойчивость кредитных рейтингов на различных горизонтах для нижней части рейтинговой шкалы (рейтинги ниже СКК 3). Наблюдается монотонный рост вероятности понижения рейтинга, дефолта или отзыва с увеличением временного горизонта. Однако эти вероятности значительно ниже, чем аналогичные вероятности для рейтингов с негативным прогнозом, представленные на рис. 4.

Особо следует отметить, что рассчитанная вероятность дефолта на горизонте одного года составляет 7,6% с 95%-м доверительным интервалом (6,7%; 8,9%). Это значение вполне сопоставимо со средними значениями ожидаемых вероятностей дефолта, рассчитанными Банком России[15] при расчете дефолтности как средневзвешенной величины для разного количества наблюдений в СКК 4, СКК 5 и СКК 6 — 7,6% (1387 наблюдений в СКК 4; 826 — в СКК 5; 50 — в СКК 6; среднее значение дефолтностей, рассчитанных Банком России, составляет 3,77; 11,78 и 47,02% для СКК 4, СКК 5 и СКК 6 соответственно). Доверительные интервалы устойчивости кредитных рейтингов на различных временных горизонтах, полученные с помощью методов МСМС и Вальда [Hanson, Schuermann, 2006], приведены в Приложении (табл. П3 и П4).

Рисунок 6

Устойчивость рейтингов на различных горизонтах для СКК 3 и ниже



Источник: расчеты и рисунок авторов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Данное исследование является первым и на сегодняшний день единственным, в котором на основе данных о российском рейтинговом рынке от четырех национальных кредитных рейтинговых агентств анализируется устойчивость компонентов рейтинговых действий, которые ранее считались второстепенными — прогнозов и статусов кредитных рейтингов. Показано, что и прогнозы, и статус «рейтинг на пересмотре» являются важными и информативными сигналами для получателей рейтингов, что согласуется с результатами прежних исследований [Ismailescu, Kazemi, 2010; Ferreira, Gama, 2007; Gande, Parsley, 2005].

Кредитные рейтинги действительно с бóльшей вероятностью изменяются в том направлении, которое указывают соответствующие прогнозы. В частности, при негативном прогнозе примерно 39% рейтингов понижаются в течение полутора лет, включая около 11%, которые уходят в дефолт. На горизонте одного года соответствующая доля составляет 8,8%, что сопоставимо с эталонными вероятностями дефолта «Эксперта РА» и АКРА для уровней рейтинга от BB− до B. Можно сделать вывод, что в условиях сильной конкуренции

[15] *Сопоставление рейтинговых шкал российских кредитных рейтинговых агентств // Банк России: официальный сайт. 2024. URL: http://www.cbr.ru/press/PR/?file=63855774735716862 5INFR.htm.*

между агентствами за новых клиентов присвоение рейтингу негативного прогноза означает наличие существенных рисков у эмитента.

При сравнении полученных результатов с устойчивостью кредитных рейтингов, в том числе с разбиением на более и менее надежные группы (СКК 3 и выше либо ниже СКК 3 в соответствии с методологией Банка России), можно сделать вывод, что прогнозы и статус «рейтинг на пересмотре» с большей вероятностью влекут за собой изменения кредитных рейтингов, чем в случае группы с более высокой надежностью.

В дальнейших исследованиях в области оценки устойчивости кредитных рейтингов национальных рейтинговых агентств можно дополнительно проанализировать случаи скрытого дефолта после отзыва кредитных рейтингов. Однако такой анализ, вероятно, покажет больше случаев дефолта и, как следствие, большие значения оцененной вероятности дефолта после отдельных прогнозов. Можно также проанализировать рейтинговые действия отдельных национальных рейтинговых агентств. При этом стоит с осторожностью оценивать результаты для меньших агентств ввиду намного меньшего количества их рейтинговых действий — примерно 1000 рейтинговых действий у НКР и НРА против 10 000 у «Эксперта РА» и АКРА начиная с 2016 г.

Список источников / References

1. Карминский А. М. Кредитные рейтинги и их моделирование / Москва: Изд. дом НИУ ВШЭ, 2015. 304 с. URL: hse.ru/data/2015/07/27/1097065297/Karminsky_text_site.pdf. Karminsky A.M. (2015). Credit Ratings and Their Modeling. HSE Publishing House, 2015, 304 (in Russ.). URL: hse.ru/data/2015/07/27/1097065297/Karminsky_text_site.pdf.
2. Пересецкий А. А. Модели причин отзыва лицензий российских банков. Влияние неучтенных факторов // Прикладная эконометрика. 2013. № 30 (2). С. 49–64. URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_21306622_37208688.pdf. Peresetsky A.A. (2013). Modeling Reasons for Russian Bank License Withdrawal: Unaccounted Factors. *Applied Econometrics*, 30 (2), 49–64 (in Russ.). URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_21306622_37208688.pdf.
3. Синельникова-Мурылева Е. В., Горшкова Т. Г. и др. Прогнозирование дефолтов в российском банковском секторе // Экономическая политика. 2018. 13 (2), 8–27. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_35103868_86170632.html. Sinelnikova-Muryleva E.V., Gorshkova T.G. et al. (2018). Default Forecasting in the Russian Banking Sector. *Economic Policy*, 13 (2), 8–27 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_35103868_86170632.html.
4. Altman E. (1989). Measuring Corporate Bond Mortality and Performance. *Journal of Finance*, 44, 4, 909–922. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb02630.x.
5. Darwish J.A. (2025). Optimization and prediction of corporate credit rating through advanced feature selection based on AI and deep learning. *Alexandria Engineering Journal*, 127, 586–594. https://doi.org/10.1016/j.aej.2025.05.043.
6. Doumpos M., Niklis D. et al. (2015). Combining accounting data and a structural model for predicting credit ratings: Empirical evidence from European listed firms. *Journal of Banking & Finance*, 50, 599–607. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.01.010.
7. Drinkall F., Pierrehumbert J.B. et al. (2025). Forecasting Credit Ratings: A Case Study where Traditional Methods Outperform Generative LLMs. arXiv. https://doi.org/10.48550/arXiv.2407.17624.
8. Ferreira M.A., Gama P.M. (2007). Does sovereign debt ratings news spill over to international stock markets? *Journal of Banking & Finance*, 31 (10), 3162–3182. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.12.006.
9. Gande A., Parsley D.C. (2005). News spillovers in the sovereign debt market. *Journal of Financial Economics*, 75 (3), 691–734. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.11.003.
10. Hand J.R.M., Holthausen R.W. et al. (1992). The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices. *The Journal of Finance*, 47 (2), 733–752. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04407.x.
11. Hanson S., Schuermann T. (2006). Confidence intervals for probabilities of default. *Journal of Banking & Finance*, 30 (8), 2281–2301. https://doi.org/10.2139/ssrn.766345.
12. Hwang R.C. (2013). Forecasting credit ratings with the varying-coefficient model. *Quantitative Finance*, 13 (12), 1947–1965. https://doi.org/10.1080/14697688.2012.738935.
13. Hwang R.C., Chung H. et al. (2010). Predicting issuer credit ratings using a semiparametric method. *Journal of Empirical Finance*, 17 (1), 120–137. https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2009.07.007.

14. Ismailescu I., Kazemi H. (2010). The reaction of emerging market credit default swap spreads to sovereign credit rating changes. *Journal of Banking & Finance*, 34 (12), 2861–2873. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.05.014.
15. Kutenko S., Ozerov K. (2024). Approaches to Default Probability Estimation of Credit Rating Agencies' Rating Scales. *Russian Journal of Money and Finance*, 83 (4), 98–118. URL: https://rjmf.econs.online/en/2024/4/default-probability-estimation-of-credit-rating-agencies-rating-scales/.
16. Lando D., Skødeberg T.M. (2002). Analyzing rating transitions and rating drift with continuous observations. *Journal of Banking and Finance*, 26, 423–444. https://doi.org/10.1016/S0378-4266(01)00228-X.
17. Metropolis N., Rosenbluth A.W. et al. (1953). Equation of state calculations by fast computing machines. *The Journal of Chemical Physics*, 21 (6), 1087–1092. https://doi.org/10.1063/1.1699114.
18. Mizen P., Tsoukas S. (2012). Forecasting US bond default ratings allowing for previous and initial state dependence in an ordered probit model. *International Journal of Forecasting*, 28 (1), 273–287. https://doi.org/10.1016/j.ijforecast.2011.07.005.
19. Monari F.N., Otieno Orwa Dr.G. et al. (2016). Comparing the Efficiency of Cohort, Time Homogeneous and Non-Homogeneous Techniques of Estimation in Credit Migration Matrices. *IOSR Journal of Mathematics*, 12 (04), 89–95. https://doi.org/10.9790/5728-1204058995.
20. Norden L., Weber M. (2004). Informational efficiency of credit default swap and stock markets: The impact of credit rating announcements. *Journal of Banking & Finance*, 28 (11), 2813–2843. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.06.011.
21. Pagano M., Volpin P. et al. (2010). Credit ratings failures and policy options. *Economic Policy*, 25 (62), 401–431. URL: https://www.jstor.org/stable/40603211.
22. Pertaia G., Prokhorov A. et al. (2022). A new approach to credit ratings. *Journal of Banking & Finance*, 140, 106097. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106097.
23. Sonenshine R., Kumari S. (2022). The differential impact of political risk factors on emerging market bond spreads and credit rating outlooks. *Journal of Economics and Business*, 120, 106066. https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2022.106066.
24. Tavakoli M., Chandra R. et al. (2025). Multi-modal deep learning for credit rating prediction using text and numerical data streams. *Applied Soft Computing*, 171, 112771. https://doi.org/10.1016/j.asoc.2025.112771.
25. Thomas L.C. (2000). A survey of credit and behavioural scoring: forecasting financial risk of lending to consumers. *International Journal of Forecasting*, 16 (2), 149–172. https://doi.org/10.1016/S0169-2070(00)00034-0.
26. Tichy G., Lannoo K. et al. (2011). Credit rating agencies: Part of the solution or part of the problem? *Intereconomics*, 46 (5), 232–262. https://doi.org/10.1007/s10272-011-0389-0.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Доверительные интервалы устойчивости прогнозов

В табл. П1 и П2 представлены доверительные интервалы матриц устойчивости прогнозов кредитных рейтингов на горизонте 1, 2, 4, 6 и 8 кварталов (соответственно 91, 182, 365, 547 и 730 дней), полученные методами МСМС (табл. П1) и Вальда (табл. П2) с 95%-ми доверительными интервалами.

Таблица П1

Устойчивость прогнозов (метод МСМС)

		Повышение рейтинга	Сохранение рейтинга	Понижение рейтинга	Дефолт	Отзыв рейтинга
1 квартал	Позитивный	1,3% (0,6%; 1,9%)	97,6% (96,8%; 98,4%)	0% (0%; 0%)	0,2% (0%; 0,3%)	0,9% (0,3%; 1,4%)
	Стабильный	0,1% (0,1%; 0,2%)	97% (96,7%; 97,3%)	0,1% (0,1%; 0,2%)	0,1% (0,1%; 0,2%)	2,6% (2,3%; 2,9%)
	Негативный	0% (0%; 0%)	88,5% (85,9%; 91,1%)	0% (0%; 0%)	3,1% (1,5%; 4,3%)	8,5% (6,1%; 10,6%)
	Развивающийся	0,4% (0%; 0,6%)	92,5% (90,6%; 94,6%)	1,9% (0,6%; 2,8%)	1,5% (0,5%; 2,3%)	3,7% (2,1%; 5,1%)
	На пересмотре	5% (3,5%; 6,4%)	71,2% (68%; 74,3%)	11,4% (9,1%; 13,5%)	1,9% (0,8%; 2,8%)	10,5% (8,4%; 12,6%)

		Повышение рейтинга	Сохранение рейтинга	Понижение рейтинга	Дефолт	Отзыв рейтинга
2 квартала	Позитивный	11,8% (9,8%; 13,6%)	85,5% (83,5%; 87,6%)	0,2% (0%; 0,3%)	0,2% (0%; 0,3%)	2,3% (1,4%; 3,1%)
	Стабильный	1,6% (1,4%; 1,8%)	93,2% (92,8%; 93,7%)	0,8% (0,6%; 0,9%)	0,3% (0,2%; 0,4%)	4,1% (3,7%; 4,4%)
	Негативный	0,7% (0%; 1,1%)	80,2% (76,8%; 83,8%)	1,5% (0,5%; 2,2%)	6,2% (4%; 8,2%)	11,4% (8,3%; 14,1%)
	Развивающийся	1,2% (0%; 1,8%)	84,7% (81,8%; 87,8%)	3,6% (1,9%; 5%)	3,2% (1,6%; 4,7%)	7,2% (4,9%; 9,4%)
	На пересмотре	9,4% (7%; 11,7%)	52,4% (48,1%; 56,4%)	15,4% (12,7%; 17,9%)	3,1% (1,7%; 4,4%)	19,7% (16,3%; 23%)
4 квартала	Позитивный	55,4% (52,2%; 58,5%)	37,7% (34,6%; 40,7%)	0,6% (0%; 1%)	0,4% (0%; 0,7%)	5,8% (4,3%; 7,3%)
	Стабильный	12,8% (12,2%; 13,4%)	68,9% (67,9%; 69,8%)	4,9% (4,5%; 5,3%)	0,5% (0,4%; 0,6%)	12,9% (12,3%; 13,6%)
	Негативный	4,4% (2,7%; 6%)	44,6% (39,6%; 49,2%)	19,7% (16,2%; 23,1%)	8,8% (6,1%; 11,3%)	22,5% (18,5%; 26,4%)
	Развивающийся	17,3% (13,9%; 20,5%)	48,9% (44,1%; 53,6%)	11,6% (8,4%; 14,3%)	4,4% (2,2%; 6,3%)	17,8% (14,2%; 21,3%)
	На пересмотре	16,9% (12,5%; 21%)	33,4% (28,1%; 38,4%)	13,2% (9,9%; 16,3%)	6% (3,6%; 8,1%)	30,5% (25,6%; 35,4%)
6 кварталов	Позитивный	58,8% (55,1%; 62,4%)	30,4% (26,9%; 33,7%)	1,4% (0,7%; 2,1%)	1% (0,3%; 1,5%)	8,4% (6,5%; 10,3%)
	Стабильный	14,9% (14,2%; 15,7%)	64,1% (63%; 65,2%)	5,4% (4,9%; 5,8%)	0,9% (0,7%; 1,1%)	14,6% (13,8%; 15,4%)
	Негативный	6,8% (4,4%; 9%)	41,2% (36,1%; 46,1%)	14,9% (11,6%; 18,1%)	10,9% (7,2%; 14%)	26,2% (21,8%; 30,7%)
	Развивающийся	15,4% (11,9%; 18,5%)	46,2% (40,9%; 51,2%)	11,3% (8,1%; 14,2%)	5,1% (2,5%; 7,3%)	22,1% (17,8%; 26,2%)
	На пересмотре	20,5% (15,7%; 25%)	26% (20,8%; 30,7%)	13,6% (10,1%; 16,8%)	6,2% (3,4%; 8,6%)	33,7% (28,1%; 39,2%)
8 кварталов	Позитивный	66,2% (62,4%; 70%)	16,5% (13,2%; 19,5%)	2,2% (1,1%; 3,1%)	0,8% (0,4%; 1,2%)	14,3% (11,6%; 17%)
	Стабильный	22,3% (21,2%; 23,3%)	49,6% (48,2%; 51%)	6,2% (5,6%; 6,7%)	1,2% (1%; 1,4%)	20,7% (19,7%; 21,8%)
	Негативный	9,4% (6,4%; 12,1%)	28,2% (23,6%; 32,6%)	15,5% (11,7%; 19%)	13,6% (9,4%; 17,2%)	33,3% (28,3%; 38,2%)
	Развивающийся	22,2% (18%; 26,2%)	35% (29,9%; 40%)	9,4% (6,2%; 12,3%)	5,6% (2,7%; 7,9%)	27,8% (22,9%; 32,6%)
	На пересмотре	25,3% (19,8%; 30,4%)	18% (12,9%; 22,4%)	11,4% (8,3%; 14,4%)	6,5% (3,4%; 9,1%)	38,8% (32,9%; 44,6%)

Источник: расчеты авторов.

Таблица П2

Устойчивость прогнозов (метод Вальда)

		Повышение рейтинга	Сохранение рейтинга	Понижение рейтинга	Дефолт	Отзыв рейтинга
1 квартал	Позитивный	1,3% (0%; 9,7%)	97,6% (96,3%; 98,9%)	0% (0%; 0%)	0,2% (0%; 8,6%)	0,9% (0%; 9,3%)
	Стабильный	0,1% (0%; 2,4%)	97% (96,6%; 97,4%)	0,1% (0%; 2,4%)	0,1% (0%; 2,4%)	2,6% (0,4%; 4,8%)
	Негативный	0% (0%; 0%)	88,5% (84,6%; 92,3%)	0% (0%; 0%)	3,1% (0%; 14,3%)	8,5% (0%; 19,4%)
	Развивающийся	0,4% (0%; 12,3%)	92,5% (89,3%; 95,8%)	1,9% (0%; 13,7%)	1,5% (0%; 13,4%)	3,7% (0%; 15,5%)
	На пересмотре	5% (0%; 15%)	71,2% (65,7%; 76,7%)	11,4% (1,6%; 21,1%)	1,9% (0%; 12,2%)	10,5% (0,8%; 20,3%)

		Повышение рейтинга	Сохранение рейтинга	Понижение рейтинга	Дефолт	Отзыв рейтинга
2 квартала	Позитивный	11,8% (3,7%; 19,9%)	85,5% (82,2%; 88,8%)	0,2% (0%; 8,8%)	0,2% (0%; 8,8%)	2,3% (0%; 10,9%)
	Стабильный	1,6% (0%; 3,9%)	93,2% (92,6%; 93,8%)	0,8% (0%; 3,1%)	0,3% (0%; 2,6%)	4,1% (1,8%; 6,3%)
	Негативный	0,7% (0%; 12,6%)	80,2% (74,9%; 85,5%)	1,5% (0%; 13,2%)	6,2% (0%; 17,7%)	11,4% (0,2%; 22,5%)
	Развивающийся	1,2% (0%; 13,6%)	84,7% (79,9%; 89,6%)	3,6% (0%; 15,8%)	3,2% (0%; 15,4%)	7,2% (0%; 19,2%)
	На пересмотре	9,4% (0%; 19,4%)	52,4% (45,2%; 59,6%)	15,4% (5,8%; 25%)	3,1% (0%; 13,4%)	19,7% (10,3%; 29%)
4 квартала	Позитивный	55,4% (49,3%; 61,5%)	37,7% (30,5%; 44,9%)	0,6% (0%; 9,7%)	0,4% (0%; 9,5%)	5,8% (0%; 14,6%)
	Стабильный	12,8% (10,6%; 15%)	68,9% (67,5%; 70,2%)	4,9% (2,5%; 7,2%)	0,5% (0%; 2,9%)	12,9% (10,7%; 15,2%)
	Негативный	4,4% (0%; 16,6%)	44,6% (35,3%; 53,8%)	19,7% (8,5%; 30,8%)	8,8% (0%; 20,7%)	22,5% (11,6%; 33,4%)
	Развивающийся	17,3% (5,5%; 29,2%)	48,9% (39,5%; 58,2%)	11,6% (0%; 23,8%)	4,4% (0%; 17,2%)	17,8% (5,9%; 29,6%)
	На пересмотре	16,9% (6,6%; 27,2%)	33,4% (24,2%; 42,6%)	13,2% (2,7%; 23,7%)	6% (0%; 16,9%)	30,5% (21,1%; 39,9%)
6 кварталов	Позитивный	58,8% (52,6%; 65%)	30,4% (22,3%; 38,4%)	1,4% (0%; 11%)	1% (0%; 10,5%)	8,4% (0%; 17,6%)
	Стабильный	14,9% (12,6%; 17,3%)	64,1% (62,6%; 65,6%)	5,4% (2,9%; 7,9%)	0,9% (0%; 3,4%)	14,6% (12,3%; 16,9%)
	Негативный	6,8% (0%; 19,5%)	41,2% (31,1%; 51,3%)	14,9% (2,8%; 27,1%)	10,9% (0%; 23,3%)	26,2% (14,9%; 37,6%)
	Развивающийся	15,4% (2,5%; 28,3%)	46,2% (35,9%; 56,5%)	11,3% (0%; 24,5%)	5,1% (0%; 18,8%)	22,1% (9,7%; 34,4%)
	На пересмотре	20,5% (9,9%; 31,1%)	26% (15,8%; 36,2%)	13,6% (2,5%; 24,6%)	6,2% (0%; 17,7%)	33,7% (24%; 43,4%)
8 кварталов	Позитивный	66,2% (60,3%; 72,1%)	16,5% (7,2%; 25,8%)	2,2% (0%; 12,2%)	0,8% (0%; 11%)	14,3% (4,9%; 23,8%)
	Стабильный	22,3% (19,9%; 24,6%)	49,6% (47,8%; 51,5%)	6,2% (3,6%; 8,7%)	1,2% (0%; 3,8%)	20,7% (18,4%; 23,1%)
	Негативный	9,4% (0%; 22,2%)	28,2% (16,8%; 39,6%)	15,5% (3,1%; 27,8%)	13,6% (1,1%; 26,1%)	33,3% (22,4%; 44,3%)
	Развивающийся	22,2% (9,3%; 35,1%)	35% (23,2%; 46,8%)	9,4% (0%; 23,3%)	5,6% (0%; 19,8%)	27,8% (15,4%; 40,2%)
	На пересмотре	25,3% (14,5%; 36,1%)	18% (6,6%; 29,3%)	11,4% (0%; 23,2%)	6,5% (0%; 18,6%)	38,8% (29%; 48,6%)

Источник: расчеты авторов.

Доверительные интервалы устойчивости рейтингов

В табл. П3 и П4 представлены доверительные интервалы матриц устойчивости кредитных рейтингов на горизонте 1, 2, 4, 6 и 8 кварталов (соответственно 91, 182, 365, 547 и 730 дней), полученные методом МСМС (табл. П3) и Вальда (табл. П4) с 95%-ми доверительными интервалами.

Таблица П3

Устойчивость рейтингов (метод МСМС)

		Повышение рейтинга	Сохранение рейтинга	Понижение рейтинга	Дефолт	Отзыв рейтинга
1 квартал	Вся выборка	0,7% (0,6%; 0,8%)	81,9% (81,2%; 82,6%)	0,5% (0,4%; 0,6%)	2,2% (1,8%; 2,5%)	14,7% (14,1%; 15,2%)
	СКК 3 и выше	0,7% (0,6%; 0,9%)	79,1% (78,3%; 80%)	0,4% (0,3%; 0,5%)	2,4% (2,1%; 2,8%)	17,2% (16,5%; 18%)
	Ниже СКК 3	1,2% (1%; 1,4%)	55% (53,2%; 56,5%)	0,6% (0,4%; 0,8%)	6,1% (5,2%; 7%)	37,1% (35,7%; 38,7%)
2 квартала	Вся выборка	2,6% (2,4%; 2,9%)	77,5% (76,7%; 78,3%)	1,2% (1,1%; 1,4%)	2,5% (2,1%; 2,9%)	16,1% (15,5%; 16,8%)
	СКК 3 и выше	2,8% (2,5%; 3,1%)	75,2% (74,3%; 76,1%)	1,1% (0,9%; 1,2%)	2,5% (2,1%; 2,9%)	18,4% (17,6%; 19,2%)
	Ниже СКК 3	2,5% (2,2%; 2,9%)	51,2% (49,4%; 52,8%)	1,1% (0,9%; 1,4%)	6,9% (5,9%; 7,8%)	38,3% (36,8%; 39,9%)
4 квартала	Вся выборка	13,9% (13,3%; 14,5%)	55,1% (54%; 56,1%)	4,8% (4,4%; 5,1%)	2,9% (2,5%; 3,4%)	23,3% (22,4%; 24,2%)
	СКК 3 и выше	12,9% (12,3%; 13,6%)	56,5% (55,3%; 57,6%)	4% (3,7%; 4,4%)	2,7% (2,3%; 3,2%)	23,8% (22,8%; 24,8%)
	Ниже СКК 3	12,7% (11,8%; 13,5%)	29,7% (28,1%; 31,2%)	4,5% (3,9%; 5%)	7,8% (6,7%; 8,9%)	45,3% (43,6%; 47,2%)
6 кварталов	Вся выборка	15,7% (15%; 16,4%)	50,6% (49,4%; 51,7%)	5% (4,6%; 5,4%)	3,4% (2,9%; 3,9%)	25,2% (24,2%; 26,3%)
	СКК 3 и выше	14,8% (14%; 15,6%)	52,1% (50,7%; 53,3%)	4,3% (3,9%; 4,7%)	3% (2,4%; 3,4%)	25,8% (24,7%; 26,9%)
	Ниже СКК 3	13,5% (12,4%; 14,4%)	26,5% (24,8%; 28,1%)	4,5% (3,9%; 5%)	8,8% (7,4%; 10%)	46,8% (44,9%; 48,8%)
8 кварталов	Вся выборка	21,6% (20,6%; 22,6%)	38,4% (37,1%; 39,7%)	5,5% (5%; 6%)	3,8% (3,2%; 4,4%)	30,6% (29,4%; 31,9%)
	СКК 3 и выше	20,5% (19,4%; 21,5%)	40,8% (39,4%; 42,2%)	4,9% (4,4%; 5,4%)	3,2% (2,7%; 3,7%)	30,6% (29,2%; 31,9%)
	Ниже СКК 3	17,6% (16,2%; 18,9%)	17% (15,5%; 18,4%)	4,5% (3,8%; 5,1%)	9,5% (8,1%; 10,8%)	51,4% (49,4%; 53,6%)

Источник: расчеты авторов.

Таблица П4

Устойчивость рейтингов (метод Вальда)

		Повышение рейтинга	Сохранение рейтинга	Понижение рейтинга	Дефолт	Отзыв рейтинга
1 квартал	Вся выборка	0,7% (0%; 2,6%)	81,9% (81,1%; 82,7%)	0,5% (0%; 0%)	2,2% (0,3%; 4,1%)	14,7% (12,9%; 16,4%)
	СКК 3 и выше	0,7% (0%; 2,9%)	79,1% (78,2%; 80,1%)	0,4% (0%; 2,6%)	2,4% (0,3%; 4,6%)	17,2% (15,3%; 19,2%)
	Ниже СКК 3	1,2% (0%; 0%)	55% (52,8%; 57,1%)	0,6% (0%; 0%)	6,1% (3%; 9,2%)	37,1% (34,6%; 39,7%)

		Повышение рейтинга	Сохранение рейтинга	Понижение рейтинга	Дефолт	Отзыв рейтинга
2 квартала	Вся выборка	2,6% (0,7%; 4,6%)	77,5% (76,6%; 78,4%)	1,2% (0%; 3,2%)	2,5% (0,6%; 4,4%)	16,1% (14,3%; 17,9%)
	СКК 3 и выше	2,8% (0,6%; 5%)	75,2% (74,1%; 76,3%)	1,1% (0%; 3,3%)	2,5% (0,3%; 4,7%)	18,4% (16,4%; 20,4%)
	Ниже СКК 3	2,5% (0%; 5,8%)	51,2% (48,9%; 53,5%)	1,1% (0%; 4,4%)	6,9% (3,7%; 10%)	38,3% (35,7%; 40,9%)
4 квартала	Вся выборка	13,9% (12%; 15,8%)	55,1% (53,7%; 56,4%)	4,8% (2,8%; 6,8%)	2,9% (0,9%; 4,9%)	23,3% (21,5%; 25,1%)
	СКК 3 и выше	12,9% (10,8%; 15,1%)	56,5% (54,9%; 58%)	4% (1,8%; 6,3%)	2,7% (0,5%; 5%)	23,8% (21,8%; 25,8%)
	Ниже СКК 3	12,7% (9,5%; 15,9%)	29,7% (26,8%; 32,6%)	4,5% (1,2%; 7,8%)	7,8% (4,5%; 11,1%)	45,3% (42,8%; 47,8%)
6 кварталов	Вся выборка	15,7% (13,7%; 17,7%)	50,6% (49,1%; 52,1%)	5% (3%; 7,1%)	3,4% (1,3%; 5,5%)	25,2% (23,4%; 27,1%)
	СКК 3 и выше	14,8% (12,6%; 17,1%)	52,1% (50,4%; 53,7%)	4,3% (2%; 6,7%)	3% (0,6%; 5,3%)	25,8% (23,7%; 27,9%)
	Ниже СКК 3	13,5% (10,2%; 16,8%)	26,5% (23,5%; 29,6%)	4,5% (1%; 7,9%)	8,8% (5,4%; 12,1%)	46,8% (44,2%; 49,4%)
8 кварталов	Вся выборка	21,6% (19,7%; 23,6%)	38,4% (36,7%; 40,2%)	5,5% (3,3%; 7,7%)	3,8% (1,6%; 6%)	30,6% (28,8%; 32,5%)
	СКК 3 и выше	20,5% (18,2%; 22,7%)	40,8% (38,9%; 42,8%)	4,9% (2,4%; 7,3%)	3,2% (0,8%; 5,7%)	30,6% (28,5%; 32,6%)
	Ниже СКК 3	17,6% (14,3%; 21%)	17% (13,7%; 20,3%)	4,5% (0,9%; 8,1%)	9,5% (6%; 13%)	51,4% (48,8%; 53,9%)

Источник: расчеты авторов.

Информация об авторах

***Кирилл Михайлович Озеров**, стажер-исследователь научно-учебной лаборатории финансовых инноваций и риск-менеджмента Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», г. Москва, Российская Федерация; руководитель группы сбора и анализа данных НКО АО НРД, г. Москва, Российская Федерация*

***Ирина Александровна Озерова**, руководитель направления ИТ-валидации моделей ФЛ департамента валидации и управления модельным риском АО «АЛЬФА-БАНК», г. Москва, Российская Федерация*

***Сергей Викторович Кутенко**, управляющий директор — руководитель методологической группы АКРА (АО), г. Москва, Российская Федерация*

Information about the authors

***Kirill M. Ozerov**, Research Assistant of the Laboratory of Financial Innovation and Risk Management, National Research University Higher School of Economics (HSE University), Moscow, Russian Federation; Head of Data Mining and Analysis Group NSD MOEX Group, Moscow, Russian Federation*

***Irina A. Ozerova**, IT Validation Team Lead of the Department of Validation and Model Risk Management, AO "ALFA-BANK", Moscow, Russian Federation*

***Sergey V. Kutenko**, Managing Director — Head of Methodology Group, ACRA (JSC), Moscow, Russian Federation*

Статья поступила в редакцию 14.03.2026
Одобрена после рецензирования 28.07.2026
Принята к публикации 30.09.2026

The article submitted March 14, 2026
Approved after reviewing July 28, 2026
Accepted for publication September 30, 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-25-42

CC BY

CAPM российского рынка: результаты забытой кросс-секционной регрессии

Юрий Роландович Ичкитидзе
E-mail: yichkitidze@hse.ru, ORCID: 0000-0002-4797-0229
Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», г. Санкт-Петербург, Российская Федерация
Александр Вячеславович Попов
E-mail: avpopov0909@gmail.com, ORCID: 0009-0001-3047-0762
Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», г. Санкт-Петербург, Российская Федерация

Аннотация
В статье представлены результаты впервые проведенного систематического тестирования стандартной однофакторной модели оценки капитальных активов — CAPM (Capital Asset Pricing Model) — на российском рынке акций с помощью кросс-секционного подхода. На протяжении десятилетий он является обязательным инструментом верификации моделей ценообразования активов в мировой финансовой литературе, но до сих пор оставался незаслуженно обделен вниманием в отечественных работах. Из-за этого имеющиеся свидетельства в пользу многофакторных CAPM для российских акций, сделанные без должной проверки значимости влияния отдельных факторов, могли проигнорировать риск переобучения. Для устранения этого пробела авторами была сформирована выборка из 92 компаний, когда-либо входивших в индекс Мосбиржи в период с ноября 2002 г. по январь 2022 г. Это позволило, с одной стороны, избежать ошибки выжившего (англ. survivorship bias), а с другой — сосредоточить внимание только на компаниях, представляющих интерес для институциональных инвесторов. Далее были построены три формы кросс-секционных моделей: модель Black, Jensen и Scholes (BJS) и модель Fama и MacBeth без и с использованием пятилетнего скользящего окна (FMB и FMB+RW соответственно) для оценки бета-коэффициентов. Модели BJS и FMB выявили две аномалии, несовместимые с CAPM Шарпа — Линтнера: значимую положительную избыточную доходность портфеля с нулевой бетой и отрицательное влияние систематического риска на избыточную доходность. Модель FMB+RW с априорными пятилетними бетами дала результат, совместимый с CAPM, подтвердив положительное влияние беты на доходность, однако ее эмпирическая объясняющая способность осталась весьма низкой. Дальнейший анализ показал, что выявленные аномалии сконцентрированы среди компаний с числом наблюдений менее десяти лет и среди компаний малой капитализации. Добавление фактора рыночной капитализации в кросс-секционную регрессию заметно не меняет полученных результатов, из чего следует, что он, скорее всего, не может объяснить найденные аномалии.

Ключевые слова: *CAPM, модель Fama–French, модели ценообразования, российский рынок акций*

JEL: *G12, G11, C58*

Для цитирования: *Ичкитидзе Ю. Р., Попов А. В. CAPM российского рынка: результаты забытой кросс-секционной регрессии // Финансовый журнал. 2026. Т. 18. № 5. С. 25–42. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-25-42.*

© Ичкитидзе Ю. Р., Попов А. В., 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-25-42

CAPM of the Russian Market: Results of the Missed Cross-Sectional Regression

Yuriy R. Ichkitidze[1], ***Aleksandr V. Popov***[2]

[1, 2] *HSE University, Saint Petersburg, Russian Federation*

[1] *yichkitidze@hse.ru, https://orcid.org/0000-0002-4797-0229*
[2] *avpopov0909@gmail.com, https://orcid.org/0009-0001-3047-0762*

Abstract
In this paper a systematic testing of the standard single-factor CAPM on the Russian stock market is conducted using a cross-sectional approach. The existing evidence in favor of multifactor CAPM for Russian stocks, made without proper verification of the significance of the influence of individual factors, could have ignored the risk of overfitting. To eliminate this gap, we formed a sample of 92 companies that were ever included in the MOEX index from November 2002 to January 2022, which allowed, on the one hand, to avoid survivorship bias, and on the other, to focus only on companies of interest to institutional investors. Next, we applied three forms of cross-sectional models: the Black, Jensen, and Scholes (BJS) model and the Fama and MacBeth model without and with the use of a five-year rolling window (FMB and FMB+RW respectively) for estimating beta coefficients. The BJS and FMB models revealed two anomalies incompatible with the Sharpe-Lintner CAPM: a significant positive excess return of the zero-beta portfolio and a negative impact of systematic risk on excess return. The FMB+RW model with a priori five-year betas produced a result consistent with the CAPM, confirming the positive effect of beta on returns; however, its empirical explanatory power remained very low. Further analysis showed that the identified anomalies are concentrated among companies with fewer than 10 years of observations and among small capitalization companies. Adding the market capitalization factor to the cross-sectional regression does not noticeably change the obtained results, from which it follows that it most likely cannot explain the found anomalies.

Keywords: *CAPM, Fama-French model, asset pricing models, Russian stock market*

JEL: *G12, G11, C58*

For citation: *Ichkitidze Yu.R., Popov A.V. (2026). CAPM of the Russian Market: Results of the Missed Cross-Sectional Regression. Financial Journal, 18 (5), 25–42 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-25-42.*

© Ichkitidze Yu.R., Popov A.V., 2026

ВВЕДЕНИЕ

Подход кросс-секционной регрессии для тестирования CAPM на рынках акций развитых стран сыграл важную роль в переходе к многофакторным моделям. Исследователи [Black, Jensen et al., 1972] с его помощью показали, что для американских акций бета-коэффициент действительно положительно влияет на доходность акций, однако это влияние имеет более плоский наклон, чем предсказывается стандартной CAPM. Затем авторы [Fama, MacBeth, 1973] с помощью модифицированного подхода подтвердили этот результат, дополнительно указав на совместимость эмпирических данных с гипотезой о линейной зависимости между бетой и доходностью, а также указав на отсутствие влияния не связанного с бетой риска. И только позднее стали появляться исследования, связанные

с влиянием отдельных фундаментальных факторов на доходность [Basu, 1977; Stattman, 1980; Banz, 1981; Bhandari, 1988]. Наконец, авторы работы [Fama, French, 1992] систематизировали эти разрозненные находки, протестировав их с помощью подхода кросс-секционной регрессии в модификации, изложенной в статье [Fama, MacBeth, 1973]. И только после этого в исследовании [Fama, French, 1993] было доказано, что трехфакторная CAPM как альтернатива выглядит лучше, чем стандартная CAPM.

Применительно к данным по российскому рынку акций эта последовательная проверка стандартной CAPM оказалась сокращенной. Имеющиеся работы [Молодова, Пирогов, 2011; Федорова, Сивак, 2012; Аистов, Кузьмичёв, 2013; Микова, 2013; Ozornov, 2015; Абрамов, Радыгин и др., 2019; Бахтеев, Антясов, 2021; Manushkin, 2024] засвидетельствовали повышение скорректированного R-квадрата и значимость добавленных коэффициентов наклона в многофакторных регрессиях на временных рядах для доходности портфелей акций, но уделили слишком мало внимания кросс-секционному подходу, в том числе его непараметрической версии в виде сортировки портфелей по заданному фактору. Тем не менее в общепринятой процедуре тестирования дополнительных факторов для CAPM этот подход является обязательным [Cochrane, 2009]. Если его проигнорировать, построенная многофакторная модель на временных рядах может оказаться переобученной, что подробно раскрывается в обзоре литературы к данной статье.

С учетом этого применительно к российскому рынку акций сейчас наблюдается, во-первых, недостаток внимания к изучению кросс-секционного подхода — вплоть до полного отсутствия качественных работ как для однофакторных моделей (в стиле [Black, Jensen et al., 1972; Fama, MacBeth, 1973]), так и для многофакторных (в стиле [Fama, French, 1992, 2008] и многих других). А во-вторых, сложилась ситуация, когда имеющиеся работы убеждают читателя, что многофакторные CAPM на российском рынке предпочтительнее однофакторной модели, однако никто из авторов не дает ответа на вопрос: что именно не так с однофакторной CAPM? Применительно к рынку акций США ответ на этот вопрос получен именно с помощью кросс-секционного подхода — это избыточная альфа портфелей с низким системным риском и более пологая, чем ожидалось, зависимость избыточной доходности от беты. Однако применительно к российским данным ответа на этот вопрос в литературе по-прежнему нет.

Полученные авторами настоящей статьи результаты показывают как аномалии CAPM на российском рынке, так и условия их возникновения, после устранения которых CAPM начинает выглядеть вполне совместимо с имеющимися данными. Однако достоверный вывод о правдоподобности однофакторной CAPM в модификациях без аномалий авторы статьи не могут сделать, что, возможно, связано с необходимостью большего числа наблюдений. Для сравнения: первые подобные работы применительно к рынку акций США были сделаны на данных за более чем 35-летний период, а выборка включала более чем 1 тыс. анализируемых компаний.

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Первыми качественными исследованиями по верификации стандартной CAPM с помощью подхода кросс-секционной регрессии являются работы [Black, Jensen et al., 1972; Fama, MacBeth, 1973], авторы которых подтвердили положительное влияние систематического риска, измеряемого бета-коэффициентом, на доходность. Однако они также выявили не предсказываемую CAPM Шарпа — Линтнера аномалию: более высокую доходность портфелей с низкой бетой при более пологой зависимости доходности от роста беты. С помощью дополнительных исследований авторы обеих работ показали, что обнаруженные аномалии вызваны неправдоподобной предпосылкой о доступности неограниченного финансирования, а модель CAPM в версии, представленной в публикации [Black, Jensen et al., 1972], отражает реальность более точно.

Только после этого кросс-секционный подход стал эволюционировать за счет включения новых факторов. С конца 1970-х до конца 1980-х гг. появилось множество свидетельств, что линейная зависимость между бетой и доходностью нарушается из-за фундаментальных показателей компаний [Basu, 1977; Stattman, 1980; Banz, 1981; Bhandari, 1988]. Авторы работы [Fama, French, 1992] систематизировали разрозненные находки, протестировав их при помощи кросс-секционного подхода, описанного в статье [Fama, MacBeth, 1973]. Исследователи обнаружили, что наилучшую объясняющую способность для доходностей акций имеют два фактора: размер компании (рыночная капитализация) и отношение Book-to-Market, в то время как другие факторы — финансовый рычаг и отношение «цена — прибыль», а также априорный бета-коэффициент — на их фоне оказываются незначимыми. При этом каждый из рассмотренных в этой работе факторов сам по себе имеет статистическую значимость для объяснения доходности, однако авторы отбирают лучшие факторы, в том числе с учетом возможности их априорного наблюдения. Во многом по этой причине фактор бета-коэффициента в их исследовании в конечном счете уступает фактору размера. Именно такой детальный и последовательный отбор факторов с помощью кросс-секционного подхода в конечном счете гарантирует, что в регрессии доходностей портфелей на временных рядах — стандартной трехфакторной модели Фамы — Френча [Fama, French, 1993] — переобучение не возникнет.

Дальнейший отбор факторов ценообразования акций также осуществлялся с помощью кросс-секционного подхода. В работе [Fama, French, 2008] авторы изучают объясняющую способность таких факторов, как чистый выпуск акций, начисленный компонент прибыли (accruals), моментум-фактор, темп прироста активов и прибыльность. При анализе сортированных портфелей изучается сверхдоходность относительно портфеля, соответствующего факторам размера и отношения Book-to-Market, т. е. лучшей модели, отобранной ранее в исследовании [Fama, French, 1992]. Результатом такой проверки оказывается, что влияние многих факторов из тех, что ранее были задокументированы как значимые, на самом деле является спорным. Так, авторы [Fama, French, 2008] приходят к выводу, что только моментум-фактор удовлетворяет всем требованиям для объяснения вариации доходностей; заметные уязвимости есть у факторов чистого выпуска акций и начисленного компонента прибыли (accruals), в то время как факторы прибыльности и роста активов вовсе не проходят проверку кросс-секционным подходом. Учитывая, что подставляемые во множественную регрессию переменные могут быть квазифакторами или прокси-переменными, отражающими эффект неизвестной, возможно ненаблюдаемой, переменной состояния (state-variable), включение в модель таких квазифакторов с очевидными недостатками может привести к переобучению в модели доходностей портфелей на временны́х рядах.

Нарушение подобной детальной процедуры отбора факторов с помощью кросс-секционного подхода приводит к возникновению т. н. «факторного зоопарка» [Cochrane, 2011]. Более подробно методологические недостатки при выявлении факторов ценообразования акций были системно исследованы в работе [Lewellen, Nagel et al., 2010]. Важный вклад в понимание причин появления «факторного зоопарка» внесла также публикация [Harvey, Liu et al., 2016]. В более поздней статье [Harvey, Liu, 2021] предлагается новый панельный подход к выбору факторов, который не зависит от произвольного выбора факторных портфелей и явно контролирует проблему множественного тестирования для выделения реальных, а не «счастливых» факторов ценообразования.

Резюмируя обзор литературы, необходимо отметить, что для обоснованного включения факторов в модель множественной регрессии на временны́х рядах требуются строгие подтверждения значимости факторов с помощью кросс-секционного подхода. Так, для трехфакторной модели такие подтверждения были представлены в исследовании [Fama, French, 1992], а для пятифакторной модели необходимые подтверждения были сделаны

в работах [Titman, Wei et al., 2004; Fama, French, 2006; Novy-Marx, 2013; Aharoni, Grundy et al., 2013]. Без предварительного применения кросс-секционного подхода такие факторы, как SMB, HML, CMA, RMW и другие рассчитанные подобным образом показатели, создают в моделях временных рядов бесконтрольное переобучение, даже если t-статистика по этим факторам подтверждает их ненулевое среднее, а в самой модели улучшается скорректированный R-квадрат и снижается значимость альфы. Кроме того, возникновение «факторного зоопарка» в мировой литературе показало, что даже применение кросс-секционного подхода не является гарантией от риска переобучения, т. к. часто наблюдаются произвольные отклонения от его стандартов, а ошибка выбора по результату (data-snooping) требует использования более высокой t-статистики для признания значимости факторов.

На этом фоне анализ статей, написанных для российского рынка акций, показывает, что в них сложилась практика игнорирования кросс-секционного подхода при повышенном внимании к моделям множественной регрессии на временных рядах в стиле [Fama, French, 1993; Fama, French, 2015]. К сожалению, вышеприведенный анализ мировой литературы свидетельствует, что такая практика чревата переобучением.

В табл. 1 систематизированы основные сведения об используемых в ключевых статьях для российского рынка акций данных и об особенностях примененных в них элементов кросс-секционного подхода. Пять представленных работ сразу не проходят фильтр из-за качества данных — или описание данных отсутствует, или работа сделана на данных за пять–шесть лет (чего, очевидно, недостаточно для надежности), или работа сделана на данных по дневным ценам. Остаются три работы — [Аистов, Кузьмичёв, 2013; Абрамов, Радыгин и др., 2019; Manushkin, 2024]. Все они содержат отдельные элементы кросс-секционного подхода, но очевидно, что ему не уделяется достаточного внимания. Так, все указанные авторы избегают отбора факторов в модель, то есть просто берут имеющиеся, по аналогии с работами на развитых рынках. При этом по портфелям и по факторам t-статистика не только не анализируется, но в двух из трех работ даже не приводится. Кроме того, анализ кросс-секционных различий в этих работах сделан или на основе общих доходностей — то есть либо полных, включая дивиденды, либо ценовых, без дивидендов, или на основе избыточных (excess) доходностей, что также может быть источником ошибки, поскольку не позволяет объяснить задокументированные авторами кросс-секционные различия в доходности портфелей за счет различий в бета-коэффициенте к рыночному портфелю.

Таблица 1

Основные сведения о ключевых статьях для российского рынка акций на тему многофакторных CAPM

Работа	Данные	Элементы кросс-секционного подхода
[Молодова, Пирогов, 2011]	2005–2009 гг.	Общие доходности четырех портфелей и средняя доходность двух факторов без t-статистики
[Федорова, Сивак, 2012]	2009–2011 гг., дневные цены акций	Нет
[Аистов, Кузьмичёв, 2013]	2000–2012 гг.	Общие доходности шести портфелей без t-статистики
[Микова, 2013]	2005–2010 гг.	Общие доходности шести портфелей без t-статистики
[Ozornov, 2015]	2008–2014 гг.	Нет
[Абрамов, Радыгин и др., 2019]	1999/2001–2017 гг.	Общие доходности двадцати портфелей и средняя доходность четырех факторов с противоречивой t-статистикой
[Бахтеев, Антясов, 2021]	2012–2020 гг., дневные цены акций	Средняя доходность четырех факторов без t-статистики
[Manushkin, 2024]	2005–2019 гг.	Избыточные доходности 48 портфелей и средняя доходность четырех факторов без t-статистики

Источник: составлено авторами.

В работе [Аистов, Кузьмичёв, 2013] также содержится прямое свидетельство о переобучении из-за игнорирования предварительного отбора факторов с помощью кросс-секционного подхода. Оно связано с разнонаправленным влиянием фактора Book-to-Market для портфелей с малой (Small) и большой (Big) капитализацией. Для Small-портфелей наибольшая доходность наблюдается для Low-портфелей (компаний с низким Book-to-Market) — 3,61% против 2,28% для High-портфелей (компаний с высоким Book-to-Market), а для Big-портфелей все наоборот — наибольшая доходность портфеля наблюдается для High-портфелей — 1,66% против 0,52% для Low-портфелей (см. в табл. 2 [Аистов, Кузьмичёв, 2013]).

В то же время предварительное применение кросс-секционного подхода для отбора факторов наложило бы ограничение: каждый фактор в отдельности должен значимо влиять на доходность. Из-за этого факторы с разнонаправленным влиянием, в зависимости от другой переменной, не попали бы в итоговую регрессию. Так, в исходной работе [Fama, French, 1993] влияние фактора Book-to-Market одинаково для портфелей Small и Big, что гарантировано предварительным отбором факторов на основе кросс-секционного подхода, примененного в статье [Fama, French, 1992].

Наконец, если всмотреться в детали, то между указанными тремя работами можно увидеть неразрешимые противоречия, исходя из чего объективную, всеми подтвержденную картину о влиянии факторов на доходность российских акций составить нельзя. Так, в исследовании [Аистов, Кузьмичёв, 2013] выделяется положительный фактор SMB и, вероятно, значимый, хотя значения t-статистики в работе не приводятся. В статье [Абрамов, Радыгин и др., 2019] авторы также указывают на значимый положительный фактор SMB за период 1999–2017 гг., но это не подтверждается их же анализом на основе спреда в портфелях между компаниями большой и малой капитализации, которая рассчитана по данным 2001–2017 гг., приведенным в той же работе, и также положительна, но, по-видимому, незначима (t-статистика отсутствует). В то же время фактор HML за период 1999–2017 гг. в данной работе оказывается положительным, но незначимым, хотя рассчитанный этими же авторами спред в портфелях между компаниями с большим и маленьким значением Book-to-Market (по данным 2001–2017 гг.), напротив, выглядит значимым (несмотря на то, что авторы не приводят t-статистику). Это не только порождает внутреннее противоречие (в рамках одной работы), но и контрастирует с оценками спреда портфелей на основе Book-to-Market, представленного в исследовании [Аистов, Кузьмичёв, 2013], который, как указано выше, имеет различный знак для компаний большой и малой капитализации. Этого не должно быть при выводе о значимости фактора на основе кросс-секционного подхода. Наконец, судя по работе [Manushkin, 2024], фактор SMB отрицателен, что не соответствует выводам двух других анализируемых публикаций, но, по всей видимости, незначимо (авторы не приводят t-статистику), а фактор HML положителен, но, по всей видимости, это также незначимо (авторы не приводят t-статистику). Это также не согласуется с работами [Аистов, Кузьмичёв, 2013; Абрамов, Радыгин и др., 2019] — где-то положительно, где-то отрицательно, где-то значимо, где-то незначимо. У автора исследования [Manushkin, 2024], видимо, значим только один фактор RMW, но сверить эти результаты с другими работами не представляется возможным из-за отсутствия аналогичных работ.

Таким образом, невнимание к кросс-секционному подходу в работах на данных по российским акциям привело к тому, что имеющимся результатам нельзя доверять — все они свидетельствуют, что трех-, четырех- или пятифакторные модели на временных рядах для российских акций лучше стандартной CAPM, однако, если всмотреться в детали, они содержат существенные противоречия, позволяющие предполагать, что все-таки в этих моделях присутствует переобучение.

Важно отметить, что модели ценообразования на развивающихся рынках, к числу которых относится российский рынок, характеризуются рядом специфических особенностей. Среди них — высокие транзакционные издержки, недостаточное развитие института инвесторов, а также относительно низкая эффективность ценообразования. Данные особенности оказывают существенное влияние на получаемые эмпирические результаты.

Во-первых, они обусловливают специфический набор значимых ценообразующих факторов. Так, в исследовании [Hou, Karolyi et al., 2011], охватившем 49 стран, показано, что факторы моментума и отношения денежного потока к цене обладают большей объясняющей силой по сравнению с традиционными для американского рынка факторами размера и стоимости. Аналогично в работах [Lesmond, 2005; Bekaert, Harvey, 2007] акцентируется внимание на том, что фактор ликвидности выступает одной из ключевых детерминант доходности на развивающихся рынках.

Во-вторых, локальные институциональные особенности также играют важную роль. В частности, исследование [Bris, Goetzmann et al., 2007], проведенное на данных 47 рынков, демонстрирует, что наличие и активное использование коротких продаж положительно связано с эффективностью ценообразования. При этом запреты на короткие продажи чаще встречаются среди компаний с низкой долей институциональных инвесторов и могут служить источником ряда наблюдаемых ценовых аномалий [Nagel, 2005].

Таким образом, выявляемые аномалии ценообразования на развивающихся рынках во многом допускают рациональное объяснение через призму локальных особенностей их институционального и рыночного развития.

ДАННЫЕ

Для экстраполяции выводов данного исследования на генеральную совокупность, интересную крупным институциональным инвесторам, основным критерием включения компаний в анализируемую выборку был факт их присутствия в составе индекса Мосбиржи (IMOEX) на заданную дату. В этот индекс попадают крупнейшие и наиболее ликвидные акции, торгуемые на Мосбирже. Много паевых и пенсионных фондов используют этот индекс в качестве инвестиционного бенчмарка. Его состав репрезентативно отражает полноту инвестиционных возможностей российского рынка акций, а устоявшаяся методика и регулярный пересмотр базы индекса обеспечивают баланс между исторической преемственностью и своевременным отбором новых компаний по мере роста их капитализации и ликвидности.

Для институциональных инвесторов это означает, что будущая инвестиционная вселенная будет формироваться по тем же объективным правилам, что и в прошлом, что дает основания экстраполировать на будущее результаты моделей, тестируемых на истории. Кроме того, поскольку в историческом составе индекса присутствуют не только те компании, которые остались сейчас, но и те, которые впоследствии выбыли из индекса, то исследование на данных, соответствующих историческому составу индекса Мосбиржи, позволит избежать ошибки выжившего.

Используемая нами синтетическая база данных была собрана путем агрегирования информации из нескольких источников — Московской биржи, Центрального банка РФ, портала FRED, портала CBONDS, портала Smartlab, информационного агентства Bloomberg и финансовой отчетности компаний. Эта база представляет собой несбалансированные панельные данные 92 компаний за период с ноября 2002 г. по январь 2022 г. Несбалансированность данных является естественным результатом динамического включения и исключения из состава индекса Мосбиржи, а также выбытия из списка публично торгуемых компаний. В совокупности база данных содержит 8077 месячных наблюдений. Все цены акций и дивиденды были скорректированы на эффекты дроблений количества акций и обратных им процедур консолидации, где необходимо.

Для каждой i-ой компании была рассчитана избыточная доходность $Re_{i,t}$ за период времени t по следующей формуле:

$$Re_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1} + Div_{i,t}}{P_{i,t-1}} - Rf_t, \quad (1)$$

где $Re_{i,t}$ — избыточная доходность i-ой компании в период времени t;
$P_{i,t}$ — цена акций i-ой компании в конце периода t;
$P_{i,t-1}$ — цена акций i-ой компании в конце периода t−1;
$Div_{i,t}$ — выплаченные i-ой компанией за период t дивиденды;
Rf_t — доходность безрискового актива за период времени t.

В качестве доходности безрисковой ставки Rf_t была использована оценка доходности по десятилетним безрисковым вложениям. Данные за период до 2021 г. были получены с портала FRED, а для последующих — с портала CBONDS.

В качестве избыточной доходности рыночного портфеля Rme_t использовалась средняя, взвешенная по капитализации, избыточная доходность компаний, входивших в индекс Мосбиржи на соответствующую дату. Значения капитализации определялись путем перемножения рыночной цены и количества акций, находящихся в обращении. Информация о количестве акций в обращении была получена из разных источников, включая Московскую биржу, информационное агентство Bloomberg, финансовую отчетность компаний.

МЕТОДОЛОГИЯ

Согласно работам [Black, Jensen et al., 1972; Fama, MacBeth, 1973] первым этапом кросс-секционного подхода является получение оценок параметров модели (2) на временны́х рядах по каждой i-ой компании.

$$Re_{i,t} = \alpha_i + \beta_i * Rme_t, \quad (2)$$

где $Re_{i,t}$ — избыточная доходность i-ой компании в период времени t;
Rme_t — избыточная доходность рыночного портфеля в период времени t.

Далее, на втором этапе, необходимо изучить кросс-секционные различия в доходностях в зависимости от бета-коэффициентов акций, полученных с помощью модели (2). Для полноты картины мы применяем три формы кросс-секционных моделей: форму [Black, Jensen et al., 1972] и две формы [Fama, MacBeth, 1973] — без использования скользящего окна и с его использованием.

1. Модель BJS в форме [Black, Jensen et al., 1972]

$$\overline{Re_i} = \gamma_0 + \gamma_1 * \hat{\beta}_i, \quad (3)$$

где $\overline{Re_i}$ — средняя избыточная доходность i-го актива;
$\hat{\beta}_i$ — бета-коэффициент из модели (2), отражающий степень чувствительности i-го актива к избыточной доходности рыночного портфеля.

Данная форма модели рассматривает различия в средних избыточных доходностях между компаниями только как результат различий в бета-коэффициентах этих компаний, вместе с тем игнорирует возможные изменения данной зависимости во времени как для доходностей, так и для бета-коэффициентов.

Оценки коэффициентов $\hat{\beta}_i$ для каждой i-ой компании получаются на основе модели (2) независимо друг от друга за весь период наблюдений. Затем на основе полученных для каждой компании за весь период оценок $\overline{Re_i}$ и $\hat{\beta}_i$ строится модель (3) по всем компаниям выборки, в которой оцениваются параметры γ_0 и γ_1.

2. Модель FMB в форме [Fama, MacBeth, 1973] без использования скользящего окна:

$$\mathrm{Re}_{i,t} = \gamma_{0,t} + \gamma_{1,t} * \hat{\beta}_i, \quad (4)$$

где $\mathrm{Re}_{i,t}$ — избыточная доходность i-ой компании в период времени t;
$\hat{\beta}_i$ — бета-коэффициент из модели (2), оцененный так же, как для модели (3).

Эта форма модели также стремится раскрыть причины различий в доходностях отдельных компаний, однако, в отличие от предыдущей формы, использующей средние по времени значения доходностей, учитывает различия доходности во времени. При этом динамика бета-коэффициентов по-прежнему не учитывается.

Параметры $\gamma_{0,t}$ и $\gamma_{1,t}$ по модели (4) оцениваются на каждый месяц, после чего к ним применяется усреднение по времени с помощью:

$$\widehat{\gamma_j} = \frac{1}{T} * \sum_{t=1}^{T} \widehat{\gamma_{j,t}} \quad (5)$$

$$\mathrm{SE}_{\widehat{\gamma_j}} = \frac{\sqrt{\frac{1}{T} * \sum_{t=1}^{T} (\widehat{\gamma_{j,t}} - \widehat{\bar{\gamma}_j})^2}}{\sqrt{T}}. \quad (6)$$

3. Модель FMB+RW в форме [Fama, MacBeth, 1973] с использованием скользящего окна:

$$\mathrm{Re}_{i,t} = \gamma_{0,t} + \gamma_{1,t} * \hat{\beta}_{i,t}, \quad (7)$$

где $\hat{\beta}_{i,t}$ — бета-коэффициент из модели (2), оцененный за 60 месяцев до периода t, но с пересчетом раз в 12 месяцев.

В этой форме модели бета-коэффициенты для каждой i-ой компании оцениваются с помощью модели (2) на основе данных за 60 месяцев, предшествующих периоду t, но пересчитываются только раз в 12 месяцев, а параметры $\gamma_{0,t}$ и $\gamma_{1,t}$, так же как и в модели (4), оцениваются на каждый месяц, после чего к ним применяется усреднение по времени с помощью формул (5) и (6).

Данная форма модели (7) добавляет к предыдущей возможность изменчивости бета-коэффициента во времени. Кроме того, в отличие от моделей (3) и (4), она исключает так называемый forward-looking bias — ситуацию, когда данные, недоступные для принятия инвестиционных решений в момент анализа, влияют на результаты оценки моделей. Очевидно, что эта форма модели ближе к реальным условиям, в которых участники рынка акций могли бы реализовывать арбитраж на основе CAPM, чем две предыдущие формы модели. Однако недостатком этой формы является то, что стандартные ошибки бета-коэффициентов наименее пригодны для тестов, так как $\hat{\beta}_i$ «перекрываются» при оценке друг другом.

Для всех трех форм модели справедливо, что если CAPM Шарпа — Линтнера верна, то γ_0, отражающий избыточную доходность на актив с нулевым бета-коэффициентом, должен быть близок к нулю, а γ_1 должен быть положительным и близким к ожидаемому значению рисковой премии за рыночный портфель. При этом различия в результатах, полученных с помощью рассматриваемых разных форм модели, отражают чувствительность результатов к методологии и требуют отдельной дискуссии.

Для оценки устойчивости результатов моделей (3), (4), (7) к включению дополнительных факторов (контрольных переменных) они были исследованы в разрезе пятилетних периодов, в зависимости от числа доступных наблюдений по анализируемым компаниям (до десяти лет и не менее десяти лет), а также в зависимости от фактора размера, оцененного рыночной капитализацией. Все эти дополнительные факторы определялись апостериорно (на конец анализируемого периода), что позволило изучить свойства выборки, но не

достичь предсказательной способности моделей. Апостериорное разделение на компании большой и малой капитализации было сделано через ее принадлежность к той или иной группе бóльшую часть времени (более 50%), пока она находилась в индексе Мосбиржи.

В завершение, с учетом повышенного внимания исследователей к фактору рыночной капитализации, а также по аналогии с работой [Fama, French, 1992], для оценки устойчивости полученных результатов этот фактор добавлен в модели (4) и (7), которые теперь приняли следующий вид:

$$\mathrm{Re}_{i,t} = \gamma_{0,t} + \gamma_{1,t} * \beta_i + \gamma_{2,t} * \log(\mathrm{MC}_t) \quad (8)$$

$$\mathrm{Re}_{i,t} = \gamma_{0,t} + \gamma_{1,t} * \beta_{i,t} + \gamma_{2,t} * \log(\mathrm{MC}_t), \quad (9)$$

где $\log(\mathrm{MC}_t)$ — натуральный логарифм рыночной капитализации на конец периода, предшествующего периоду t.

В моделях (8) и (9) использовался априорный фактор капитализации — ее значение на конец предшествующего периода t. Отметим, что включение априорного фактора капитализации в модель (3) невозможно.

РЕЗУЛЬТАТЫ И ДИСКУССИЯ

В табл. 2 представлены результаты оценки кросс-секционной регрессии в соответствии с моделью BJS, формула (3), где каждый столбец показывает результаты, полученные на указанном временном интервале. В скобках приведены стандартные отклонения для соответствующих коэффициентов. Видно, что на полном периоде коэффициент $\widehat{\gamma_1}$ отрицателен и статистически значим на уровне 1%, а коэффициент $\widehat{\gamma_0}$ положителен и значим на уровне 5%. Это несовместимо с CAPM, которая требует, чтобы $\widehat{\gamma_1}$ был положителен; то есть чем больше систематический риск (бета), тем больше должна быть избыточная доходность актива, а $\widehat{\gamma_0}$ должен незначимо отличаться от нуля. Анализ пятилетних периодов показывает, что основным источником данных отклонений от CAPM является период 2012–2017 гг. В остальные периоды влияние $\widehat{\gamma_1}$ скорее нейтрально, чем положительно, что также несовместимо с CAPM, а $\widehat{\gamma_0}$ варьируется в допускаемом CAPM диапазоне.

Таблица 2

Результаты оценивания модели BJS

	Зависимая переменная: $\overline{\mathrm{Re}_i}$				
Период	Полный	дек. 2002 – нояб. 2007	дек. 2007 – нояб. 2012	дек. 2012 – нояб. 2017	дек. 2017 – янв. 2022
$\widehat{\gamma_1}$	−0,014*** (0,005)	0,003 (0,012)	−0,001 (0,010)	−0,020*** (0,005)	−0,003 (0,007)
$\widehat{\gamma_0}$	0,011** (0,005)	0,016 (0,010)	−0,007 (0,012)	0,017*** (0,005)	0,002 (0,006)
Количество наблюдений	92	34	41	67	56
Средний R^2	8,5 %	0,2 %	0,05 %	23,3 %	0,5 %
Средний R^2 adj	7,4 %	−2,9 %	−2,5 %	22,1 %	−1,4 %

*Примечание: * p < 0,1; ** p < 0,05; *** p < 0,01.*
Источник: рассчитано и составлено авторами.

В табл. 3 представлены усредненные по времени оценки кросс-секционной регрессии по модели FMB без скользящего окна на основе формулы (4). Каждый столбец соответствует результатам, полученным на указанном временном интервале. В скобках приведены стандартные отклонения.

Таблица 3

Результаты оценивания модели FMB без применения скользящего окна

	Зависимая переменная: $Re_{i,t}$				
Период	Полный	дек. 2002 – нояб. 2007	дек. 2007 – нояб. 2012	дек. 2012 – нояб. 2017	дек. 2017 – янв. 2022
$\widehat{\gamma_1}$	−0,007 (0,007)	−0,022 (0,018)	0,002 (0,016)	−0,012 (0,009)	0,0002 (0,008)
$\widehat{\gamma_0}$	0,016*** (0,005)	0,045*** (0,012)	−0,003 (0,010)	0,016*** (0,006)	0,007 (0,005)
Количество кросс-секционных регрессий	230	60	60	60	50
Средний R^2	9,2 %	15,55 %	10,04 %	7,94 %	10,49 %
Средний R^2 adj	6,05 %	10,69 %	6,82 %	6,00 %	8,25 %

*Примечание: * p < 0,1; ** p < 0,05; *** p < 0,01.*
Источник: рассчитано и составлено авторами.

Результаты модели FMB схожи с результатами модели BJS. Коэффициент $\widehat{\gamma_1}$ по-прежнему отрицателен на полной выборке, однако уже статистически незначим. В разрезе рассмотренных пятилетних периодов видно, что источником отрицательного $\widehat{\gamma_1}$ является не только период 2012–2017 гг., как в модели BJS, но также период 2002–2007 гг. В остальные периоды $\widehat{\gamma_1}$ скорее нейтральный, чем положительный. А усредненная по времени оценка константы $\widehat{\gamma_0}$ статистически значима на 1%-м уровне как на полном периоде, так и на двух из четырех пятилетних периодов.

Таким образом, результаты моделей BJS и FMB свидетельствуют, что анализируемые данные по российским акциям не соответствуют CAPM Шарпа — Линтнера. Первая аномалия состоит в положительном и статистически значимом — как в модели BJS, так и в модели FMB — коэффициенте $\widehat{\gamma_0}$, а вторая аномалия состоит в отрицательном влиянии систематического риска на избыточную доходность (отрицательный $\widehat{\gamma_1}$, статистически значимый в модели BJS). Первая аномалия, в общем-то, соответствует результатам для рынка акций США, задокументированным в работах [Black, Jensen et al., 1972; Fama, MacBeth, 1973]. А вот вторая аномалия для рынка акций США отсутствует — там наблюдается более пологая, чем ожидалось в соответствии с исторической рисковой премией по акциям, зависимость избыточной доходности от систематического риска, но коэффициент $\widehat{\gamma_1}$ все-таки положительный и даже статистически значимый (а не отрицательный, как для российских акций), из-за чего эта пологость интерпретируется как следствие первой аномалии.

В табл. 4 приведены усредненные оценки кросс-секционной регрессии по модели FMB+RW с использованием пятилетнего скользящего окна на основе формулы (7). Каждый столбец соответствует результатам, полученным на указанном временном интервале. В скобках приведены стандартные отклонения. Видно, что при использовании априорно измеренных пятилетних бет результат на полном периоде не только совместим с CAPM, но и отвергает в ее пользу нулевую гипотезу о том, что системный риск не влияет на избыточную доходность, — в табл. 4 для полного периода коэффициент $\widehat{\gamma_1}$ является положительным и статистически значимым на 5%-м уровне, а коэффициент $\widehat{\gamma_0}$ значимо не отличается от нуля. Тем не менее даже в лучшей на текущий момент спецификации модель способна объяснить лишь 8,7% кросс-секционной дисперсии (2,91% при использовании скорректированного R-квадрата).

Априорные пятилетние беты имеют особую ценность по трем причинам. Во-первых, в отсутствие forward-looking bias они отражают результат вполне воспроизводимой торговой стратегии, тем самым способствуя ценообразованию в соответствии с CAPM через арбитраж. Во-вторых, они позволяют исключить из рассмотрения те компании, которые

имеют недостаточную историю (менее пяти лет) для оценки беты. В-третьих, в работе [Fama, French, 1992] для американского рынка именно априорные пятилетние беты уступают в предсказательной способности априорному фактору рыночной капитализации, что является важнейшим аргументом в пользу последующей трехфакторной модели. При этом апостериорные беты для американских акций на равных с фактором капитализации объясняют вариацию избыточных доходностей. Таким образом, если следовать логике [Fama, French, 1992], то для обоснования значимости фактора капитализации с помощью кросс-секционного подхода его следует сравнивать именно с априорными пятилетними бетами.

Таблица 4

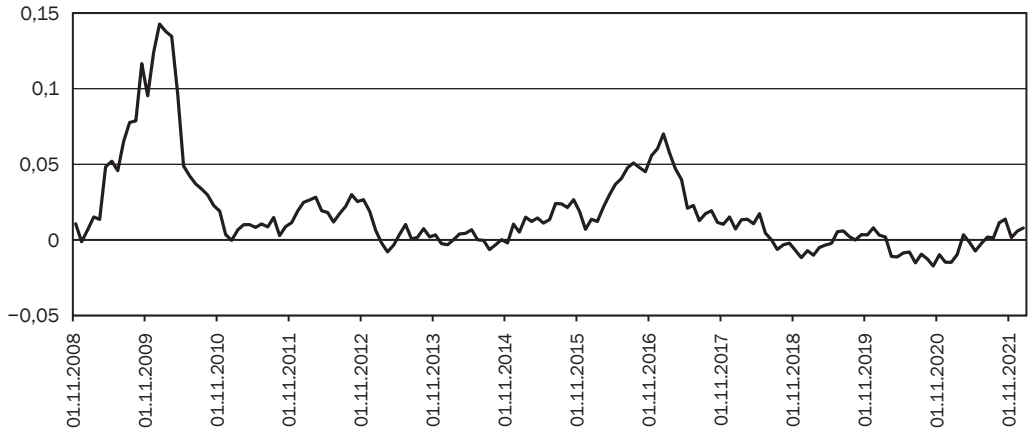
Результаты оценивания модели FMB+RW со скользящим окном

	Зависимая переменная: $\mathrm{Re}_{i,t}$				
Период	Полный	дек. 2002 – нояб. 2007	дек. 2007 – нояб. 2012	дек. 2012 – нояб. 2017	дек. 2017 – янв. 2022
$\widehat{\gamma_1}$	0,017** (0,008)	–	0,033 (0,02)	0,017** (0,008)	−0,003 (0,006)
$\widehat{\gamma_0}$	−0,009 (0,006)	–	−0,027* (0,014)	−0,008 (0,01)	0,013** (0,006)
Количество кросс-секционных регрессий	170	–	60	60	50
Средний R^2	8,7 %	–	12,39 %	8,32 %	4,83 %
Средний R^2 adj	2,91 %	–	3,51 %	3,62 %	1,42 %

*Примечание: * p < 0,1; ** p < 0,05; *** p < 0,01.*
Источник: рассчитано и составлено авторами.

Рисунок 1

Сглаженная при помощи 12-месячного скользящего окна оценка премии за рыночный риск в динамике $\widehat{\gamma_{1,t}}$



Источник: рисунок и расчеты авторов.

Результаты FMB+RW модели в разрезе пятилетних периодов показывают заметную чувствительность полученных итоговых значений к периоду, за который анализируются данные. Из анализа периодов видно, что за 2007–2012 гг. наклон $\widehat{\gamma_1}$ заметно растет, а пересечение $\widehat{\gamma_0}$ заметно падает, затем в 2012–2017 гг. наклон и пересечение возвращаются к уровням за полный период; далее, в 2017–2022 гг., наклон заметно падает, а пересечение заметно растет. Это нельзя интерпретировать как какую-либо аномалию CAPM, но, очевидно, это свидетельствует о неустойчивости полученного результата и потенциально может быть источником проблем.

Для более детального анализа целесообразно обратиться к рис. 1, на котором представлена усредненная за предшествующие 12 месяцев оценка премии за рыночный риск $\widehat{\gamma_{1,t}}$. На графике отчетливо прослеживаются периоды повышения премии, которые, с высокой степенью вероятности, обусловлены шоками 2008 и 2014–2015 гг., а также относительно стабильные интервалы 2009–2013 и 2017–2022 гг.

Выводы, полученные по результатам тестирования моделей на полном периоде и представленные в табл. 2–4, демонстрируют устойчивость к изменению спецификации безрисковой доходности (в качестве альтернативных мер рассматривались доходность индекса государственных облигаций RGBI и овернайт-ставка депозитов российского межбанковского рынка RUONIA), к выбору рыночного индекса (анализировалась доходность как без учета, так и с учетом дивидендов), а также к корректировке стандартных ошибок на основе методологии Newey-West (соответствующие результаты не приводятся, но доступны по запросу).

В рамках изучения чувствительности была также повторена оценка моделей BJS, FMB и FMB+RW на двух группах: отдельно с использованием апостериорного разделения компаний на основе числа доступных наблюдений и отдельно на основе рыночной капитализации (соответствующие результаты не приводятся, но доступны по запросу). Результаты оценивания говорят о том, что для всех трех моделей указанные выше две аномалии CAPM наблюдаются только для компаний с числом наблюдений менее десяти лет и для компаний малой капитализации. Вместе с тем оценки $\widehat{\gamma_1}$ с использованием подхода FMB+RW были положительными и статистически значимыми и в группе компаний большой капитализации, и в группе с количеством наблюдений более десяти лет; при использовании подходов FMB и BJS оценки оставались положительными, но теряли свою статистическую значимость.

В табл. 5 приведены результаты оценки моделей FMB и FMB+RW при добавлении к ним фактора рыночной капитализации в соответствии с формулами (8) и (9). Видно, что коэффициент $\widehat{\gamma_1}$, отражающий влияние бета-коэффициента на кросс-секционную вариацию избыточных доходностей, остается почти таким же, как в табл. 3 и 4: −0,007 для модели FMB и 0,014 для модели FMB+RW (есть небольшое снижение с 0,017). При этом вновь добавленный коэффициент $\widehat{\gamma_2}$, отражающий вклад логарифма априорной капитализации, в обеих моделях оказывается статистически незначимым. Из этого следует, что полученные результаты моделей FMB и FMB+RW в соответствии с формулами (4) и (7) устойчивы к добавлению контрольной переменной логарифма априорной капитализации.

Таблица 5

Результаты оценивания моделей FMB и FMB+RW с добавлением логарифма априорной капитализации

	Зависимая переменная: $\mathrm{Re}_{i,t}$	
Подход	FMB	FMB + RW
$\widehat{\gamma_1}$	−0,007 (0,007)	0,014* (0,008)
$\widehat{\gamma_2}$	−0,001 (0,001)	−0,001 (0,001)
$\widehat{\gamma_0}$	0,036* (0,022)	0,032 (0,028)
Количество наблюдений	230	
Количество кросс-секционных регрессий		170
R^2 \ Средний R^2	12,95 %	13,72 %
R^2 adj \ Средний R^2 adj	6,66 %	1,97 %

*Примечание: * p < 0,1; ** p < 0,05; *** p < 0,01.*
Источник: рассчитано и составлено авторами.

Схожие регрессии с двумя факторами для рынка акций США в работе [Fama, French, 1992] показали, что логарифм априорной капитализации лучше объясняет кросс-секционную вариацию избыточных доходностей, чем априорные беты. Это было серьезным аргументом в пользу многофакторных моделей. Но в данном случае подобный эффект отсутствует. Для российских акций наблюдается несущественный вклад априорного логарифма капитализации в объяснение кросс-секционной вариации по сравнению со вкладом априорной пятилетней беты (модель FMB-RW).

Обобщая результаты табл. 2–4 и 5, как можно объяснить аномалии, выявленные моделями BJS и FMB для всей выборки данных?

Во-первых, обнаруженные аномалии могут быть обусловлены как краткосрочными эффектами от компаний с числом доступных наблюдений менее десяти лет, так и от временной неэффективности ценообразования в периоды ценовых шоков (в частности, в 2008 г. и 2014–2015 гг.; см. рис. 1). Логика данного объяснения представляется достаточно прозрачной: корректное ценообразование в рамках CAPM требует достаточности информационной базы. Соответственно, сокращение объема данных сопряжено с увеличением вероятности возникновения аномалий. Кроме того, полученные отрицательные результаты могут быть вызваны наличием премии за неликвидность и связанными с этим транзакционными издержками. Вместе с тем в рамках данной интерпретации апостериорные оценки беты для компаний с достаточным числом наблюдений должны оставаться совместимыми с CAPM наравне с априорными оценками. Иными словами, предложенное объяснение приобретает бóльшую убедительность при отсутствии структурных разрывов в модели CAPM, оцениваемой по временным рядам.

Во-вторых, аномалии можно объяснить использованием апостериорных бет, в то время как при использовании априорной пятилетней беты в модели FMB+RW они пропадают (см. табл. 4). Априорные пятилетние беты имеют очевидное преимущество из-за фильтра по минимальному числу наблюдений, возможности учета динамики бета-коэффициента и отсутствию forward-looking bias. Наблюдаемые изменения бета-коэффициентов могут носить структурный характер, вполне объясняемый среднесрочным изменением макроэкономического режима (например, через смену модели экономического роста, адаптации к новым внешним макроэкономическим ограничениям, изменению стоимости капитала для корпоративного сектора и др.). Апостериорные же беты в сравнении с априорными пятилетними бетами имеют меньше гибкости и потому при наличии структурных разрывов в CAPM на временных рядах могут отражать бессмысленную «среднюю температуру по больнице». Однако серьезным недостатком этого объяснения является сокращение числа анализируемых наблюдений и возможная чувствительность полученных результатов к периоду, за который анализируются данные, что требует дополнительной проверки.

В-третьих, аномалии также могут быть вызваны компаниями малой капитализации. Это можно проверить, внимательно изучив фактор капитализации с помощью кросс-секционного подхода по аналогии с [Fama, French, 1992]. Однако, как показали результаты табл. 5, для российских акций это объяснение пока что не выглядит предпочтительнее, чем конкурирующее объяснение через априорные пятилетние беты. Другое логичное объяснение может состоять в пересечении малых компаний и компаний с числом доступных наблюдений менее десяти лет. Из-за этого число доступных наблюдений окажется «спутывающей переменной» (confounder) для переменной размера, порождающей ложную видимость причинно-следственной связи между размером компании и наличием аномалий в CAPM.

Пока следует воздержаться от окончательного вывода о том, какое из этих трех возможных объяснений найденных аномалий является верным. Использование априорных пятилетних бет выглядит весьма правдоподобно и точно может быть принято за основу

для последующего отбора переменных для многофакторных CAPM. Однако связано ли это именно с влиянием краткосрочных эффектов, с плавающими бетами (из-за наличия структурных разрывов в CAPM) или же с удачным способом фильтрации по числу доступных наблюдений — однозначно утверждать пока не представляется возможным. Недостатком двух оставшихся способов объяснения найденных аномалий является статистическая незначимость $\widehat{\gamma_1}$ в тех модификациях, где аномалии пропадают. Связано ли это с недостатком наблюдений или указывает на то, что систематический риск (бета) не так уж сильно влияет на избыточные доходности, остается неизвестным. С учетом того, что аналогичные работы для рынка акций США базировались на более чем 35-летней истории и охватывали свыше 1 тыс. компаний, недостаток наблюдений как причина, по которой нельзя подтвердить однофакторную CAPM во многих модификациях без аномалий, выглядит вполне правдоподобно.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенный анализ показал, что применение кросс-секционной регрессии в формах Black, Jensen и Scholes (BJS), а также Fama и MacBeth (FMB) демонстрирует в данных по российским акциям две аномалии, не совместимые с CAPM Шарпа — Линтнера. Во-первых, это положительный и статистически значимый коэффициент $\widehat{\gamma_0}$, отражающий положительную избыточную доходность портфеля с нулевой бетой. А во-вторых, это отрицательное влияние систематического риска на избыточную доходность, выражающееся в отрицательном коэффициенте $\widehat{\gamma_1}$, статистически значимом только в BJS-модели. Если первая аномалия в целом соответствует результатам для рынка акций США, то вторая является специфической для российского рынка — на американском рынке зависимость доходности от беты положительна и статистически значима, хотя и более пологая, чем ожидалось.

Наиболее правдоподобным объяснением выявленных аномалий на российском рынке, по результатам настоящего исследования, представляется различие между априорными и апостериорными оценками бета-коэффициентов, а также погрешность оценивания, характерная для акций с малым числом наблюдений. Установлено, что указанные аномалии устраняются при исключении forward-looking bias посредством использования априорных пятилетних бета-коэффициентов в спецификации FMB+RW, что обеспечивает совместимость полученных результатов с предсказаниями CAPM. Аналогичным образом оценки, полученные в рамках моделей BJS и FMB для выборки компаний с продолжительностью наблюдений не менее десяти лет, также оказываются согласованными с CAPM.

Вместе с тем необходимо сформулировать ряд существенных оговорок. Во-первых, несмотря на достижение статистической совместимости с теоретической моделью, ее эмпирическая объясняющая способность остается весьма ограниченной: применение априорных бета-коэффициентов позволяет объяснить менее трех процентов кросс-секционной дисперсии доходностей. Во-вторых, для более обоснованного установления причин возникновения обнаруженных аномалий требуется проведение дополнительного анализа.

Так или иначе, полученные результаты с достаточной степенью надежности допускают использование CAPM, основанной на априорных пятилетних бета-коэффициентах, в качестве обоснованной нулевой гипотезы при последующем тестировании иных факторов в рамках кросс-секционного подхода.

Также установлено, что фактор капитализации скорее всего не влияет на полученные результаты кросс-секционного подхода. Да, для компаний малой капитализации найденные аномалии выражены более сильно, чем для компаний большой капитализации. Однако добавление логарифма априорной капитализации в кросс-секционную регрессию

в качестве второго фактора заметно не меняет полученные ранее результаты. В частности, для модели FMB+RW коэффициент $\widehat{\gamma_1}$, отражающий влияние априорных пятилетних бет на избыточную доходность, остается положительным и статистически значимым, а коэффициент $\widehat{\gamma_2}$, показывающий роль фактора размера, оказывается незначим. Это ставит под сомнение существование премии за размер на российском рынке акций для выборки компаний, интересной институциональным инвесторам. Однако более тщательный анализ в стиле авторов исследования [Fama, French, 1992] необходим, чтобы подтвердить этот вывод окончательно.

К недостаткам этой работы следует отнести заметную чувствительность результатов модели FMB+RW к выбранному пятилетнему периоду анализа, что требует дополнительной проверки. Кроме того, имеющаяся выборка (92 компании за почти 20-летний период), по всей видимости, является недостаточной для надежных выводов; по крайней мере, подобные пионерские работы для рынка акций США опирались на данные за более чем 35-летний период при охвате свыше 1 тыс. компаний.

Тем не менее результаты данного исследования имеют важное практическое значение. Они указывают: прежде чем строить и использовать многофакторные CAPM для российских акций (для оценки стоимости собственного капитала или для портфельного инвестирования), необходимо провести тщательный предварительный отбор факторов с помощью кросс-секционного подхода. Без такой процедуры включение в модель на временны́х рядах факторов по аналогии с моделями, разработанными для развитых рынков, создает риск переобучения с последующей ошибкой вне выборки. Только такая методологически строгая процедура позволит определить, какие факторы действительно значимы для ценообразования российских акций, а какие являются артефактами переобучения.

Список источников / References

1. Абрамов А. Е., Радыгин А. Д. и др. Модели ценообразования акций российских компаний и их практическое применение // Вопросы экономики. 2019. № 3. С. 48–76. https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-3-48-76. Abramov A.E., Radygin A.D. et al. (2019). Stock Pricing Models for Russian Companies and Their Practical Application. *Issues of Economics*, 3, 48–76 (in Russ.). https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-3-48-76.
2. Аистов А. В., Кузьмичёв К. Е. Эмпирический анализ моделей ценообразования активов на российском фондовом рынке // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2013. № 5. С. 36–44. URL: https://www.fin-izdat.ru/journal/fa/detail.php?ID=55028. Aistov A.V., Kuz'michyov K.E. (2013). Empirical Analysis of Asset Pricing Models on the Russian Stock Market. *Financial Analytics: Science and Experience*, 5, 36–44 (in Russ.). URL: https://www.fin-izdat.ru/journal/fa/detail.php?ID=55028.
3. Бахтеев С. А., Антясов Е. А. Эмпирическое тестирование пятифакторной модели Фама–Френча на российском фондовом рынке // Экономика. 2021. № 10. С. 1171–1177. URL: https://www.elibrary.ru/item.asp?id=47473597. Bakhteev S.A., Antyasov E.A. (2021). Empirical Testing of the Fama-French Five-Factor Model on the Russian Stock Market. *Economics*, 10, 1171–1177 (in Russ.). URL: https://www.elibrary.ru/item.asp?id=47473597.
4. Микова Е. С. Тестирование рыночного риска, ликвидности, размера компаний и моментов более высоких порядков при объяснении доходности российских акций // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2013. № 12. С. 43–51. URL: https://www.fin-izdat.ru/journal/fa/detail.php?ID=55902. Mikova E.S. (2013). Testing Market Risk, Liquidity, Company Size and Higher-Order Moments in Explaining Russian Stock Returns. *Financial Analytics: Science and Experience*, 12, 43–51 (in Russ.). URL: https://www.fin-izdat.ru/journal/fa/detail.php?ID=55902.
5. Молодова Е. А., Пирогов Н. К. Затраты на собственный капитал: тестирование трехфазной модели Фамы и Френча на российском рынке капитала // Корпоративные финансовые решения. Эмпирический анализ российских компаний (корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках капитала): монография / науч. ред.: И. В. Ивашковская. М.: ИНФРА-М, 2011. Гл. 4. С. 48–79. URL: https://publications.hse.ru/chapters/79513334. Molodova E.A., Pirogov N.K. (2011). Cost of Equity: Testing the Fama and French Three-Factor Model on the Russian Capital Market. Moscow: INFRA-M, 48–79 (in Russ.). URL: https://publications.hse.ru/chapters/79513334.

6. Федорова Е. А., Сивак А. Р. Сравнение моделей CAPM и Фамы — Френча на российском фондовом рынке // Финансы и кредит. 2012. № 42 (522). С. 42–48. URL: https://www.fin-izdat.ru/journal/fc/detail.php?ID=53697. Fedorova E.A., Sivak A.R. (2012). Comparison of CAPM and Fama-French Models on the Russian Stock Market. *Finance and Credit*, 42 (522), 42–48 (in Russ.). URL: https://www.fin-izdat.ru/journal/fc/detail.php?ID=53697.
7. Aharoni G., Grundy B. et al. (2013). Stock returns and the Miller Modigliani valuation formula: Revisiting the Fama French analysis. *Journal of Financial Economics*, 110, 2, 347–357. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.08.003.
8. Banz R.W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9, 1, 3–18. https://doi.org/10.1016/0304-405X(81)90018-0.
9. Basu S. (1977). Investment performance of common stocks in relation to their price-earnings ratios: A test of the efficient market hypothesis. *The Journal of Finance*, 32, 3, 663–682. https://doi.org/10.2307/2326304.
10. Bekaert G., Harvey C.R. et al. (2007). Liquidity and Expected Returns: Lessons from Emerging Markets. *The Review of Financial Studies*, 20 (6), 1783–1831. URL: https://business.columbia.edu/sites/default/files-efs/pubfiles/2827/lessons.pdf.
11. Bhandari L.C. (1988). Debt equity ratio and expected common stock returns: Empirical evidence. *The Journal of Finance*, 43, 2, 507–528. https://doi.org/10.2307/2328473.
12. Black F., Jensen M.C. et al. (1972). The capital asset pricing model: Some empirical tests. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=908569.
13. Bris A., Goetzmann W.N. et al. (2007). Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets around the World. *The Journal of Finance*, 62 (3), 1029–1079. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01230.x.
14. Cochrane J.H. (2009). Asset Pricing: Revised Edition. Princeton: Princeton University Press. URL: https://bsutrisno.wordpress.com/wp-content/uploads/2017/02/cochrane_2005_asset-pricing.pdf.
15. Cochrane J.H. (2011). Presidential address: Discount rates. *The Journal of Finance*, 66, 4, 1047–1108. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01671.x.
16. Fama E.F., French K.R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47, 2, 427–465. https://doi.org/10.2307/2329112.
17. Fama E.F., French K.R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33, 1, 3–56. https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5.
18. Fama E.F., French K.R. (2006). Profitability, investment and average returns. *Journal of Financial Economics*, 82, 3, 491–518. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.09.009.
19. Fama E.F., French K.R. (2008). Dissecting anomalies. *The Journal of Finance*, 63, 4, 1653–1678. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01371.x.
20. Fama E.F., French K.R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116, 1, 1–22. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010.
21. Fama E.F., MacBeth J.D. (1973). Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. *Journal of Political Economy*, 81, 3, 607–636. https://doi.org/10.1086/260061.
22. Harvey C.R., Liu Y. et al. (2016). … and the cross-section of expected returns. *The Review of Financial Studies*, 29, 1, 5–68. https://doi.org/10.1093/rfs/hhv059.
23. Harvey C.R., Liu Y. (2021). Lucky factors. *Journal of Financial Economics*, 141, 2, 413–435. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.04.014.
24. Hou K., Karolyi G.A. et al. (2011). What Factors Drive Global Stock Returns? *The Review of Financial Studies*, 24 (8), 2527–2574. https://doi.org/10.2139/ssrn.908345.
25. Lesmond D.A. (2005). Liquidity of Emerging Markets. *Journal of Financial Economics*, 77 (2), 411–452. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.01.005.
26. Lewellen J., Nagel S. et al. (2010). A skeptical appraisal of asset pricing tests. *Journal of Financial Economics*, 96, 2, 175–194. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.09.001.
27. Manushkin N.A. (2024). Application of Fama-French five factor model on the Russian market. URL: https://www.hse.ru/data/2024/05/23/2124896007/95FE2024.pdf?ysclid=mv2ricgumu439533825.
28. Nagel S. (2005). Short Sales, Institutional Investors and the Cross-Section of Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 78 (2), 277–309. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.08.008.
29. Novy-Marx R. (2013). The other side of value: The gross profitability premium. *Journal of Financial Economics*, 108, 1, 1–28. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.01.003.
30. Ozornov S. (2015). Validity of Fama and French model on RTS index. *Review of Business and Economics Studies*, 4, 22–43. URL: https://rbes.fa.ru/jour/article/view/25.
31. Stattman D. (1980). Book values and stock returns. *The Chicago MBA: A Journal of Selected Papers*, 4, 1, 25–45. URL: https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=2127330.
32. Titman S., Wei K.C.J. et al. (2004). Capital investments and stock returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39, 4, 677–700. https://doi.org/10.1017/S0022109000003173.

Информация об авторах

***Юрий Роландович Ичкитидзе**, кандидат экономических наук, доцент департамента финансов Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», г. Санкт-Петербург, Российская Федерация*

***Александр Вячеславович Попов**, аспирант Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», г. Санкт-Петербург, Российская Федерация*

Information about the authors

***Yuriy R. Ichkitidze**, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor of the Department of Finance, HSE University, Saint Petersburg, Russian Federation*

***Aleksandr V. Popov**, Postgraduate Student, HSE University, Saint Petersburg, Russian Federation*

Статья поступила в редакцию 06.04.2026
Одобрена после рецензирования 24.08.2026
Принята к публикации 30.09.2026

The article submitted April 6, 2026
Approved after reviewing August 24, 2026
Accepted for publication September 30, 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-43-59

CC BY

Институциональная архитектура устойчивого ипотечного финансирования в России

Наталья Геннадьевна Вовченко
E-mail: nauka@rsue.ru, ORCID: 0000-0001-6404-8909
Ростовский государственный экономический университет (РИНХ), г. Ростов-на-Дону, Российская Федерация
Ольга Борисовна Иванова
E-mail: sovet2-1@rsue.ru, ORCID: 0009-0006-1293-1453
Ростовский государственный экономический университет (РИНХ), г. Ростов-на-Дону, Российская Федерация
Светлана Алексеевна Литвинова
E-mail: litvinova-s@ranepa.ru, ORCID: 0000-0002-8786-3794
Южно-Российский институт управления — филиал РАНХиГС, г. Ростов-на-Дону, Российская Федерация

Аннотация
В статье предложены концептуальные основы устойчивого ипотечного финансирования в России в условиях завершения массовой льготной ипотеки, совершенствования макропруденциального регулирования и развития инструментов долгосрочного рублевого фондирования. Исследовательский вопрос состоит в том, какая институциональная архитектура ипотечного финансирования способна одновременно обеспечить реальную жилищную доступность, устойчивость банковской системы и бюджетную сбалансированность. Информационная база охватывает данные Банка России и ДОМ.РФ по состоянию на первый квартал 2026 г., российские и зарубежные научные публикации, материалы Международного валютного фонда (International Monetary Fund — IMF), Европейского центрального банка (European Central Bank — ECB) и Банка международных расчетов (Bank for International Settlements — BIS). Сделан вывод о необходимости перехода российского ипотечного рынка от модели экстенсивного роста выдач к модели управляемой устойчивости, в которой критерием эффективности становится не объем, а качество ипотечного роста.

Ключевые слова: *ипотечное финансирование, льготная ипотека, макропруденциальная политика, показатель долговой нагрузки, ипотечные ценные бумаги, секьюритизация, проектное финансирование, ДОМ.РФ, Банк России*

JEL: *G21, G28, E58, R21, R31*

Для цитирования: *Вовченко Н. Г., Иванова О. Б. и др. Институциональная архитектура устойчивого ипотечного финансирования в России // Финансовый журнал. 2026. Т. 18. № 5. С. 43–59. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-43-59.*

© Вовченко Н. Г., Иванова О. Б., Литвинова С. А., 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-43-59

Institutional Architecture of Sustainable Mortgage Financing in Russia

Natalia G. Vovchenko[1], ***Olga B. Ivanova***[2], ***Svetlana A. Litvinova***[3]

[1, 2] *Rostov State University of Economics (RSUE), Rostov-on-Don, Russian Federation*

[3] *South-Russian Institute of Management — Branch of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Rostov-on-Don, Russian Federation*

[1] *nauka@rsue.ru, https://orcid.org/0000-0001-6404-8909*

[2] *sovet2-1@rsue.ru, https://orcid.org/0009-0006-1293-1453*

[3] *litvinova-s@ranepa.ru, https://orcid.org/0000-0002-8786-3794*

Abstract

The article develops the conceptual foundations of sustainable mortgage financing in Russia in the context of the reduction of broad subsidised mortgage programmes, the tightening of macroprudential regulation and the development of long-term rouble funding instruments. The research question is what institutional architecture of mortgage financing can simultaneously deliver real housing affordability, banking-sector resilience and fiscal balance. The information base covers Bank of Russia and DOM.RF data as of Q1 2026, Russian and international academic publications, IMF, ECB and BIS materials. The paper concludes that the Russian mortgage market is shifting from an extensive growth model to a managed sustainability model, in which the efficiency criterion is not the volume but the quality of mortgage growth.

Keywords: *mortgage financing, subsidised mortgage, macroprudential policy, mortgage-backed securities, securitization, housing affordability, project finance, DOM.RF, Bank of Russia*

JEL: *G21, G28, E58, R21, R31*

For citation: *Vovchenko N.G., Ivanova O.B. et al. (2026). Institutional Architecture of Sustainable Mortgage Financing in Russia. Financial Journal, 18 (5), 43–59 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-43-59.*

© Vovchenko N.G., Ivanova O.B., Litvinova S.A., 2026

ВВЕДЕНИЕ

Ипотечное жилищное кредитование занимает особое место в российской финансовой системе. Его значимость определяется не только объемом банковских ипотечных портфелей, но и тем, что ипотека стала одним из ключевых каналов воздействия государства на жилищный рынок, строительную отрасль, потребительское поведение домохозяйств и социально-демографическую политику. В отличие от краткосрочного потребительского кредитования, ипотека формирует долгосрочную долговую траекторию семьи, влияет на структуру семейных расходов, определяет параметры спроса на жилье и одновременно выступает значимым активом банковской системы [Жирнов, 2025; Полтерович, 1999].

К началу 2026 г. масштаб ипотечного рынка достиг уровня, при котором его устойчивость стала вопросом не только банковского регулирования, но и макрофинансовой стабильности. По данным Банка России, на 1 апреля 2026 г. совокупная ипотечная задолженность населения с учетом секьюритизированной части портфеля составила 24,1 трлн руб., а розничный портфель кредитных организаций — 36,5 трлн руб.; на ипотечные жилищные кредиты приходилось около 58% розничного банковского портфеля[1]. Это означает, что ипотека стала системообразующим элементом розничного банковского

[1] *Обзор рынка ипотечного жилищного кредитования / Банк России. Данные на 30.04.2026. URL: https://cbr.ru/statistics/bank_sector/mortgage/Indicator_mortgage/0326/.*

рынка, а качество ипотечного портфеля напрямую влияет на устойчивость кредитных организаций. Аналогичные процессы наблюдались в США перед кризисом 2007–2009 гг., когда быстрый рост ипотечной задолженности привел к системному финансовому шоку, проанализированному в работе [Mian, Sufi, 2009].

В 2020–2024 гг. российская ипотечная модель развивалась преимущественно через механизм массового субсидирования процентной ставки. Льготные программы позволили поддержать спрос на первичное жилье, сохранить строительную активность и обеспечить расширение доступа к кредиту в условиях процентной волатильности. Однако по мере накопления эффектов этой политики стали проявляться ее институциональные ограничения: рост бюджетной нагрузки, ценовой перегрев первичного рынка, снижение чувствительности спроса к реальной стоимости денег, риск ухудшения качества части ипотечных портфелей. В научной литературе данный конфликт уже осмысливается как проблема пределов массовой льготной ипотеки и необходимости перехода к более адресной модели жилищной поддержки [Жирнов, 2025; Popova, 2025]. В терминах теории институциональных ловушек [Полтерович, 1999] длительное массовое субсидирование может квалифицироваться как формирование устойчивой неэффективной нормы, выход из которой требует целенаправленной институциональной трансформации.

Особенность текущего этапа состоит в том, что после ограничения массовых льготных программ ипотечный рынок не демонстрирует простого свертывания. Напротив, наблюдается структурная перестройка: растет роль рыночных программ, но государственная поддержка остается значимым фактором. По данным Аналитического центра ДОМ.РФ, в марте 2026 г. было предоставлено 76 тыс. ипотечных кредитов; за месяц выдачи выросли на 10% по количеству и на 12% по сумме, а в годовом выражении — на 31 и 26% соответственно[2]. При этом рыночные программы в марте 2026 г. составили 43 тыс. кредитов на 138 млрд руб., а программы с государственной поддержкой — 32 тыс. кредитов на 188 млрд руб.[3] Несмотря на меньшее количество, льготный сегмент формирует больший денежный объем, что подтверждает сохранение его системного значения и концентрацию на сегменте более дорогих новостроек.

Параллельно усиливается макропруденциальное регулирование. Банк России отмечает, что доля просроченной задолженности свыше 90 дней по ипотеке на жилье в многоквартирных домах на 1 апреля 2026 г. составила 1% против 0,6% годом ранее, а основной рост просрочки приходится на кредиты, выданные в 2023–2024 гг. в рамках массовой льготной ипотеки[4]. Это эмпирически подтверждает необходимость перехода от количественного расширения ипотеки к контролю долговой устойчивости заемщиков. Международная литература последовательно подтверждает действенность мер, ориентированных на параметры заемщика. Так, работы [Caloia, 2024; Abreu, Felix et al., 2024], а также сводный анализ макропруденциальной политики, представленный в исследовании [Cerutti, Claessens et al., 2017], показывают, что ограничения LTV (loan-to-value — отношение размера кредита к стоимости залога), DSTI (debt-service-to-income — отношение ежемесячного долгового платежа к доходу заемщика) и DTI (debt-to-income — отношение совокупного долга к доходу) способны сдерживать долговой бум и снижать накопление системных рисков.

Научная проблема исследования заключается в том, что традиционное понимание ипотеки как банковского кредитного продукта не отражает реальную сложность современной российской модели. Ипотека стала институциональной архитектурой, в которой

---

[2] *В марте 2026 года предоставлено 76 тысяч ипотечных кредитов // СПРОСИ.ДОМ.РФ: новости. 2026. URL: https://спроси.дом.рф/news/v-marte-2026-goda-predostavleno-76-tysyach-ipotechnykh-kreditov/.*

[3] *Там же.*

[4] *Банк России принял ряд решений по макропруденциальной политике. URL: https://cbr.ru/press/pr/?file=63913082071209920 3FINSTAB.htm.*

одновременно действуют банковское фондирование, государственные субсидии, проектное финансирование строительства, ипотечные облигации, цифровые технологии оценки риска и макропруденциальные ограничения. В этих условиях перспективы российского ипотечного рынка должны оцениваться не только через объем выдач, но и через качество заемщиков, устойчивость источников фондирования, бюджетную эффективность и способность системы обеспечивать реальную жилищную доступность.

Гипотеза исследования: устойчивость российского ипотечного рынка определяется не объемом выдач, а согласованным функционированием трех контуров — социального, рыночного и макропруденциального; институциональное согласование параметров льготных программ с действующими макропруденциальными ограничениями является необходимым условием перехода к качеству ипотечного роста.

Цель статьи состоит в разработке концептуальной модели устойчивого ипотечного финансирования в России, основанной на сочетании банковского фондирования, адресной государственной поддержки, проектного финансирования жилищного строительства, секьюритизации ипотечных активов, макропруденциального регулирования и цифрового андеррайтинга.

СТЕПЕНЬ РАЗРАБОТАННОСТИ ПРОБЛЕМЫ И ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Современная научная дискуссия об ипотечном финансировании развивается по пяти взаимосвязанным направлениям, формирующим методологическую основу настоящего исследования.

Первое направление связано с анализом ипотеки как канала накопления и трансмиссии системного риска. В классической работе [Iacoviello, 2005] обоснована роль жилищного капитала и заемных ограничений как механизма усиления макроэкономических шоков в реальном бизнес-цикле. Авторы исследования [Mian, Sufi, 2009] на американских микроданных показали, что чрезмерное домохозяйственное долговое обременение, накопленное преимущественно через ипотеку, превратилось в системный шок 2007–2009 гг. В публикации [Geanakoplos, 2010] представлена концепция «цикла левериджа», в котором рост доступности заемных средств систематически приводит к чрезмерной задолженности и последующему деливереджингу. На основе анализа 417 банков 46 стран авторы статьи [Andrieș, Ongena et al., 2024] продемонстрировали, что значение имеет не только общий объем кредита, но и его секторальное распределение: кредитование домохозяйств и секторов, связанных с недвижимостью, способно усиливать банковский системный риск иначе, чем кредитование торгуемых секторов экономики.

Второе направление концентрируется на инструментах, ориентированных на параметры заемщика (borrower-based measures). В статье [Caloia, 2024] на основе европейских данных показано, что ограничения LTV (loan-to-value — отношение размера кредита к стоимости залога) и LTI (loan-to-income — отношение размера кредита к доходу заемщика) способны сглаживать жилищный бум и сдерживать долговую динамику домохозяйств. Авторы работы [Abreu, Felix et al., 2024] на данных Португалии установили, что введение макропруденциальных ограничений приводит к снижению долговой нагрузки и к корректировке жилищного выбора заемщиков, прежде всего среди наименее обеспеченных групп. В крупном межстрановом исследовании [Cerutti, Claessens et al., 2017] выявлено, что макропруденциальные инструменты в среднем сдерживают рост кредита и цен на недвижимость, но их эффективность зависит от стадии финансового цикла и институциональной зрелости. Авторы публикации [Crowe, Dell'Ariccia et al., 2013] систематизировали подходы к управлению бумами на рынке недвижимости и обосновали приоритет ограничений LTV в фазе быстрого роста цен. Эти выводы принципиально важны для российской практики, в которой в период массовой льготной ипотеки отдельные категории заемщиков могли входить в рынок при недостаточном запасе платежеспособности.

Третье направление связано с поведенческими аспектами ипотечного спроса. Авторы исследования [Kuang, Mitra et al., 2025] обосновали, что макропруденциальная политика воздействует не только на фактические выдачи, но и на ожидания домохозяйств относительно цен на жилье. Это означает, что регулирование ипотечного рынка должно учитывать коммуникационный канал воздействия — публичное объяснение изменений в условиях льготных программ и ожиданий устойчивости рынка.

Четвертое направление формируется на пересечении ипотечного кредитования и цифровых финансовых технологий. В статье [Basten, Ongena, 2024] эмпирически показано, что ипотечные финтех-платформы позволяют кредиторам выходить в регионы без физического присутствия, формируют больше предложений и изменяют ценовую конкуренцию на ипотечном рынке. Американские экономисты Ф. Аллен и Е. Карлетти обобщили современную архитектуру ипотечных рынков и указали на нарастающее значение цифровых платформ и стандартизированной секьюритизации для устойчивости жилищного финансирования[5]. Для России внедрение и развитие этих инструментов открывает перспективу снижения регионального неравенства в доступе к ипотечным продуктам, однако требует высокого качества данных, защиты персональной информации и контроля алгоритмических решений.

Пятое направление связано с проблематикой жилищной доступности и ее измерения. На материалах российских регионов авторы работы [Косарева, Полиди, 2019] обосновали методологию оценки жилищной доступности через сочетание ценовых, доходных и кредитных параметров. В статье [Стерник Г., Стерник С., 2009] систематизированы методы анализа рынка недвижимости и показано значение пространственной дифференциации цен для адекватной оценки доступности. Международные организации — Банк международных расчетов (BIS) и Европейский центральный банк (ECB) — подчеркивают необходимость комплексной системы индикаторов, объединяющей цену жилья, доходы домохозяйств, долговую нагрузку и параметры финансирования[6].

Российская научная дискуссия концентрируется вокруг четырех проблем: пределов массовой льготной ипотеки, долговой нагрузки населения, ценового дисбаланса первичного и вторичного рынков жилья и трансмиссии денежно-кредитной политики на ипотечные ставки. В работе [Жирнов, 2025] автор формулирует проблему льготной ипотеки в терминах институциональной развилки «продлевать или завершать» и обосновывает необходимость перехода к адресной модели жилищной поддержки. В статье [Демидова, Мясников и др., 2024] выявлена неоднородность реакции ипотечных ставок в российских регионах на изменения ставок денежного рынка и подчеркнуто значение конкуренции на региональных ипотечных рынках. В препринте НИУ ВШЭ [Popova, 2025] на основе российских микроданных оценивается влияние программ льготной ипотеки и пандемии COVID-19 на ипотечный рынок и показано, что массовое субсидирование привело к значимым изменениям в составе заемщиков и в географии выдач. Анализ динамики ипотечной задолженности россиян в условиях ужесточения макропруденциальной политики представлен в публикации [Бычкова, Духон и др., 2024]. Ценовой разрыв первичного и вторичного рынков жилья как фактор системного риска рассматривается в работе [Печалова, 2025]. Системные риски трансмиссии денежно-кредитной политики через ипотечный канал обосновываются в статье [Андрюшин, 2023]. На материалах российского банковского сектора показано значение стресс-тестирования и буферов капитала для системной устойчивости [Ларионова, 2013].

---

[5] *Mortgage Lending and Housing Markets // NBER Reporter. URL: https://www.nber.org/reporter/2018number3/mortgage-lending-and-housing-markets?page=1&perPage=50.*

[6] *Macroprudential Frameworks, Implementation and Relationship with Other Policies // BIS Papers No. 94. Monetary and Economic Department. URL: https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap94.pdf.*

Систематизация литературы позволяет выявить теоретический разрыв: несмотря на наличие значительного массива исследований по отдельным направлениям, в современной российской и зарубежной науке отсутствует целостная институциональная модель устойчивого ипотечного финансирования, которая одновременно учитывала бы социальный, рыночный и макропруденциальный контуры и предлагала бы операционализируемые показатели реальной жилищной доступности.

МАТЕРИАЛЫ И МЕТОДЫ

Методологическую основу исследования составляют системный, институциональный, сравнительный и структурно-функциональный подходы. Системный подход позволяет рассматривать ипотеку как элемент единой финансово-жилищной системы, в которой взаимодействуют банки, заемщики, застройщики, государство, регулятор, институты развития и инвесторы.

Институциональный подход в традиции В. М. Полтеровича [Полтерович, 1999] используется для анализа роли Банка России, ДОМ.РФ, Минфина России, коммерческих банков и региональных органов власти и для интерпретации эффектов массовой льготной ипотеки как потенциальной институциональной ловушки.

Сравнительный подход применен для сопоставления российской ипотечной модели с международной практикой макропруденциального регулирования [Abreu, Felix et al., 2024; Caloia, 2024; Cerutti, Claessens et al., 2017; Crowe, Dell'Ariccia et al., 2013].

Структурно-функциональный подход использован для построения авторской трехконтурной модели устойчивого ипотечного финансирования и операционализации функций каждого контура.

Информационная база исследования включает четыре группы источников. Первая группа — официальные публикации Банка России: «Обзор рынка ипотечного жилищного кредитования» по состоянию на 1 апреля 2026 г.[7] и решения регулятора по макропруденциальной политике в отношении ипотечных кредитов от 29 апреля 2026 г.[8]

Вторая группа — аналитические материалы ДОМ.РФ: данные о выдачах ипотечных кредитов в марте 2026 г.[9] и о секьюритизации ипотечных кредитов в 2025 г.[10]

Третья группа — российские научные публикации в журналах «Вопросы экономики», «Экономическая политика», «Финансы и кредит», «Банковское дело», «Российский экономический журнал», а также препринты НИУ ВШЭ [Андрюшин, 2023; Бычкова, Духон и др., 2024; Демидова, Мясников и др., 2024; Жирнов, 2025; Косарева, Полиди, 2019; Ларионова, 2013; Печалова, 2025; Стерник Г., Стерник С., 2009; Popova, 2025].

Четвертая группа — зарубежные публикации в Journal of Banking & Finance, Journal of Housing Economics, Journal of Financial Stability, European Economic Review, American Economic Review, NBER Macroeconomics Annual, а также материалы Международного валютного фонда (IMF), Европейского центрального банка (ECB) и Банка международных расчетов (BIS) [Abreu, Felix et al., 2024; Andrieș, Ongena et al., 2024; Basten, Ongena, 2024; Caloia, 2024; Cerutti, Claessens et al., 2017; Crowe, Dell'Ariccia et al., 2013; Geanakoplos, 2010; Iacoviello, 2005; Kuang, Mitra et al., 2025; Mian, Sufi, 2009, 2015].

---

[7] *Обзор рынка ипотечного жилищного кредитования / Банк России. Данные на 30.04.2026. URL: https://cbr.ru/statistics/bank_sector/mortgage/Indicator_mortgage/0326/.*

[8] *Банк России принял ряд решений по макропруденциальной политике. URL: https://cbr.ru/press/pr/?file=63913082071209920 3FINSTAB.htm.*

[9] *В марте 2026 года предоставлено 76 тысяч ипотечных кредитов // СПРОСИ.ДОМ.РФ: новости. 2026. URL: https://спроси.дом.рф/news/v-marte-2026-goda-predostavleno-76-tysyach-ipotechnykh-kreditov/.*

[10] *ДОМ.РФ секьюритизировал рекордный объем ипотечных кредитов в 2025 году // Новости ДОМ.РФ. 2025. URL: https://дом.рф/media/news/dom-rf-sekyuritiziroval-rekordnyy-obyem-ipotechnykh-kreditov-v-2025-godu/.*

СИСТЕМА ИНДИКАТОРОВ ИПОТЕЧНОГО РЫНКА И ЖИЛИЩНОЙ ДОСТУПНОСТИ

Для операционализации модели устойчивого ипотечного финансирования в исследовании используется система базовых и интегральных индикаторов, представленная в табл. 1. Базовые индикаторы соответствуют международной практике макропруденциального регулирования (Банк международных расчетов — BIS, Европейский центральный банк — ECB, Европейский совет по системным рискам — European Systemic Risk Board, ESRB)[11] [Cerutti, Claessens et al., 2017; Crowe, Dell'Ariccia et al., 2013]. Авторский интегральный индекс реальной жилищной доступности (IRHA) предложен в настоящей работе.

Базовые индикаторы определяются следующими формулами.

Отношение размера кредита к стоимости залога (loan-to-value — LTV):

$$LTV = (L / V) \cdot 100\%, \quad (1)$$

где L — основная сумма кредита;
V — оценочная стоимость предмета залога.

Значение LTV отражает кредитный риск: чем выше показатель, тем меньше «подушка» обеспечения. Российская практика макропруденциальных лимитов (МПЛ) Банка России ориентируется на пороговое значение 80–90% для первичного рынка[12]; рекомендации Банка международных расчетов (BIS) — 80–85%[13].

Долговая нагрузка (debt-service-to-income — DSTI; российский аналог — показатель долговой нагрузки, ПДН):

$$DSTI = (M / Y_m) \cdot 100\%, \quad (2)$$

где M — суммарный ежемесячный платеж по всем кредитным обязательствам заемщика;
Y_m — среднемесячный располагаемый доход домохозяйства.

Банк России применяет повышенные надбавки к коэффициентам риска при ПДН > 50% и лимиты МПЛ при ПДН > 80%[14] [Бычкова, Духон, 2024]; рекомендация Европейского центрального банка (ECB) — DSTI до 40–50%[15].

Соотношение цены жилья и годового дохода (price-to-income — PI):

$$PI = P / Y_a, \quad (3)$$

где P — медианная цена стандартного жилья на региональном рынке;
Y_a — годовой располагаемый доход семьи.

По методологии Программы ООН по населенным пунктам (UN-HABITAT) и Организации экономического сотрудничества и развития (Organisation for Economic Co-operation and Development — OECD) значения PI от 3 до 5 интерпретируются как доступное жилье; PI > 7 — как недоступное.

Индекс жилищной доступности (housing affordability index — HAI):

$$HAI = (Y_a \cdot DSTI_max \cdot T_eff) / P, \quad (4)$$

---

[11] *Macroprudential Frameworks, Implementation and Relationship with Other Policies // BIS Papers No. 94. Monetary and Economic Department. URL: https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap94.pdf.*

[12] *Банк России принял ряд решений по макропруденциальной политике. URL: https://cbr.ru/press/pr/?file=63913082071209920 3FINSTAB.htm.*

[13] *Macroprudential Frameworks, Implementation and Relationship with Other Policies // BIS Papers No. 94. Monetary and Economic Department. URL: https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap94.pdf.*

[14] *Банк России принял ряд решений по макропруденциальной политике. URL: https://cbr.ru/press/pr/?file=63913082071209920 3FINSTAB.htm.*

[15] *Macroprudential Frameworks, Implementation and Relationship with Other Policies // BIS Papers No. 94. Monetary and Economic Department. URL: https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap94.pdf.*

где DSTI_max — нормативно допустимая доля долгового платежа в доходе;
T_eff — эффективная сумма дисконтированных платежей по кредиту с учетом ставки и срока.

Значение HAI > 1 означает, что среднее домохозяйство способно обслужить ипотеку на стандартное жилье.

Базовые индикаторы (LTV, DSTI, PI, HAI) позволяют оценить отдельные аспекты ипотечного рынка — кредитный риск, долговую нагрузку, ценовую доступность. Однако их раздельное применение не дает интегральной оценки реальной доступности жилья в региональном разрезе и не учитывает такие структурные факторы, как возможность накопления первоначального взноса и региональную стоимость жизни. Кроме того, существующие индексы не позволяют сопоставить социальный эффект льготных программ с регуляторными ограничениями и долговой устойчивостью домохозяйств. В связи с этим в настоящей работе предлагается авторский интегральный индекс реальной жилищной доступности (Integral Real Housing Affordability Index — IRHA) (формула 5), который объединяет ценовые, долговые, сберегательные и региональные параметры. Этот индекс является не просто расчетным показателем, а целевым ориентиром предлагаемой ниже трехконтурной модели устойчивого ипотечного финансирования, позволяя количественно измерить ее конечный результат — достижение баланса между доступностью жилья и финансовой стабильностью:

$$IRHA = w_1 \cdot (1 - k_PI / k_PI^*) + w_2 \cdot (1 - k_DSTI / k_DSTI^*) + w_3 \cdot k_DP + w_4 \cdot k_R, \quad (5)$$

где k_PI — фактическое отношение цены жилья к годовому доходу в регионе;
k_DSTI — фактический показатель долговой нагрузки нового заемщика;
k_DP — индекс доступности первоначального взноса (доля семей региона, способных накопить установленный первоначальный взнос за период T при сложившейся норме сбережения);
k_R — региональный поправочный коэффициент, отражающий стоимость жизни и качество жилищной инфраструктуры;
k_PI* и k_DSTI* — нормативные пороги (рекомендуемые значения: k_PI* = 5; k_DSTI* = 50%);
w_1–w_4 — весовые коэффициенты при ограничении $\Sigma w_i = 1$.

Значения IRHA в диапазоне [0; 1]: > 0,6 — устойчивая доступность; 0,4–0,6 — умеренная; < 0,4 — недоступность.

Таблица 1

Система индикаторов ипотечного рынка и жилищной доступности

Индикатор	Обозн.	Формула	Интерпретация / пороги	Источник
Отношение кредита к стоимости залога	LTV	L / V · 100%	Кредитный риск; норматив 80–90%	БМР, ЕЦБ, ЦБ РФ
Долговая нагрузка (ПДН)	DSTI	M / Y_m · 100%	≤ 45–50% устойчиво; > 80% — лимит МПЛ	ЦБ РФ, ЕЦБ
Цена жилья к доходу	PI	P / Y_a	3–5 — доступно; > 7 — недоступно	ОЭСР, ООН-Хабитат
Индекс жилищной доступности	HAI	(Y_a · DSTI_max · T_eff) / P	> 1 — доступно среднему домохозяйству	NAR (США), ОЭСР
Интегральный индекс жилищной доступности	IRHA	формула (5)	0–1; > 0,6 — устойчивая доступность	Предложено авторами

Источник: составлено авторами на основе материалов: Банк международных расчетов (BIS). URL: https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap94.pdf; Европейский центральный банк (ECB); Банк России. URL: https://cbr.ru/press/pr/?file=63913082071209920 3FINSTAB.htm; https://cbr.ru/statistics/bank_sector/mortgage/Indicator_mortgage/0326/; а также [Косарева, Полиди, 2019].

МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОГРАНИЧЕНИЯ

Использованная методология имеет ряд ограничений. Во-первых, исследование опирается преимущественно на агрегированные показатели Банка России и ДОМ.РФ и не включает микроуровневую верификацию на основе данных бюро кредитных историй. Во-вторых, авторский индекс IRHA представлен на концептуальном уровне; его эмпирическая калибровка требует отдельного исследования с привлечением региональных данных. В-третьих, анализ эффективности макропруденциальных мер ограничен коротким периодом наблюдений (2024–2026 гг.), что не позволяет полностью отделить регуляторные эффекты от влияния денежно-кредитной политики и конъюнктурных факторов.

РЕЗУЛЬТАТЫ

Масштаб и структурная роль ипотеки в российской финансовой системе

Российский ипотечный рынок к 2026 г. приобрел черты системного финансового института. Его масштаб определяется не только абсолютной величиной задолженности, но и высокой долей в розничном банковском портфеле. Совокупная задолженность населения по ипотечным жилищным кредитам на 1 апреля 2026 г. составила 24,1 трлн руб., увеличившись на 0,3% за месяц и на 10,5% в годовом выражении[16]. Эта динамика свидетельствует о сохранении роста ипотечного рынка даже после ограничения массовых льготных программ, что опровергает гипотезу о «жесткой посадке» рынка после свертывания массового субсидирования.

Концентрация ипотеки на уровне около 58% розничного портфеля кредитных организаций[17] означает, что качество ипотечных портфелей напрямую влияет на устойчивость банковского сектора. Если в период роста льготных программ основным критерием эффективности являлся объем выдач, то с середины 2024 г. ключевым становится риск-профиль новых кредитов: ПДН, первоначальный взнос, качество залога и устойчивость доходов заемщика.

Динамика выдач указывает на переходный характер рынка. В марте 2026 г. было выдано 76 тыс. ипотечных кредитов, что на 31% больше, чем годом ранее[18]. При этом структура выдач неоднородна: рыночные программы демонстрируют восстановление по количеству кредитов (43 тыс. на 138 млрд руб.), тогда как программы с государственной поддержкой обеспечивают больший денежный объем (32 тыс. на 188 млрд руб.)[19]. Соотношение примерно 138 млрд руб. рыночных против 188 млрд руб. льготных выдач при близком количестве кредитов означает, что средний размер льготного кредита заметно выше — это типичный признак концентрации льгот на первичном рынке более дорогих новостроек. Следовательно, российский ипотечный рынок находится в фазе институционального смешения рыночного и субсидируемого механизмов.

Шесть институциональных механизмов российской ипотечной модели

Современная российская модель ипотечного финансирования включает шесть взаимосвязанных механизмов, формирующих ее институциональную архитектуру.

Первый механизм — банковское фондирование. Банки остаются главными поставщиками ипотечного кредита: они привлекают депозиты, используют капитал, рыночные

---

[16] *Обзор рынка ипотечного жилищного кредитования / Банк России. Данные на 30.04.2026. URL: https://cbr.ru/statistics/bank_sector/mortgage/Indicator_mortgage/0326/.*

[17] *Там же.*

[18] *В марте 2026 года предоставлено 76 тысяч ипотечных кредитов // СПРОСИ.ДОМ.РФ: новости. 2026. URL: https://спроси.дом.рф/news/v-marte-2026-goda-predostavleno-76-tysyach-ipotechnykh-kreditov/.*

[19] *Там же.*

заимствования и иные источники пассивов, трансформируя их в долгосрочные ипотечные активы. Институциональное ограничение этой модели состоит в несовпадении сроков активов и пассивов (maturity mismatch — рассогласование срочности): ипотечный кредит является длинным активом, тогда как банковские пассивы часто короче и чувствительнее к ключевой ставке. Поэтому изменение денежно-кредитных условий непосредственно влияет на стоимость ипотеки.

Второй механизм — государственное субсидирование процентной ставки. В 2020–2024 гг. этот механизм стал ключевым драйвером ипотечного спроса на первичном рынке. Его социально-экономический эффект был значительным: поддержка строительного сектора, расширение доступа населения к кредиту, стабилизация спроса в кризисный период. Однако длительное субсидирование снижает рыночную дисциплину, способствует капитализации льготы в цене жилья и повышает бюджетную зависимость ипотечного рынка.

Третий механизм — проектное финансирование строительства. После перехода к эскроу-счетам ипотека стала тесно связана с банковским проектным финансированием застройщиков. Продажи квартир через ипотеку обеспечивают раскрытие счетов эскроу и возврат проектных кредитов. Следовательно, снижение ипотечной доступности может замедлять продажи, увеличивать запасы непроданного жилья и повышать финансовую нагрузку на застройщиков. Это означает, что ипотечная политика фактически стала частью политики устойчивости строительного цикла, а свертывание массовой льготной ипотеки без сопровождающих мер поддержки предложения жилья несет риск замедления строительной активности.

Четвертый механизм — секьюритизация ипотечных активов. Секьюритизация позволяет банкам трансформировать ипотечные кредиты в ценные бумаги, высвобождать капитал и привлекать долгосрочных инвесторов. В 2025 г. ДОМ.РФ разместил 11 выпусков ипотечных ценных бумаг на сумму свыше 670 млрд руб., что стало исторически максимальным объемом эмиссии ИЦБ ДОМ.РФ[20]. Этот показатель имеет принципиальное значение, поскольку подтверждает: российский рынок постепенно формирует альтернативный канал долгосрочного рублевого фондирования ипотеки, не зависящий от прямого бюджетного субсидирования.

Пятый механизм — макропруденциальное регулирование. Банк России последовательно усиливает ограничения в отношении наиболее рискованной ипотеки. Регулятор отмечает, что доля просроченной задолженности свыше 90 дней по ипотеке на жилье в многоквартирных домах на 1 апреля 2026 г. составила 1,0% против 0,6% годом ранее; основной рост просрочки приходится на кредиты, выданные в 2023–2024 гг. в рамках массовой льготной ипотеки[21]. В первом квартале 2026 г. доля ипотечных кредитов заемщикам с ПДН выше 80% составила 4% против 6% годом ранее, а доля кредитов с первоначальным взносом не более 20% снизилась до 1% против 6%[22].

Шестой механизм — цифровой андеррайтинг. Его значение возрастает по мере усложнения оценки риска. Международные исследования показывают, что ипотечные финтех-платформы позволяют банкам выходить на территории, где у них нет физического присутствия, усиливают конкуренцию и могут влиять на условия кредитования[23] [Basten, Ongena, 2024]. Для России это особенно актуально в связи с межрегиональными

---

[20] *ДОМ.РФ секьюритизировал рекордный объем ипотечных кредитов в 2025 году // Новости ДОМ.РФ. 2025. URL: https://дом.рф/media/news/dom-rf-sekyuritiziroval-rekordnyy-obyem-ipotechnykh-kreditov-v-2025-godu/.*

[21] *Банк России принял ряд решений по макропруденциальной политике. URL: https://cbr.ru/press/pr/?file=63913082071209920 3FINSTAB.htm.*

[22] *Там же.*

[23] *Mortgage Lending and Housing Markets // NBER. URL: https://www.nber.org/reporter/2018number3/mortgage-lending-and-housing-markets?page=1&perPage=50.*

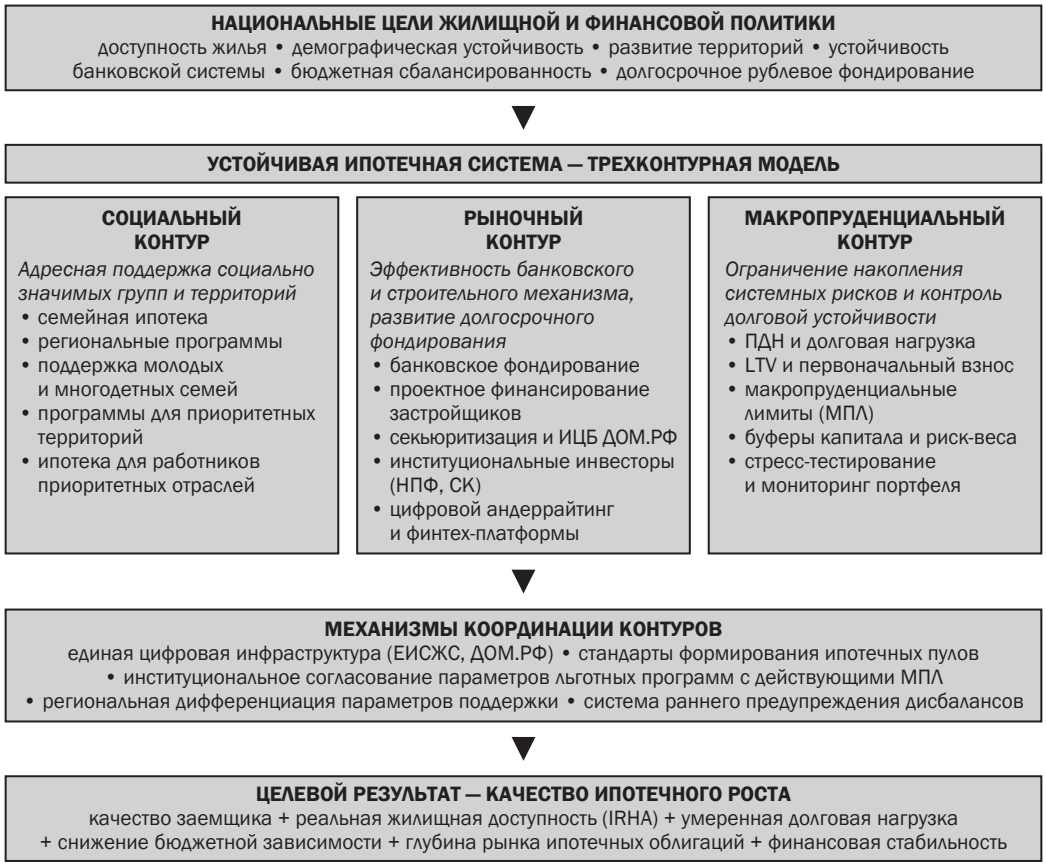
различиями в уровне доходов, развитии банковской инфраструктуры и других параметрах рынка жилья, что нашло отражение в исследовании [Стерник Г., Стерник С., 2009]. Развитие цифрового профиля заемщика — с подтвержденными доходами, кредитной историей, параметрами занятости, семейным составом и характеристиками приобретаемого объекта — позволяет одновременно повысить доступность ипотеки в регионах и снизить кредитные риски.

АВТОРСКАЯ ИНТЕГРИРОВАННАЯ ТРЕХКОНТУРНАЯ МОДЕЛЬ

Систематизация институциональных механизмов и обзор международного опыта позволяют сформулировать авторскую интегрированную модель ипотечного финансирования, представленную на рис. 1. Модель построена на принципе разделения функций ипотечной системы между тремя контурами — социальным, рыночным и макропруденциальным — при их согласованной координации в рамках единых национальных целей жилищной и финансовой политики.

Рисунок 1

Интегрированная трехконтурная модель устойчивого ипотечного финансирования в России



Источник: рисунок авторов.

Социальный контур обеспечивает адресность государственной поддержки и реализацию социально-демографических приоритетов: семейная ипотека, поддержка молодых

и многодетных семей, программы для приоритетных территорий и отраслей. Рыночный контур отвечает за эффективность банковского и строительного механизма, развитие долгосрочного фондирования (включая секьюритизацию и ипотечные ценные бумаги ДОМ.РФ) и цифрового андеррайтинга. Макропруденциальный контур ограничивает накопление системных рисков через инструменты долговой нагрузки (ПДН), LTV, первоначального взноса, макропруденциальных лимитов, буферов капитала и риск-весов.

Принципиальное значение в авторской модели имеют механизмы координации контуров. Без них льготные программы социального контура могут вступать в противоречие с целями макропруденциального контура, как это произошло в 2023–2024 гг., когда часть выдач массовой льготной ипотеки сопровождалась ростом ПДН и снижением первоначального взноса, что эмпирически материализовалось в росте просрочки в 2025–2026 гг.[24] Авторская модель формулирует принцип институционального согласования: параметры льготных программ должны быть институционально согласованы с действующими макропруденциальными лимитами, а единая цифровая инфраструктура (ЕИСЖС, цифровой профиль заемщика, аналитические системы ДОМ.РФ) должна выполнять функцию системы раннего предупреждения дисбалансов.

Устойчивость ипотечной системы в рамках предлагаемой модели возникает только тогда, когда доступность жилья не подменяется искусственным удешевлением кредита, а обеспечивается сочетанием доходов населения, качества заемщика, долгосрочного фондирования, адресной поддержки и регуляторной защиты от накопления системных рисков. Предложенный авторский индекс IRHA (формула 5) операционализирует понятие реальной жилищной доступности как количественного результата устойчивой модели.

СТАТИСТИЧЕСКАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РОССИЙСКОГО ИПОТЕЧНОГО РЫНКА (ПЕРВЫЙ КВАРТАЛ 2026 г.)

Для эмпирической верификации авторской модели и оценки текущей фазы трансформации российского ипотечного рынка в табл. 2 систематизированы ключевые количественные индикаторы по состоянию на первый квартал 2026 г.

Таблица 2

Ключевые количественные индикаторы российского ипотечного рынка (первый квартал 2026 г.)

Показатель	Значение	Аналитический смысл и источник
Совокупная ипотечная задолженность населения (с учетом секьюритизации), 01.04.2026	24,1 трлн руб.	Системный масштаб рынка; основа банковской устойчивости
Прирост ипотечной задолженности год к году	+10,5%	Сохранение роста после ограничения массовых льготных программ
Доля ипотеки в розничном портфеле банков	около 58%	Высокая значимость для устойчивости банковского сектора
Выдачи ипотеки, март 2026 г.	76 тыс. кредитов	Восстановление активности рынка
Прирост выдач год к году, март 2026 г.	+31% (количество) / +26% (сумма)	Оживление спроса в новой институциональной конфигурации
Рыночные программы, март 2026 г.	43 тыс. кредитов / 138 млрд руб.	Восстановление несубсидируемого сегмента
Программы с государственной поддержкой, март 2026 г.	32 тыс. кредитов / 188 млрд руб.	Сохранение высокой роли государства; концентрация на первичном рынке
Выпуск ИЦБ ДОМ.РФ, 2025 г.	11 выпусков на сумму свыше 670 млрд руб.	Исторический максимум; развитие секьюритизации как канала фондирования

[24] *Банк России принял ряд решений по макропруденциальной политике. URL: https://cbr.ru/press/pr/?file=63913082071209920 3FINSTAB.htm.*

Показатель	Значение	Аналитический смысл и источник
Просрочка свыше 90 дней по ипотеке на квартиры, 01.04.2026	1,0% (против 0,6% годом ранее)	Материализация рисков льготных выдач 2023–2024 гг.
Доля кредитов с ПДН > 80%, I квартал 2026 г.	4% (против 6% годом ранее)	Работа макропруденциальных лимитов как фильтра риска
Доля кредитов с первоначальным взносом ≤ 20%, I квартал 2026 г.	1% (против 6% годом ранее)	Повышение качества новых выдач

Источник: составлено авторами по данным: Банк России. URL: https://cbr.ru/statistics/bank_sector/mortgage/Indicator_mortgage/0326/; Аналитический центр ДОМ.РФ. URL: https://дом.рф/media/news/dom-rf-sekyuritiziroval-rekordnyy-obyem-ipotechnykh-kreditov-v-2025-godu/; СПРОСИ.ДОМ.РФ. URL: https://спроси.дом.рф/news/v-marte-2026-goda-predostavleno-76-tysyach-ipotechnykh-kreditov/.

Статистические данные позволяют сформулировать несколько структурных выводов. Во-первых, российский ипотечный рынок сохраняет рост даже после ограничения массовых льготных программ, что свидетельствует о наличии устойчивого структурного спроса. Во-вторых, государственная поддержка обеспечивает значительный денежный объем выдач при меньшем количестве кредитов, что подтверждает ее концентрацию на первичном рынке и более крупных по сумме сделках. В-третьих, рост просроченной задолженности при одновременном снижении доли высокорискованных новых выдач отражает классический эффект «инерции качества портфеля»: новые ограничения работают, но риски, накопленные в период массового субсидирования, материализуются с лагом — что согласуется с международными выводами Дж. Гинакоплоса о цикле левериджа [Geanakoplos, 2010]. В-четвертых, рекордный объем секьюритизации в 2025 г. подтверждает институциональную готовность рынка к развитию альтернативных каналов долгосрочного фондирования.

ОБСУЖДЕНИЕ

Полученные результаты позволяют утверждать, что российский ипотечный рынок находится в фазе институционального перехода. В прежней модели основной задачей являлось расширение спроса, прежде всего на первичном рынке жилья. В новой модели приоритет должен смещаться к качеству ипотечного роста. Это означает, что государство, Банк России, банки и институты развития должны оценивать ипотеку не только по количеству выданных кредитов, но и по совокупности более сложных критериев: устойчивости доходов заемщиков, доле платежа в семейном бюджете, качеству залога, бюджетной стоимости субсидий и глубине рынка долгосрочного фондирования. Авторский индекс IRHA операционализирует такую интегральную оценку.

ПРАКТИЧЕСКАЯ ЗНАЧИМОСТЬ И РЕКОМЕНДАЦИИ

Практическая значимость исследования состоит в разработке подходов, которые могут быть использованы при корректировке государственной жилищной политики и регулирования ипотечного рынка. На основе полученных результатов сформулированы шесть взаимосвязанных рекомендаций.

1. Переход к адресной ипотечной поддержке. Массовая льготная ипотека должна уступить место программам, ориентированным на семьи с детьми, молодых специалистов, работников приоритетных отраслей, отдельные территории и социально значимые категории граждан (включая участников СВО, врачей, учителей, работников АПК и ИТ-специалистов). Это позволит сохранить социальную функцию ипотеки при снижении ценового давления на первичный рынок жилья и бюджетной нагрузки. Целевой ориентир — доля адресных программ в общем объеме субсидируемой ипотеки не менее 80% в среднесрочной перспективе.

2. Развитие ипотечных облигаций и стандартизированной секьюритизации. Данный механизм должен рассматриваться как стратегический источник долгосрочного рублевого фондирования, позволяющий снизить зависимость ипотечного рынка от банковских балансов и прямого бюджетного субсидирования. Необходимо формирование институционального спроса на ипотечные ценные бумаги (ИЦБ) со стороны негосударственных пенсионных фондов и страховых компаний, а также сближение российских стандартов формирования ипотечных пулов с европейским подходом простой, прозрачной и стандартизированной секьюритизации (Simple, Transparent, Standardised — STS)[25, 26].

3. Введение интегрального показателя реальной жилищной доступности (IRHA). Эффективность ипотечной политики следует оценивать не только по количеству выданных кредитов, но и по сводному соотношению цены жилья, доходов семьи, первоначального взноса, ежемесячного платежа, срока кредита и региональной стоимости жизни. Авторский индекс IRHA (формула 5) предлагается в качестве официального индикатора мониторинга жилищной политики с регулярным расчетом по российским регионам.

4. Институциональное закрепление макропруденциального контроля. Кредиты с высокой долговой нагрузкой, низким первоначальным взносом и завышенной стоимостью залога должны оставаться в зоне повышенного регуляторного внимания. Макропруденциальные лимиты должны рассматриваться как постоянный элемент ипотечной архитектуры, а не как антикризисная мера. Принципиально важно институциональное согласование параметров льготных программ с действующими макропруденциальными ограничениями — параметры субсидируемой ипотеки (минимальный первоначальный взнос, максимальный ПДН) должны определяться не ниже соответствующих макропруденциальных требований.

5. Развитие цифрового ипотечного профиля заемщика. Цифровой профиль должен включать подтвержденные доходы, долговую нагрузку, кредитную историю, параметры занятости, семейный состав и характеристики приобретаемого объекта. Профиль должен использоваться как банками, так и регулятором — для оценки качества выдач и системного мониторинга. Это создает основу для применения скоринговых моделей нового поколения, использующих расширенные параметры заемщика и объекта.

6. Связь ипотечной политики с пространственным развитием. Ипотечные программы должны быть инструментом не только жилищной политики, но и регионального развития, поддержки трудовой мобильности и формирования устойчивых агломераций. Единые параметры поддержки не учитывают различия в доходах населения, ценах на жилье, демографии и банковской конкуренции, поэтому необходима региональная дифференциация ипотечных программ, реализуемая через коэффициенты IRHA и инструменты совместного финансирования с регионами.

ОГРАНИЧЕНИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Полученные результаты имеют ряд ограничений, связанных с предметом исследования. В работе не рассматриваются вопросы страхования ипотечных рисков, налогового стимулирования жилищных сбережений и развития жилищно-накопительных институтов, что может быть предметом отдельных исследований. Авторский индекс IRHA требует дальнейшей эмпирической проверки и калибровки весовых коэффициентов на основе данных Росстата и региональной банковской статистики. Кроме того, предложенная трехконтурная модель описывает статическую архитектуру; перспективным направлением

---

[25] *BIS. Macroprudential Frameworks, Implementation and Relationship with Other Policies // BIS Papers No. 94. Monetary and Economic Department. URL: https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap94.pdf.*

[26] *Mortgage Lending and Housing Markets. NBER. URL: https://www.nber.org/reporter/2018number3/mortgage-lending-and-housing-markets?page=1&perPage=50.*

дальнейших исследований является ее динамическая верификация с использованием методов эконометрического моделирования панельных данных для оценки долгосрочной траектории устойчивости ипотечного рынка.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенное исследование показывает, что ипотечное финансирование в России вступило в этап институциональной трансформации. Модель массового субсидирования процентной ставки сыграла важную антикризисную роль, расширила доступ населения к ипотеке и поддержала строительный сектор. Однако ее долгосрочное сохранение в прежнем виде связано с рисками бюджетной нагрузки, ценового перегрева, ухудшения качества части ипотечного портфеля и зависимости рынка от государственных программ. Это эмпирически подтверждается ростом доли просроченной задолженности с 0,6 до 1,0% при концентрации просрочки на кредитах, выданных в 2023–2024 гг. в рамках массовых льготных программ[27].

Современная ипотечная система России представляет собой многоуровневую институциональную архитектуру, включающую банковское фондирование, адресную государственную поддержку, проектное финансирование строительства, секьюритизацию, макропруденциальное регулирование и цифровой андеррайтинг. Устойчивость этой системы определяется не максимизацией выдач, а качеством ипотечного роста: устойчивостью доходов заемщиков, умеренностью долговой нагрузки, бюджетной эффективностью и глубиной рынка долгосрочного фондирования.

Научный вывод исследования состоит в обосновании интегрированной трехконтурной модели устойчивого ипотечного финансирования, объединяющей социальный, рыночный и макропруденциальный контуры в рамках единых национальных целей жилищной и финансовой политики (рис. 1). Принципиальное значение имеют механизмы координации контуров: согласование параметров льготных программ с макропруденциальными лимитами, единая цифровая инфраструктура как система раннего предупреждения дисбалансов, региональная дифференциация ипотечных программ. Предложенный авторский интегральный индекс IRHA (формула 5) операционализирует понятие реальной жилищной доступности как целевого результата устойчивой модели. Гипотеза исследования получила подтверждение: устойчивость ипотечного рынка определяется не объемом выдач, а согласованным функционированием трех контуров, при этом институциональное согласование параметров льготных программ с действующими макропруденциальными ограничениями выступает необходимым условием перехода к качеству ипотечного роста.

Перспективная модель ипотечного финансирования в России должна развиваться как институционально сбалансированная система, основными принципами которой являются адресность государственной поддержки, ориентация на реальную жилищную доступность, развитие рынка ипотечных облигаций, региональная дифференциация программ, цифровая оценка рисков и контроль долговой нагрузки.

---

[27] *Обзор рынка ипотечного жилищного кредитования / Банк России. Данные на 30.04.2026. URL: https://cbr.ru/statistics/bank_sector/mortgage/Indicator_mortgage/0326/.*

Список источников / References

1. Андрюшин С. А. Денежно-кредитная политика Банка России в 2022–2026 гг.: системные риски, антикризисные меры и механизмы развития // Банковское дело. 2023. № 9. С. 20–28. URL: https://www.bankdelo.ru/fingram/press-center/pub/9238?ysclid=mpmkeudr7u459238055. Andryushin S.A. (2023). Monetary Policy of the Bank of Russia in 2022–2026: Systemic Risks, Anti-Crisis Measures, and Development Mechanisms. *Banking*, 9, 20–28 (in Russ.). URL: https://www.bankdelo.ru/fingram/press-center/pub/9238?ysclid=mpmkeudr7u459238055.
2. Бычкова С. Г., Духон А. Б. и др. Основные тенденции динамики ипотечной задолженности россиян в условиях ужесточения макропруденциальной политики // Учет. Анализ. Аудит. 2024. Т. 11. № 6. С. 34–51. https://doi.org/10.26794/2408-9303-2024-11-6-34-51. Bychkova S.G., Dukhon A.B. et al. (2024). Main Trends in the Dynamics of Mortgage Debt of Russians under the Tightening of Macroprudential Policy. *Accounting. Analysis. Audit*, 11, 6, 34–51 (in Russ.). https://doi.org/10.26794/2408-9303-2024-11-6-34-51.
3. Демидова О. А., Мясников А. А. и др. Влияние монетарной политики на ставки по ипотечным кредитам в регионах России // Экономическая политика. 2024. Т. 19. № 6. С. 26–53. https://doi.org/10.18288/1994-5124-2024-6-26-53. Demidova O.A., Myasnikov A.A. et al. (2024). The Impact of Monetary Policy on Mortgage Rates in Russian Regions. *Economic Policy*, 19, 6, 26–53 (in Russ.). https://doi.org/10.18288/1994-5124-2024-6-26-53.
4. Жирнов Г. А. Массовая льготная ипотека: продлевать нельзя завершать // Вопросы экономики. 2025. № 1. С. 115–133. https://doi.org/10.32609/0042-8736-2025-1-115-133. Zhirnov G.A. (2025). Mass Subsidized Mortgage: To Extend or to Terminate? *Voprosy Ekonomiki*, 1, 115–133 (in Russ.). https://doi.org/10.32609/0042-8736-2025-1-115-133.
5. Косарева Н. Б., Полиди Т. Д. Доступность жилья в России и за рубежом // Вопросы экономики. 2019. № 7. С. 29–51. https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-7-29-51. Kosareva N.B., Polidi T.D. (2019). Housing Affordability in Russia and Abroad. *Voprosy Ekonomiki*, 7, 29–51 (in Russ.). https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-7-29-51.
6. Ларионова И. В. Системные риски российского банковского сектора: оценка и методы регулирования // Финансы: теория и практика. 2013. № 1 (73). С. 27–34. URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_18910458_90083138.pdf. Larionova I.V. (2013). Systemic Risks of the Russian Banking Sector: Assessment and Regulation Methods. *Finance: Theory and Practice*, 1/73, 27–34 (in Russ.). URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_18910458_90083138.pdf.
7. Печалова М. Ю. Дисбаланс на рынке жилья, системный риск и регуляторная практика // Экономика. Налоги. Право. 2025. Т. 18. № 3. С. 67–80. URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_82704602_75281808.pdf. Pechalova M.Yu. (2025). Housing Market Imbalance, Systemic Risk and Regulatory Practice. *Economics, Taxes & Law*, 18, 3, 67–80 (in Russ.). URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_82704602_75281808.pdf.
8. Полтерович В. М. Институциональные ловушки и экономические реформы // Экономика и математические методы. 1999. Т. 35. № 2. С. 3–20. URL: https://www.academia.edu/27732085/Институциональные_ловушки_и_экономические_реформы. Polterovich V.M. (1999). Institutional Traps and Economic Reforms. *Economics and Mathematical Methods*, 35, 2, 3–20 (in Russ.). URL: https://www.academia.edu/27732085/Институциональные_ловушки_и_экономические_реформы.
9. Стерник Г. М., Стерник С. Г. Анализ рынка недвижимости для профессионалов. М.: Экономика, 2009. ISBN 978-5-282-02958-1. URL: https://elibrary.ru/item.asp?id=19900204. Sternik G.M., Sternik S.G. (2009). Real Estate Market Analysis for Professionals. Moscow: Publishing House "Economics". ISBN 978-5-282-02958-1 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/item.asp?id=19900204.
10. Abreu D., Felix S. et al. (2024). The impact of a macroprudential borrower-based measure on households' leverage and housing choices. *Journal of Housing Economics*, 64, 101995. https://doi.org/10.1016/j.jhe.2024.101995.
11. Andrieș A.M., Ongena S. et al. (2024). Sectoral Credit Allocation and Systemic Risk. *Journal of Financial Stability*. https://doi.org/10.1016/j.jfs.2024.101363.
12. Basten C., Ongena S. (2024). Mortgage lending through a fintech web platform. The roles of competition, diversification, and automation. *Journal of Banking & Finance*, 163, 107194. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2024.107194.
13. Caloia F.G. (2024). Borrower-based measures, house prices and household debt. *Journal of International Money and Finance*, 143, 103051. https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2024.103051.
14. Cerutti E., Claessens S. et al. (2017). The use and effectiveness of macroprudential policies: New evidence. *Journal of Financial Stability*, 28, 203–224. https://doi.org/10.1016/j.jfs.2015.10.004.
15. Crowe C., Dell'Ariccia G. et al. (2013). How to deal with real estate booms: Lessons from country experiences. *Journal of Financial Stability*, 9, 3, 300–319. https://doi.org/10.1016/j.jfs.2013.05.003.
16. Geanakoplos J.D. (2010). The Leverage Cycle. *NBER Macroeconomics Annual*, 24, 1, 16–67. https://doi.org/10.1086/648285.
17. Iacoviello M. (2005). House prices, borrowing constraints, and monetary policy in the business cycle. *American Economic Review*, 95, 3, 739–764. https://doi.org/10.1257/0002828054201477.
18. Kuang P., Mitra K. et al. (2025). Macroprudential policy and housing market expectations. *European Economic Review*, 105191. URL: https://econ.fss.um.edu.mo/macroprudential-policy-and-housing-market-expectations/.

19. Mian A., Sufi A. (2009). The consequences of mortgage credit expansion: Evidence from the US mortgage default crisis. *The Quarterly Journal of Economics*, 124, 4, 1449–1496. https://doi.org/10.1162/qjec.2009.124.4.1449.
20. Mian A., Sufi A. (2015). House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It from Happening Again. *University of Chicago Press*. URL: https://www.igi-global.com/pdf.aspx?tid%3D164885%26ptid%3D132180%26ctid%3D17%26t%3Dhouse+of+debt:+how+they+(and+you)+caused+the+great+recession,+and+how+we+can+prevent+it+from+happening+again.
21. Popova P. (2025). The Impact of Covid-19 and Preferential Mortgage Lending Programs on Mortgage Lending: Evidence from Russia. *National Research University Higher School of Economics, Working Papers,* No. WP BRP 97/FE/2025. URL: https://wp.hse.ru/data/2025/03/04/1970418726/97FE2025.pdf.

Информация об авторах

***Наталья Геннадьевна Вовченко**, доктор экономических наук, профессор, проректор по научной работе и инновациям, заведующая кафедрой «Финансы» Ростовского государственного экономического университета (РИНХ), г. Ростов-на-Дону, Российская Федерация*
***Ольга Борисовна Иванова**, доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры «Финансы» Ростовского государственного экономического университета (РИНХ), г. Ростов-на-Дону, Российская Федерация*
***Светлана Алексеевна Литвинова**, кандидат экономических наук, декан факультета управления, доцент кафедры экономики, финансов и природопользования Южно-Российского института управления — филиала РАНХиГС, г. Ростов-на-Дону, Российская Федерация*

Information about the authors

***Natalia G. Vovchenko**, Doctor of Economic Sciences, Professor, Vice-Rector for Research and Innovation, Head of the Department of Finance, Rostov State University of Economics (RSUE), Rostov-on-Don, Russian Federation*
***Olga B. Ivanova**, Doctor of Economic Sciences, Professor, Professor of the Department of Finance, Rostov State University of Economics (RSUE), Rostov-on-Don, Russian Federation*
***Svetlana A. Litvinova**, Candidate of Economic Sciences, Dean of the Faculty of Management, Associate Professor of the Department of Economics, Finance and Environmental Management South-Russian Institute of Management — Branch of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Rostov-on-Don, Russian Federation*

Статья поступила в редакцию 25.05.2026
Одобрена после рецензирования 10.09.2026
Принята к публикации 30.09.2026

The article submitted May 25, 2026
Approved after reviewing September 10, 2026
Accepted for publication September 30, 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-60-76

CC BY

Страхование рисков ВЭД как инструмент обеспечения страховой безопасности и фактор роста российского рынка

Дмитрий Сергеевич Туленты
E-mail: DSTulenty@fa.ru, ORCID: 0000-0001-9668-1354
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация
Статья посвящена анализу влияния развития страхования рисков современной внешнеэкономической деятельности (ВЭД) на страховую безопасность и структуру страхового рынка Российской Федерации. Вводится и концептуально обосновывается авторское понятие «страховая безопасность внешнеэкономической деятельности» как интегральная характеристика состояния страховой системы и институциональной среды, обеспечивающего участникам ВЭД достаточное страховое покрытие ключевых внешнеторговых рисков, устойчивость механизмов страховой защиты от внешнеполитических и санкционных шоков, а также наличие инструментов компенсации крупномасштабных убытков без критического ущерба для экспортного потенциала и финансовой стабильности. На основе анализа трансформации внешнеэкономической деятельности России, изменения профиля внешнеторговых рисков и динамики сегментов страхового рынка, связанных с ВЭД, показано, что страхование в данной сфере становится одним из ключевых элементов обеспечения страховой безопасности и драйвером структурных сдвигов на страховом рынке. Выявлены ограничения развития страхования. Сформулированы практические рекомендации для органов государственной власти, Банка России, страховых организаций и участников ВЭД, направленные на дальнейшее развитие страхования в этой области.

Ключевые слова: *страховая безопасность, внешнеэкономическая деятельность (ВЭД), страхование внешнеэкономических рисков, политические и санкционные риски, экспортное страхование, ЭКСАР*

JEL: *G22, G28*

Финансирование: *статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансовому университету при Правительстве Российской Федерации.*

Для цитирования: *Туленты Д. С. Страхование рисков ВЭД как инструмент обеспечения страховой безопасности и фактор роста российского рынка // Финансовый журнал. 2026. Т. 18. № 5. С. 60–76. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-60-76.*

© Туленты Д. С., 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-60-76

Foreign Trade Risk Insurance as a Tool of Insurance Security and a Factor in the Growth of the Russian Market

Dmitry S. Tulenty

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

DSTulenty@fa.ru, https://orcid.org/0000-0001-9668-1354

Abstract

The article is devoted to the analysis of the impact of insurance development for risks associated with modern foreign economic activity on insurance security and the structure of the Russian Federation's insurance market. The author introduces and conceptually substantiates the original term "insurance security of foreign economic activities" as an integrated characteristic of the state of the insurance system and institutional environment that ensures: stable and adequate insurance coverage of key foreign trade risks; resilience of insurance protection mechanisms to geopolitical and sanctions shocks; the availability of instruments for compensating large-scale losses without critically undermining export potential and financial stability. Based on the analysis of transformation in Russia's foreign economic activity, changes in the profile of foreign trade risks, and dynamics of insurance market segments related to foreign economic activities, it is shown that insurance of foreign economic activities becomes one of the key elements providing insurance security and a driver of structural shifts within the insurance market. Limitations of insurance development are identified. Practical recommendations aimed at further developing insurance for foreign economic activities are formulated for government authorities, Bank of Russia, insurance companies, and participants in foreign economic activities.

Keywords: *insurance security, foreign economic activity, insurance of foreign economic risks, political and sanctions risks, export insurance, EXIAR*

JEL: *G22, G28*

Funding: *The article was prepared based on the results of research carried out at the expense of budgetary funds under a state assignment to the Financial University under the Government of the Russian Federation.*

For citation: *Tulenty D.S. (2026). Foreign Trade Risk Insurance as a Tool of Insurance Security and a Factor in the Growth of the Russian Market. Financial Journal, 18 (5), 60–76 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-60-76.*

© Tulenty D.S., 2026

ВВЕДЕНИЕ

В 2022–2026 гг. внешнеэкономическая деятельность России осуществлялась в условиях жестких санкций, фрагментации мировой экономики и быстрой смены торговых партнеров. Разрыв логистических цепочек, финансовые ограничения и валютные риски усложняют экспортно-импортные операции. В ответ усиливается государственное регулирование и роль Банка России в страховании и перестраховании, в том числе через ограничение сделок с недружественными странами, и развитие национальной инфраструктуры. Расширяются функции институтов развития и специализированных страховых организаций для поддержки экспорта. Формируется новая система страховой безопасности внешнеэкономической деятельности.

В последнее время проведено значительное количество исследований, посвященных проблемам экономической и финансовой безопасности, развитию страхового рынка,

а также страхованию экспортных и политических рисков. При этом указанные исследования, как правило, либо рассматривают страхование внешнеэкономических рисков преимущественно в прикладном ракурсе, либо концентрируются на более широких вопросах экономической и финансовой безопасности, без выделения специфики внешнеэкономической деятельности.

Научная проблема и цель настоящей работы заключаются в необходимости изучения влияния, которое развитие страхования внешнеэкономических рисков в новых геополитических условиях оказывает на обеспечение страховой безопасности России и структурную перестройку страхового рынка. Для достижения поставленной цели решены следующие задачи:

— обосновано содержание понятия «страховая безопасность внешнеэкономической деятельности» в современных условиях;

— проанализирована трансформация ВЭД России и связанные с ней изменения профиля рисков;

— выделены ключевые сегменты страхования, связанные с ВЭД, и проанализировано их современное состояние;

— рассмотрены основные направления влияния страхования ВЭД на страховую безопасность и состояние страхового рынка РФ;

— сформулированы практические рекомендации для государственной политики, регулятора и участников страхового рынка и ВЭД, направленные на укрепление страховой безопасности внешнеэкономической деятельности.

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ СТРАХОВОЙ БЕЗОПАСНОСТИ ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

В современной экономической и финансовой литературе подробно разработаны подходы к оценке устойчивости финансовых рынков, банковского сектора и страховых организаций, однако специальное понятие «страховая безопасность» используется эпизодически и, как правило, не получает строгой концептуализации. Чаще речь идет о финансовой устойчивости страхового сектора, устойчивости рисковой инфраструктуры, надежности страховой защиты; ключевые аспекты, связанные с ролью страхования в обеспечении экономической безопасности, описываются фрагментарно через отдельные показатели и характеристики. В фокусе традиционных исследований находятся прежде всего вопросы платежеспособности страховщиков, достаточности страховых и перестраховочных резервов, диверсификации страховых портфелей, а также эффективности регулирования и надзора.

Специфические риски внешнеэкономической деятельности чаще всего анализируются в рамках отдельных сегментов страхового рынка без увязки с общей характеристикой состояния страховой системы. Зависимость национального страхового рынка от внешних центров перестрахования, международных страховых пулов и санкционных режимов также редко включается в обсуждение вопросов экономической безопасности. Это особенно заметно в условиях санкционного давления 2022–2026 гг., когда внешние ограничения на страхование и перестрахование напрямую влияют на возможности страховой защиты российских участников внешнеэкономической деятельности [Пинчук, 2024].

В такой ситуации возникает необходимость более четкого определения понятия, характеризующего состояние страховой системы с точки зрения ее способности обеспечивать защиту от ключевых рисков и поддерживать устойчивость экономических процессов. В рамках ряда научно-исследовательских работ, выполняемых Финансовым университетом по заданию Правительства РФ, страховая безопасность рассматривается как комплексная характеристика состояния страховой системы и институциональной среды, обеспечивающих благоприятные условия ведения ВЭД.

В условиях санкционного давления и глубокой трансформации внешнеэкономических связей традиционное понимание устойчивости страхового сектора оказывается недостаточным для анализа рисков, сопровождающих внешнеторговые операции. Чтобы учесть специфическую комбинацию политических, санкционных, правовых и логистических рисков, а также зависимость от внешней финансовой и инфраструктурной среды, требуется выделение особого измерения страховой безопасности, непосредственно связанного с внешнеэкономической деятельностью. Под страховой безопасностью внешнеэкономической деятельности предлагается понимать интегральную характеристику состояния страховой системы и институциональной среды, обеспечивающих участникам ВЭД:

а) устойчивое и достаточное страховое покрытие ключевых внешнеторговых рисков;

б) устойчивость механизмов страховой защиты от внешнеполитических и санкционных шоков;

в) наличие инструментов компенсации крупномасштабных убытков без критического ущерба для экспортного потенциала и финансовой стабильности.

Такое определение позволяет рассматривать страховую безопасность ВЭД не только как статическое состояние, но и как динамическую характеристику, отражающую адаптацию страховой системы к изменяющейся внешней среде.

Первый ключевой индикатор страховой безопасности ВЭД — степень покрытия внешнеторговых рисков страховой защитой. Речь идет о том, в какой мере защита от политических, санкционных, транспортно-логистических, валютных, кредитных, правовых и репутационных рисков обеспечивается страхованием. На концептуальном уровне сюда входят такие характеристики, как доля застрахованных внешнеторговых сделок, наличие специализированных страховых продуктов для сложных проектов, долгосрочных контрактов, высокорисковых юрисдикций, а также доступность страховой защиты для различных групп участников ВЭД, включая малый и средний бизнес.

Еще одним индикатором страховой безопасности ВЭД является устойчивость механизмов страховой защиты от внешних шоков. Этот индикатор отражает способность страховой системы сохранять эффективность страхового покрытия и платежеспособность по обязательствам при изменении санкционного режима, при закрытии внешних рынков перестрахования, нарушениях логистики и резких колебаниях внешнеторговых потоков. На нормативно-институциональном уровне это предполагает наличие суверенной страховой и перестраховочной инфраструктуры, специальных механизмов поддержки со стороны государства и регулятора, а также применение адаптированных моделей управления рисками, учитывающих мультипликативный характер санкционных ограничений и корреляцию политических и коммерческих рисков.

Страховая безопасность ВЭД проявляется также в наличии эффективных механизмов компенсации крупномасштабных убытков и сохранения экспортного потенциала. Здесь важны не только объемы и структура страховых и перестраховочных емкостей, но и способность институтов страховой поддержки ВЭД (экспортных агентств, специализированных страховщиков, перестраховщиков) обеспечивать оперативную выплату возмещений и реструктуризацию рисков без критического подрыва финансовой устойчивости системы [Кириллова, Цыганов и др., 2022]. К этому блоку относятся также инструменты распределения рисков между государством и частными страховщиками, позволяющие ограничивать концентрацию системно значимых рисков на узком круге участников. Рассматриваемая автором система индикаторов страховой безопасности ВЭД приведена на рис. 1.

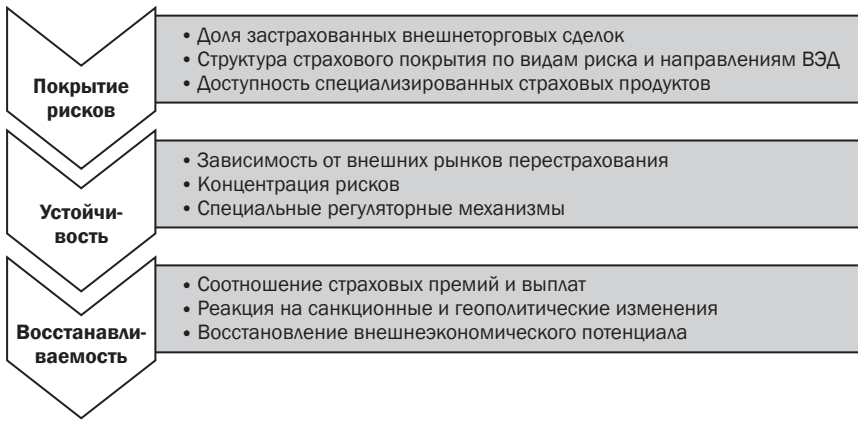
В условиях санкционного режима, описанного во введении, повышается значение политических рисков[1]. Это требует разработки специализированных методик оценки

[1] *«Эксар» обозначило вызовы и приоритеты российского экспорта в 2026 году // Информационный портал «RNTI». URL: https://rnti.ru/news/obshchestvo/eksar-oboznachilo-vyzovy-i-prioritety-rossiyskogo-eksporta-v-2026-godu/.*

корреляции политических и коммерческих рисков ВЭД, учитывающих мультипликативный эффект санкционных ограничений. Данный подход должен найти отражение в продуктах, обеспечивающих страховую защиту участников ВЭД (табл. 1). Приведенные страховые продукты должны учитывать тенденции повышения роли политических рисков, изменения географии поставок и логистических цепочек.

Рисунок 1

Индикаторы страховой безопасности



Источник: рисунок автора.

Таблица 1

Основные виды страхования ВЭД

Отрасль страхования	Виды страхования	Основные риски
Страхование имущества	Страхование грузов	Повреждение, утрата груза при перевозке
	Страхование морских судов	Повреждение/гибель судна
	Страхование воздушных судов	Авиационные риски
	Страхование автотранспорта	Риски при международных автоперевозках
	Страхование имущества за границей	Риски утраты/повреждения зарубежных активов
Страхование финансовых рисков	Страхование экспортных кредитов	Риск неплатежа иностранного покупателя
	Страхование убытков от перерывов в производстве	Простой вследствие сбоев в поставках
Страхование ответственности	«Зеленая карта»*	Автогражданская ответственность за рубежом
	Страхование ответственности перевозчиков	Ущерб грузу, ответственность перед третьими лицами
	Страхование ответственности производителей	Ущерб от дефектов продукции
	Страхование профессиональной ответственности	Ущерб в результате ошибок таможенных брокеров, складов временного хранения и других участников ВЭД
Личное страхование	Страхование выезжающих за рубеж	Медицинские и административные расходы
Комбинированное страхование	Страхование строительно-монтажных рисков	Все риски строительства объектов за рубежом
	Страхование инвестиций за рубежом	Политические риски

*Примечание. * Международная система страхования автогражданской ответственности; аналог российского ОСАГО, действующий за границей.*
Источник: составлено автором.

Страхование рисков ВЭД выполняет несколько ключевых функций в финансовой инфраструктуре внешнеэкономической деятельности. На уровне отдельных компаний оно способствует снижению вероятности и тяжести потерь по отдельным операциям,

позволяя экспортерам и импортерам реализовывать долгосрочные и капиталоемкие проекты, в том числе в юрисдикциях с повышенным уровнем политических и регуляторных рисков. Для банков и других финансовых посредников наличие страхового покрытия по экспортным кредитам и связанным рискам повышает приемлемость сделок и расширяет возможности финансирования внешнеторговых операций. На макроуровне развитая система страхования ВЭД позволяет сглаживать влияние внешних шоков на экспортную выручку и платежный баланс, снижая вероятность обвальных сокращений внешнеторговой активности в результате единичных крупных инцидентов или изменений санкционного режима.

Переход от работы с отдельными рисками к управлению портфелем экспортных и импортных рисков, учитывающих географическую, товарную и валютную диверсификацию, требует адаптации актуарных моделей и практик андеррайтинга к новым условиям. Одновременно возрастает значение институтов страховой поддержки экспорта, которые, действуя в координации с государственными органами и банками, формируют контур суверенной страховой инфраструктуры, способной частично заместить недоступные внешние источники страхового и перестраховочного покрытия. В современных условиях роль страхования ВЭД как элемента финансовой инфраструктуры усиливается и в регуляторном измерении [Дудко, Емец и др., 2025].

На международном уровне базовые ограничения формируются санкционными режимами ЕС и США, включающими запрет на страхование и перестрахование перевозок российской нефти и нефтепродуктов выше ценового потолка, ограничения на предоставление страховых и брокерских услуг, а также меры экспортного контроля в отношении отдельных категорий продукции. Эти ограничения напрямую влияют на возможность российских участников ВЭД получать страховую и перестраховочную защиту от иностранных страховщиков и перестраховщиков, а также на структуру договоров страхования, заключаемых с иностранными контрагентами [Казанцев, 2024].

На национальном уровне ключевую роль играет Банк России, наделенный особыми полномочиями по обеспечению устойчивости финансового рынка в условиях санкций. К числу таких полномочий относятся право ограничивать сделки российских страховщиков с контрагентами из недружественных юрисдикций, регулировать сроки и условия действия страховых тарифов, а также определять обязательства, не передаваемые в национальную перестраховочную компанию. Отдельное значение имеет введение и продление специальных режимов раскрытия информации и отчетности, позволяющих временно не раскрывать часть чувствительной информации и адаптировать формы отчетности страховщиков к новым регуляторным задачам. Нормативная среда страхования ВЭД в РФ в условиях санкций представлена на рис. 2.

С точки зрения страхования ВЭД важным элементом национальной нормативной среды стали решения о поддержке критического импорта и экспортных операций, имеющих ключевое значение для экономической и продовольственной безопасности. В правовой оборот введено понятие «критический импорт», предусмотрены меры государственной поддержки страхования и кредитования поставок по соответствующим направлениям, а также установлены исключения из ограничений на сделки с иностранными контрагентами для операций, связанных с экспортом продовольствия и минеральных удобрений.

Институциональный контур страховой поддержки ВЭД в России формируется вокруг специализированных организаций и механизмов государственно-частного партнерства. Центральное место занимает Российское агентство по страхованию экспортных кредитов и инвестиций (ЭКСАР), выполняющее функции экспортно-кредитного агентства и страховой организации, обеспечивающей покрытие коммерческих и политических рисков по внешнеэкономическим сделкам российских компаний [Сахаров, 2022].

Рисунок 2

Нормативная среда страхования ВЭД в условиях санкций

Международные санкционные режимы		
Санкции ЕС: — ограничения на страхование и перестрахование перевозок нефти и грузов; — запрет на морские перевозки; — ценовые потолки на нефть	Санкции США (OFAC)*: — ограничения на финансовые операции; — запрет на страховые операции и брокерские услуги; — вторичные санкции	Прочие режимы: — экспортный контроль и секторальные ограничения; — ограничения других государств по страховым операциям

Влияние внешних ограничений, регуляторные решения.
Позиция РФ на международных площадках

Национальное регулирование страхования ВЭД		
Банк России: — специальные полномочия в условиях санкций; — запрет сделок с резидентами недружественных стран; — регулирование перестрахования Изменение отчетности, учет санкционных рисков	Государственная политика: — понятие «критический импорт»; — меры поддержки страхования и кредитования поставок; — исключения по продовольствию и минеральным удобрениям	Нормативные акты: — требования к РНПК; — правила раскрытия информации; — санкционный комплаенс страховщиков

Установление правил, ограничений и мер поддержки.
Обратная связь: практика, проблемы, предложения

ЭКСАР, Российский экспортный центр (РЭЦ)	РНПК, Евразийская перестраховочная компания	Коммерческие страховщики	Информационная инфраструктура
— структурирование кредитов и инвестиций; — страхование политических и санкционных рисков; — координация мер поддержки экспорта; — кредитование, сервис	— прием крупных и санкционно чувствительных рисков; — создание суверенной перестраховочной емкости	— страхование грузов; — страхование морских судов; — страхование ответственности участников ВЭД	— ИАС ВЭД; — единый портал ВЭД; — НСИС**; — сбор и обработка данных о ВЭД, мерах поддержки; — включение данных о страховании ВЭД

Примечание:
** OFAC (Office of Foreign Assets Control) — Управление по контролю за иностранными активами, подразделение Министерства финансов США;*
*** Национальная страховая информационная система.*
Темные стрелки — прямое регулирующее воздействие, светлые — каналы обратной связи и взаимодействия.
Источник: составлено автором по данным нормативных актов Банка России, законодательства РФ, санкционных регламентов ЕС и решений OFAC (США).

Ключевые институты страховой поддержки внешнеэкономической деятельности представлены в табл. 2.

Таблица 2

Ключевые институты страховой поддержки внешнеэкономической деятельности в Российской Федерации

Институт	Мандат и основные инструменты	Роль в обеспечении страховой безопасности ВЭД
ЭКСАР	Страхование экспортных кредитов, инвестиций за рубежом, политических и коммерческих рисков; развитие новых решений для импортных поставок, авансов и гарантий	Обеспечивает страховую защиту внешнеторговых сделок в условиях повышенных политических и санкционных рисков; поддерживает выход российских компаний на новые рынки
Российский экспортный центр (РЭЦ)	Координация мер государственной поддержки экспорта; организационная, консультационная и сервисная поддержка экспортеров; увязка страховых и кредитных инструментов	Формирует инфраструктурный контур поддержки экспорта и повышает доступность страховых решений для участников ВЭД

Институт	Мандат и основные инструменты	Роль в обеспечении страховой безопасности ВЭД
Национальная перестраховочная компания	Прием на перестрахование крупных и санкционно чувствительных рисков; поддержка страхования имущественных, транспортных и иных рисков, связанных с ВЭД	Создает национальную перестраховочную емкость и снижает зависимость российского рынка от зарубежных перестраховщиков
Евразийская перестраховочная компания	Перераспределение рисков по операциям с участием стран ЕАЭС и иных дружественных юрисдикций; развитие региональной перестраховочной кооперации	Расширяет возможности перестраховочного покрытия в дружественном контуре и повышает устойчивость страховой инфраструктуры ВЭД

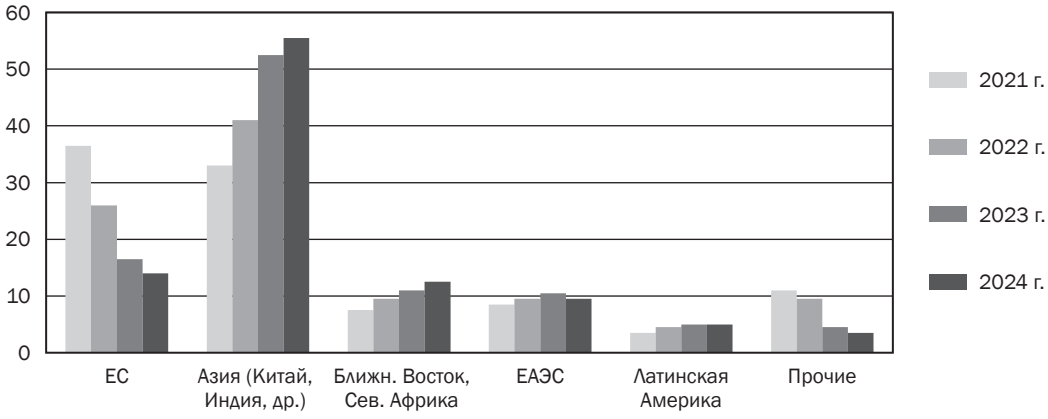
Источник: составлено автором по данным нормативных актов.

СОВРЕМЕННАЯ ТРАНСФОРМАЦИЯ ВЭД И ЕЕ ВЛИЯНИЕ НА СТРАХОВАНИЕ

С 2022 г. география внешнеэкономической деятельности России смещается от традиционных партнеров в лице ряда стран ЕС и США в сторону государств ЕАЭС, Китая, Индии, Турции, стран Ближнего Востока, Юго-Восточной Азии и Африки. Это сопровождается изменением товарной структуры экспорта и импорта, ростом доли несырьевых и неэнергетических товаров на новых рынках и формированием новых связей в высокотехнологичных и инфраструктурных сегментах. Параллельно изменяется логистическая структура ВЭД. Возрастает значение портов Дальнего Востока и транспортных коридоров в Приморье, развивается международный транспортный коридор (МТК) «Север — Юг», расширяется использование Северного морского пути и арктических маршрутов [Прудникова, Тетянец, 2025]. Это приводит к удлинению и усложнению цепочек поставок, появлению новых узловых точек и зависимостей от инфраструктуры, находящейся под суверенитетом третьих государств. По данным Банка России, доля дружественных стран в экспорте нашей страны достигла почти 75%, а в импорте — свыше 70%, при этом в 2021 г. соответствующие показатели не превышали 50–55% по экспорту и около 45% по импорту. На рис. 3 представлено изменение структуры экспорта России в связи с переориентацией торговых потоков, валюты расчетов, используемых транспортных маршрутов и логистической инфраструктуры [Федотова, Погодина и др., 2025].

Рисунок 3

Структура экспорта РФ в 2021–2024 гг., %



Источник: расчеты и рисунок автора по данным: ЦБ РФ. URL: https://cbr.ru/statistics/macro_itm/external_sector/etg/; ФТС РФ. URL: https://limited.ctu.customs.ru/statistic.

Рассмотренная трансформация внешнеэкономической деятельности приводит к изменению структуры рисков, сопровождающих внешнеторговые операции [Kupriyanov,

Shahin, 2025]. В 2022–2025 гг. заметно вырос удельный вес политических и санкционных рисков, а также связанных с ними транспортно-логистических, валютных и правовых рисков. Основные изменения профиля рисков ВЭД суммированы в табл. 3.

Таблица 3

Изменение профиля рисков ВЭД после 2022 г.

Риски	До 2022 г.	После 2022 г.	Причины изменений
Политические	Ограниченный набор стран с повышенным риском, эпизодические события	Резкий рост значимости для широкого круга направлений, в т. ч. дружественных юрисдикций; повышенная неопределенность	Санкции, смена режимов, перераспределение сфер влияния
Санкционные	Точечные меры, ограниченный охват страховых и финансовых услуг	Системные ограничения на страхование, перестрахование и транспортные услуги; ценовые потолки	Санкционные пакеты ЕС и США, вторичные санкции
Транспортно-логистические	Преобладание устойчивых маршрутов через европейские порты	Удлинение маршрутов, новые коридоры, рост вероятности локальных ограничений и задержек	Переориентация ВЭД, санкции на транспорт и порты
Валютные и кредитные	Относительно предсказуемые расчетные схемы, доминирование ограниченного набора валют	Ограничения на расчеты в отдельных валютах, новые расчетные схемы, рост рисков неплатежей в ряде стран	Санкционные ограничения, изменение валютной структуры расчетов
Правовые и репутационные	Более однородная правовая среда на ключевых рынках	Рост неопределенности юрисдикции, возможные конфликты норм, повышенное внимание к санкционному комплаенсу	Расширение перечня санкций и юрисдикций, фрагментация международного права

Источник: составлено автором.

Наибольшее значение приобретают виды страхования, непосредственно обслуживающие внешнеторговые операции: страхование грузов, средств морского транспорта и ответственности их владельцев, ответственности перевозчиков и логистических операторов, а также финансовых и политических рисков внешнеэкономической деятельности. Для страховщиков это означает необходимость встраивания санкционного комплаенса и геополитического анализа в практику андеррайтинга, включения в оценку рисков анализа санкционных режимов, юрисдикций, контрагентов, логистических схем и расчетных цепочек. Все это требует специализированных компетенций (юридических, финансовых, логистических). Параллельно усиливается дифференциация страховых продуктов: от типовых полисов страхования грузов и ответственности рынок постепенно смещается в сторону индивидуализированных и гибридных решений, в том числе комбинирующих страхование коммерческих, политических и санкционных рисков.

Страхование внешнеэкономической деятельности трансформировалось из нишевого сегмента в стратегически значимый элемент национальной экономики [Се, Кузнецова и др., 2023]. Страхование ВЭД способствует диверсификации российского страхового рынка, формирует новые компетенции у субъектов страхового дела, стимулирует внедрение инноваций и использование современных технологий. При этом операции по страхованию внешнеэкономических сделок не выделяются и не детализируются в официальной статистике и отчетности, что существенно затрудняет оценку места и роли страхования ВЭД на российском страховом рынке.

Правительству РФ и Банку России, а также их подведомственным организациям целесообразно принять меры по созданию информационной базы страхования ВЭД в интересах как участников этой деятельности, так и представителей страхового сектора. В качестве основы может быть использована государственная информационно-аналитическая система мониторинга, анализа и прогнозирования внешнеэкономической деятельности Российской Федерации (ИАС ВЭД), оператором которой является

Министерство экономического развития РФ[2], а также его единый портал внешнеэкономической информации[3].

Страхование финансовых и политических рисков (экспортные кредиты, инвестиции за рубежом, политические и санкционные риски) становится одним из ключевых инструментов реализации проектов на рынках с повышенной политической и правовой неопределенностью. Международные исследования подчеркивают, что страхование — как политическое, так и экспорто-кредитное — является важнейшим механизмом снижения рисков внешнеэкономической активности, что в полной мере относится и к российским компаниям [Krummaker, Klasen, 2025]. Подавляющая доля этих операций приходится на ЭКСАР, которое является страховщиком; коммерческие страховщики заключают указанные договоры фрагментарно и в большинстве случаев при поддержке ЭКСАР [Цыганов, Кириллова, 2016]. Повышение значимости политических и санкционных рисков объективно усиливает роль государства в системе страхования ВЭД. Доля страхования экспортно-импортных рисков в совокупной страховой премии остается относительно невысокой, но демонстрирует устойчивый рост темпами, опережающими рынок в целом. При этом рост обеспечивается как за счет расширения страхования экспортных операций (особенно в сегменте МСП), так и за счет новых импортных продуктов ЭКСАР. Объем застрахованных экспортных поставок вырос с 3,1 трлн руб. (2021 г.) до 12,3 трлн руб. (2025 г.), а доля страхования политических рисков в структуре портфеля увеличилась с 18 до 49%[4].

Основными видами страхования ВЭД, которые реализуют российские коммерческие страховщики, являются:

— страхование грузов;

— страхование транспортных средств, участвующих во внешнеэкономических сделках (прежде всего морских судов);

— страхование гражданской ответственности различных участников ВЭД.

Поскольку официальная надзорная отчетность не содержит самостоятельного сегмента «страхование ВЭД», его количественная оценка осуществляется на основе прокси-показателей — страховых премий юридических лиц и индивидуальных предпринимателей по страхованию грузов, средств морского транспорта и гражданской ответственности владельцев средств морского транспорта. Для исключения завышения оценок использованы консервативные экспертные нижние границы доли операций, связанных с ВЭД: не менее 60% для страхования грузов, не менее 80% для страхования средств морского транспорта и не менее 85% для страхования гражданской ответственности владельцев средств морского транспорта. Выбор коэффициентов учитывает преобладание международного характера перевозок и эксплуатации морского флота в соответствующих сегментах страхового рынка, а также практику андеррайтинга внешнеторговых и транспортных рисков.

Полученные результаты имеют индикативный характер и предназначены для выявления динамики и структурной роли страхования ВЭД, а не для исчерпывающего измерения его показателей. Полученные данные приведены в табл. 4.

Соотношение премий по видам страхования, преимущественно связанным с ВЭД, и премий по страхованию имущества и страхованию ответственности используется для оценки их структурной значимости внутри соответствующих сегментов страхового рынка. Оно не характеризует долю всего страхования ВЭД в совокупной страховой премии, поскольку часть операций ВЭД учитывается в иных видах страхования и не может быть

---

[2] *Приказ Министерства экономического развития РФ от 27.09.2022 № 516 «О развитии информационно-аналитической системы мониторинга, анализа и прогнозирования внешнеэкономической деятельности (ИАС ВЭД)».*

[3] *URL: https://ved.gov.ru/#/.*

[4] *URL: https://export.mb92.ru/novosti/strakhovanie-eksportnykh-postavok-v-ao-eksar.*

выделена по данным публичной надзорной отчетности. Рост рассчитанных долей интерпретируется как признак усиления роли рисков ВЭД в корпоративном страховании имущества и ответственности.

Таблица 4

Отдельные показатели страхования ВЭД российскими коммерческими страховщиками

Страховая премия	2021	2022	2023	2024	2025
Страхование имущества ЮЛ и ИП, тыс. руб.	261 447 743,60	296 538 403,90	350 798 521,56	403 504 542,10	416 970 927,54
Добровольное страхование средств морского транспорта ЮЛ и ИП, тыс. руб./доля от страхования имущества	6 212 530,00	7 301 791,60	11 444 649,81	18 815 105,70	16 717 119,97
	2,38%	2,46%	3,26%	4,66%	4,01%
Добровольное страхование грузов, тыс. руб./доля от страхования ответственности	24 178 636,40	29 528 009,00	39 692 815,96	51 967 881,80	49 159 758,18
	9,25%	9,96%	11,31%	12,88%	11,79%
Страхование ответственности ЮЛ и ИП, тыс. руб.	72 788 405,50	80 682 572,70	99 713 539,90	112 413 491,30	110 106 218,40
Добровольное страхование гражданской ответственности владельцев средств морского транспорта ЮЛ и ИП, тыс. руб./доля от страхования имущества	3 369 864,40	4 631 125,00	9 216 900,93	15 400 035,60	16 587 661,39
	4,63%	5,74%	9,24%	13,70%	15,07%

Источник: составлено автором по данным Банка России. URL: https://cbr.ru/insurance/reporting_stat/.

Как видно, страховые премии по видам страхования, тесно связанным с ВЭД, постоянно растут и в абсолютном значении приближаются к 100 млрд руб. Анализ динамики показывает, что начиная с 2022 г. темпы роста начали значительно превышать средние по рынку. Это подтверждает вывод об активном поиске новых решений российскими страховщиками ВЭД в условиях беспрецедентного санкционного давления и кардинальной трансформации маршрутов поставки (закупки) продукции. Необходимо также отметить довольно высокий удельный вес рассматриваемых видов страхования в отраслевых сегментах: страхования грузов и морских судов в страховании имущества, страхования гражданской ответственности владельцев морских судов в страховании ответственности.

Структурная трансформация ВЭД и изменение профиля рисков привели к перераспределению спроса на страхование в пользу сегментов, непосредственно обслуживающих внешнеторговые операции. Страхование грузов остается базовым инструментом защиты участников ВЭД от рисков повреждения и утраты товаров при перевозке [Белоусова, 2022]. Удлинение и усложнение цепочек поставок, переориентация потоков на порты Дальнего Востока, развитие МТК «Север — Юг» и использование арктических маршрутов повышают совокупный уровень рисков и предъявляют более жесткие требования к условиям страхования и управлению кумуляцией [Цыганов, Брызгалов и др., 2024].

Сегмент страхования средств морского транспорта и ответственности судовладельцев развивался под влиянием санкций, ограничивших доступ российского флота к услугам международных клубов P&I[5] и крупных западных страховщиков. По оценкам Международного союза морского страхования (International Union of Marine Insurance — IUMI)[6], Россия показывает один из наиболее высоких темпов роста премий по страхованию морских судов, что связывается с переносом части рисков на национальный рынок.

[5] *Клубы P&I (от англ. Protection and Indemnity — «защита и возмещение») — некоммерческие ассоциации судовладельцев, созданные на принципах взаимного страхования.*

[6] *URL: https://iumi.com/.*

Расширение так называемого теневого флота и перевозок вне ценовых потолков дополнительно усиливает требования к качеству андеррайтинга и адекватности страхового покрытия [Krummaker, Klasen, 2025].

Страхование ответственности перевозчиков и логистических операторов приобретает новое значение в условиях усложнения логистики и роста числа участников цепочки поставок. Расширение транзитных маршрутов, развитие складской инфраструктуры и рост роли экспедиторов увеличивают потенциальный объем претензий к этим участникам и стимулируют развитие специализированных продуктов страхования ответственности, учитывающих особенности международного и национального регулирования.

Обеспечение страховой безопасности в условиях, когда традиционные коммерческие риски тесно переплетаются с рисками, связанными с государственными решениями, требует также адаптации страховых продуктов к новым условиям и их гибридизации. Изменяется сама роль страхования рисков ВЭД: от классической раскладки случайных рисков оно все больше переходит к созданию комплексного инструмента стратегической поддержки внешнеэкономической деятельности в условиях турбулентности. Примерами гибридизации страховых продуктов могут быть включение элементов защиты от политических и санкционных рисков в страхование экспортных кредитов или интеграция страхования грузов и ответственности участников ВЭД с другими финансовыми инструментами — например, банковскими гарантиями, аккредитивами, деривативами по валютным рискам.

Участники ВЭД все чаще используют расчеты в российских рублях или валютах дружественных стран. Это требует от страховых организаций разработки механизмов страхования валютного и расчетного риска в условиях многообразия валют и ограниченной конвертируемости отдельных из них, учета специфики банковских систем стран-партнеров и возможных ограничений на трансграничные переводы [Навой, 2024].

Значимым для страховой безопасности является обеспечение страховой защиты субъектов малого и среднего предпринимательства (МСП), участвующих в ВЭД [Брызгалов, Огрызов и др., 2021]. Учитывая, что объем внешнеэкономических сделок субъектов МСП за 2023 г. вырос в три раза по сравнению с 2022 г. и в 2024–2025 гг. высокие темпы роста этого сегмента сохраняются, целесообразно выводить на рынок специализированные страховые продукты для субъектов МСП. Такие продукты должны предполагать упрощение доступа к страховой защите с использованием элементов «коробочного», параметрического (индексного) и взаимного страхования, включать необходимую консультационную поддержку и финансовые гарантии, а также, возможно, интеграцию с маркетплейсами [Рыбаков, Шайкин, 2024].

Ключевым аспектом страховой безопасности является наличие достаточной собственной страховой (перестраховочной) емкости, позволяющей удерживать риски внутри страны и не зависеть от страховых рынков недружественных стран. До 2022 г. значительная часть рисков ВЭД перестраховывалась на британском и континентальном европейском страховых рынках, а также в европейских экспортно-кредитных агентствах. Уход западных перестраховщиков, введение санкций, запрет на сделки с недружественными контрагентами приводит к возникновению дефицита перестраховочной емкости и создает трудности для российских страховщиков ВЭД в обеспечении необходимого уровня покрытия рисков.

Низкие страховые суммы являются серьезной проблемой, сдерживающей развитие эффективного страхования внешнеэкономических сделок. В связи с этим Банку России совместно со страховым сообществом целесообразно разработать меры по развитию пуловых инструментов и использованию методов взаимного страхования [Логвинова, 2022]. Правительству РФ целесообразно рассмотреть вопрос о возможности предоставления госгарантий компенсации убытков в случаях, если эти убытки будут превышать лимиты, установленные рыночными инструментами, предложенными выше.

Фактическая монополия Российской национальной перестраховочной компании (РНПК) на рынке суверенной перестраховочной емкости создает системную уязвимость: она ограничивает возможности андеррайтинга крупных объектов и ведет к критической концентрации портфеля у единственного перестраховщика.

Наращивание национальной страховой (перестраховочной) емкости в отношении рисков ВЭД является стратегическим фактором страховой безопасности и может быть обеспечено такими мерами, как:

— создание страхового (перестраховочного) пула для рисков ВЭД с участием крупнейших российских страховщиков и ЭКСАР;

— стимулирование создания крупнейшими российскими экспортерами и импортерами взаимных страховых организаций для страхования рисков ВЭД;

— дальнейшая капитализация РНПК со стороны Банка России и повышение лимитов принятия на перестрахование рисков ВЭД;

— активизация участия в перестраховании рисков ВЭД Евразийской перестраховочной компании (ЕПК);

— продолжение работы по формированию альянса дружественных перестраховщиков — в частности, в рамках БРИКС, ШОС и других международных объединений.

Обеспечение страховой безопасности ВЭД требует принятия ряда нормативно-надзорных мер. Концепция рискориентированного подхода к регулированию страхового сектора в РФ, которую реализует Банк России, устанавливает зависимость требований к размеру капитала страховщика в зависимости от его индивидуального совокупного профиля рисков. В настоящий момент действующая модель оценки рисков[7] не учитывает рисков страхования ВЭД, что не позволяет адекватно оценить финансовую устойчивость страховщиков, занимающихся этими видами страхования. Банку России целесообразно разработать специальные коэффициенты риска для страхования ВЭД с дифференциацией по географическим кластерам и типам рисков (политические, коммерческие, логистические). Кроме того, требуется преодолеть регуляторный разрыв, связанный с отсутствием публичных требований к финансовой устойчивости ЭКСАР в связи с проведением им операций по страхованию ВЭД. Схематично рассмотренные выше угрозы страховой безопасности и механизмы их нейтрализации представлены в табл. 5.

Таблица 5

Угрозы страховой безопасности и механизмы их нейтрализации

Угроза	Проявление	Механизм нейтрализации
Блокировка перестраховочных выплат	Отказ западных перестраховщиков от выплат по рискам, связанным с Россией	Переориентация на РНПК, ЕПК; использование пуловых инструментов и методов взаимного страхования, судебная защита в дружественных юрисдикциях
Запрет на страхование нефтеперевозок	Санкционные препятствия для страхования танкеров с российской нефтью	Создание специализированной страховой компании, использование альтернативных страховых рынков (Китай, Индия)
Раскрытие информации о страхователях	Требования западных регуляторов к раскрытию данных о клиентах из РФ	Освобождение от раскрытия чувствительной информации (полномочия ЦБ РФ)
Отказ в судебной защите	Непризнание решений российских судов за рубежом	Использование арбитража в дружественных странах, работа через ЕПК
Валютные ограничения	Затруднения с переводом страховых премий и выплат	Расчеты в национальных валютах (рубль, юань, рупия), использование НСПК

Источник: составлено автором по результатам НИР.

[7] *Положение Банка России от 17.06.2025 № 858-П «О требованиях к финансовой устойчивости и платежеспособности страховщиков» // Офиц. сайт Банка России. URL: https://cbr.ru/Queries/UniDbQuery/File/90134/6353.*

ВЫВОДЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ

В условиях обострения геополитической ситуации и фрагментации мировой экономики страхование рисков внешнеэкономической деятельности стало стратегически значимым элементом национальной страховой безопасности России, обеспечивающим устойчивость внешнеторговых операций и адаптацию к новым рискам.

В настоящей работе под страховой безопасностью внешнеэкономической деятельности понимается состояние страховой системы, которое обеспечивает достаточность страхового и перестраховочного покрытия ключевых рисков ВЭД, устойчивость механизмов страховой защиты от внешних шоков и наличие инструментов компенсации крупномасштабных убытков без критического ущерба для экспортного потенциала и финансовой стабильности. Такой подход дополняет традиционные концепции, в которых страхование ВЭД рассматривают либо в контексте финансовых аспектов, либо как элемент инфраструктуры. В статье показано, что изменение профиля рисков ВЭД и развитие страхования влияют на страховую безопасность и структурную трансформацию страхового рынка России.

Развитие страхования рисков ВЭД напрямую определяет уровень страховой безопасности, повышая охват внешней торговли страховой защитой, и выступает ключевым фактором структурной трансформации российского страхового рынка.

Премии по видам страхования, тесно связанным с ВЭД, демонстрируют устойчивый рост, опережающий рынок в целом. Их совокупный объем приближается к 100 млрд руб., растет их доля в отраслевых сегментах страхования имущества и ответственности.

Ключевое значение приобретает суверенная инфраструктура обеспечения страховой безопасности ВЭД, включающая ЭКСАР, Российскую национальную и Евразийскую перестраховочные компании (РНПК и ЕПК), а также российских коммерческих страховщиков, адаптировавших продуктовые линейки к новым маршрутам и юрисдикциям.

Выявлен ряд ограничений, снижающих эффект страхования ВЭД на страховую безопасность и устойчивость страхового рынка. К ним относятся отсутствие в статистике отдельного учета операций по страхованию ВЭД, дефицит открытой информации о деятельности институтов страховой поддержки, концентрация внешнеэкономических рисков на ограниченном числе организаций, а также недостаточная доступность страховой защиты для субъектов малого и среднего предпринимательства, участвующих во внешнеэкономической деятельности.

Полученные результаты подтверждают, что развитие страхования рисков ВЭД является важным фактором укрепления страховой безопасности и структурной эволюции российского страхового рынка и позволяют сформулировать рекомендации для различных заинтересованных сторон.

Для органов государственной власти и регулятора

1. Ввести отдельный учет операций по страхованию ВЭД в официальной статистике и расширить публикацию агрегированных данных по институтам поддержки (ЭКСАР и др.).

2. Интегрировать информацию о страховых инструментах поддержки ВЭД в государственные информационные системы (ИАС ВЭД, единый портал ВЭД). Агрегированная информация о деятельности ЭКСАР и других институтов страховой поддержки ВЭД должна регулярно публиковаться с разбивкой по видам рисков и географии, что повысит прозрачность и позволит более обоснованно оценивать уровень страховой безопасности. Целесообразно развитие публично раскрываемых рискориентированных требований к финансовой устойчивости ЭКСАР, соразмерных его специальному публичному мандату, структуре гарантий государства и профилю принимаемых рисков.

3. Уточнить регулирование страхования политических и санкционных рисков с учетом рискориентированного подхода к регулированию страхового сектора, внедрить риск-ориентированные требования к платежеспособности страховщиков.

4. Продолжить развитие национальной и региональной перестраховочной инфраструктуры, в том числе через специальные режимы для крупных и чувствительных рисков, ориентированные на обеспечение достаточного уровня покрытия по крупным и санкционно чувствительным рискам.

Для страховых организаций

1. Расширять линейку страховых продуктов для ВЭД, включая гибридные для крупных участников ВЭД, а также «коробочные» и параметрические решения для МСП, с консультационной поддержкой и цифровыми каналами продаж.

2. Внедрять санкционный комплаенс и стресс-тестирование концентрации рисков по направлениям и проектам ВЭД.

3. Развивать внутренние системы мониторинга кумуляции внешнеэкономических рисков и моделировать санкционные сценарии.

Для участников ВЭД

1. Интегрировать страхование в корпоративный риск-менеджмент на ранних стадиях подготовки внешнеторговых и инвестиционных проектов.

2. Активно использовать инструменты ЭКСАР и национальной инфраструктуры для страхования экспортных, инвестиционных и политических рисков.

3. Субъектам МСП — применять специализированные страховые продукты для повышения доверия зарубежных партнеров и финансовых институтов.

Список источников

1. Белоусова Т. А. Трансформация транспортного страхования в современных условиях // Экономика, предпринимательство и право. 2022. Т. 12. № 9. С. 2463–2478. URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_49551706_84720437.pdf.
2. Брызгалов Д. В., Огрызов А. А. и др. Повышение финансовой доступности страховых услуг для российских экспортеров — предприятий малого и среднего бизнеса // Научные труды Вольного экономического общества России. 2021. Т. 228. № 2. С. 284–297. URL: https://veorus.ru/upload/iblock/efa/veo_228_block.pdf.
3. Дудко А. В., Емец М. С. и др. Содержание экономико-правового регулирования страхования внешнеэкономической торговой деятельности // ЦИТИСЭ. 2025. № 1 (43). С. 316–330. URL: https://ma123.ru/ru/2025/03/содержание-экономико-правового-регу/?ysclid=mofl7sxekb258414436.
4. Казанцев С. В. Зоны воздействия антироссийских санкций // Мир новой экономики. 2024. Т. 18. № 1. С. 27–44. https://doi.org/10.26794/2220-6469-2024-18-1-27-44.
5. Кириллова Н. В., Цыганов А. А. и др. Страховые механизмы поддержки внешнеэкономической деятельности. М.: Прометей, 2022. 470 с. URL: https://www.elibrary.ru/item.asp?id=47937848&ysclid=mofl188nf1692438347.
6. Логвинова И. Л. Кэптивное взаимное страхование — актуальное направление развития российского страхового рынка в условиях санкционных ограничений // Страховое дело. 2022. № 11 (356). С. 25–31. URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_50043375_71083657.pdf.
7. Навой А. В. Перспективы трансформации системы международных расчетов в Российской Федерации на базе цифровых валют центральных банков // Финансовый журнал. 2024. Т. 16. № 2. С. 43–58. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-43-58.
8. Пинчук Е. Н. Страхование морских перевозок как инструмент санкций // Океанский менеджмент. 2024. № 4 (28). С. 22–30. URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_80263377_90242440.pdf.
9. Прудникова А. А., Тетянец А. А. Перспективы развития международных транспортных коридоров на территории России в условиях санкционного давления // Мировая экономика и мировые финансы. 2025. Т. 4. № 3. С. 29–38. https://www.elibrary.ru/download/elibrary_83023156_88240182.pdf.
10. Рыбаков С. И., Шайкин А. М. Взаимное страхование в Российской Федерации: современное состояние, сдерживающие факторы и пути развития // Финансовый журнал. 2024. Т. 16. № 6. С. 61–80. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-6-61-80.

11. Сахаров Д. М. Развитие инструментов государственной финансовой поддержки российского экспорта в современных условиях // Мир новой экономики. 2022. Т. 16. № 4. С. 54–66. https://doi.org/10.26794/2220-6469-2022-16-4-54-66.
12. Се В., Кузнецова Н. П. и др. Роль страхования экспортных кредитов для развития российской экспортной торговли // Финансы: теория и практика. 2023. Т. 27. № 1. С. 174–184. https://doi.org/10.26794/2587-5671-2023-27-1-174-184.
13. Федотова М. А., Погодина Т. В. и др. Оценка тенденций и перспектив развития экономики России в условиях санкционного давления // Финансы: теория и практика. 2025. Т. 29. № 1. С. 6–19. https://doi.org/10.26794/2587-5671-2025-29-1-6-19.
14. Цыганов А. А., Кириллова Н. В. Опыт ЭКСАР в страховании экспортно-импортных операций // Эффективное антикризисное управление. 2016. № 2 (95). С. 66–71. https://www.elibrary.ru/item.asp?id=26110880.
15. Цыганов А. А., Брызгалов Д. В. и др. Страхование грузов в Российской Федерации: современное состояние, эффективность и пути развития // Проблемы прогнозирования. 2024. № 1 (202). С. 183–195. https://doi.org/10.47711/0868-6351-202-183-195.
16. Krummaker S., Klasen A. Reinsuring Export Credit Agencies: What Drives Demand? // Journal of World Trade. 2025. Vol. 59. No. 3. P. 343–372. URL: https://bura.brunel.ac.uk/handle/2438/32596.
17. Kupriyanov A., Shahin M. Russia's Export-Import Activities in the Context of Geopolitical Risks // Russian and Regional Economics. 2025. Vol. 11. No. 4. https:/doi.org/10.18413/2409-1634-2025-11-4-0-2.

References

1. Belousova T.A. (2022). Transformation of Transport Insurance in Modern Conditions. *Economics, Entrepreneurship and Law*, 12, 9, 2463–2478. URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_49551706_84720437.pdf.
2. Bryzgalov D.V., Ogryzov A.A. et al. (2021). Improving the Financial Accessibility of Insurance Services for Russian Exporters — Small and Medium-Sized Enterprises. *Scientific Works of the Free Economic Society of Russia*, 228, 2, 284–297. URL: https://veorus.ru/upload/iblock/efa/veo_228_block.pdf.
3. Dudko A.V., Emets M.S. et al. (2025). The Content of Economic and Legal Regulation of Foreign Trade Insurance. *CITISE*, 1 (43), 316–330. URL: https://ma123.ru/ru/2025/03/содержание-экономико-правового-регу/.
4. Kazantsev S.V. (2024). Areas Affected by Anti-Russian Sanctions. *The World of New Economy*, 18, 1, 27–44. https://doi.org/10.26794/2220-6469-2024-18-1-27-44.
5. Kirillova N.V., Tsyganov A.A. et al. (2022). Insurance Mechanisms for Supporting Foreign Economic Activity. Moscow: Prometey Publishing House, 470. URL: https://www.elibrary.ru/item.asp?id=47937848.
6. Logvinova I.L. (2022). Captive Mutual Insurance: A Relevant Direction for the Development of the Russian Insurance Market under Sanctions Restrictions. *Insurance Business*, 11 (356), 25–31. URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_50043375_71083657.pdf.
7. Navoy A.V. (2024). Prospects for Transforming the International Payments System in the Russian Federation Based on Central Bank Digital Currencies. *Financial Journal*, 16, 2, 43–58. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-43-58.
8. Pinchuk E.N. (2024). Marine Transport Insurance as a Sanctions Instrument. *Ocean Management*, 4 (28), 22–30. URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_80263377_90242440.pdf.
9. Prudnikova A.A., Tetyanets A.A. (2025). Prospects for the Development of International Transport Corridors in Russia under Sanctions Pressure. *World Economy and World Finance*, 4, 3, 29–38. URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_83023156_88240182.pdf.
10. Rybakov S.I., Shaikin A.M. (2024). Mutual Insurance in the Russian Federation: Current State, Constraints and Development Paths. *Financial Journal*, 16, 6, 61–80. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-6-61-80.
11. Sakharov D.M. (2022). Development of Public Financial Support Instruments for Russian Exports in Current Conditions. *The World of New Economy,* 16, 4, 54–66. https://doi.org/10.26794/2220-6469-2022-16-4-54-66.
12. Se V., Kuznetsova N.P. et al. (2023). The Role of Export Credit Insurance in the Development of Russian Export Trade. *Finance: Theory and Practice*, 27, 1, 174–184. https://doi.org/10.26794/2587-5671-2023-27-1-174-184.
13. Fedotova M.A., Pogodina T.V. et al. (2025). Assessment of Trends and Prospects for the Development of the Russian Economy under Sanctions Pressure. *Finance: Theory and Practice*, 29, 1, 6–19. https://doi.org/10.26794/2587-5671-2025-29-1-6-19.
14. Tsyganov A.A., Kirillova N.V. (2016). EXIAR's Experience in Insuring Export-Import Operations. *Effective Crisis Management*, 2 (95), 66–71. URL: https://www.elibrary.ru/item.asp?id=26110880.
15. Tsyganov A.A., Bryzgalov D.V. et al. (2024). Cargo Insurance in the Russian Federation: Current State, Efficiency and Development Paths. *Studies on Russian Economic Development*, 1 (202), 183–195. https://doi.org/10.47711/0868-6351-202-183-195.
16. Krummaker S., Klasen A. (2025). Reinsuring Export Credit Agencies: What Drives Demand? *Journal of World Trade*, 59, 3, 343–372. URL: https://bura.brunel.ac.uk/handle/2438/32596.
17. Kupriyanov A., Shahin M. (2025). Russia's Export-Import Activities in the Context of Geopolitical Risks. *Russian and Regional Economics*, 11, 4. https://doi.org/10.18413/2409-1634-2025-11-4-0-2.

Информация об авторе

***Дмитрий Сергеевич Туленты**, кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры страхования и экономики социальной сферы, старший научный сотрудник Института финансовых исследований финансового факультета Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация*

Information about the author

***Dmitry S. Tulenty**, Candidate of Economic Sciences, Docent, Associate Professor at the Department of Insurance and Economics of Social Sphere, Leading Researcher at the Institute for Financial Studies of the Faculty of Finance, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation*

Статья поступила в редакцию 23.04.2026
Одобрена после рецензирования 24.08.2026
Принята к публикации 30.09.2026

The article submitted April 23, 2026
Approved after reviewing August 24, 2026
Accepted for publication September 30, 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-77-91

CC BY

Альтернативные системы международных расчетов: реальность и перспективы

Игорь Алексеевич Балюк
E-mail: iabalyuk@fa.ru, ORCID: 0000-0002-7609-8089
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация
Марина Альбертовна Балюк
E-mail: mabalyuk@fa.ru, ORCID: 0000-0003-2689-9512
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация
Традиционная система межбанковских корреспондентских отношений с осуществлением трансграничных переводов в ключевых мировых валютах технологически и морально устарела, став фактором, сдерживающим развитие мировой экономики. Значение и перспективы создания и развития альтернативных механизмов международных расчетов зачастую либо оцениваются излишне оптимистично, либо, напротив, недооцениваются. В статье представлена систематизированная информация об альтернативных системах международных расчетов, а также рассмотрены перспективы их дальнейшего развития и практического использования. Совершенствованием механизмов международных расчетов занимаются как международные организации, так и региональные торгово-экономические блоки в Азии, Африке, Европе, Латинской Америке и на Ближнем Востоке, создающие собственные независимые расчетно-платежные системы. В рамках многочисленных проектов Банку международных расчетов (БМР) удалось доказать возможность технической реализации эффективных платежных механизмов, практическое использование которых пока остается невозможным из-за нерешенности многих политических, экономических, управленческих и правовых вопросов. Анализ проектов БМР показывает, что их развитие идет от решения более частных вопросов, связанных с сопряжением национальных платежных систем посредством интерфейсов прикладного программирования (API), до формирования системы глобального единого реестра, объединяющего в границах одной платформы все национальные активы участников в токенизированном виде на единой мировой платформе. Доллар США постепенно утрачивает свои позиции в качестве универсального средства платежа, что гласно или негласно признается как развивающимися, так и развитыми странами. Однако пока не удалось найти решение ключевой проблемы, связанной с созданием удобной и безопасной платежной инфраструктуры, основанной на иных инструментах. Весьма вероятно, что в будущем новым платежным средством станет общепризнанный цифровой актив (стейблкоин), сформированный на базе прозрачных и понятных участникам рынка принципов и обеспеченный теми или иными видами активов.

Ключевые слова: *международные расчеты, трансграничные платежи, региональные платежные соглашения, клиринг, единый глобальный реестр, токенизация активов, цифровые платформы, стейблкоин*

JEL: *F33, F36, G15, G21*

Для цитирования: *Балюк И. А., Балюк М. А. Альтернативные системы международных расчетов: реальность и перспективы // Финансовый журнал. 2026. Т. 18. № 5. С. 77–91. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-77-91.*

© Балюк И. А., Балюк М. А., 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-77-91

Alternative International Settlement Systems: Reality and Prospects

Igor A. Balyuk[1]***, Marina A. Balyuk***[2]

[1, 2] *Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation*

[1] *iabalyuk@fa.ru, https://orcid.org/0000-0002-7609-8089*
[2] *mabalyuk@fa.ru, https://orcid.org/0000-0003-2689-9512*

Abstract
The traditional system of interbank correspondent relations with cross-border transfers in key world currencies is technologically and morally outdated, becoming a factor constraining the development of the global economy. The importance and prospects of creating and developing alternative international settlement mechanisms are often either overly optimistic or underestimated. The article provides systematized information about alternative international settlement systems and discusses the prospects for their further development and practical use. Both international organizations and regional trade and economic blocks in Asia, Africa, Europe, Latin America, and the Middle East, which are creating their own independent settlement and payment systems, are engaged in improving the mechanisms of international settlements. The US dollar is gradually losing its position as a universal means of payment, which is openly or tacitly recognized by both developing and developed countries, but so far it has not been possible to find a solution to the key problem related to the creation of a convenient and secure payment infrastructure based on other payment instruments. It is highly likely that the new means of payment will be a universally recognized digital asset (stablecoin), based on principles that are transparent and understandable to market participants and secured by certain types of assets.

Keywords: *international settlements, cross-border payments, regional payment agreements, clearing, global unified ledger, asset tokenization, digital platforms, stablecoin*

JEL: *F33, F36, G15, G21*

For citation: *Balyuk I.A., Balyuk M.A. (2026). Alternative International Settlement Systems: Reality and Prospects. Financial Journal, 18 (5), 77–91 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-77-91.*

© Balyuk I.A., Balyuk M.A., 2026

ВВЕДЕНИЕ

Международные денежные переводы имеют многовековую историю [Einzig, 1962], но основа современной традиционной системы трансграничных платежей была заложена в XIX в., когда в 1871 г. американская компания Western Union первой в мире предложила услугу электронных денежных переводов (Electronic Funds Transfers — EFT) с использованием своей разветвленной телеграфной сети[1]. Активному развитию EFT способствовало то, что в этот период между банками стали зарождаться отношения, впоследствии получившие название «корреспондентских», и появились кредитные линии, ставшие прообразом современных своп-линий: «Банки в ведущих центрах обмена валюты постепенно обрели привычку поддерживать постоянные балансы друг у друга в соответствии с потребностями своего валютного бизнеса. Они стали доверять друг другу в достаточной степени, чтобы принимать неофициальные переводы с таких балансов в качестве основы для валютных

[1] *The Practicalities of Cross-border Payments in a Faster Payments World. January 2024.*

операций и предоставлять друг другу овердрафт в своих собственных валютах, вместо того чтобы настаивать на получении переводных векселей от заемщика» [Einzig, 1962].

Уже более полувека трансграничные платежи осуществляются через корреспондентские банковские счета с использованием мировых валют (прежде всего долларов США), чему в значительной степени способствовали формирование мировой финансовой архитектуры в рамках Бреттон-Вудских соглашений после 1944 г., возникновение рынка евродолларов в 1960-е гг., создание в США системы межбанковских электронных клиринговых расчетов (Clearing House Interbank Payments System — CHIPS) в 1970 г., а также запуск системы передачи финансовой информации и совершения платежей (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications — SWIFT) в 1977 г.[2] Однако, как отметил Дж. Канлифф, председатель Комитета по платежам и рыночным инфраструктурам Банка международных расчетов (BIS CPMI), «несмотря на технологические достижения… международные платежные системы по-прежнему используют форматы сообщений, разработанные 100 лет назад для телексных систем», а «перевод денег в разные юрисдикции по-прежнему может занимать до 10 дней, и такая транзакция может стоить до 10% от суммы перевода. Платежи из Великобритании в некоторые страны должны проходить с использованием четырех валют и пяти банков» [Cunliffe, 2020].

В начале 2020 г. Саудовская Аравия (тогда страна — председатель G20) инициировала поручение Совету по финансовой стабильности (Financial Stability Board — FSB) разработать дорожную карту повышения эффективности трансграничных платежей[3]. В октябре 2020 г. G20 сделала развитие транснациональных платежей приоритетной задачей, одобрив дорожную карту, разработанную FSB совместно с BIS CPMI и другими соответствующими международными структурами[4].

Наряду с международными организациями, совершенствовать механизмы расчетов пытаются региональные торгово-экономические блоки в Азии, Африке, Европе, Латинской Америке и на Ближнем Востоке. Они создают свои независимые расчетно-платежные системы, основанные на более активном применении местных валют. Новые региональные инициативы представляют собой не просто технологические усовершенствования в области международных расчетов, но и могут стать дополнительными источниками международной ликвидности для стабилизации национальных платежных балансов [Amato, Fantacci et al., 2024].

Задача совершенствования трансграничных платежей стала особенно актуальной для России в условиях ужесточения режима внешних санкций и отключения крупнейших российских банков от системы SWIFT [Соколова, Алексеев и др., 2023]. Однако значение и перспективы развития механизмов международных расчетов, являющихся альтернативными по отношению к традиционной системе корреспондентских отношений с осуществлением переводов в ключевых мировых валютах, зачастую либо оцениваются излишне оптимистично, либо, напротив, недооцениваются. В настоящей статье авторами представлена систематизированная информация об альтернативных системах международных расчетов и определены перспективы их использования в интересах России. Актуальность этой задачи определяется продолжающимся формированием новой парадигмы международных финансово-экономических отношений нашей страны [Балюк И., Балюк М., 2024].

---

[2] *The Practicalities of Cross-border Payments in a Faster Payments World. January 2024.*

[3] *Enhancing Cross-border Payments. Stage 1 Report to the G20: Technical Background Report. Financial Stability Board, 09.04.2020.*

[4] *Interlinking Payment Systems and the Role of Application Programming Interfaces: a Framework for Cross-border Payments. Report to the G20. Bank for International Settlements, 08.07.2022. URL: https://www.bis.org/cpmi/publ/d205.htm.*

РЕГИОНАЛЬНЫЕ СИСТЕМЫ МЕЖДУНАРОДНЫХ РАСЧЕТОВ

По мнению некоторых экспертов, региональные платежные соглашения (RPA) по сути являются локальной реализацией предложений, выдвинутых Дж. М. Кейнсом на Бреттон-Вудской конференции в отношении создания международной системы платежей, основанной на регистрации и последующем клиринге транзакций. Это позволяет рассматривать их как альтернативу конвертируемости валюты для операций по текущим счетам платежного баланса, позволяя снижать потребность в иностранной валюте и тем самым стимулируя торговые отношения [Bruchanski, Molinari, 2023]. В основе большинства подобных региональных платежных союзов, как правило, лежат различные варианты клиринга, но были также попытки реализации комплексных моделей, дополнительно предполагающих формирование механизмов регулирования внешнеторговых дисбалансов, как это было предложено Дж. М. Кейнсом.

В частности, именно так изначально была задумана субрегиональная клиринговая система Боливарианского альянса для народов Америки (ALBA), получившая название SUCRE, первоначальной целью создания которой стало снижение зависимости стран-участниц от колебаний обменного курса их национальных валют по отношению к доллару США, а также улучшение управления их международными резервами.

Для содействия региональной торговой интеграции и скоординированному экономическому росту был разработан механизм, предполагавший наложение определенных обременений на чрезмерный профицит и дефицит национальных платежных балансов, в том числе путем перераспределения профицита через специально созданный Резервный фонд конвергенции (FRCC). Однако на практике схема не работала, поскольку SUCRE была не единственной платежной системой в регионе. Поэтому, когда страна-участница достигала установленного предела профицита или дефицита внутрисистемных платежных единиц *sucre*, она для последующих экспортных/импортных операций выбирала другую платежную систему, тем самым избегая возможных санкций и регионального давления, направленного на изменение ее национальной экономической политики [Barredo-Zuriarrain, Cerezal-Callizo, 2019].

И хотя объем торговли, осуществляемой через SUCRE, составлял сравнительно небольшую долю совокупной величины взаимной торговли между странами-членами, возникли серьезные дисбалансы в торговле между отдельными странами, разделившие их на нетто-кредиторов и нетто-должников [Shvandar, Khomyakova, 2022]. После выхода Эквадора из состава ALBA трансграничные расчеты с помощью *sucre* практически перестали использоваться. Таким образом, SUCRE не смогла превратиться в полноценную, эффективно функционирующую региональную платежную систему [Álvarez, 2023].

Несмотря на доминирование поддерживаемой Международным валютным фондом (МВФ) парадигмы конвертируемости валют и необходимости устранения любой дискриминации при проведении платежей [Bruchanski, Molinari, 2023], подобные платежные союзы создавались и продолжают создаваться в разных частях мира. Как правило, их главной целью является стимулирование экономического роста за счет увеличения объемов внешнеторговых операций при дефиците свободно конвертируемых валют у стран-участниц.

Одним из первых подобных платежных объединений, созданных после Второй мировой войны, стал Европейский платежный союз (EPU), существовавший с 1950 по 1958 г. Основной целью EPU стал постепенный переход к конвертируемости европейских валют при поддержке США, осуществляемой в рамках Плана Маршалла [Bruchanski, Molinari, 2023]. В настоящее время для проведения различных платежных операций между европейскими странами, как входящими, так и не входящими в зону евро, используются расчетные сервисы TARGET, включающие в себя системы T2 (для обычных платежей),

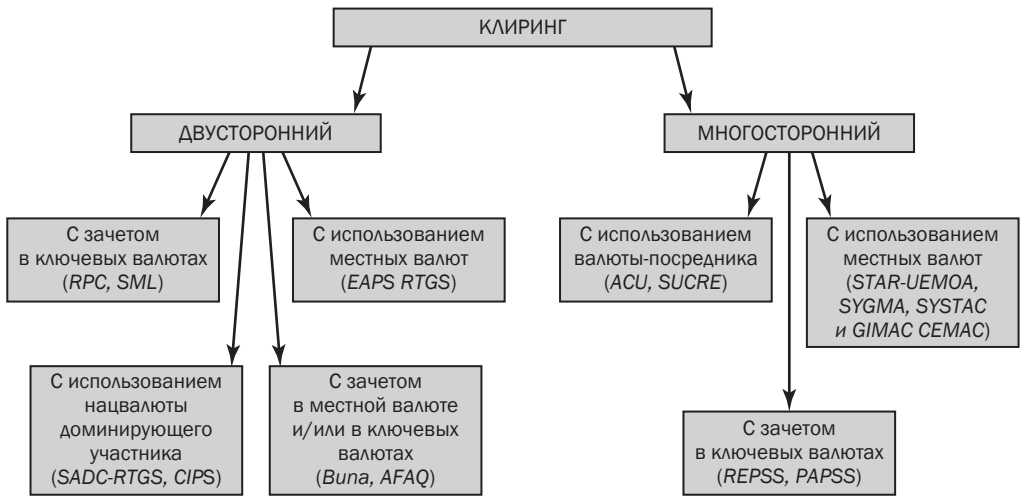
T2S (для расчетов по ценным бумагам), TIPS (для быстрых платежей) и ECMS (для управления обеспечением), поддерживаемые центральными банками стран-участниц.

Несмотря на широкое распространение многосторонних региональных платежных союзов, далеко не все эксперты считают, что создание таких объединений действительно способствует активному развитию торговых отношений между странами. В частности, В. Шекхават и В. Катуриа на основе результатов обширного эмпирического исследования динамики двусторонней внешней торговли стран — участниц Азиатского клирингового союза (ACU) в 1980–2013 гг. пришли к выводу, что средний рост торговли внутри ACU оказался ниже, чем рост торговли между членами ACU и странами, не являющимися его членами. По мнению авторов, из-за отсутствия альтернативных каналов расчетов клиринговая система потенциально может препятствовать торговле, а не стимулировать ее развитие. При этом полученные исследователями выводы противоречат позиции самого ACU, руководство которого утверждает, что использование клиринговых механизмов привело к значительному росту объемов внешней торговли стран-членов [Shekhawat, Kathuria, 2019].

Проведенный авторами настоящей статьи анализ механизмов расчетов, применяемых в рамках различных международных многосторонних соглашений, краткое описание и перечень которых содержатся в табл. 1, позволил их систематизировать. Платежные объединения и союзы могут предусматривать двусторонний или многосторонний клиринг платежных операций. Текущие расчеты производятся, как правило, либо в местных валютах, либо с использованием специальной валюты-посредника, а периодический зачет взаимных требований происходит с помощью одной или нескольких ключевых валют (доллар США, евро и др.), с использованием местных валют или же на основе национальной валюты доминирующей страны (см. рис. 1). Управление системой может осуществляться специально созданной или назначенной для этого структурой (расчетным банком или клиринговой палатой) либо путем регулярного взаимодействия между центральными банками стран-участниц.

Рисунок 1

Клиринговые механизмы региональных платежных соглашений



Источник: рисунок авторов.

Таблица 1

Региональные системы международных расчетов

Наименование, год создания (период существования)	Страны-члены	Механизм расчетов
Asian Clearing Union — ACU (Азиатский клиринговый союз), 1974 г.	Бангладеш, Бутан, Индия, Мальдивские о-ва, Непал, Пакистан, Шри-Ланка, Иран, Мьянма	Расчеты обслуживают национальные коммерческие банки, которые имеют корреспондентские счета типа «ностро» и «востро» в расчетных единицах: долларах ACU, евро ACU и иенах ACU. Банк импортера получает сумму в местной валюте и дает поручение банку экспортера списать со своего счета «ностро» эквивалент полученной суммы в одной из расчетных единиц. Банк экспортера списывает указанную сумму с корреспондентского счета банка импортера, а на счет своего клиента-экспортера зачисляет эквивалент в местной валюте. Один раз в два месяца центральные банки стран — участниц ACU проводят многосторонние нетто-расчеты на клиринговой основе
Regional Payment Connectivity Initiative — RPC (Инициатива стран Юго-Восточной Азии по региональному взаимодействию в сфере платежей), 2022 г.	Индонезия, Малайзия, Филиппины, Сингапур, Таиланд, Бруней, Камбоджа, Лаос, Мьянма, Вьетнам	RPC основывается на практическом опыте соединения национальных платежных систем на двусторонней основе. Оплата в партнерскую страну возможна по QR-коду или через национальную систему быстрых платежей
Regional Payment and Settlement System — REPSS (Региональная платежно-расчетная система), 2009 г.	Египет, Конго, Замбия, Руанда, Маврикий, Кения, Малави, Эсватини, Уганда	Создана по инициативе COMESA (Common Market for Eastern and Southern Africa), управляется Информационной палатой COMESA. Функции расчетного банка выполняет Центральный банк Маврикия. Первоначально предполагалось, что импортеры будут иметь возможность оплачивать товары и услуги в местной валюте, а экспортеры — выставлять счета за свою продукцию в своей местной валюте, но фактически расчеты проводятся в долларах США и евро. Взаимозачеты проводятся ежедневно
STAR-UEMOA (субрегиональная платежно-расчетная система Западно-африканского экономического и валютного союза), 2004 г.	Бенин, Буркина-Фасо, Кот-д'Ивуар, Гвинея-Бисау, Мали, Нигер, Сенегал, Того	Управляется Центральным банком государств Западной Африки (BCEAO). Состоит из Автоматизированной системы переводов и расчетов STAR-UEMOA и Автоматизированной межбанковской клиринговой системы SICA-UEMOA[1]. Расчеты производятся во франках Африканского финансового сообщества (CFA F)
SYGMA, SYSTAC и GIMAC CEMAC (субрегиональная платежно-расчетная система Экономического и валютного сообщества Центральной Африки), 2007 г.	Камерун, ЦАР, Конго, Габон, Экваториальная Гвинея, Чад	Расчетной инфраструктурой управляет центральный банк (BEAC), созданный странами — членами сообщества, который выполняет функции клиринговой палаты и расчетного банка. SYGMA — это система валовых расчетов в режиме реального времени (Автоматизированная система крупных сумм); SYSTAC — система массовых платежей (система телекомпенсации)[2]. В рамках CEMAC важная роль отводится также межбанковской электронной платежной системе GIMACPAY[3]. Расчеты осуществляются в центральноафриканских франках (CFA BEAC)
SADC-RTGS (субрегиональная платежно-расчетная система Сообщества развития Юга Африки), 2013 г.	Ангола, Ботсвана, Коморы, Демократическая Республика Конго, Эсватини, Лесото, Мадагаскар, Малави, Маврикий, Мозамбик, Намибия, Сейшелы, ЮАР, Танзания, Замбия, Зимбабве	Система принадлежит центральным банкам стран-участниц через Комитет управляющих центральными банками и осуществляет автоматизированные расчеты по региональным транзакциям в режиме реального времени. Функции расчетного банка выполняет Резервный банк ЮАР. Участниками являются центральные банки и уполномоченные ими финансовые учреждения. Расчеты осуществляются в южноафриканских рандах (ZAR), в будущем могут быть включены дополнительные валюты

Наименование, год создания (период существования)	Страны-члены	Механизм расчетов
EAPS RTGS (субрегиональная платежно-расчетная система Восточно-африканского сообщества), 2014 г.	Кения, Руанда, Танзания, Уганда	Система связывает Кенийскую систему электронных платежей и расчетов (KEPSS), Танзанийскую систему межбанковских расчетов (TISS), Национальную систему межбанковских расчетов Уганды (UNISS) и Интегрированную систему обработки платежей Руанды (RIPPS). Единая платежная платформа отсутствует. Транзакции осуществляются в местных валютах стран Восточноафриканского сообщества. Коммерческие банки открывают счета EAPS в своих соответствующих центральных банках. Центральные банки также открывают счета в центральных банках друг друга, поскольку они выступают в качестве участников своих систем RTGS
Pan-African Payment and Settlement System — PAPSS (Общеафриканская платежно-расчетная система), 2022 г.	Алжир, Египет, Гамбия, Гана, Гвинея, Джибути, Замбия, Зимбабве, Кения, Коморы, Либерия, Малави, Марокко, Нигерия, Руанда, Сьерра-Леоне, Тунис	Платежи осуществляются в национальных валютах участников через центральные банки, которые конвертируют поступившие иностранные африканские валюты в национальную валюту и зачисляют ее на счета местных банков. В конце операционного дня PAPSS определяет чистые позиции в местных валютах для всех участвующих центральных банков и направляет распоряжения о проведении соответствующих расчетов в платежные системы всех центральных банков. На финальной стадии PAPSS направляет в Афрэксимбанк аналогичную инструкцию провести расчеты в твердой валюте на основе чистой позиции всех центральных банков
Sistema Unitario de Compensación Regional de Pagos — SUCRE (субрегиональная клиринговая система Боливарианского альянса для народов Америки ALBA), 2010–2017 гг.	Боливия, Венесуэла, Куба, Никарагуа, Эквадор [Хейфец В., Хейфец Л., 2013]	Для расчетов использовалась специально созданная виртуальная валюта *sucre*, которая была эмитирована перед началом работы системы и распределена среди участников. Импортеры осуществляли платежи через национальные коммерческие банки в местной валюте, которая потом поступала на счета, открытые коммерческими банками в национальном центральном банке. Центральные банки проводили расчеты между собой с помощью *sucre* через оператора платежной системы, и компании-экспортеры в итоге получали платежи в местной валюте. Один раз в полгода оператор SUCRE проводил зачет взаимных требований центральных банков
Sistema de Pagamentos em Moeda Local — SML (субрегиональная система платежей общего рынка стран Южной Америки MERCOSUR), 2008 г.	Аргентина, Бразилия, Парагвай, Уругвай	Инициатор создания — Центральный банк Бразилии. SML функционирует на основе двусторонних соглашений между центральными банками, но условия соглашений не являются стандартными[4]. Платежи осуществляются в национальных валютах, SML производит конвертацию национальных валют по обменному курсу, ежедневно устанавливаемому центральными банками. Центральные банки выполняют посреднические функции, не принимая на себя риски национальных участников трансграничных сделок. Клиринг и окончательные расчеты по трансграничным операциям осуществляются центральными банками ежедневно с использованием иностранной валюты (обычно долл. США)
Buna (трансграничная мультивалютная платежная система Арабского валютного фонда — Arab Monetary Fund — AMF), 2018 г.	В настоящее время участниками Buna являются более 110 финансовых институтов из разных стран [Foo Boon Ping, 2024]. В ноябре 2024 г. к Buna присоединилась платежная система Mastercard [Thompsett, 2024]	Система валовых расчетов в долларах США, евро, риялах Саудовской Аравии, египетских фунтах, иорданских динарах и дирхамах ОАЭ в режиме реального времени. Каждая валюта обрабатывается отдельным расчетным центром: J.P. Morgan (USD), Standard Chartered Bank (EUR), Saudi National Bank (SAR), Central Bank of Egypt (EGP), Central Bank of Jordan (JOD) и Central Bank of the UAE (AED). Автоматическая конвертация валют не производится, чтобы конверсионная сделка состоялась, ее участники предварительно должны одобрить предлагаемые условия обмена валют, а перевод денежных средств в одной валюте происходит одновременно с переводом денежных средств в другой валюте (т. е. сделка осуществляется на принципах «платеж против платежа» — PvP)

Наименование, год создания (период существования)	Страны-члены	Механизм расчетов
Arabian Gulf System for Financial Automated Quick Payment Transfer — AFAQ (Система Персидского залива для автоматизированных быстрых переводов), 2020 г.	Бахрейн, Катар, Кувейт, ОАЭ, Оман, Саудовская Аравия	AFAQ соединяет национальные системы валовых расчетов в режиме реального времени. Расчеты проводятся в дирхамах ОАЭ, в бахрейнских динарах, саудовских риялах, оманских риалах, кувейтских динарах, катарских риалах, в евро и долларах США. В качестве операторов выступают центральные банки, которые ежедневно направляют в AFAQ котировки своих валют для обменных операций. В конце операционного дня AFAQ определяет чистые позиции для всех центральных банков-участников и проводит окончательные расчеты
Cross-border Interbank Payment System — CIPS (трансграничная межбанковская платежная система Народного банка Китая), 2015 г.	По состоянию на конец первого полугодия 2026 г. включает 1791 участника, в т. ч. 194 прямых участников, которые располагаются: 131 — в Азии, 33 — в Европе, 9 — в Африке, 8 — в Южной Америке, 7 — в Океании, 6 — в Северной Америке	CIPS — оптовая платежная система для трансграничного клиринга платежей в китайских юанях, управляемая Народным банком Китая. CIPS предоставляет возможность проводить расчеты как в режиме реального времени (RTGS), так и отложенные чистые расчеты (Deferred Net Settlement — DNS), позволяющие экономить ликвидность путем группирования операций. Переводы осуществляются на условиях PvP и DvP[5]. Система также поддерживает торговлю облигациями в рамках механизма Bond Connect. CIPS обеспечивает прямое взаимодействие участников посредством внутреннего механизма обмена сообщениями на основе стандарта ISO 20022, но может также интегрироваться с другими системами (например, SWIFT, СПФС Банка России и др.)

Примечание: 1. Payment Systems Management. The Central Bank of West African States (BCEAO). URL: https://www.bceao.int/en/content/payment-systems-management; 2. Réforme des systèmes et moyens de paiement de la CEMAC. La Banque des Etats de l'Afrique Centrale (BEAC). URL: https://www.beac.int/systemes-paiement/presentation-generale/; 3. Système de Monétique Interbancaire. La Banque des Etats de l'Afrique Centrale (BEAC). URL: https://www.beac.int/systemes-paiement/systeme-de-monetique-interbancaire/; 4. Pagamento em moeda local. Banco Central do Brasil. URL: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sml; 5. Поставка против оплаты (Delivery versus Payment).

Источник: составлено авторами по данным официальных сайтов региональных систем международных расчетов.

ПРОЕКТЫ БАНКА МЕЖДУНАРОДНЫХ РАСЧЕТОВ

В рамках исполнения решения G20 о реализации комплекса мероприятий по развитию системы трансграничных платежей Инновационный центр (ИЦ) БМР (BIS Innovation Hub) разработал и реализовал ряд проектов, направленных на решение отдельных задач, связанных с повышением скорости, прозрачности и эффективности международных расчетов. Сводная информация об основных проектах представлена в табл. 2.

Таблица 2

Проекты ИЦ БМР
по развитию трансграничных платежей

Наименование, год старта	Оптовые / розничные расчеты	Участие ЦБ в расчетах	Обмен валюты	Инфраструктура	PvP	DvP
Nexus, 2021	розничные	✘	сторонний оператор	традиционная	✘	✘
ILR2/mBridge, 2021	оптовые	✓	двусторонний	новая	✓	✘
Jura, 2021	оптовые	✓	сторонний оператор	новая	✓	✓
Dunbar, 2021	оптовые	✓	сторонний оператор	новая	✓	✘

Наименование, год старта	Оптовые / розничные расчеты	Участие ЦБ в расчетах	Обмен валюты	Инфра-структура	PvP	DvP
Mariana, 2022	оптовые	✓	автоматический	новая	✓	✘
Icebreaker, 2022	розничные	✘	сторонний оператор	новая	✓	✘
Meridian FX, 2024	оптовые	✓	автоматический с условиями	новая	✓	✘
Rialto, 2024	розничные	✓	автоматический	традиционная + новая	✓	✘
Agorá, 2024	оптовые	✓	***	новая	✓	✓

*Примечание: ✓ — да; ✘ — нет; *** — нет данных.*
Источник: составлено авторами по данным: Project Rialto: Improving Instant Cross-border Payments Using Central Bank Money Settlement. URL: https://www.bis.org/publ/othp91.htm; Project Meridian FX: Exploring Synchronised Settlement in FX. URL: https://www.bis.org/publ/othp94.htm; Project Agora: Exploring Tokenisation of Cross-border Payments. URL: https://www.bis.org/about/bisih/topics/fmis/agora.htm.

Nexus — проект по созданию мультилатеральной розничной платежной системы, направленный на достижение целей G20 по обеспечению более дешевых, быстрых, прозрачных и доступных трансграничных платежей. Платформа Nexus позволяет осуществлять одновременное многостороннее подключение национальных систем быстрых платежей, обеспечивая их взаимодействие в режиме реального времени. Проект разрабатывался на базе сингапурского отделения ИЦ БМР при активном участии центральных банков Индонезии, Малайзии, Филиппин, Сингапура и Таиланда, которые договорились о создании в Сингапуре управляющей организации Nexus Scheme Organization (NSO) для руководства проектом на этапах его практической реализации. БМР не будет владеть какой-либо долей в NSO или управлять ее деятельностью, но будет играть техническую консультативную роль[5].

Услуги по конвертации валюты при осуществлении платежей предоставляются провайдерами валютообменных услуг (ПВУ), предварительно одобренными Nexus. ПВУ получают валюту плательщика от его платежного оператора и доставляют валюту назначения оператору получателя. Крупные платежные операторы, работающие в разных странах, смогут сами обеспечивать конвертацию валюты по платежам своих клиентов. Важной особенностью Nexus является то, что для осуществления межвалютных платежей требуется участник, который готов и способен обменять одну валюту на другую, что сделает возможным прием исходной валюты от отправителя с последующей выплатой получателю валюты назначения.

Тестовые испытания проводились с участием системы быстрых платежей EC TIPS, после чего Европейский центральный банк (ЕЦБ) заявил о намерении присоединиться к Nexus в качестве специального наблюдателя. В середине 2024 г. Центральный банк Индии принял решение присоединиться к реализации проекта Nexus в качестве одного из участников, а Банк Индонезии, который внес большой вклад в разработку проекта на начальных этапах его развития, получил статус специального наблюдателя[6].

Проекты InthanonLionRock2 (ILR2), mBridge, Jura и Dunbar направлены на разработку быстрых, дешевых и прозрачных систем трансграничных платежей с использованием цифровых валют центральных банков (CBDC). Полученные результаты позволяют сделать

[5] *Project Nexus: Enabling Instant Cross-border Payments. URL: https://www.bis.org/about/bisih/topics/fmis/nexus.htm.*
[6] *Там же.*

вывод, что общие системы, объединяющие несколько CBDC, способны повысить эффективность платежных механизмов и являются технически реализуемыми. Тем не менее пока еще остаются нерешенными многие политические, экономические, управленческие и правовые вопросы, связанные с практическим использованием таких систем[7].

Проект ILR2, реализованный гонконгским отделением ИЦ БМР совместно с Валютным управлением Гонконга и Банком Таиланда, был успешно завершен в 2021 г. Его целью являлось изучение возможностей использования технологии распределенного реестра (DLT) для облегчения трансграничных переводов денежных средств в режиме реального времени с использованием механизма «атомарный платеж против платежа»[8] при операциях с иностранной валютой между двумя юрисдикциями. В 2021 г. первоначальный состав участников расширился за счет присоединения Народного банка Китая и Центрального банка ОАЭ, а проект продолжил развиваться под новым названием — mBridge. В 2024 г. в проект вошел также Центральный банк Саудовской Аравии.

К середине 2024 г. в рамках mBridge была создана работоспособная платформа цифровой валюты mBridge Ledger для обеспечения мгновенных трансграничных платежей и расчетов. В октябре 2024 г. БМР объявил, что передает проект партнерам. В тот момент членами — наблюдателями проекта mBridge были центральные банки 25 стран из различных регионов мира, а также ЕЦБ, АБИИ, МВФ, ВБ, денежно-кредитное управление Макао и Нью-Йоркский инновационный центр Федерального резервного банка Нью-Йорка[9].

В рамках проекта Jura швейцарским отделением ИЦ БМР совместно с Банком Франции, Национальным банком Швейцарии и консорциумом частных компаний исследовалась возможность прямого перевода евро и швейцарских франков в форме CBDC между французскими и швейцарскими коммерческими банками с использованием механизмов PvP и DvP на единой платформе DLT, управляемой третьей стороной[10]. Проект Dunbar предусматривал проведение аналогичных тестовых испытаний с использованием мультивалютных расчетов (в проекте участвовали центральные банки Австралии, Малайзии, Сингапура и ЮАР)[11].

Результаты проектов с использованием CBDC показывают, что мультивалютные платформы технически реализуемы и могут снизить затраты, ускорить расчеты и повысить прозрачность работы. Все четыре проекта имели дело с кросс-валютными биржами на платформе DLT, которые были организованы по-разному (в трех проектах торговля валютой осуществлялась вне платформы и их реквизиты использовались для расчетов по транзакциям на блокчейне, а в ILR2 была предусмотрена возможность выполнения валютообменных операций непосредственно на платформе путем использования заранее опубликованных курсов или запроса котировок у профильных участников).

Главной особенностью проекта Mariana, реализованного тремя подразделениями ИЦ БМР (швейцарским, сингапурским и общеевропейским (Eurosystem)) совместно с центральными банками Франции, Сингапура и Швейцарии, является тестирование новых концепций технологии децентрализованного финансирования (DeFi) на публичном блокчейне. В процессе моделирования трансграничной торговли и расчетов с использованием оптовых CBDC были применены автоматизированные маркет-мейкеры,

---

[7] *Using CBDCs across Borders: Lessons from Practical Experiments. URL: https://www.bis.org/publ/othp51.htm.*

[8] *При атомарных расчетах сделка либо проходит полностью, либо отменяется, что устраняет риск частичных или неполных многосторонних транзакций.*

[9] *Project mBridge Reached Minimum Viable Product Stage. URL: https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc/mcbdc_bridge.htm.*

[10] *Project Jura: Cross-border Settlement Using Wholesale CBDC. URL: https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc/jura.htm.*

[11] *Project Dunbar: International Settlements Using Multi-CBDCs. URL: https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc/dunbar.htm.*

представляющие собой особый тип децентрализованной биржи для автоматической торговли и расчетов по спотовым валютным операциям[12].

В проекте Icebreaker, реализованном шведским отделением ИЦ БМР совместно с центральными банками Израиля, Норвегии и Швеции, изучались вопросы использования розничных CBDC в международных платежах. Разработанное решение предполагает разделение трансграничной транзакции на два внутренних платежа, осуществляемых поставщиком валютных услуг, работающим в обеих национальных системах, что позволяет розничным CBDC не покидать свои собственные системы. Система работает с множеством поставщиков валютных услуг, которые могут отправлять котировки для автоматического выбора более дешевого варианта для конечного пользователя. Возможно также использование промежуточных валют (если транзакции между двумя конкретными конечными валютами недоступны или невыгодны), что способствует конкуренции между поставщиками иностранной валюты[13].

В основе проекта Meridian FX, выполненного лондонским и общеевропейским отделениями ИЦ БМР совместно с центральными банками Англии, Франции, Германии, Италии и ЕЦБ, лежит оператор синхронизации — технологически нейтральный интерфейс, предназначенный для координации одновременного обмена активами между платежными системами. В рамках проекта дополнительно были изучены механизмы экономии ликвидности посредством клиринга и определяемые пользователем правила транзакций (в частности, лимиты одобрения сделки)[14].

Запущенный в 2025 г. проект Rialto является результатом сотрудничества между сингапурским и общеевропейским отделениями ИЦ БМР, а также центральными банками Франции, Италии, Малайзии и Сингапура. Целью Rialto является разработка концептуального обоснования, демонстрирующего техническую осуществимость розничных трансграничных платежей на основе взаимосвязанных национальных систем быстрых платежей с использованием модуля автоматизированной оптовой конвертации валюты, который позволяет использовать токенизированные деньги центральных банков в качестве безопасного расчетного актива[15].

Проект Agorá предполагает сотрудничество государственного и частного секторов. Ядро проекта состоит из семи центральных банков: Франции, Японии, Республики Корея, Мексики, Швейцарии, Великобритании и Федерального резервного банка Нью-Йорка, которые будут работать в партнерстве с выбранными финансовыми компаниями, а Институт международных финансов (IIF) будет выступать в качестве координатора частного сектора. Проект базируется на концепции единого реестра (unified ledger), предложенной БМР, и будет направлен на изучение того, как токенизированные депозиты коммерческих банков могут быть легко интегрированы с токенизированными деньгами центрального банка в рамках государственно-частной программируемой базовой финансовой платформы. Это могло бы улучшить функционирование денежно-кредитной системы, обеспечить новые решения с использованием смарт-контрактов и программируемости, сохранив при этом ее двухуровневую структуру. Проект Agorá является первой попыткой практической реализации разработанных БМР принципов функционирования будущей мировой валютной системы[16].

---

[12] *Project Mariana: BIS and Central Banks of France, Singapore and Switzerland Successfully Test Cross-border Wholesale CBDCs. URL: https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc/mariana.htm.*

[13] *Project Icebreaker Concludes Experiment for a New Architecture for Cross-border Retail CBDCs. URL: https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc/icebreaker.htm.*

[14] *Project Meridian FX: Exploring Synchronised Settlement in FX. URL: https://www.bis.org/publ/othp94.htm.*

[15] *Project Rialto: Improving Instant Cross-border Payments Using Central Bank Money Settlement. URL: https://www.bis.org/publ/othp91.htm.*

[16] *III. Blueprint for the Future Monetary System: Improving the Old, Enabling the New. URL: https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2023e3.htm.*

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенное авторами исследование показало, что традиционная система межбанковских корреспондентских отношений с осуществлением трансграничных переводов в ключевых мировых валютах технологически и морально устарела, став фактором, сдерживающим развитие мировой экономики. Разработкой и внедрением альтернативных механизмов международных расчетов активно занимаются как развивающиеся страны, испытывающие нехватку свободно конвертируемых валют (прежде всего доллара США) или лишенные к ним доступа в результате политики их эмитентов, так и развитые страны, заинтересованные в повышении эффективности платежной инфраструктуры путем ускорения расчетов и снижения их стоимости.

Катализатором ускоренного развития альтернативных расчетно-платежных процессов стал мировой финансово-экономический кризис 2008–2009 гг. Он продемонстрировал уязвимость глобальной валютно-финансовой системы, основанной на использовании доллара США в качестве главной мировой валюты. Активное применение западными странами санкционной политики в качестве средства давления на другие государства вынуждает участников рынка разрабатывать и внедрять новые платежные инструменты для защиты своих национальных интересов.

Формат журнальной статьи не позволяет провести развернутый анализ всех используемых и разрабатываемых альтернативных платежных механизмов, но даже выборочный обзор основных проектов дает возможность выделить основные проблемы и ограничения, которые препятствуют их активному развитию и распространению. Применение любой формы клиринга, лежащего в основе большинства региональных платежных систем, могло бы стать приемлемым долгосрочным решением только при условии сбалансированной структуры внешней торговли всех стран-участниц, когда объем национального экспорта каждой из них равен величине национального импорта, а все внутренние потребности могут быть удовлетворены за счет товаров и услуг, предлагаемых другими членами объединения. В противном случае возникают неразрешимые противоречия между странами, имеющими активное сальдо внешнеторговых операций, становящимися кредиторами, и странами-заемщиками с отрицательным сальдо внешней торговли. В итоге это приводит сначала к сокращению, а затем и к полному прекращению расчетов на основе клиринга. Если участникам объединения помимо клиринговых операций доступны иные формы расчетов, то их доля в общем объеме операций чаще всего неуклонно растет после небольшого первоначального снижения на начальном этапе существования платежного союза.

В целях поддержания финансовой стабильности центральные банки, обычно являющиеся национальными операторами клиринговых систем, стремятся согласовать объем проводимых операций с объемом своих международных резервов или проводят операции только в пределах возможностей непосредственных участников внешнеторговой деятельности и обслуживающих их банков, выступая исключительно в качестве агентов. Попытки создания региональных механизмов международных расчетов на основе использования искусственно созданных региональных расчетных единиц (например, *sucre* или ACU) сталкиваются с проблемой определения их реальной стоимости из-за различий в подходах стран-членов к установлению курсов национальных валют. Еще одна проблема связана с определением необходимого объема эмиссии региональной расчетной единицы для обслуживания трансграничных платежей между странами-участницами. Кроме того, применение подобных механизмов формирует замкнутую структуру, сдерживающую развитие участников объединения, поскольку они, как правило, не в состоянии удовлетворить все внутренние потребности друг друга. В итоге это вступает в противоречие с изначальной целью платежного союза, формулируемой обычно как стимулирование

экономического роста и углубление интеграции за счет развития внутрирегиональной торговли между странами-участницами.

Использование не являющихся свободно конвертируемыми национальных валют для международных расчетов следует рассматривать как частный случай регионального платежного соглашения, требующий разработки специальных двусторонних механизмов поддержания экономического равновесия. Такое построение системы расчетов является очень сложным и трудоемким, требующим «ручного управления» и длительного согласования вследствие различий в законодательстве, в применяемых стандартах и т. д. Международный опыт показывает, что более-менее успешная реализация подобных двусторонних платежных механизмов чаще всего приводит к формированию регионального платежного соглашения, расширяющего возможности стран-участниц за счет увеличения количества потенциальных партнеров, а также упрощающего и удешевляющего расчеты за счет стандартизации и централизации операций.

Важным фактором, способствующим постепенной эволюции платежно-расчетных механизмов, является цифровизация мировой экономики, активное внедрение и использование инновационных технологий на мировом финансовом рынке. В результате этого получили быстрое развитие электронная коммерция и различные электронные операции, включая новые формы и способы осуществления трансграничных платежей [Arner, Barberis et al., 2016]. Пандемия коронавируса усилила эти тенденции, и в настоящее время продолжается переход от традиционных форм расчетов с помощью физических платежей наличными деньгами к цифровым и бесконтактным платежным инструментам [Arner, Buckley et al., 2022].

В рамках многочисленных проектов БМР удалось доказать возможность технической реализации эффективных платежных механизмов, практическое использование которых пока остается невозможным из-за нерешенности многих политических, экономических, управленческих и правовых вопросов. Анализ проектов ИЦ БМР показывает, что их развитие идет от решения более частных вопросов, связанных с сопряжением национальных платежных систем посредством интерфейсов прикладного программирования (API), до формирования системы глобального единого реестра, объединяющего в границах единой платформы все национальные активы участников в токенизированном виде на единой мировой платформе.

Такая эволюция, на наш взгляд, связана с тем, что в процессе анализа при реализации более частных проектов эксперты БМР пришли к выводу о том, что минимизировать риски при проведении кросс-валютных платежей возможно только путем подключения к системе максимально доступного количества национальных активов в качестве обеспечения платежа. Именно поэтому сначала в ряде проектов к платежным механизмам были присоединены резервы центральных банков, а затем была сформирована концепция трансформации мировой финансовой системы посредством всеобъемлющей токенизации всех мировых активов и их объединения в единую бухгалтерскую книгу (глобальный реестр)[17]. Банк России активно исследует токенизацию как одно из перспективных направлений развития цифровых финансовых технологий, но пока еще не сформировал свою позицию по данному вопросу[18].

Таким образом, доллар США постепенно утрачивает свои позиции в качестве универсального средства платежа, что гласно или негласно признается как развивающимися, так

---

[17] *III. Blueprint for the Future Monetary System: Improving the Old, Enabling the New. URL: https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2023e3.htm.*

[18] *Токенизация активов реального мира: экономическая природа и опыт регулирования. Аналитический доклад Банка России. Москва, 2024. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/170116/analytical_report_22112024.pdf.*

и развитыми странами. Однако пока еще не удалось найти решение ключевой проблемы, связанной с созданием удобной и безопасной платежной инфраструктуры, основанной на иных платежных инструментах. С высокой долей вероятности в будущем новым платежным средством станет общепризнанный цифровой актив (стейблкоин), сформированный на базе прозрачных и понятных участникам рынка принципов и обеспеченный теми или иными видами активов. По мнению Дж. Канлиффа, для поддержания беспрепятственного взаимодействия национальных платежных систем необходимо изучить возможность внедрения инновационных разработок, в частности глобальных стейблкоинов, обеспеченных резервными активами [Cunliffe, 2020]. Представляется очевидным, что создание нового универсального цифрового средства платежа потребует масштабных инвестиций, длительной согласованной международной работы и само по себе не сможет никоим образом решить проблему торговых дисбалансов. Вместе с тем стоит признать, что появление и широкое распространение такого неполитизированного платежного инструмента облегчит осуществление трансграничных платежей, снизит их стоимость и будет способствовать активному развитию международных торговых отношений, естественным ограничителем которого станет, по-видимому, размер национальных активов, выступающих в качестве обеспечения в рамках нового платежного механизма.

По мнению авторов, формирование глобальной цифровой системы международных расчетов с использованием универсального независимого средства платежа будет происходить в течение длительного эволюционного процесса методом проб и ошибок. Вполне вероятно, что на начальном этапе будут возникать не связанные друг с другом новые региональные платежные объединения, члены которых смогут выработать согласованные подходы к созданию инновационной платежной инфраструктуры. Россия и ее партнеры могли бы в качестве пилотного проекта создать цифровую платформу для международных расчетов с использованием в качестве платежного средства цифрового международного валютного актива, в который конвертируются национальные валюты на основе их реальной покупательной способности, определяемой средневзвешенной мировой ценой универсального товара или корзины товаров (подробнее см.: [Балюк И., Балюк М., 2023]).

Тема трансформации системы международных расчетов является весьма актуальной и требует дальнейших углубленных исследований. Авторы хотели бы привлечь внимание научного сообщества к конструктивному обсуждению перспективных механизмов трансграничных платежей в условиях происходящих в мире радикальных изменений.

Список источников / References

1. Балюк И. А., Балюк М. А. Цифровизация международных расчетов: трейдкоин vs доллар США // Мировая экономика и международные отношения. 2023. № 7 (67). С. 33–43. https://doi.org/10.20542/0131-2227-2023-67-7-33-43. Balyuk I.A., Balyuk M.A. (2023). Digitalization of International Settlements: Tradecoin vs US Dollar. *World Economy and International Relations*, 7 (67), 33–43 (in Russ.). http://doi.org/10.20542/0131-2227-2023-67-7-33-43.
2. Балюк И. А., Балюк М. А. Новая парадигма международных финансовых отношений России // Мир новой экономики. 2024. № 3 (18). С. 84–95. https://doi.org/10.26794/2220-6469-2024-18-3-84-95. Balyuk I.A., Balyuk M.A. (2024). The New Paradigm of Russia's International Financial Relations. *The World of the New Economy*, 3 (18), 84–95 (in Russ.). http://doi.org/10.26794/2220-6469-2024-18-3-84-95.
3. Соколова Е. С., Алексеев П. В. и др. Перспективы трансформации современной мировой валютно-финансовой системы: коллективная монография. Москва: КноРус, 2023. 188 с. URL: https://elibrary.ru/item.asp?id=54771921. Sokolova E.S., Alekseev P.V. et al. (2023). Prospects for the Transformation of the Modern Global Monetary and Financial System. Moscow: KnoRus, 188 p. (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/item.asp?id=54771921.
4. Хейфец В. Л., Хейфец Л. С. Наступит ли эра сукре? Южная Америка на пути к единой валюте // Латинская Америка. 2013. № 7. С. 21–35. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_19435458_37546517.pdf. Jeifets V.L., Jeifets L.S. (2013). Whether an Era of Sucre will Come? The South America on the Course of Single Currency. *The Latin America*, 7, 21–35 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_19435458_37546517.pdf.

5. Álvarez J.P. (2023). Já Ouviu Falar do Sucre? O Que Aconteceu com a Moeda Comum. URL: https://www.bloomberglinea.com.br/2023/02/04/ja-ouviu-falar-do-sucre-o-que-aconteceu-com-a-moeda-comum/.
6. Amato M., Fantacci L. et al. (2024). Regional Clearing Systems: from the European Payments Union to Current Initiatives Confronting Dollar Dominance. *DEM Working Papers*, 05. URL: https://www.economia.unitn.it/alfresco/download/workspace/SpacesStore/9c00f292-57f0-4b81-be46-158ecb859d54/WPGobbi05_2024.pdf.
7. Arner D.W., Barberis J. et al. (2016). The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm? *Georgetown Journal of International Law*, 4 (47), 1271–1319. URL: https://www.researchgate.net/publication/313365410_The_Evolution_of_Fintech_A_New_Post-Crisis_Paradigm.
8. Arner D., Buckley R. et al. (2022). Building Regional Payment Areas: The Single Rule Book Approach. *BIS Working Papers*, 1016, May 20. URL: https://www.bis.org/publ/work1016.pdf.
9. Barredo-Zuriarrain J., Cerezal-Callizo M. (2019). Lessons from the SUCRE and TARGET2 Systems for a Sound International Monetary System in a Financialized Economy. *Journal of Post Keynesian Economics*, 1 (42), 39–58. https://doi.org/10.1080/01603477.2018.1520045.
10. Bruchanski M., Molinari A. (2023). Regional Payment Agreements: An Alternative to Currency Convertibility? *Cuadernos de Economía*, 42 (88), 23–41. URL: https://www.researchgate.net/publication/370790631_Regional_payment_agreements_An_alternative_to_currency_convertibility.
11. Cunliffe J. (2020). Cross-border Payment Systems have been Neglected for Too Long. *Financial Times*, July 13. URL: https://www.bis.org/speeches/20200729-cross-border-payment-systems-have-been-neglected-too-long.
12. Einzig P. (1962). The history of foreign exchange. The Macmillan Press Ltd. 362 p. URL: https://archive.org/details/historyofforeign0000einz/page/n5/mode/2up.
13. Foo Boon Ping (2024). Buna Poised to Transform Cross-border Payments in the Arab Region and beyond. *The Asian Banker*, October 16. URL: https://www.theasianbanker.com/updates-and-articles/buna-poised-to-transform-cross-border-payments-in-the-arab-region-and-beyond.
14. Shvandar K.V., Khomyakova L.I. (2022). Regional Payment Systemsof Asia, Africa, Latin America as a Tool for Regional Integration. Prospects for the Eurasian Economic Union. *Financial Journal*, 2 (14), 43–54. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-2-43-54.
15. Shekhawat V.S., Kathuria V. (2019). Do International Clearing Unions Enhance Trade? An Empirical Evaluation of the Asian Clearing Union. *Journal of Economic Research*, 3 (24), 297–322. https://doi.org/10.17256/jer.2019.24.3.003.
16. Thompsett L. (2024). Mastercard Joins Payment System Buna to Boost MENA Transfers. *FinTech Magazine*, November 06. URL: https://fintechmagazine.com/articles/mastercard-joins-payment-system-buna-to-boost-mena-transfers.

Информация об авторах

***Игорь Алексеевич Балюк**, доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры мировой экономики и мировых финансов Финансового университета при Правительстве РФ, г. Москва, Российская Федерация*

***Марина Альбертовна Балюк**, кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник Института исследований международных экономических отношений Финансового университета при Правительстве РФ, г. Москва, Российская Федерация*

Information about the authors

***Igor A. Balyuk**, Doctor of Economic Sciences, Professor, Professor of the Department of World Economy and World Finance, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation*

***Marina A. Balyuk**, Candidate of Economic Sciences, Lead Researcher of the Institute for Research of International Economic Relations, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation*

Статья поступила в редакцию 23.03.2026
Одобрена после рецензирования 21.07.2026
Принята к публикации 30.09.2026

The article submitted March 23, 2026
Approved after reviewing July 21, 2026
Accepted for publication September 30, 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-92-105

CC BY

Формирование офшорных рынков валют развивающихся стран

Максим Викторович Петров
E-mail: mvpmgimo@mail.ru, ORCID: 0000-0002-9558-7857
Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация
В статье рассматривается современное состояние офшорных рынков валют развивающихся стран. Проанализированы динамика роста, масштабы и структура рынков, основные факторы формирования, а также экономические последствия их деятельности. Показано, что к середине 2020-х гг. в мире сложился емкий офшорный рынок китайского юаня, уступающий по объему только рынкам доллара США, евро и иены. Также активно растет офшорная торговля валютами целого ряда других развивающихся стран, в частности индийской рупией, бразильским реалом и южноафриканским рандом. Расширение офшорных рынков выступает проявлением усиливающейся интернационализации валют указанных государств и одновременно служит мощным драйвером данного процесса, способствуя реализации денежных функций валют на международном уровне.
Особое внимание в статье уделено анализу влияния валютной политики развивающихся стран на становление офшорных рынков валют. Продемонстрировано, что эта политика строится в общем контексте оценки монетарными властями баланса преимуществ и рисков интернационализации валюты и связанного с ней повышения финансовой открытости. Странами реализуются различные подходы к регулированию использования валют в международном обороте — от сохранения жестких валютных ограничений (как в Индии и ЮАР) до полной их отмены (как в Бразилии, Мексике и Турции). Промежуточную модель реализует Китай, который, сохраняя контроль за обменным курсом юаня и трансграничным движением капитала, снял большинство валютных ограничений и последовательно реализует меры, стимулирующие продвижение национальной валюты за рубежом. Вместе с тем высокая динамика роста офшорных рынков, демонстрируемая даже ограниченно конвертируемыми валютами крупных развивающихся стран, позволяет предположить, что наращивание масштабов офшорной торговли прежде всего зависит от фундаментальных факторов, обусловленных укреплением позиций стран-эмитентов в глобальной экономике, а не от режима валютного регулирования.

Ключевые слова: *валюты развивающихся стран, интернационализация валют, офшорные валютные рынки, валютная политика, валютные ограничения.*

JEL: *F31, F33, O24*

Для цитирования: *Петров М. В. Формирование офшорных рынков валют развивающихся стран // Финансовый журнал. 2026. Т. 18. № 5. С. 92–105. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-92-105.*

© Петров М. В., 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-92-105

Formation of Offshore Markets of Developing Countries' Currencies

Maksim V. Petrov

MGIMO University, Moscow, Russian Federation

mvpmgimo@mail.ru, https://orcid.org/0000-0002-9558-7857

Abstract

The article examines the current state of offshore markets of developing countries' currencies. The dynamics of growth, the scale and structure of markets, the main factors contributing to their formation, as well as the economic consequences of market activity are analyzed. It is shown that by the mid-2020s a capacious offshore market of the Chinese yuan had developed, second only in volume to the markets of the US dollar, euro and yen. Offshore trading in currencies from a number of other developing countries is also growing rapidly, particularly the Indian rupee, the South African rand and the Brazilian real. The expansion of offshore markets is a manifestation of the increasing internationalization of currencies of the largest developing economies and at the same time serves as a powerful driver of this process, contributing to the implementation of monetary functions of currencies at the international level.

Special attention is paid to the analysis of the influence of monetary policy in developing countries on the formation of offshore currency markets. It is demonstrated that this policy is based in the general context of monetary authorities' assessment of the balance of advantages and risks of currency internationalization. Countries are implementing various approaches to regulating the use of currencies in international circulation, from maintaining strict currency restrictions, as in India and South Africa, to their complete abolition, as in Brazil, Mexico and Turkey. An intermediate model is being implemented by China, which, while maintaining control over the exchange rate of the yuan and cross-border capital movements, has lifted most currency restrictions and consistently implements measures to promote the national currency abroad. At the same time, the high growth dynamics of offshore markets, demonstrated even by the limited convertibility of currencies of large developing countries, allows us to conclude that the increase in offshore trade depends to a greater extent on fundamental factors caused by the strengthening of the positions of issuing countries in the global economy, rather than on the currency regulation regime.

Keywords: *currencies of developing countries, offshore foreign exchange markets, currency internationalization, monetary policy, currency restrictions*

JEL: *F31, F33, O24*

For citation: *Petrov M.V. (2026). Formation of Offshore Markets of Developing Countries' Currencies. Financial Journal, 18 (5), 92–105 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-92-105.*

© Petrov M.V., 2026

ВВЕДЕНИЕ

Подъем экономики, расширение внешнеторговых и инвестиционных связей, повышение емкости и открытости внутренних финансовых рынков, предпринимаемые властями меры по валютной и финансовой либерализации закладывают предпосылки для интернационализации валют крупных развивающихся стран [Буклемишев, Данилов, 2018]. Данное явление можно определить как процесс выхода валют за национальные границы путем принятия на себя денежных функций (средства обращения, накопления и меры стоимости) в международных экономических отношениях[1]. Ускорению

[1] *Интернационализация рубля: перспективы и риски, а также роль российского рубля во внешнеэкономических отношениях: аналитическая записка / Банк России. Июль 2017. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/16745/01.pdf.*

интернационализации валют развивающихся стран также способствует постепенное снижение доверия к традиционным резервным валютам (доллару США, евро, иене и фунту стерлингов), обусловленное как экономическими мотивами, в частности обострением долговых проблем стран-эмитентов, особенно США, так и геополитическими соображениями. Интернационализация имеет ряд проявлений, одним из которых выступает формирование офшорных рынков валют, где торгуются сами эти валюты и производные от них финансовые инструменты (валютные деривативы).

Вопросам использования валют развивающихся стран в международном обороте посвящен обширный массив публикаций российских и зарубежных авторов, в которых анализируются текущее состояние, факторы и перспективы интернационализации этих валют, в первую очередь юаня, ее преимущества и риски для стран-эмитентов. Среди множества работ по данной теме отметим следующие: [Балюк И., Балюк М., 2021; Холопов, 2025; Кузнецов, 2026; Prasad, 2021; Arslanalp, Eichengreen et al., 2022; Perez-Saiz, Zhang, 2023; Koosakul, Zhang et al., 2024]. Главный вывод, разделяемый практически всеми авторами, заключается в том, что наибольшим потенциалом стать полноценной мировой (резервной) валютой, способной конкурировать с долларом США, обладает юань, даже несмотря на частичную конвертируемость и ограниченность доступа на внутренний финансовый рынок для нерезидентов [Eichengreen, Macaire et al., 2022]. Перспективы обретения международного статуса денежными единицами других крупных развивающихся стран оцениваются, как правило, более сдержанно. В числе основных замедляющих интернационализацию факторов исследователи отмечают относительно невысокую емкость национальных финансовых рынков, а также сохранение у некоторых стран, в частности Индии, жесткого валютного регулирования.

Вопросы формирования офшорных рынков валют развивающихся стран чаще всего рассматриваются авторами довольно поверхностно в общем контексте изучения процессов интернационализации. Публикаций, содержащих углубленный анализ офшорной торговли, относительно немного, причем в основном они посвящены рынку юаня. Тем не менее стоит отметить общие обзоры рынков, содержащиеся в материалах Банка международных расчетов (далее — БМР) и Международного валютного фонда (МВФ): [Patel, Xia, 2019; Cheung, McCauley et al., 2019; Schmittmann, Teng, 2020; Caballero, Maurin et al., 2022].

Целью настоящей работы является развернутый анализ современной динамики, структуры и особенностей офшорных рынков валют развивающихся стран, а также политики национальных регуляторов в отношении формирования таких рынков и интернационализации валют в целом. По мнению автора, изучение данных вопросов имеет существенное значение как для понимания текущих позиций развивающихся стран в мировой валютно-финансовой системе, так и общих тенденций ее трансформации.

ФОРМИРОВАНИЕ ОФШОРНЫХ РЫНКОВ ВАЛЮТ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН

Понятие офшорного рынка (offshore market) валюты в экономической литературе обычно трактуется как международный рынок валюты, расположенный вне пределов страны-эмитента. Офшорный рынок противопоставляется внутреннему оншорному рынку (onshore market) валюты, функционирующему в границах ее страны. В данной статье предлагается несколько уточненное определение офшорного рынка как рынка текущих и срочных конверсионных сделок с национальной валютой, участниками которых выступают лица, находящиеся за пределами страны ее происхождения. Исходя из этого, к категории офшорных сделок с валютой, совокупность которых образует ее офшорный рынок, относятся как операции с ней, осуществляемые на внутренних валютных рынках зарубежных стран (юрисдикций), так и трансграничные сделки, стороны которых находятся в разных юрисдикциях, за исключением страны — эмитента валюты. Такой подход

в целом соответствует определению офшорной валютной торговли, содержащемуся в материалах БМР[2].

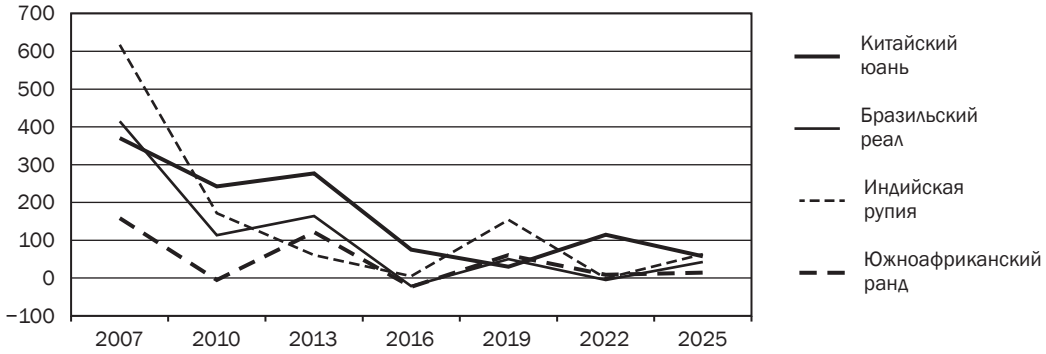
Основным источником статистических данных о мировом валютном рынке служит Трехлетний обзор БМР «Структура оборота валютного рынка и рынка внебиржевых производных финансовых инструментов», последний выпуск которого вышел в 2025 г.[3] В нем представлена детализированная информация о географическом распределении внебиржевой торговли валютами девяти развивающихся стран (китайским юанем, мексиканским песо, бразильским реалом, индийской рупией, южноафриканским рандом (рэндом), польским злотым, турецкой лирой, венгерским форинтом и российским рублем), необходимая для анализа их офшорных рынков[4]. Именно эти валюты, на которые в 2025 г. приходилось 85% общего объема мировой торговли денежными единицами развивающихся стран, стали объектом исследования в настоящей статье.

Предложенное определение дает возможность оценить объем офшорного рынка конкретной валюты как разницу между среднедневным объемом ее торговли на мировом валютном рынке и на внутреннем рынке страны происхождения. Данный подход неоднократно находил применение в литературе (см., например: [He, McCauley, 2010; Cheung, 2020]).

Как показывает статистика БМР, в 2007–2025 гг. объем офшорной торговли валютами развивающихся стран активно рос, за исключением периода 2013–2016 гг., к концу которого рынки некоторых валют, в частности бразильского реала и южноафриканского ранда, несколько сократились (рис. 1, табл. 1).

Рисунок 1

Темпы прироста офшорной внебиржевой торговли валютами стран БРИКС и долларом США в 2007–2025 гг., % в год



Источник: рисунок автора по данным БМР. Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and OTC derivatives markets // Bank for International Settlements. URL: https://data.bis.org/topics/DER.

Наиболее впечатляющую динамику демонстрировали офшорные рынки валют двух крупнейших развивающихся экономик — Китая и Индии, что обусловлено повышением интереса в мире к валютам этих стран на фоне кардинального укрепления их позиций в глобальном хозяйстве. Среднедневной оборот офшорной торговли юанем увеличился в 2007–2025 гг. в 100 раз — до 879,4 млрд долл. США, рупией — в 19 раз,

---

[2] *См., например: Bank for International Settlements. BIS Quarterly Review, December 2025. P. vii. URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2512.pdf.*

[3] *Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and OTC derivatives markets in 2025 // Bank for International Settlements. URL: https://data.bis.org/topics/DER.*

[4] *В этот обзор БМР также включены данные о суммарном объеме рынка валют ряда других развивающихся стран, в частности Аргентины, Таиланда, Малайзии, Саудовской Аравии, ОАЭ, без указания географии торговли.*

до 157,7 млрд долл. США. Эти две денежные единицы, а также мексиканский песо, получивший статус международной валюты еще в начале 2000-х гг. и входящий, наряду с южноафриканским рандом и венгерским форинтом, в число 18 клиринговых валют платежной системы CLS, обслуживающей мировой валютный рынок, — образуют тройку наиболее активно торгуемых в мире валют развивающихся стран. По масштабам офшорной торговли юань сегодня уступает только доллару США, евро и иене, оборот которой в 2025 г. составил 1799,4 млрд долл. США, и опережает фунт стерлингов (593,5 млрд долл. США).

Исключение из общего тренда составляет офшорный рынок рубля. Его объем в 2013 г. достиг 52,7 млрд долл. США, при этом значительная часть торговли концентрировалась в Лондоне. Однако в 2022–2025 гг. показатели торговли резко упали вследствие усиления геополитической напряженности, западных санкций и введенных российских контрсанкций, ограничивающих валютные операции с рублем для резидентов недружественных стран. Впрочем, можно предположить, что далеко не все трансакции с рублем, проводимые в настоящее время за рубежом, находят отражение в статистике БМР, в том числе из-за опасений вторичных санкций в отношении их участников, поэтому реальные масштабы офшорного рынка рубля могут превосходить данные БМР.

Офшорная торговля валютами развивающихся стран, как и денежными единицами развитых государств, в основном сосредоточена в четырех крупнейших международных финансовых центрах (МФЦ) — Лондоне, Нью-Йорке, Сингапуре и Гонконге. Удельный вес каждого центра в торговле конкретными валютами отчасти определяется географической близостью к странам их происхождения и исторически сложившимися экономическими связями, в том числе устоявшейся практикой использования конкретных МФЦ в качестве «налоговых гаваней» и для маршрутизации движения входящих и исходящих потоков капитала. Так, китайский юань торгуется преимущественно в Гонконге, мексиканский песо и бразильский реал — в Нью-Йорке, индийская рупия — в Лондоне и Сингапуре, южноафриканский ранд и турецкая лира — в Лондоне.

Таблица 1

Среднедневной оборот офшорной внебиржевой торговли валютами развивающихся стран, млрд долл. США*

Валюта	Оборот				
	Всего	Великобритания	США	Сингапур	Гонконг
Китайский юань					
2010	30,25	6,85	3,03	7,85	10,91
2022	558,49	147,09	84,04	101,09	191,23
2025	879,40	234,14	134,06	146,73	315,06
Мексиканский песо					
2010	48,24	17,25	23,63	0,69	0
2022	130,31	46,21	61,20	3,96	2,18
2025	167,88	55,56	75,36	6,74	2,87
Индийская рупия					
2010	22,62	5,40	4,57	7,31	4,63
2022	96,69	42,02	10,38	29,62	10,6
2025	157,68	60,38	21,88	58,71	10,49
Польский злотый					
2010	34,31	19,70	4,34	0,15	0
2022	62,54	31,77	12,07	1,98	0,85
2025	92,15	48,15	15,99	1,8	0,92
Южноафриканский ранд					
2010	26,96	13,84	2,72	0,67	0
2022	80,17	45,21	18,63	3,68	1,74
2025	91,92	55,26	20,16	5,37	1,22

Валюта	Оборот				
	Всего	Великобритания	США	Сингапур	Гонконг
Бразильский реал					
2010	21,73	6,30	10,72	0,33	0
2022	64,22	26,21	28,36	1,86	2,70
2025	91,71	35,02	43,17	2,42	3,74
Турецкая лира					
2010	22,57	22,32	0,69	0	0
2022	24,68	14,76	4,29	2,26	0,11
2025	59,79	40,36	7,35	4,47	0,29
Венгерский форинт					
2010	17,83	11,49	2,20	0,02	0
2022	30,59	14,88	6,44	1,94	0,31
2025	45,8	24,39	7,33	1,41	0,59
Российский рубль					
2010	12,7	8,83	0,99	0,03	0
2022	17,11	12,38	1,37	0,91	0,4
2025	4,45	0,99	0,12	0,05	0,02

*Примечание: * Данные по торговле валютами, рассчитанные методом «нетто-брутто» (net-gross basis), исключающим двойной учет операций между дилерами из одной страны.*
Источник: составлено автором по данным БМР. Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and OTC derivatives markets // Bank for International Settlements. URL: https://data.bis.org/topics/DER.

Согласно данным валютных комитетов Лондона (London Foreign Exchange Joint Standing Committee), США (Foreign Exchange Committee) и Сингапура (Singapore Foreign Exchange Market Committee), а также гонконгской ассоциации участников финансового рынка Treasury Markets Association, валюты развивающихся стран торгуются преимущественно в паре с долларом США. Объем конверсионных сделок с другими валютами многократно меньше. Так, например, в апреле 2026 г. среднедневной объем сделок спот по валютной паре USD/CNY[5] на лондонском рынке составил 69,9 млрд долл., USD/INR — 5,4 млрд долл., тогда как по парам EUR/CNY и EUR/INR соответственно только 1,6 млрд и 4 млн долл. США, GBR/CNY и GBR/INR — 127 и 12 млн долл. США[6].

Структура офшорной торговли по видам конверсионных операций у китайского юаня, мексиканского песо, южноафриканского ранда и некоторых других валют развивающихся стран в целом соответствует среднемировым показателям (рис. 2). Исключение составляют рынки индийской рупии и бразильского реала, для которых характерна чрезвычайно высокая доля форвардных сделок, преобладающая часть которых, в свою очередь, приходится на беспоставочные форварды, не предполагающие реальной конверсии валют и заключаемые преимущественно с целью получения арбитражной прибыли. В частности, в апреле 2026 г. на лондонском рынке ежедневный объем таких сделок по паре USD/INR достигал 51,1 млрд долл. США, превышая почти в 10 раз сумму спотовых операций. В США ежедневный объем спотовых трансакций по той же валютной паре в указанном периоде составлял 646 млн долл., в то время как беспоставочных форвардов — 14,3 млрд долл. США. Оборот беспоставочных форвардов USD/BRL превосходил объем

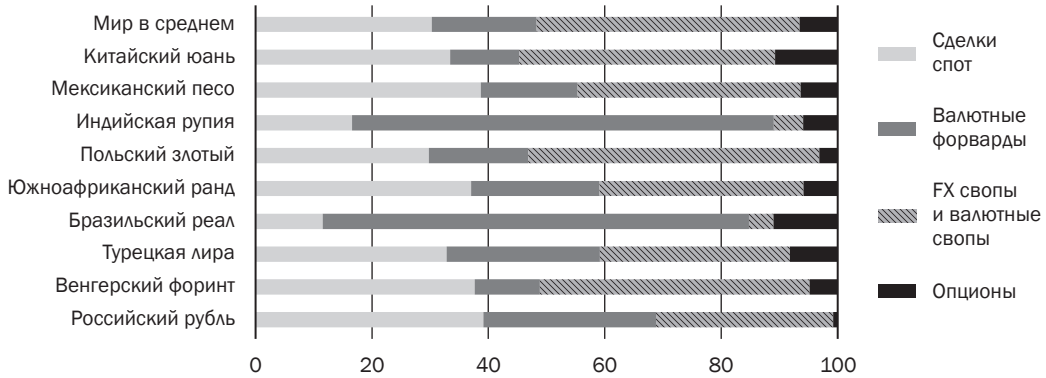
[5] *Во многих материалах можно встретить указание на то, что оншорный юань, торгующийся внутри Китая, имеет обозначение CNY, тогда как офшорный юань маркируется CNH. Однако на практике это правило соблюдается не всегда. Так, валютный комитет Лондона использует обозначение CNY для юаней, торгуемых на лондонском рынке. Часто в статистике валютной торговли также дается официальное обозначение китайской валюты RMB (ренминби).*

[6] *London Foreign Exchange Joint Standing Committee. URL: https://www.bankofengland.co.uk/markets/london-foreign-exchange-joint-standing-committee/results-of-the-semi-annual-fx-turnover-survey-april-2026.*

спотовых операций в 5 раз[7]. Можно предположить, что отмеченная особенность офшорных рынков рупии и реала обусловлена ограниченным объемом ликвидности в данных валютах на зарубежных рынках, что в случае с рупией вероятнее всего связано с существующими ограничениями на ее использование за пределами Индии.

Рисунок 2

Структура офшорной внебиржевой торговли валютами развивающихся стран по видам операций в 2025 г., %



Источник: рисунок автора по данным БМР. Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and OTC derivatives markets // Bank for International Settlements. URL: https://data.bis.org/topics/DER.

ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА КАК ФАКТОР СТАНОВЛЕНИЯ ОФШОРНЫХ РЫНКОВ ВАЛЮТ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН

Как показывает опыт интернационализации валют различных стран, мощным катализатором данного процесса выступает последовательная долгосрочная валютная политика властей стран-эмитентов, направленная на продвижение национальной денежной единицы в качестве международной валюты, включая формирование ее офшорного рынка. Данная политика может предусматривать как меры по ослаблению или полному снятию регулятивных барьеров, затрудняющих обращение валюты за рубежом, так и шаги, создающие благоприятные условия для выполнения валютой отдельных денежных функций, прежде всего средства платежа, на региональном или глобальном уровне.

Цели и содержание валютной политики разрабатываются странами с учетом анализа экономических последствий интернационализации национальной валюты в целом и формирования ее офшорного рынка в частности. К главным выгодам интернационализации принято относить: снижение валютных рисков и трансакционных издержек местных экспортеров и импортеров, получающих возможность проводить внешнеторговые расчеты в своей валюте; увеличение притока капитала и ускорение развития внутреннего финансового рынка за счет повышения привлекательности финансовых инструментов, номинированных в национальной валюте, для внутренних и международных инвесторов; укрепление авторитета страны и доверия к ней со стороны иностранных партнеров и инвесторов [Буклемишев, Данилов, 2018; Балюк И., Балюк М., 2021]. Однако интернационализация порождает и серьезные риски, обусловленные главным образом тем, что поддержание международного статуса валюты требует от страны достаточно высокой степени либерализации и открытости валютно-финансовой сферы. Отсюда вытекает целый ряд хорошо изученных в литературе последствий, включая усиление чувствительности экономики

[7] *Foreign Exchange Committee. URL: https://www.newyorkfed.org/fxc/fx-volume-survey#latest-survey.*

и финансового рынка к внешним шокам, ослабление эффективности денежно-кредитной политики, становящейся более зависимой от действий других стран, повышение вероятности чрезмерного укрепления валюты и надувания ценовых пузырей на рынках финансовых активов в результате избыточного притока капитала [Божечкова, Горюнов и др., 2017; Яковлева, 2025; Forbes, Fratzscher et al., 2015]. В этой связи целый ряд стран, включая такие крупные экономики, как Индия и Индонезия, осторожно подходит к интернационализации своих валют, предпочитая не форсировать этот процесс.

Становление офшорного рынка является одним из наиболее важных направлений интернационализации валюты. Функционирование рынка позволяет широкому кругу зарубежных участников свободно приобретать валюту и проводить с ней операции, что делает валюту более узнаваемой и привычной для них. Очень важной с точки зрения снижения рисков покупателей валюты и укрепления к ней доверия является возможность ее обратной продажи на рынке по определенному курсу. Тем самым офшорный рынок помогает национальной денежной единице реализовать свой потенциал в качестве международной валюты за пределами страны происхождения.

В то же время возникновение офшорного рынка валюты порождает для монетарных властей новые вызовы, связанные с необходимостью оценки и регулирования влияния деятельности этого рынка на обменный курс валюты, уровень процентных ставок и объем денежной массы в стране-эмитенте. В частности, определенные трудности для регуляторов с точки зрения проведения независимой денежно-кредитной политики могут создавать складывающиеся расхождения между офшорными и оншорными курсами валюты, а также доходностью по номинированным в ней долговым финансовым инструментам внутри и за пределами страны. С подобным явлением некоторые страны уже сталкиваются. Так, Народный банк Китая отмечает, что по мере роста офшорного рынка юаня и связанного с ним рынка юаневых финансовых активов, включая депозиты (их общий объем достиг в 2025 г. 1,6 трлн юаней) и облигации, курсовые и доходные спреды по отношению к оншорному рынку заметно увеличились[8]. Масштаб возможных проблем для монетарных властей во многом зависит от степени валютной либерализации: чем она выше, тем более тесная взаимосвязь устанавливается между офшорными и оншорными рынками (благодаря активному трансграничному переливу капитала) и тем сложнее властям купировать негативные последствия курсовых и доходных разниц (возникающих в результате потрясений на внешних рынках) для внутренней финансовой стабильности [He, McCauley, 2010].

Необходимо отметить, что в современных условиях, характеризующихся резким усилением геополитической напряженности, важность интернационализации валют для развивающихся стран существенно возрастает, поскольку наличие собственной международной денежной единицы, способной обслуживать внешнеэкономические связи государства, позволяет снизить зависимость от США и других западных стран — эмитентов мировых валют. Данное соображение стало одним из значимых аргументов для руководства Китая, заметно интенсифицировавшего в последнее время усилия по продвижению юаня на мировой арене.

Формирование офшорного рынка валюты требует определенного уровня либерализации валютного законодательства, которое как минимум должно допускать возможность отправления валюты за рубеж в результате трансграничных расчетов по операциям текущего и/или капитального характера. Стоит отметить, что подобные нормы отсутствуют в некоторых, даже довольно крупных, развивающихся странах, например в Нигерии и Пакистане[9],

---

[8] *People's Bank of China. RMB Internationalization Report 2025. URL: https://www.pbc.gov.cn/en/3688241/3688636/3828468/5624529/2025123116494089198/2025123116480428858.pdf.*

[9] *IMF. AREAER Online. URL: https://www.elibrary-areaer.imf.org/Pages/Home.aspx.*

что делает их денежные единицы замкнутыми, обращающимися преимущественно в пределах своих стран, и препятствует возникновению их офшорных рынков.

В настоящее время в пяти из девяти стран, валюты которых рассматриваются в статье, а именно в Мексике, Польше, Бразилии, Турции и Венгрии, отменены валютные ограничения на использование национальной валюты в международном обороте, включая проведение расчетов по текущим и капитальным валютным операциям, открытие в ней счетов за рубежом и осуществление любых видов конверсионных операций. Это позволяет отнести указанные валюты к категории свободно конвертируемых [Петров, 2025]. Следует отметить, что Бразилия перешла к полной конвертируемости своей валюты относительно недавно, в 2023 г., когда вступил в силу новый либеральный закон о валютном регулировании. В 2006–2021 гг. российский рубль также был свободно конвертируемой валютой, что вплоть до конца 2010-х гг. способствовало росту его офшорного рынка.

Еще в трех странах — Китае, Индии и ЮАР — сохраняются валютные ограничения. Наименее жесткий характер они носят в Китае, осуществляющем с 2000-х гг. последовательную либерализацию валютной сферы, однако при сохранении контроля за валютным курсом юаня и трансграничным движением капитала. К середине 2020-х гг. в КНР была снята бóльшая часть ограничений для резидентов и нерезидентов на проведение валютных операций с юанем. Сегодня китайские компании и финансовые институты имеют право беспрепятственно открывать счета в национальной валюте за рубежом, выполнять в ней внешнеторговые расчеты и другие текущие операции. Также допускается проведение капитальных операций в юанях, в частности осуществление прямых инвестиций за рубеж и предоставление займов нерезидентам, однако в ряде случаев — при условии соблюдения установленных количественных ограничений и получения разрешения в Государственном валютном управлении (State Administration of Foreign Exchange — SAFE). Мягкое валютное регулирование, наряду с огромными масштабами китайской экономики и финансового рынка, создает благоприятные предпосылки для стремительного роста офшорного рынка юаня, наблюдаемого в последние годы.

Наряду с либерализацией валютного регулирования власти КНР предпринимают активные меры, направленные на расширение использования юаня в мировой экономике. Так, для формирования надежной международной инфраструктуры расчетов в юанях была создана сеть офшорных клиринговых банков, насчитывавшая в середине 2025 г. 35 организаций в 33 странах мира, и запущена трансграничная платежная система CIPS, обеспечивающая клиринг и расчеты по международным операциям в китайской валюте. С целью повышения доступности юаня для иностранных партнеров Народный банк Китая заключает двусторонние соглашения о своп-линиях с зарубежными центральными банками, позволяющие им получать юани в обмен на собственную валюту. В 2025 г. действовало 32 таких соглашения на общую сумму более 4,5 трлн юаней[10]. Еще одним каналом предоставления ликвидности в юанях служит многосторонняя Чиангмайская инициатива (Chiang Mai Initiative Multilateralization — CMIM), дающая возможность странам АСЕАН привлекать средства в валюте КНР на условиях валютного свопа. Наконец, эффективной мерой, стимулирующей интернационализацию юаня, выступает заключение Китаем соглашений с другими государствами, предусматривающих проведение внешнеторговых расчетов с использованием юаня и валюты страны-партнера. Так, с 2019 г. подобное соглашение действует между КНР и Россией. Все названные меры подробно проанализированы в многочисленных публикациях, в частности [Eichengreen, Macaire et al., 2022; Perez-Saiz, Zhang, 2023; von Beschwitz, 2024], в ежегодных обзорах Народного банка Китая RMB Internationalization Report и других аналитических материалах. В совокупности

[10] *People's Bank of China. RMB Internationalization Report 2025. URL: https://www.pbc.gov.cn/en/3688241/3688636/3828468/5624529/2025123116494089198/2025123116480428858.pdf.*

эти меры способствуют как увеличению предложения юаня за пределами материкового Китая, так и спросу на эту валюту со стороны широкого круга зарубежных экспортеров, импортеров и инвесторов, что очевидным образом поддерживает рост офшорного рынка китайской валюты.

В отличие от КНР, в Индии сохраняется значительно более жесткое валютное регулирование, призванное предотвратить отток капитала и обеспечить стабильность внутреннего финансового рынка. Хотя руководство страны декларирует важность интернационализации рупии, необходимая для этого валютная либерализация осуществляется медленно. До настоящего момента в Индии действуют запреты и ограничения на открытие резидентами счетов в рупиях за рубежом, а также на выполнение трансграничных расчетов в индийской валюте по текущим и капитальным операциям. В связи с этим внешнеэкономические расчеты Индии по-прежнему опосредуются главным образом долларом и другими мировыми валютами [Поливач, 2024].

Предпринимаемые в последнее время властями шаги по упрощению международных операций с рупией пока носят очень осторожный характер. Так, одной из недавних мер стало разрешение в 2022 г. правительства Индии использовать рупии для расчетов по экспорту и импорту. Однако при этом был установлен механизм, предусматривающий проведение расчетов в рупиях через специальные счета «востро», открытые зарубежными банками в местных уполномоченных банках (Special Rupee Vostro Accounts — SRVA). На указанные счета должны поступать средства в рупиях, перечисляемые индийскими импортерами зарубежным поставщикам за приобретаемые товары. Нерезиденты имеют право направлять полученные рупии на оплату индийского экспорта, а также на вложения в государственные облигации Индии или в инвестиционные проекты в стране. Фактически данный механизм устроен так, что все расчеты в рупиях остаются в пределах страны.

В перспективе более активной интернационализации рупии может способствовать заключение Индией соглашений с другими странами о трансграничных расчетах в национальных валютах. Индия объективно заинтересована в подобных договоренностях как с точки зрения укрепления позиций рупии в мире, так и для сокращения оттока резервных валют из национальной экономики в пользу государств, имеющих сильный профицит в торговле с Индией. Первый меморандум об организации взаимных расчетов в рупиях и дирхамах был заключен в 2023 г. с ОАЭ, после чего последовал пробный платеж в рупиях за поставленную Эмиратами нефть[11]. В 2024 г. аналогичные документы были подписаны с Индонезией и Нигерией. В декабре 2025 г. Россия и Индия заявили о намерениях сообща развивать системы двусторонних расчетов в национальных валютах для бесперебойного обслуживания двусторонней торговли[12].

Нормативные барьеры, затрудняющие поступление рупий за рубеж, напрямую отражаются на структурных особенностях офшорного рынка индийской валюты. Как отмечалось, в условиях ее дефицита на зарубежных торговых площадках порядка 70% ежедневного оборота рынка в 2025 г. приходилось на беспоставочные фьючерсы, не предполагающие реальной продажи валюты, которой у участников сделки может и не быть, и используемые с целью хеджирования валютных рисков либо для получения арбитражной прибыли от курсовых разниц.

Валютное регулирование и контроль в ЮАР насчитывают почти сто лет. Первый нормативный акт в этой сфере — Currency and Exchanges Act — был принят еще в 1933 г.,

---

[11] *India makes first crude oil payment to UAE in Indian rupees // Reuters. 2023. 14 August. URL: https://www.reuters.com/business/energy/india-makes-first-crude-oil-payment-uae-indian-rupees-2023-08-14/?taid=64da64aeb69a810001a1e93f.*

[12] *Совместное заявление по итогам XXIII российско-индийского ежегодного саммита «Россия — Индия: проверенное временем прогрессивное партнерство, основанное на доверии и взаимном уважении». URL: http://www.kremlin.ru/supplement/6426.*

а первоначальная редакция действующего закона о валютном регулировании Exchange Control Regulation — в 1961 г. На протяжении истории этапы либерализации валютной сферы не раз сменялись периодами усиления ограничений в ответ на ухудшение внутренних и внешних экономических и геополитических условий. Происходившие регулятивные изменения напрямую сказывались на динамике офшорного рынка ранда, сложившегося еще в 1980–1990-е гг. (по данным БМР, в 2001 г. его ежедневный внебиржевой оборот составлял 6,7 млрд долл. США — на тот момент больше, чем у других валют развивающихся стран).

Современное валютное законодательство в Южной Африке по сравнению с КНР также значительно более рестриктивное. Как и в Индии, резидентам ЮАР запрещено открывать счета в национальной валюте за рубежом. Расчеты в рандах с нерезидентами по текущим и капитальным валютным операциям допускаются, однако с существенными ограничениями, касающимися допустимых лимитов трансакций и необходимости во многих случаях получения разрешения в местном органе валютного контроля Financial Surveillance Department[13]. В целом правительство ЮАР придерживается осторожной политики вывода ранда на внешние валютные рынки, предпочитая, чтобы внешнеэкономические связи страны обслуживались в долларах США [Жариков, 2017]. Данное обстоятельство, безусловно, негативно сказывается на развитии офшорного рынка ранда.

В то же время росту офшорной торговли рандом способствует его включение в 2004 г. в список клиринговых валют международной платежной системы CLS, обслуживавшей долгое время до 50% всех взаиморасчетов по конверсионным операциям между участниками мирового валютного рынка. Статус клиринговой валюты снижает риски совершения валютообменных операций с рандом и повышает доверие к нему со стороны участников рынка.

Еще один фактор, стимулирующий интерес к ранду, заключается в особом статусе данной валюты, претендующей на роль региональной валюты стран Южной Африки. В настоящее время ранд является законным платежным средством в странах Общей валютной зоны (The Common Monetary Area — CMA), в которую, помимо ЮАР, входят Намибия, Эсватини (бывший Свазиленд) и Лесото, а также применяется в межгосударственных расчетах в рамках Южноафриканского сообщества развития (Southern African Development Community — SADC) — интеграционной группировки, объединяющей 16 государств юга Африки.

В целом опыт Индии и ЮАР показывает, что даже в условиях ограниченной конвертируемости национальных валют их офшорные рынки могут вполне динамично развиваться под воздействием фундаментальных экономических факторов, обусловленных укреплением позиций стран в глобальной и региональной экономике.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В статье проанализировано современное состояние офшорных рынков валют развивающихся стран. Показано, что в 2007–2025 гг. объем офшорной торговли валютами развивающихся стран, учитываемых в статистике БМР, значительно вырос. Наиболее высокую динамику демонстрировали рынки валют Китая и Индии. Среднедневной оборот офшорной торговли юанем увеличился в указанном периоде в 100 раз, рупией — в 19 раз. Эти две денежные единицы, а также мексиканский песо образуют тройку наиболее активно торгуемых на международных рынках валют развивающихся стран.

---

[13] *South African Reserve Bank. Financial Surveillance Department. Currency and Exchanges Manual for Authorised Dealers 2026. URL: https://www.resbank.co.za/content/dam/sarb/what-we-do/financial-surveillance/financial-surveillance-documents/2026/Currency%20and%20Exchanges%20Manual%20for%20Authorised%20Dealers.pdf.*

Офшорная торговля в основном сосредоточена в четырех крупнейших МФЦ — Лондоне, Нью-Йорке, Сингапуре и Гонконге. Конверсионные сделки проводятся главным образом в паре с долларом США. Структура офшорной торговли по видам операций у валют развивающихся стран в целом соответствует среднемировым значениям, за исключением рынков индийской рупии и бразильского реала, для которых характерна высокая доля беспоставочных форвардных сделок.

Становление офшорного рынка является одним из главных направлений интернационализации валюты. Его создание дает возможность широкому кругу зарубежных участников свободно проводить операции с валютой, что делает ее более узнаваемой, привычной и безопасной. Тем самым офшорный рынок помогает валюте реализовать свой потенциал в качестве международной денежной единицы. В то же время возникновение офшорного рынка порождает для монетарных властей новые вызовы, связанные с необходимостью регулирования влияния деятельности рынка на внутренний курс валюты и уровень процентных ставок. В условиях усиления геополитической напряженности важность интернационализации валют для развивающихся стран возрастает, позволяя им снизить зависимость от западных стран — эмитентов мировых валют.

Политика развивающихся стран в отношении офшорных рынков национальных валют строится в общем контексте их понимания баланса преимуществ и рисков интернационализации валюты. Ряд стран, включая Бразилию, Мексику и Турцию, отменил валютные ограничения на использование своей валюты в международном обороте. Напротив, Индия, ЮАР и некоторые другие страны сохраняют жесткое валютное регулирование исходя из приоритетности задач поддержания внутренней финансовой стабильности. Однако, несмотря на ограниченную конвертируемость, офшорная торговля валютами этих стран активно растет, что свидетельствует об определяющей роли фундаментальных факторов, связанных с усилением влияния указанных стран в мировом хозяйстве, в процессах интернационализации валют.

Пожалуй, наиболее взвешенную политику в отношении создания офшорных рынков и интернационализации валюты проводит Китай, который, сохраняя контроль за курсом юаня и международным движением капитала, отменил избыточные валютные ограничения и последовательно реализует меры, направленные на продвижение юаня за рубежом. Это придает дополнительное ускорение росту офшорного рынка юаня, в 2025 г. уступавшему по объему только рынкам доллара США, евро и японской иены.

Список источников

1. Балюк И. А., Балюк М. А. Интернационализация валют развивающихся стран: проблемы и перспективы // Экономика. Налоги. Право. 2021. Т. 14. № 5. С. 101–111. URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_46715863_77601296.pdf.
2. Божечкова А. В., Горюнов Е. Л. и др. Ограничения на движение капитала: мировой опыт и уроки для России // Экономическая политика. 2017. Т. 12. № 2. С. 8–43. URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_29120512_20368020.pdf.
3. Буклемишев О. В., Данилов Ю. А. Интернационализация рубля: мифы и экономическая политика // Мировая экономика и международные отношения. 2018. Т. 62. № 12. С. 26–34. https://doi.org/10.20542/0131-2227-2018-62-12-26-34.
4. Жариков М. В. Южноафриканский ранд: на пути к статусу региональной валюты // Мировая экономика и международные отношения. 2017. Т. 61. № 8. С. 48–56. https://doi.org/10.20542/0131-2227-2017-61-8-48-56.
5. Кузнецов А. В. Интернационализация юаня: институциональные и системные ограничения // Мировая экономика и международные отношения. 2026. Т. 70. № 4. С. 5–14. https://doi.org/10.20542/0131-2227-2026-70-4-5-14.
6. Петров М. В. Конвертируемость валют: теория и практика регулирования // Финансы и кредит. 2025. № 8. С. 104–120. URL: https://www.fin-izdat.ru/journal/fc/detail.php?ID=82568.

7. Поливач А. П. Рупия против мировых резервных валют в российско-индийской торговле // Мировая экономика и международные отношения. 2024. Т. 68. № 6. С. 29–39. https://doi.org/10.20542/0131-2227-2024-68-6-29-39.
8. Холопов А. В. Резервные валюты: перемены возможны? // Мировая экономика и международные отношения. 2025. Т. 69. № 9. С. 5–15. https://doi.org/10.20542/0131-2227-2025-69-9-5-15.
9. Яковлева И. И. Ограничения трансграничного движения капитала: эволюция позиции МВФ и ключевые тенденции // Финансовый журнал. 2025. Т. 17. № 1. С. 45–61. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-45-61.
10. Arslanalp S., Eichengreen B. et al. The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies. IMF Working Paper. № WP/22/58. Washington, DC: IMF. 2022. https://doi.org/10.5089/9798400204746.001.
11. von Beschwitz B. Internationalization of the Chinese Renminbi: Progress and Outlook // FEDS Notes. 2024. URL: https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/internationalization-of-the-chinese-renminbi-progress-and-outlook-20240830.html.
12. Caballero J., Maurin A. et al. The internationalization of EME currency trading // BIS Quarterly Review. 2022. December. P. 49–65. URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2212g.pdf.
13. Cheung Y.-W., McCauley R. et al. Geographic spread of currency trading: the renminbi and other EM currencies. BIS Working Papers № 806. Geneva: BIS, 2019. URL: https://www.bis.org/publ/work806.pdf.
14. Cheung Y.-W. A decade of RMB internationalization // BOFIT Policy Brief. 2020. № 13. Helsinki: Bank of Finland. URL: https://www.econstor.eu/bitstream/10419/251700/1/bpb2013.pdf.
15. Eichengreen B., Macaire C. et al. Is capital account convertibility required for the renminbi to acquire reserve currency status? Banque de France Working Paper № 892. Paris: Banque de France. 2022. URL: https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/wp892.pdf.
16. Forbes K., Fratzscher M. et al. Capital-flow management measures: What are they good for? // Journal of International Economics. 2015. Vol. 96. Iss. 1. P. 76–97. URL: https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S002219961400124X?via%3Dihub.
17. He D., McCauley R. Offshore markets for the domestic currency: monetary and financial stability issues by Monetary and Economic. BIS Working Papers № 320. Geneva: BIS. 2010. URL: https://www.bis.org/publ/work320.htm.
18. Koosakul J., Zhang L. et al. Geopolitical Proximity and the Use of Global Currencies. IMF Working Paper № WP/24/189. Washington, DC: IMF. 2024. https://doi.org/10.5089/9798400287763.001.
19. Patel N., Xia D. Offshore markets drive trading of emerging market currencies // BIS Quarterly Review. 2019. December. P. 53–67. URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1912h.pdf.
20. Perez-Saiz H., Zhang L. Renminbi Usage in Cross-Border Payments: Regional Patterns and the Role of Swap Lines and Offshore Clearing Banks. IMF Working Paper № WP/23/77. Washington, DC: IMF. 2023. https://doi.org/10.5089/9798400235559.001.
21. Prasad E. The Future of Money: How the Digital Revolution is Transforming Currencies and Finance. Cambridge MA: Belknap Press. 2021. 496 p.
22. Schmittmann J., Teng C. Offshore Currency Markets: Non-Deliverable Forwards (NDFs) in Asia. IMF Working Paper № WP/20/179. Washington, DC: IMF. 2020. https://doi.org/10.5089/9781513556321.001.

References

1. Balyuk I.A., Balyuk M.A. (2021). Internationalization of currencies of developing countries: Problems and prospects. *Economics, Taxes & Law*, 14 (5), 101–111 (in Russ.). URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_46715863_77601296.pdf.
2. Bozhechkova A.V., Goryunov E.L. et al. (2017). Capital controls: World Experience and Lessons for Russia. *Economic Policy*, 12 (2), 8–43 (in Russ.). URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_29120512_20368020.pdf.
3. Buklemishev O.V., Danilov Y.A. (2018). Internationalization of Ruble: Myths and Economic Policy. *World Economy and International Relations*, 62 (12), 26–34 (in Russ.). https://doi.org/10.20542/0131-2227-2018-62-12-26-34.
4. Kholopov A.V. (2025). Reserve Currencies: Are Changes Possible? *World Economy and International Relations*, 69 (9), 5–15 (in Russ.). https://doi.org/10.20542/0131-2227-2025-69-9-5-15.
5. Kuznetsov A.V. (2026). Internationalization of the Yuan: Institutional and Systemic Constraints. *World Economy and International Relations*, 70 (4), 5–14. https://doi.org/10.20542/0131-2227-2026-70-4-5-14.
6. Petrov M.V. (2025). Currency convertibility: Theory and practice of regulation. *Finance and Credit*, 8, 104–120 (in Russ.). URL: https://www.fin-izdat.ru/journal/fc/detail.php?ID=82568.
7. Polivach A.P. (2024). Rupee vs World Reserve Currencies in Russo-Indian Trade. *World Economy and International Relations*, 68 (6), 29–39 (in Russ.). https://doi.org/10.20542/0131-2227-2024-68-6-29-39.
8. Yakovleva I.I. (2025). Restrictions on Cross-border Capital Flows: Evolution of the IMF's Position and Key Trends. *Financial Journal*, 17 (1), 45–61 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-45-61.

9. Zharikov M.V. (2017). South African Rand: Towards a Status of Regional Currency. *World Economy and International Relations*, 2017, 61 (8), 48–56 (in Russ.). https://doi.org/10.20542/0131-2227-2017-61-8-48-56.
10. Arslanalp S., Eichengreen B. et al. (2022). The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies. IMF Working Paper № WP/22/58. Washington, DC: IMF. https://doi.org/10.5089/9798400204746.001.
11. von Beschwitz B. (2024). Internationalization of the Chinese Renminbi: Progress and Outlook. FEDS Notes. URL: https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/internationalization-of-the-chinese-renminbi-progress-and-outlook-20240830.html.
12. Caballero J., Maurin A. et al. (2022). The internationalization of EME currency trading. In: BIS Quarterly Review, December 2022, 49–65. URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2212g.pdf.
13. Cheung Y.-W., McCauley R. et al. (2019). Geographic spread of currency trading: the renminbi and other EM currencies. BIS Working Papers № 806. Geneva: BIS. URL: https://www.bis.org/publ/work806.pdf.
14. Cheung Y.-W. (2020). A decade of RMB internationalization. BOFIT Policy Brief 13/2020. Helsinki: Bank of Finland. URL: https://www.econstor.eu/bitstream/10419/251700/1/bpb2013.pdf.
15. Eichengreen B., Macaire C. et al. (2022). Is capital account convertibility required for the renminbi to acquire reserve currency status? Banque de France Working Paper № 892. Paris: Banque de France. URL: https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/wp892.pdf.
16. Forbes K., Fratzscher M. et al. (2015). Capital-flow management measures: What are they good for? *Journal of International Economics*, 96 (1), 76–97. URL: https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S002219961400124X?via%3Dihub.
17. He D., McCauley R. (2010). Offshore markets for the domestic currency: monetary and financial stability issues. BIS Working Papers № 320. Geneva: BIS. URL: https://www.bis.org/publ/work320.htm.
18. Koosakul J., Zhang L. et al. (2024). Geopolitical Proximity and the Use of Global Currencies. IMF Working Paper № WP/24/189. Washington, DC: IMF. https://doi.org/10.5089/9798400287763.001.
19. Patel N., Xia D. (2019). Offshore markets drive trading of emerging market currencies. In: BIS Quarterly Review, December 2019, 53–67. URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1912h.pdf.
20. Perez-Saiz H., Zhang L. (2023). Renminbi Usage in Cross-Border Payments: Regional Patterns and the Role of Swap Lines and Offshore Clearing Banks. IMF Working Paper № WP/23/77. Washington, DC: IMF. https://doi.org/10.5089/9798400235559.001.
21. Prasad E. (2021). The Future of Money: How the Digital Revolution is Transforming Currencies and Finance. Cambridge MA: Belknap Press. 496 p. URL: https://www.researchgate.net/publication/355024175_The_Future_of_Money_How_the_Digital_Revolution_Is_Transforming_Currencies_and_Finance.
22. Schmittmann J., Teng C. (2020). Offshore Currency Markets: Non-Deliverable Forwards (NDFs) in Asia. IMF Working Paper № WP/20/179. Washington, DC: IMF. https://doi.org/10.5089/9781513556321.001.

Информация об авторе

***Максим Викторович Петров**, кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры международных финансов Московского государственного института международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация*

Information about the author

***Maksim V. Petrov**, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor of the Department of International Finance, MGIMO University, Moscow, Russian Federation*

Статья поступила в редакцию 18.02.2026
Одобрена после рецензирования 19.08.2026
Принята к публикации 30.09.2026

The article submitted February 18, 2026
Approved after reviewing August 19, 2026
Accepted for publication September 30, 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-106-122

CC BY

Финансовая устойчивость городов России

Владислав Александрович Вантрусов
E-mail: vantrusov-va@ranepa.ru, ORCID: 0009-0003-4935-8126
РАНХиГС, г. Москва, Российская Федерация
Ксения Владимировна Гермашева
E-mail: germasheva-kv@ranepa.ru, ORCID: 0009-0007-4324-9438
РАНХиГС, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация
В статье представлены результаты исследования финансовой устойчивости крупнейших муниципальных образований Российской Федерации в условиях современных институциональных и макроэкономических ограничений. Актуальность темы обусловлена устойчивым расхождением между растущими расходными обязательствами городов и сужающимися возможностями собственной доходной базы. Цели работы — комплексный анализ факторов, влияющих на стабильность местных бюджетов, оценка текущего финансового состояния крупнейших городов России и выявление системных рисков их развития.
Эмпирическую основу исследования составили бюджетные и иные показатели 14 крупнейших городов-миллионников России за период с 2020 по 2025 г. Применена методика, базирующаяся на расчете четырех ключевых индикаторов: коэффициентов базовой сбалансированности, автономии, финансовой самостоятельности и уровня инвестиционной активности. Проанализированы доли столичных городов в численности населения и в совокупных доходах местных бюджетов.
Результаты анализа продемонстрировали глубокую межмуниципальную дифференциацию и наличие региональных асимметрий. В частности, в 2020–2025 гг. имел место существенный разброс значений таких показателей городов, как сбалансированность бюджетов, степень автономности от безвозмездных поступлений, а также объем инвестиций в основной капитал в расчете на одного жителя.
На основе полученных данных сформированы и описаны пять моделей финансового поведения городов: устойчивая сбалансированная, консервативно-накопительная, инвестиционно-активная, проблемная и модель со средней устойчивостью.
Согласно выводам исследования ключевыми факторами уязвимости городских бюджетов остаются высокая зависимость от межбюджетных трансфертов, жесткая регламентация расходов и централизация налоговых новаций на федеральном уровне. Для обеспечения долгосрочной стабильности предложены механизмы диверсификации локальной экономики и расширения собственной доходной базы муниципалитетов.

Ключевые слова: *финансовая устойчивость, бюджетная устойчивость, муниципальные финансы, местные бюджеты, налоговые и неналоговые доходы бюджета, структура доходов бюджета*

JEL: *H61, H71, H72*

Финансирование: *исследование выполнено в рамках гранта Российского научного фонда № 25-18-00709, https://rscf.ru/project/25-18-00709/.*

Для цитирования: *Вантрусов В. А., Гермашева К. В. Финансовая устойчивость городов России // Финансовый журнал. 2026. Т. 18. № 5. С. 106–122.*
https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-106-122.

© Вантрусов В. А., Гермашева К. В., 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-106-122

Financial Sustainability of Russian Cities

Vladislav A. Vantrusov[1], ***Ksenia V. Germasheva***[2]

[1, 2] *RANEPA, Moscow, Russian Federation*

[1] *vantrusov-va@ranepa.ru, https://orcid.org/0009-0003-4935-8126*
[2] *germasheva-kv@ranepa.ru, https://orcid.org/0009-0007-4324-9438*

Abstract
The article examines the financial sustainability of the largest municipalities in the Russian Federation. The relevance of the topic comes from a persistent divergence between the growing expenditure commitments of cities and the shrinking opportunities for their own revenue generation. The study aims to comprehensively analyze the factors influencing the stability of local budgets, assess the current financial condition of Russia's largest cities, and identify systemic risks to their development.
The empirical basis of the study contains budgetary indicators and other statistics of 14 major cities with populations over one million for the period from 2020 to 2025 (excluding Moscow and St. Petersburg). The authors applied a methodology based on the calculation of four key indicators: the coefficients of basic budgetary balance, fiscal autonomy, financial independence, and the level of investment activity. Additionally, the share of regional capital cities in the total population and the aggregate revenue of local budgets were analyzed.
The results of the analysis demonstrated deep inter-municipal differentiation and the presence of regional asymmetries. Based on the data obtained, the authors typified and developed five models of municipal financial behavior: a sustainable balanced model, a conservative-accumulative model, an investment-active model, a problematic model, and a model with medium sustainability.
The authors conclude that a high dependence on intergovernmental transfers, rigid expenditure regulations, and the centralization of tax innovations at the federal level remain the key vulnerability factors for municipal budgets. To ensure long-term stability, mechanisms for expanding the own-revenue base of municipalities are proposed.

Keywords: *financial stability, budgetary stability, municipal finances, local budgets, tax and non-tax budget revenues, budget revenue structure*

JEL: *H61, H71, H72*

Funding: *The study was carried out within the framework of the Russian Science Foundation grant No. 25-18-00709, https://rscf.ru/project/25-18-00709/.*

For citation: *Vantrusov V.A., Germasheva K.V. (2026). Financial Sustainability of Russian Cities. Financial Journal, 18 (5), 106–122 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-106-122.*

© Vantrusov V.A., Germasheva K.V., 2026

ВВЕДЕНИЕ

Одной из ключевых особенностей современной системы местного самоуправления в России является устойчивое расхождение между объемом полномочий, предоставленных муниципальному уровню Федеральным законом от 20.03.2025 № 33-ФЗ «Об общих принципах организации местного самоуправления в единой системе публичной власти», и финансовыми ресурсами, которыми муниципальные образования реально располагают. В течение последних десятилетий муниципальные образования постепенно утратили часть бюджетной автономии: их доходная база стала формироваться в большей степени за счет межбюджетных поступлений, чем собственных источников, при этом предписанность

в направлении расходования также увеличилась. Средняя доля трансфертов в доходах муниципалитетов увеличилась с 57,9% в 2007 г.[1] до 62,3% в 2025 г.[2], и этот рост был более-менее регулярным, хотя и с некоторыми короткими периодами спада.

В то же время на муниципальный уровень возложена основная нагрузка по предоставлению услуг населению — от содержания дорог и благоустройства до функционирования школ и детских садов. Поэтому баланс доходов и расходов местного бюджета напрямую влияет на качество повседневной жизни граждан России и на социально-экономический климат конкретной территории.

Важно отметить, что муниципалитеты ограничены в возможностях наращивать доходную базу. Ставки местных налогов устанавливаются в пределах, заданных Налоговым кодексом РФ, а неналоговые поступления от аренды и продажи муниципального имущества носят разовый и нерегулярный характер. Налог на доходы физических лиц остается основным источником налоговых поступлений (66,3% в структуре налоговых доходов в 2025 г.[3]), однако его размер в значительной степени зависит от экономической конъюнктуры и также не может рассматриваться как стабильный и гарантированный ресурс.

В то же время расходы местных бюджетов ежегодно возрастают. Значительная часть расходных статей бюджета, регламентированных нормативными актами, относится к категории социально защищенных, сокращение которых невозможно без нарушения действующего законодательства. Муниципальные власти ограничены в возможности оперативного маневра, в том числе в форме резкого сокращения расходных обязательств в условиях серьезного снижения доходов.

Дополнительным ограничением выступает долговая нагрузка. Совокупный долг муниципальных образований в России на начало 2026 г. превысил 391 млрд руб., причем 45,5% этой суммы, т. е. почти половина, приходится на коммерческие кредиты[4]. Их обслуживание в условиях сохранения высокой ключевой ставки требует значительных бюджетных ассигнований и в конечном счете усиливает нагрузку на расходную часть местных бюджетов в будущих периодах.

В целом финансовая устойчивость городов неразрывно связана с системой межбюджетных трансфертов. В условиях негативной экономической конъюнктуры, стагнации или кризисных явлений количество перераспределяемых ресурсов может существенно сократиться. Поэтому муниципалитеты должны быть уверены в том, что в случае внешних шоков они смогут справиться самостоятельно, не полагаясь исключительно на помощь вышестоящих бюджетов.

Отчасти финансовая устойчивость города определяется качеством управления собственными доходами и расходами. Именно качество управления создает ту подушку безопасности, которая позволяет городу проходить периоды нестабильности без критических потерь.

Цели данной статьи — проанализировать факторы, влияющие на финансовую устойчивость городов России, оценить финансовую устойчивость 14 крупнейших городов, население которых превышает 1 млн человек (за исключением городов федерального значения — Москвы и Санкт-Петербурга), выявить ключевые риски и системные проблемы, а также предложить практические механизмы повышения самостоятельности и сбалансированности местных бюджетов.

---

[1] *По данным Минфина России. URL: https://minfin.gov.ru/common/img/uploaded/library/2008/12/Otchet_po_monitoringu_na_01.01.2008_(za_2007_god).doc.*

[2] *По данным Минфина России. URL: https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2026/06/main/Rezultaty_monitoringa_mestnykh_budzhetov.pdf.*

[3] *Там же.*

[4] *Там же.*

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Финансовая устойчивость муниципальных образований — предмет научных дискуссий как в России, так и за рубежом. В центре внимания исследователей — определение самого этого понятия, разработка методических инструментов его оценки, а также эмпирический анализ факторов, детерминирующих устойчивость местных бюджетов в различных экономических и институциональных условиях.

В отечественной литературе некоторые авторы сосредоточили внимание на содержании самой категории «финансовая устойчивость бюджета муниципального образования». Последняя обычно определяется с помощью коэффициента, который демонстрирует уровень самодостаточности и степень сбалансированности бюджета и в то же время служит в качестве одной из основных характеристик финансового состояния местного бюджета [Лазарова, Кокаева, 2023]. Сходная логика представлена в исследовании, связывающем финансовую устойчивость с соотношением между собственными и общими доходами бюджета [Коротина, 2012]. В докладе о теоретических аспектах финансовой устойчивости монопрофильных муниципальных образований авторы предлагают собственное понимание этого понятия применительно к моногородам. Такое уточнение объясняется тем, что моногорода особенно зависимы от состояния градообразующего предприятия, структуры занятости и изменений в макроэкономической среде [Сафина, Мокеева, 2023].

Иной акцент сделан в работах, рассматривающих финансовую устойчивость как динамическую характеристику [Баранова, Ярилов и др., 2024; Коротич, 2014]. В центре внимания здесь находится способность муниципалитета приспосабливаться к изменяющимся внешним условиям. Устойчивость в таком случае зависит от наличия возможностей для структурного перераспределения расходов бюджета, резервов и ресурсов для финансирования дальнейшего развития территории. Этот подход близок к принятому в зарубежных исследованиях. В них финансовая устойчивость местного органа власти трактуется как способность в долгосрочной перспективе сохранять приемлемый уровень общественных услуг без резкого роста долговой нагрузки и без сокращения уже принятых обязательств [Frintrup, Hilgers, 2023; Bisogno, Cuadrado-Ballesteros et al., 2017].

Значительный пласт отечественной литературы посвящен разработке и совершенствованию методик количественной оценки устойчивости муниципальных бюджетов. В некоторых работах предлагаются методические подходы к оценке финансовой устойчивости муниципальных бюджетов и качества управления муниципальными финансами [Яшина, Поющева и др., 2011; Вылегжанина, Гребенникова, 2020]. Подходы авторов также апробируются на выборочной совокупности муниципальных образований различных регионов [Сумская, 2024; Вахрамеев, 2024]. В качестве основных индикаторов используются коэффициент покрытия расходов бюджета собственными доходами, коэффициент общей финансовой (бюджетной) устойчивости, коэффициент финансовой независимости и коэффициент общей зависимости бюджета. Обобщая выводы, полученные исследователями в результате анализа различных муниципалитетов с помощью разработанных ими методик, можно сделать важное наблюдение: даже при формально сходной структуре бюджетов (то есть при сопоставимых долях доходов, расходов и некоторых бюджетных статей) уровень устойчивости существенно различается в зависимости от доли собственных доходов.

В зарубежной литературе методические вопросы разработаны не менее детально. Исследование, посвященное финансовой устойчивости мексиканских муниципалитетов, предлагает определять ее уровень через индекс фискальной эффективности, построенный с использованием многомерной техники факторного анализа [Madrigal Delgado, 2023]. Такой подход позволяет агрегировать разнородные показатели в единый интегральный индикатор и выявить пространственные закономерности. Группа исследователей из Испании и Италии предложила выйти за рамки исключительно бюджетного анализа

и построила индекс устойчивости муниципалитетов, основанный на сочетании финансовых показателей с показателями устойчивости сообщества и качества управления, то есть институциональными факторами [Bisogno, Cuadrado-Ballesteros et al., 2024]. Авторы из Бразилии в противовес методике, предложенной в рамках бразильской конституционной реформы, разработали свой индекс муниципальной финансовой устойчивости, в котором последняя комплексно оценивается с помощью трех больших групп факторов: бюджетно-финансовых, управленческих и факторов качества жизни [Oliveira D., Oliveira A., 2025].

Зарубежные исследования не обходят стороной и тематику изменения местных бюджетов в кризисные периоды. Согласно одному исследованию муниципальных расходов в Испании в период финансового кризиса, поведение расходов муниципалитетов в сложных условиях асимметрично [Lara-Rubio, Navarro-Galera et al., 2024]. Это означает, что сокращение расходов в ответ на снижение доходов происходит в большей степени и чаще, чем, наоборот, рост расходов в ответ на увеличение доходов. Иными словами, в кризис муниципалитеты вынуждены резко урезать затраты, а в период роста доходов увеличивают расходы гораздо медленнее — наблюдается асимметрия, которая создает дополнительные трудности с точки зрения финансовой устойчивости. При этом после принятия местного и регионального законодательства о финансовой устойчивости такое поведение становится еще более ярко выраженным, а в предвыборные периоды, напротив, смягчается. Кроме того, в более ранней работе, посвященной анализу зависимости финансовых рисков местных органов власти от численности населения, те же испанские исследователи приходят к выводу, что риски существенно разнятся в зависимости от размера муниципалитетов, что, в свою очередь, требует разработки адресных подходов к обеспечению устойчивости [Lara-Rubio, Navarro-Galera et al., 2022].

Существует также ряд эмпирических исследований бюджетов российских городов [Кулагина, Аверина, 2020; Федорова, Фрыгин, 2022; Sumskaya, 2022]. В работах анализируются бюджеты муниципальных образований с разной численностью населения, от крупнейших [Климанов, Михайлова, 2024] до малых и средних городов. В целом признается, что базовая цель достижения финансовой устойчивости — рост уровня жизни населения — не может быть реализована без повышения самостоятельности бюджета и, как следствие, свободы действий местных властей, в том числе для их инновационной активности.

МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

В целом современные исследования показывают, что межбюджетные трансферты остаются основным инструментом выравнивания финансового положения муниципалитетов, однако их роль в обеспечении устойчивости неоднозначна. С одной стороны, они позволяют покрывать дефицит и финансировать социально значимые расходы, с другой — высокая доля трансфертов создает устойчивую зависимость от решений региональных властей и снижает стимулы к наращиванию собственной доходной базы.

Такая ситуация ограничивает возможности местных администраций в самостоятельном планировании развития территорий, запуске долгосрочных инфраструктурных проектов и гибком реагировании на социально-экономические проблемы. Даже при наличии локального экономического потенциала город не всегда способен преобразовать его в устойчивую доходную базу, поскольку значительная часть финансовых решений принимается на вышестоящем уровне.

Ключевым источником налоговых доходов местных бюджетов является налог на доходы физических лиц (НДФЛ). Это означает, что наполняемость местного бюджета критически зависит от двух факторов: от норматива отчислений НДФЛ, устанавливаемого региональными властями (в разных субъектах РФ применяются различные нормативы), а также от уровня заработной платы и занятости на территории города. Местные налоги,

к которым относятся земельный налог и налог на имущество физических лиц, обеспечивают лишь незначительную часть доходной базы. По итогам 2022 г. их доля составила 13,2%[5], а по итогам 2025 г. — 10,7% налоговых доходов местных бюджетов[6].

Структура доходов порождает двойную зависимость муниципалитета. С одной стороны, он привязан к экономической активности на своей территории, поскольку поступления по НДФЛ напрямую определяются доходами занятых граждан и общей ситуацией на локальном рынке труда. С другой стороны, он находится в прямой административной зависимости от региональных властей, которые не только устанавливают нормативы отчислений, но и регулируют суммы важных для местных бюджетов межбюджетных трансфертов. Эта двойная уязвимость особенно остро проявляется в периоды экономических спадов. Сокращение заработной платы и рост безработицы автоматически ведут к падению налоговых поступлений, а возможности регионального и федерального бюджетов по предоставлению финансовой поддержки в условиях общего кризиса также снижаются. При этом расходные обязательства муниципалитета — социальные выплаты, содержание инфраструктуры, обеспечение работы бюджетных учреждений — остаются на прежнем уровне, что порождает серьезные риски для финансовой устойчивости города.

Одним из ключевых внутренних факторов, определяющих финансовую устойчивость города, является отраслевая структура его экономики. Чем более диверсифицирована экономика города, тем выше его устойчивость к кризисам в отдельных отраслях. Особенно уязвимыми оказываются монопрофильные муниципальные образования, экономическая база которых сосредоточена вокруг одного крупного предприятия или доминирующей отрасли. Для таких городов и поселков, которых в России насчитывается 264, состояние градообразующей организации напрямую влияет на занятость, доходы населения, устойчивость социальной инфраструктуры и наполняемость местного бюджета[7]. Развитие монопрофильных муниципальных образований во многом зависит от положения ключевого работодателя, поэтому ухудшение его финансового состояния быстро отражается на всей городской системе. Сокращение производства или закрытие предприятия ведет к росту безработицы, снижению потребительской активности и, как следствие, налоговой базы и усилению социальной напряженности.

Падение деловой активности на уровне муниципалитетов напрямую отражается и на доходах регионального бюджета. Поэтому существует как минимум гипотетическая общая заинтересованность в укреплении финансовой устойчивости городов.

Опыт кризисных периодов 1990-х гг., мирового финансового кризиса 2008 г. и постковидного спада позволяет сделать вывод, что регионы и города, специализирующиеся на одной отрасли, оказываются наиболее уязвимыми при смене экономической конъюнктуры. Примеры последних лет — в частности, Кузбасс (угольная промышленность), Вологодская область с доминированием Череповца (черная металлургия), лесопромышленные регионы Северо-Запада (Архангельская, Вологодская области, Республики Коми, Карелия) — показали, что в периоды падения спроса на профильную продукцию (или разрыва логистических цепочек ее доставки до потребителя) именно региональные бюджеты сталкиваются с резким сокращением доходов при сохранении расходных обязательств.

Налоговая политика последних лет вносит дополнительные коррективы в финансовое положение муниципалитетов. С 2025 г. ставка налога на прибыль юридических лиц

---

[5] *По данным Минфина России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/document/?id_4=302619.*

[6] *По данным Минфина России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/regions/monitoring_results/Monitoring_local?id_38=316873-rezultaty_monitoringa_mestnykh_byudzhetov_i_mezhbyudzhetnykh_otnoshenii_v_subektakh_rossiiskoi_federatsii_na_regionalnom_i_munitsipalnom_urovnyakh.*

[7] *По данным Министерства экономического развития Российской Федерации. URL: https://www.economy.gov.ru/material/news/pravitelstvo_aktualiziruet_perechen_monoprofilnyh_municipalnyh_obrazovaniy.html.*

увеличилась до 25%, а доля, направляемая в федеральный бюджет, выросла до 8%. Аналогичная логика заложена и в прогрессивной шкале НДФЛ: дополнительные поступления от налога, взимаемого по повышенным ставкам с доходов, превышающих 2,4 млн руб. в год, направляются в федеральный бюджет[8]. Повышение ставки НДС[9] и порога для обязательной уплаты НДС с 2026 г. также позитивно отражается на пополнении федерального бюджета. Вместе с тем на региональном и муниципальном уровнях данный эффект не скажется либо может проявиться негативно вследствие ряда косвенных факторов.

Торговый сбор и туристический налог, введенные в последние годы, пока не оказывают существенного влияния на доходную базу большинства муниципалитетов в силу их локального характера и ограниченной распространенности.

Все эти изменения свидетельствуют о том, что налоговые новации в основном направлены на увеличение доходов федерального бюджета. Исключение составляет повышение нормативов отчислений НДФЛ в местные бюджеты, которое было введено в 2026 г. в ряде регионов. Однако это является точечной мерой поддержки, а не системным решением проблемы структурной несбалансированности местных бюджетов.

Помимо внутренних факторов и межбюджетных отношений, на финансовую устойчивость городов влияет широкий круг макроэкономических и географических условий, которые находятся вне прямого контроля муниципальных властей. Так, поступления НДФЛ зависят от уровня занятости и динамики заработных плат — в последние годы эти показатели демонстрируют благоприятную тенденцию, однако складывается она под воздействием федеральной экономической политики и конъюнктуры рынка труда, а не усилий городских администраций. Аналогичным образом обстоит дело и с налогом на имущество физических лиц. Его база определяется рыночной стоимостью недвижимости, которая складывается под влиянием макрорегиональных и общенациональных процессов, включая спрос, инфляцию и кредитные условия.

К числу экзогенных факторов относятся также географическое положение города, включенность в транспортные потоки, близость к месторождениям полезных ископаемых и расположение на основных торговых путях. Эти условия создают дополнительные возможности для экономического развития и, соответственно, для наращивания доходной базы, однако сами по себе не гарантируют устойчивости. Они становятся ресурсом лишь при условии эффективной региональной политики и адекватных нормативов распределения налоговых поступлений. В то же время муниципалитеты не могут повлиять на эти исходные параметры. Их финансовая судьба в значительной степени предопределена факторами, лежащими за пределами городских границ и компетенций.

Для оценки уровня финансовой устойчивости муниципалитетов был проведен анализ финансовых показателей 14 крупнейших городов Российской Федерации (за исключением Москвы и Санкт-Петербурга — городов федерального значения с совершенно иной системой) за период 2020–2025 гг. (по инвестиционной активности — за период 2020–2024 гг. ввиду отсутствия данных за 2025 г. на 25 июля 2026 г.).

В основу анализа легли четыре разработанных индикатора: сбалансированность бюджета, автономия бюджета, финансовая самостоятельность и инвестиционная активность.

---

[8] *Федеральный закон от 12.07.2024 № 176-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации, отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации»: последняя редакция. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_480697/.*

[9] *Федеральный закон от 28.11.2025 № 425-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации, отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу законодательных актов (отдельных положений законодательных актов) Российской Федерации». URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_520020/.*

Коэффициент базовой сбалансированности бюджета (КБС) показывает степень покрытия расходов бюджета доходами. Он рассчитывается как отношение величины доходов к величине расходов, выраженное в процентах:

$$КБС = \frac{Д}{Р} \times 100\%,$$

где Д — общая величина доходов бюджета, млн руб.;
Р — общая величина расходов бюджета, млн руб.

Значение КБС выше 100% свидетельствует о профиците бюджета, ниже 100% — о дефиците. Равенство 100% означает, что бюджет сбалансирован без остатка.

Коэффициент автономии бюджета (КА) отражает долю налоговых и неналоговых доходов в общей сумме бюджетных поступлений, то есть степень независимости муниципалитета от межбюджетных трансфертов.

$$КА = \frac{Д_{НН}}{Д} \times 100\%,$$

где $Д_{НН}$ — налоговые и неналоговые доходы бюджета, млн руб.;
Д — общая величина доходов бюджета, млн руб.

Чем выше КА, тем в большей степени бюджет формируется за счет собственных источников, а не за счет межбюджетных трансфертов (дотаций, субсидий, субвенций и прочих) и других форм безвозмездных поступлений.

Коэффициент финансовой самостоятельности бюджета (КФС) показывает долю налоговых и неналоговых доходов местного бюджета, за исключением поступлений налоговых доходов по дополнительным нормативам отчислений, в общей величине собственных доходов (за вычетом субвенций):

$$КФС = \frac{Д_{НН} - Д_{доп}}{Д - С} \times 100\%,$$

где $Д_{НН}$ — налоговые и неналоговые доходы, млн руб.;
$Д_{доп}$ — поступления по дополнительным нормативам отчислений, млн руб.;
Д — общая величина доходов бюджета, млн руб.;
С — общая сумма субвенций, полученных из бюджетов других уровней, млн руб.

Данный коэффициент характеризует реальные возможности муниципалитета самостоятельно покрывать собственные расходные обязательства (т. е. без учета целевых трансфертов на делегированные полномочия) и не зависеть при этом от решений региональных властей о размере отчислений по отдельным налогам. Чем выше КФС, тем более самостоятельным является муниципалитет в покрытии своих расходных обязательств за счет внутренних ресурсов.

РЕЗУЛЬТАТЫ

Анализ исполнения бюджетов (табл. 1) показывает, что в среднем за шесть лет большинство городов сводили свои бюджеты с профицитом, однако устойчивость этого тренда различается.

За рассматриваемый период наиболее высокий средний коэффициент базовой сбалансированности (КБС) зафиксирован у Красноярска (103,1%), Казани (102,2%) и Воронежа (102%). В этих городах доходы за прошедшие годы в основном превышали расходы, благодаря чему формировались финансовые резервы. Однако если посмотреть на динамику, то картина внутри этой группы неоднородна. Казань имела небольшой дефицит в 2023 г. (99,4%), в 2024 г. совершила рывок до 107,3%, превысив даже весьма неплохие высокие значения более ранних лет, а в 2025 г. коэффициент снова упал до 96,8%.

Таблица 1

Базовая сбалансированность бюджетов крупнейших городов России, млрд руб.

Города	2020		2021		2022		2023		2024		2025		Средний КБС, %
	Д	Р	Д	Р	Д	Р	Д	Р	Д	Р	Д	Р	
Новосибирск	51,2	51,6	57,7	57,3	67,3	67,7	83,5	83,5	100,5	99,0	102,6	104,1	99,9
Екатеринбург	53,1	52,7	57,7	56,9	66,3	65,1	73,6	72,1	88,9	83,3	98,5	105,3	101,1
Нижний Новгород	37,7	38,1	45,2	45,5	68,3	69,8	63,1	65,1	73,5	77,4	76,2	78,9	97,4
Казань	29,1	28,2	37,9	36,4	39,8	38,9	43,8	44,1	58,1	54,1	62,3	64,3	102,2
Челябинск	52,2	52,5	49,6	48,2	53,8	52,7	56,4	55,5	65,7	62,8	70,5	72,2	101,4
Самара	30,3	30,1	33,7	33,3	46,5	46,5	41,4	42,6	51,6	52,0	56,8	58,7	99,0
Омск	22,5	22,6	26,2	26,9	34,0	34,5	40,8	41,0	45,1	45,2	44,6	46,3	98,5
Уфа	33,3	32,0	35,9	35,9	45,8	45,6	46,8	46,2	50,5	49,2	46,7	46,1	101,6
Ростов-на-Дону	38,7	38,6	45,2	44,4	54,4	55,4	61,4	63,3	64,9	63,5	62,2	59,3	100,7
Красноярск	37,5	35,5	45,2	41,9	52,1	51,3	56,2	55,6	63,4	61,3	71,1	71,5	103,1
Воронеж	24,1	22,8	25,9	25,1	39,0	35,1	42,5	45,8	48,8	50,3	55,2	54,2	102,0
Пермь	37,0	38,5	42,1	43,9	49,7	51,1	56,9	56,9	59,9	56,7	61,5	65,1	98,3
Краснодар	38,2	37,4	43,5	43,0	51,6	49,7	77,2	76,6	94,3	92,5	91,7	92,1	101,6
Волгоград	25,4	24,6	26,0	26,2	32,9	32,0	43,0	43,5	45,9	45,6	43,5	43,4	100,9

Примечание: Д — доходы, Р — расходы, КБС — коэффициент базовой сбалансированности.
Источник: составлено авторами по данным финансовой отчетности муниципальных образований (см. Приложение).

Воронеж имел дефицитный показатель в 2023–2024 гг., но в остальные годы наблюдался уверенный профицит, что и дало среднее высокое значение показателя. В Красноярске, напротив, КБС после высоких профицитов в 2020–2021 гг. (105–107%) снизился до 101–103% в последние годы, а в 2025 г. вообще упал до 99,3%.

Иная ситуация у Самары (99,0%), Нижнего Новгорода (97,4%), Омска (98,5%), Перми (98,3%). Их средний КБС ниже 100%, что говорит о хроническом дефиците. В Самаре наблюдался профицит с 2020 по 2022 г., однако после этого показатель стабильно находится ниже 100%. В Нижнем Новгороде при росте доходов в 2025 г. до 76,2 млрд руб. расходы составили 78,9 млрд руб., а дефицит достиг 3,5%, причем снижение коэффициента происходит почти линейно — с 98,9% в 2020 г. до 96,5% в 2025 г. Омск имеет КБС около 99% на протяжении всего периода без улучшений, а в 2025 г. показатель ухудшился до 96,2%. Пермь вышла из зоны дефицита в 2023–2024 гг., но в 2025 г. показатель снова упал до 94,4%.

В Ростове-на-Дону (100,7%) ситуация пограничная. Формально баланс соблюдается, но профицита нет, что оставляет город без возможности формировать резервы. В Волгограде (100,9%) наблюдается такая же ситуация, при этом показатель характеризуется отсутствием устойчивого тренда, его значения колеблются в диапазоне 99–103% без направленного движения. В Воронеже при среднем КБС 102,0% годовые значения сбалансированности демонстрируют максимальную вариативность (от 111,1% в 2022 г. до 92,8% в 2023 г. Разница около 18,3 п. п.).

За пятилетний период разброс показателей между городами увеличился. Если в 2020 г. значения находились в интервале 97–104%, то в 2025 г. — от 93 до 105%, при этом, кроме лидеров с положительным показателем (Ростов-на-Дону, Воронеж, Уфа), остальные города сохранили позиции, равные 100% (Волгоград) и ниже.

Оценивать финансовую сбалансированность и самостоятельность административных центров целесообразно также путем анализа концентрации в них населения региона и аккумулируемых денежных средств. Так, анализ соотношения доли административного центра в численности населения и в своде доходов местных бюджетов региона, в котором

он находится, показывает, что для большинства крупнейших городов их доля в численности населения выше, чем в совокупных бюджетных ресурсах муниципалитетов данного субъекта Российской Федерации (табл. 2).

Таблица 2

Соотношение доли столичного города в численности населения и в своде доходов местных бюджетов

Город	Доход местного бюджета в 2025 г., млрд руб.	Доходы муниципальных образований первого уровня соответствующих регионов в 2025 г., млрд руб.	Доля города в доходах местного бюджета, %	Доля города в численности населения (01.01.2024), %	Разница между долями в численности населения и в доходах, п. п.
Новосибирск	102,6	202,3	50,7	58,6	7,9
Екатеринбург	98,5	338,8	29,1	37,4	8,3
Нижний Новгород	76,2	199,1	38,3	40,1	1,8
Казань	62,3	206,1	30,2	32,9	2,7
Челябинск	70,5	223,8	31,5	34,7	3,2
Самара	56,8	128,8	44,1	37,1	−7,0
Омск	44,6	83,4	53,5	60,8	7,3
Уфа	46,7	169,2	27,6	28,6	1,0
Ростов-на-Дону	62,2	226,0	27,5	27,5	0,0
Красноярск	71,1	260,9	27,2	42,4	15,2
Воронеж	55,2	117,6	47,0	46,0	−1,0
Пермь	61,5	153,3	40,1	41,2	1,1
Краснодар	91,7	321,1	28,6	21,3	−7,3
Волгоград	43,5	91,3	47,7	41,5	−6,2

Источник: расчеты авторов по данным: отчетности муниципальных образований (см. Приложение); Казначейства России (URL: https://roskazna.gov.ru/ispolnenie-byudzhetov/konsolidirovannye-byudzhety-subektov-rossijskoj-federacii/?filter_type=49&filter_year=2025); Базы данных показателей муниципальных образований Росстата (URL: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/munst.htm).

Исключением являются города, не отличающиеся высоким экономическим потенциалом по отношению к другим городам-миллионникам, а именно Воронеж, Волгоград, Самара и Краснодар. В Ростове-на-Дону соотношение практически равное. В остальных случаях наблюдается превышение доли населения над долей доходов. Таким образом, несмотря на то что заработная плата в административных центрах регионов, как правило, выше, подушевая обеспеченность за счет средств местных бюджетов в них, напротив, ниже, чем на территории других муниципалитетов. Это, скорее всего, определяется различиями в структуре доходов муниципальных образований, в том числе применением дополнительных нормативов отчислений от НДФЛ, которые могут устанавливаться для одних муниципалитетов и не устанавливаться для других, а также особенностями распределения межбюджетных трансфертов.

Для комплексной оценки финансового состояния крупнейших городов важно также сравнить их общую финансовую (бюджетную) устойчивость с долговой устойчивостью соответствующего региона, ежегодно определяемой Минфином России, который разделяет субъекты РФ на три группы — с высоким, средним и низким уровнем долговой устойчивости. Анализ данных за 2020–2025 гг. показывает позитивную динамику долговой устойчивости. При этом большинство субъектов Российской Федерации с городами-миллионниками относятся к группе с высоким уровнем. Так, в период с 2020 по 2025 г. девять из 14 регионов сохраняли этот уровень. Пермский край и Краснодарский край в 2020–2022 гг. имели средний уровень устойчивости, а с 2023 г. стабильно находятся в группе с высоким уровнем. Аналогично Нижегородская область и Волгоградская область улучшили показатель с 2024 г. со среднего до высокого. Только в Омской области

на протяжении шестилетнего периода сохраняется средний уровень устойчивости, что свидетельствует о необходимости долгосрочных структурных реформ для достижения финансовой независимости региона.

Переходя к структуре доходов (табл. 3), следует отметить, что высокий уровень бюджетной сбалансированности не всегда обеспечивает финансовую независимость от вышестоящих бюджетов. Бросается в глаза значительная дифференциация городов по их способности формировать доходы за счет собственных источников — как налоговых, так и неналоговых. Средний коэффициент автономии (КА) за 2020–2025 гг. варьируется в широком диапазоне — от 27% в Волгограде до 56% в Казани.

Таблица 3

Коэффициент автономии бюджетов крупнейших городов России, %

Город	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Средний КА за 2020–2025 гг.
Новосибирск	49,3	51,6	49,0	42,6	49,6	50,7	48,8
Екатеринбург	47,8	46,4	45,5	45,5	47,2	53,6	47,7
Нижний Новгород	42,0	40,7	31,1	38,2	42,0	46,5	40,1
Казань	57,1	51,4	54,5	55,2	57,2	60,9	56,0
Челябинск	26,0	30,9	32,8	36,0	39,8	42,0	34,6
Самара	50,8	51,9	40,5	51,0	51,6	53,3	49,9
Омск	48,5	48,2	42,0	39,3	44,1	51,3	45,6
Уфа	43,0	43,7	36,8	39,6	44,5	57,2	44,1
Ростов-на-Дону	36,3	36,6	37,9	36,5	43,7	50,0	40,2
Красноярск	43,6	53,2	52,0	53,4	57,0	54,2	52,2
Воронеж	41,5	40,7	31,3	31,4	34,5	34,8	35,7
Пермь	51,9	51,3	50,7	48,7	55,9	56,1	52,4
Краснодар	46,0	52,2	49,7	38,5	40,3	47,0	45,6
Волгоград	30,1	27,9	24,3	20,9	26,1	32,8	27,0
Средний КА за год	43,9	44,8	41,3	41,2	45,2	49,3	

Источник: расчеты авторов по данным финансовой отчетности муниципальных образований (см. Приложение).

В группу с наиболее высокой степенью автономии входят Казань (56,0%), Пермь (52,4%), Красноярск (52,2%), Самара (49,9%) и Новосибирск (48,8%). В них доля налоговых и неналоговых доходов превышает половину общей величины бюджетных поступлений либо приближается к ней. У муниципальных властей этих территорий существуют весьма широкие возможности для самостоятельного планирования расходов.

На противоположном полюсе находятся такие города, как Волгоград (27,0%), Челябинск (34,6%) и Воронеж (35,7%), где собственные доходы составляют менее 40%. Финансовая политика этих муниципалитетов жестко привязана к решениям вышестоящих органов власти. Это объясняется тем, что их бюджеты по большей части формируются за счет дотаций, субсидий и субвенций из региональных бюджетов.

В ряде городов наблюдается устойчивое снижение автономности местных бюджетных систем. К ним относятся, в частности, Воронеж и Волгоград, хотя в последнем в 2025 г. уровень самостоятельности повысился впервые за несколько лет. В отличие от них в Челябинске, Уфе, Ростове-на-Дону и Красноярске имела место противоположная тенденция. В этих городах доля собственных доходов увеличилась на 10–15 п. п. В Краснодаре и Уфе после периода роста, а затем падения КА вновь вышел на возрастающую траекторию. В остальных городах динамика менее заметна и не имеет явно выраженного направления.

Сопоставление уровня автономии с показателями бюджетной сбалансированности не позволяет выявить прямой корреляции между этими двумя параметрами. Высокий КА

не гарантирует профицита, а низкий — не предопределяет дефицита. Вместе с тем среди городов с наиболее высокой степенью автономии (выше 48%) профицит бюджета встречается несколько чаще, чем в группе с низкой (ниже 40%).

За шестилетний период средний уровень автономии по совокупности городов изменился незначительно (с 43,9 до 49,3%), а дисперсия значений возросла с 71,9 в 2020 г. до 77,4 в 2024 г., после чего снизилась до 65,9 в 2025 г. То есть в 2020–2024 гг. наблюдалось небольшое увеличение межмуниципальной дифференциации в степени автономности от безвозмездных поступлений. Отдельные города существенно нарастили долю собственных доходов, тогда как в других она снизилась.

В формуле коэффициента финансовой самостоятельности (КФС), в отличие от коэффициента автономии (КА), налоговые и неналоговые доходы очищены от поступлений по дополнительным нормативам отчислений, устанавливаемым региональными законами, а из знаменателя исключены субвенции. Таким образом, данный показатель отражает долю доходов, которыми муниципалитет может распоряжаться в целом по своему усмотрению, в общей сумме средств, доступных для финансирования собственных полномочий.

Средние значения КФС за 2020–2025 гг. варьируются в значительно более широком диапазоне, чем КА, от 35,9% в Волгограде до 73,7% в Красноярске, разрыв составляет 37,8 п. п. (табл. 4). Наиболее высокие средние показатели зафиксированы также у Новосибирска (70,9%), Казани (70,6%) и Перми (69,8%). Низкие значения, кроме Волгограда, у Воронежа (48,3%) и Челябинска (49,3%).

Таблица 4

Коэффициент финансовой самостоятельности бюджетов крупнейших городов России, %

Город	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Среднее за 2020–2025 гг.
Новосибирск	71,5	75,2	70,1	61,5	70,9	76,4	70,9
Екатеринбург	68,9	66,7	63,2	63,5	66,3	76,2	67,5
Нижний Новгород	61,5	56,2	38,8	51,4	57,3	63,5	54,8
Казань	68,9	65,9	71,0	73,1	70,1	74,6	70,6
Челябинск	35,3	46,7	47,3	51,8	57,5	57,4	49,3
Самара	69,4	70,1	51,7	68,9	68,2	69,2	66,3
Омск	73,1	69,6	58,5	53,2	59,8	72,3	64,4
Уфа	51,9	54,3	43,1	47,5	57,9	74,5	54,9
Ростов-на-Дону	64,6	67,2	57,2	50,8	61,1	73,3	62,4
Красноярск	60,2	72,3	72,5	75,9	82,4	79,1	73,7
Воронеж	58,4	58,0	40,5	41,3	45,6	46,1	48,3
Пермь	69,6	68,1	66,3	62,9	74,5	77,2	69,8
Краснодар	50,3	45,1	69,2	47,5	49,9	62,8	54,1
Волгоград	42,3	39,0	31,6	26,0	32,7	43,7	35,9

Источник: расчеты авторов по данным финансовой отчетности муниципальных образований (см. Приложение).

Динамика КФС за шестилетний период отличается высокой волатильностью. Практически во всех городах в 2022–2023 гг. произошло заметное снижение показателей, после чего с 2024 г. наметилось восстановление, которое в 2025 г. закрепилось у большинства муниципалитетов. В итоге к концу периода выделяются три группы. Первая — города, в которых значение 2025 г. превысило уровень 2020 г.: Красноярск, Пермь, Челябинск, Волгоград, а также Казань, Новосибирск, Екатеринбург, Уфа и Ростов-на-Дону, где текущие значения находятся в верхней части исторического диапазона. Вторая группа — города с конечным уровнем ниже начального: Воронеж и Омск. Третья группа — Самара и Краснодар, где значения колеблются, не имея четко выраженного направления: в Самаре 2025 г. (69,2%) близок к уровням 2020–2021 гг., а в Краснодаре (62,8%) —

выше 2020 г., но уступает пиковому 2022 г. (69,2%). Общий тренд — это преодоление кризисного падения 2022–2023 гг., однако степень восстановления существенно различается по городам.

Инвестиционная активность — несколько иной фактор, который влияет скорее на долгосрочную устойчивость, поскольку обновление основных фондов создает основу для будущего расширения налоговой базы. Но сама по себе она не связана напрямую с текущей бюджетной сбалансированностью.

По величине инвестиций в основной капитал в расчете на одного жителя наблюдается сильная дифференциация между городами — так же как и по предыдущим показателям (табл. 5). В 2024 г. значения варьируются от 78,4 тыс. руб. в Воронеже до 249,5 тыс. руб. в Перми (разрыв более чем в три раза).

Таблица 5

Сумма инвестиций в основной капитал (за исключением бюджетных средств) в расчете на 1 человека, тыс. руб.*

Город	2020	2021	2022	2023	2024	Прирост за 2020–2024 гг., %	Среднегодовой темп прироста за 2020–2024 гг., %
Новосибирск	43,9	52,1	44,7	63,2	128,6	192,8	30,8
Екатеринбург	83,6	92,0	111,4	123,1	207,2	147,7	25,5
Нижний Новгород	87,7	76,2	63,1	110,4	156,3	78,2	15,5
Казань	67,7	67,1	66,7	96,7	156,8	131,7	23,4
Челябинск	42,2	42,7	51,3	83,0	112,3	166,5	27,8
Самара	56,3	53,6	51,5	80,6	102,5	82,1	16,2
Омск	112,7	105,7	110,4	117,6	123,6	9,7	2,3
Уфа	83,8	92,7	96,7	131,3	193,8	131,1	23,3
Ростов-на-Дону	50,8	61,6	53,9	83,1	130,2	156,4	26,5
Красноярск	71,0	69,0	74,5	90,4	113,5	59,9	12,4
Воронеж	50,3	66,9	73,4	77,2	78,4	56,0	11,8
Пермь	97,8	96,1	115,7	158,8	249,5	155,2	26,4
Краснодар	73,3	77,0	72,9	102,5	200,2	172,9	28,5
Волгоград	50,4	51,9	50,8	88,8	113,9	126,1	22,6

*Примечание: * на момент проведения исследования (25 июля 2026 г.) статистика за 2025 г. не была доступна.*
Источник: составлено авторами по данным Базы данных показателей муниципальных образований Росстата. URL: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/munst.htm.

Если рассматривать прирост за пятилетний период, то наилучшую динамику имеют Новосибирск (+192,8%; среднегодовой темп 30,8%), Краснодар (+172,9%, 28,5% соответственно) и Челябинск (+166,5%, 27,8% соответственно). В отличие от них Омск, Воронеж и Красноярск нарастили инвестиции менее чем в 1,6 раза.

МОДЕЛИ ФИНАНСОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ ГОРОДОВ

Исходя из проведенного анализа, крупнейшие города можно распределить по нескольким моделям в зависимости от уровня финансовой устойчивости.

Устойчивая сбалансированная модель (Казань, Екатеринбург) характеризуется высокими значениями КА и КФС, устойчивым профицитом и значительными инвестициями в расчете на душу населения, что обеспечивает стабильность как в текущем периоде, так и в долгосрочной перспективе.

Консервативно-накопительная модель представлена Красноярском. Его бюджет имеет высокую автономию и профицит, что сочетается с относительно низкими инвестициями. Краткосрочная устойчивость поддерживается, но недостаточное вложение в обновление основных фондов создает риски для будущей доходной базы.

Инвестиционно-активная при низкой автономии модель характерна для Краснодара. Город демонстрирует высокий уровень инвестиций, но при низкой доле собственных доходов. То есть бюджетная система остается уязвимой, так как собственных ресурсов для покрытия текущих расходов недостаточно, однако в будущем, вероятно, можно ожидать увеличения налоговой базы и, как следствие, роста автономии и самостоятельности.

Проблемная модель с бюджетными дисбалансами (Челябинск, Самара, Нижний Новгород, Воронеж, Волгоград) объединяет города с низкой или средней автономией, слабой инвестиционной активностью (за исключением Нижнего Новгорода, где инвестиции выше среднего, но сочетаются с хроническим дефицитом) и, как правило, нехваткой или высокой волатильностью бюджетных средств. Для этих территорий характерна наибольшая зависимость от межбюджетных трансфертов, а низкие инвестиции консервируют отставание в развитии.

Новосибирск, Уфа, Ростов-на-Дону, Пермь, Омск занимают срединное положение по большинству показателей — их можно выделить в *модель со средней устойчивостью*.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенный анализ позволяет сделать вывод, что финансовая устойчивость городов России отличается значительной неоднородностью и складывается под влиянием устойчивых институциональных ограничений. Основной проблемой остается высокая зависимость местных бюджетов от межбюджетных трансфертов, которая лишает муниципалитеты необходимой фискальной автономии и ограничивает их возможности для самостоятельного финансового и стратегического планирования. Устойчивость городов определяется не столько их экономическим потенциалом, сколько параметрами распределения ресурсов между уровнями бюджетной системы и решениями вышестоящих органов власти.

НДФЛ как ключевой налоговый источник является для города двойным фактором уязвимости, так как зависит от экономической конъюнктуры на локальном рынке труда и от нормативов отчислений, устанавливаемых региональными властями. При этом налоговые новации федерального уровня (повышение ставок НДС и налога на прибыль, прогрессивная шкала НДФЛ) преимущественно направлены на пополнение федерального бюджета, не решая проблему структурной несбалансированности региональных и муниципальных финансов. Дополнительными рисками выступают высокая долговая нагрузка, особенно по коммерческим кредитам, и жесткая регламентация расходов, не позволяющая оперативно сокращать затраты в периоды спада доходов.

Анализ индикаторов финансовой устойчивости крупнейших 14 городов России показал, что муниципалитеты существенно различаются по своей модели финансового поведения. Можно выделить устойчиво сбалансированную модель с высокой автономией и профицитом, инвестиционно активную с низкой текущей устойчивостью, проблемную модель городов с хроническими дисбалансами и высокой зависимостью от трансфертов, а также модель со средней устойчивостью.

Важным направлением работы городских властей может стать расширение собственной доходной базы городов и снижение их зависимости от трансфертов, что должно сопровождаться мерами по диверсификации городской экономики и стимулированию инвестиционной активности на местах. Сочетание институциональных изменений в бюджетной системе и укрепления экономического потенциала территорий способно обеспечить устойчивость муниципальных финансов в долгосрочной перспективе. В противном же случае устойчивость городов будет оставаться ограниченной и уязвимой к макроэкономическим и бюджетным шокам.

Список источников

1. Баранова О. А., Ярилов Е. В. и др. Стратегия социально-экономического развития муниципалитета как фактор финансовой устойчивости местного бюджета (на примере Тунгокоченского муниципального округа) // Вестник ЗабГУ. 2024. Т. 30. № 1. С. 90–108. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_64900228_58119790.pdf.
2. Вахрамеев Р. А. Оценка факторного влияния на поступление межбюджетных трансфертов в бюджеты муниципального уровня // Государственное управление. Электронный вестник. 2024. № 104. С. 133–146. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_68015568_15517556.pdf.
3. Вылегжанина Е. В., Гребенникова В. А. Актуальные подходы к оценке финансовой устойчивости муниципальных бюджетов // Вестник Алтайской академии экономики и права. 2020. № 5 (2). С. 255–262. URL: https://vaael.ru/article/view?id=1137.
4. Климанов В. В., Михайлова А. А. Бюджетная политика крупнейших российских городов как инструмент ответа на глобальные вызовы // Финансы: теория и практика. 2024. Т. 28. № 4. С. 71–83. https://doi.org/10.26794/2587-5671-2024-28-4-71-83.
5. Коротина Н. Ю. Обеспечение финансовой самостоятельности муниципальных образований в Российской Федерации // Социум и власть. 2012. № 3 (35). С. 67–71. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_17929916_75652596.pdf.
6. Коротич М. В. Финансовая устойчивость — фактор жизнеспособности малых городов // Вестник НГУЭУ. 2014. № 1. С. 100–107. URL: https://nsuem.elpub.ru/jour/article/view/252/251.
7. Кулагина О. В., Аверина О. В. Оценка бюджетной устойчивости муниципальных образований (на примере муниципального округа «Город Биробиджан» Еврейской автономной области) // Власть и управление на Востоке России. 2020. № 1 (90). С. 16–23. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_42843291_91975533.pdf.
8. Лазарова Л. Б., Кокаева М. А. Финансовая устойчивость бюджетов муниципальных образований в условиях кризиса // Фундаментальные исследования. 2023. № 5. С. 31–36. URL: https://fundamental-research.ru/article/view?id=43455.
9. Сафина Е. Р., Мокеева Н. Н. Финансовая устойчивость монопрофильных муниципальных образований: теоретические аспекты // Сборник докладов XVIII Международной конференции «Российские регионы в фокусе перемен». Екатеринбург, 2023. URL: https://elar.urfu.ru/bitstream/10995/134041/1/978-5-91256-641-7_2023_277.pdf.
10. Сумская Т. В. Анализ устойчивости местных бюджетов на примере муниципальных образований Новосибирской области // Вестник НГУЭУ. 2024. № 4. С. 152–166. URL: https://nsuem.elpub.ru/jour/article/view/2605/1192.
11. Федорова И. Ю., Фрыгин А. В. Финансовая устойчивость местных бюджетов в кризисные периоды: проблемы и пути их решения // МИР (Модернизация. Инновации. Развитие). 2022. № 13 (4). С. 681–697. URL: https://www.mir-nayka.com/jour/article/view/1375.
12. Яшина Н. И., Поющева Е. В. и др. Методологические основы определения бюджетной устойчивости субъектов Российской Федерации и муниципальных образований в посткризисный период // Финансы и кредит. 2011. № 38 (470). С. 2–9. URL: https://www.fin-izdat.ru/journal/fc/detail.php?ID=44554.
13. Bisogno M., Cuadrado-Ballesteros B. et al. Financial Sustainability in Local Governments: Definition, Measurement and Determinants // Financial Sustainability in Public Administration. Cham: Palgrave Macmillan, 2017. P. 57–83. URL: https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-319-57962-7_3.
14. Bisogno M., Cuadrado-Ballesteros B. et al. Financial Sustainability and Sustainable Development in Local Governments: Empirical Insights // Public Performance & Management Review. 2024. Vol. 47. No. 3. P. 784-811. URL: https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/15309576.2024.2340116.
15. Frintrup M., Hilgers D. Drivers and risk factors of German local financial sustainability focusing on adjusted income // International Review of Administrative Sciences. 2023. Vol. 90. No. 1. P. 29–47. URL: https://journals.sagepub.com/doi/10.1177/00208523221143289.
16. Lara-Rubio J., Navarro-Galera A. et al. Analysing financial risks of local governments to design sustainability policies for public services: An empirical study by the population size // Cities. 2022. Vol. 128 (C). P. 103795. URL: https://www.researchgate.net/publication/361230287_Analysing_financial_risks_of_local_governments_to_design_sustainability_policies_for_public_services_An_empirical_study_by_the_population_size.
17. Lara-Rubio J., Navarro-Galera A. et al. The financial sustainability of public services as an instrument to combat depopulation in small and medium-sized municipalities // Cities. 2024. P. 105337. URL: https://www.researchgate.net/publication/382658420_The_financial_sustainability_of_public_services_as_an_instrument_to_combat_depopulation_in_small_and_medium-sized_municipalities.
18. Madrigal Delgado G. de J. Financial Sustainability in Local Governments: Measured by Fiscal Performance // Investigación Administrativa. 2023. Vol. 52. No. 132. URL: https://www.researchgate.net/publication/376114905_Financial_Sustainability_in_Local_Governments_Measured_by_Fiscal_Performance.
19. Oliveira D.T. de, Oliveira A.G. de. Índice de Sustentabilidade Financeira Municipal (ISFM): Alternativa à Frágil Caracterização Proposta na PEC do Pacto Federativo Brasileiro // Dados. 2025. Vol. 68. No. 1. URL: https://www.scielo.br/j/dados/a/S8F4G8YjdBJVZFKYQ3VFy7w/?lang=pt.
20. Sumskaya T. V. Trends in Financial Support of the Budget Powers of the Authorities of Large Cities in the Russian Federation // Regional Research of Russia. 2022. Vol. 12. № 3. P. 271–282. URL: https://link.springer.com/article/10.1134/S2079970522700058.

References

1. Baranova O.A., Yarilov E.V. et al. (2024). Socio-economic development strategy of a municipality as a factor of local budget financial stability (a case study of the Tungokochensky Municipal District). *Bulletin of Transbaikal State University*, 30, 1, 90–108 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_64900228_58119790.pdf.
2. Vakhrameev R.A. (2024). Assessment of the impact of factors on the receipt of inter-budgetary transfers by municipal budgets. *Public Administration. Electronic Bulletin*, 104, 133–146 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_68015568_15517556.pdf.
3. Vylegzhanina E.V., Grebennikova V.A. (2020). Current approaches to assessing the financial stability of municipal budgets. *Bulletin of the Altai Academy of Economics and Law*, 5 (2), 255–262 (in Russ.). URL: https://vaael.ru/article/view?id=1137.
4. Klimanov V.V., Mikhaylova A.A. (2024). Budget Policy of the Largest Russian Cities as a Tool to Respond to Global Challenges. *Finance: Theory and Practice*, 28 (4), 71–83. https://doi.org/10.26794/2587-5671-2024-28-4-71-83.
5. Korotina N.Yu. (2012). Ensuring Financial Independence of Municipalities in the Russian Federation. *Society and Power*, 3 (35), 67–71 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_17929916_75652596.pdf.
6. Korotich M.V. (2014). Financial Stability: A Factor in the Viability of Small Towns. *Vestnik NSUEM*, 1, 100–107 (in Russ.). URL: https://nsuem.elpub.ru/jour/article/view/252/251.
7. Kulagina O.V., Averina O.V. (2020). Assessment of the budgetary sustainability of municipalities (using the example of the "City of Birobidzhan" municipal district of the Jewish Autonomous Region). *Power and Administration in the East of Russia*, 1 (90), 16–23 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_42843291_91975533.pdf.
8. Lazarova L.B., Kokaeva M.A. (2023). Financial stability of budgets of municipalities in crisis. *Fundamental Research*, 5, 31–36 (in Russ.). URL: https://fundamental-research.ru/article/view?id=43455.
9. Safina E.R., Mokeeva N.N. (2023). Financial Stability of Single-Industry Municipalities: Theoretical Aspects. Proceedings of the XVIII International Conference "Russian Regions in the Focus of Change". Yekaterinburg (in Russ.). URL: https://elar.urfu.ru/bitstream/10995/134041/1/978-5-91256-641-7_2023_277.pdf.
10. Sumskaya T.V. (2024). Analysis of local budget sustainability: A case study of municipalities in the Novosibirsk Region. *Vestnik NSUEM*, 4, 152–166 (in Russ.). URL: https://nsuem.elpub.ru/jour/article/view/2605/1192.
11. Fedorova I.Yu., Frygin A.V. (2022). Financial stability of local budgets during crisis periods: problems and solutions. *MIR (Modernization. Innovation. Development)*, 13 (4), 681–697 (in Russ.). URL: https://www.mir-nayka.com/jour/article/view/1375.
12. Yashina N.I., Poyuscheva E.V. et al. (2011). Methodological foundations for determining the fiscal sustainability of constituent entities of the Russian Federation and municipalities in the post-crisis period. *Finance and Credit*, 38 (470), 2–9 (in Russ.). URL: https://www.fin-izdat.ru/journal/fc/detail.php?ID=44554.
13. Bisogno M., Cuadrado-Ballesteros B. et al. (2017). Financial Sustainability in Local Governments: Definition, Measurement and Determinants. Financial Sustainability in Public Administration. Cham: Palgrave Macmillan, 57–83. URL: https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-319-57962-7_3.
14. Bisogno M., Cuadrado-Ballesteros B. et al. (2024). Financial Sustainability and Sustainable Development in Local Governments: Empirical Insights. *Public Performance & Management Review*, 47, 3, 784–811. URL: https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/15309576.2024.2340116.
15. Frintrup M., Hilgers D. (2023). Drivers and risk factors of German local financial sustainability focusing on adjusted income. *International Review of Administrative Sciences*, 90, 1, 29–47. URL: https://journals.sagepub.com/doi/10.1177/00208523221143289.
16. Lara-Rubio J., Navarro-Galera A. et al. (2022). Analysing financial risks of local governments to design sustainability policies for public services: An empirical study by the population size. *Cities*, 128 (C), 103795. URL: https://www.researchgate.net/publication/361230287_Analysing_financial_risks_of_local_governments_to_design_sustainability_policies_for_public_services_An_empirical_study_by_the_population_size.
17. Lara-Rubio J., Navarro-Galera A. et al. (2024). The financial sustainability of public services as an instrument to combat depopulation in small and medium-sized municipalities. *Cities*, 105337. URL: https://www.researchgate.net/publication/382658420_The_financial_sustainability_of_public_services_as_an_instrument_to_combat_depopulation_in_small_and_medium-sized_municipalities.
18. Madrigal Delgado G. de J. (2023). Financial Sustainability in Local Governments: Measured by Fiscal Performance. *Investigación Administrativa*, 52, 132. URL: https://www.researchgate.net/publication/376114905_Financial_Sustainability_in_Local_Governments_Measured_by_Fiscal_Performance.
19. Oliveira D.T. de, Oliveira A.G. de. (2025). Índice de Sustentabilidade Financeira Municipal (ISFM): Alternativa à Frágil Caracterização Proposta na PEC do Pacto Federativo Brasileiro. *Dados*, 68, 1. URL: https://www.scielo.br/j/dados/a/S8F4G8YjdBJVZFKYQ3VFy7w/?lang=pt.
20. Sumskaya T.V. (2022). Trends in Financial Support of the Budget Powers of the Authorities of Large Cities in the Russian Federation. *Regional Research of Russia*, 12, 3, 271–282. URL: https://link.springer.com/article/10.1134/S2079970522700058.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Официальные ресурсы муниципальных образований, содержащие сведения об исполнении местных бюджетов по состоянию на 25.07.2026

1. Бюджет для граждан // Официальный сайт города Новосибирска. URL: https://novo-sibirsk.ru/dep/finance/budget/people/.
2. Отчет об исполнении бюджета // Департамент финансов Администрации города Екатеринбурга. URL: http://финансы.екатеринбург.рф/otchet-ob-ispolnenii-byudjeta/.
3. Отчеты об исполнении бюджета города Нижнего Новгорода за предыдущие финансовые годы // Официальный сайт администрации города Нижнего Новгорода. URL: https://admgor.nnov.ru/Gorod/Napravleniya-raboty/Ekonomika-i-finansy/Byudzhet/Otchety-ob-ispolnenii-byudzheta-goroda-Nizhnego-Novgoroda-za-predydushchie-finansovye-gody.
4. Муниципальные правовые акты и иная официальная информация // Официальный портал Казани. URL: https://kzn.ru/nayti-dokument/munitsipalnye-pravovye-akty-i-inaya-ofitsialnaya-informatsiya/.
5. Исполнение бюджета // Комитет финансов города Челябинска. URL: https://www.chelfu.ru/isp_budj.html.
6. Исполнение бюджета // Департамент финансов Администрации городского округа Самара. URL: https://dfsamara.ru/pages/247.
7. Бюджетный учет и отчетность // Официальный портал Администрации города Омска. URL: https://admomsk.gosuslugi.ru/ofitsialno/struktura-munitsipalnogo-obrazovaniya/administratsiya-goroda-omska/strukturnye-podrazdeleniya/departament-finansov/otraslevaya-informatsiya/byudzhetnyy-uchet-i-otchetnost/.
8. Решения Совета // Официальный сайт Совета городского округа город Уфа Республики Башкортостан. URL: https://gorsovet-ufa.ru/resheniyanew/.
9. Деятельность муниципального казначейства города Ростова-на-Дону // Официальный портал городской Думы и Администрации города Ростова-на-Дону. URL: https://rostov-gorod.ru/administration/structure/municipal-treasury/action/.
10. Бюджет города // Официальный сайт администрации города Красноярска. URL: https://www.admkrsk.ru/citytoday/finance/Pages/budget.aspx.
11. Список проектов // Официальный сайт Воронежской городской Думы. URL: https://gorduma-voronezh.ru/pravovye-akty/spisok-proektov/.
12. Отчет об исполнении бюджета // Муниципальное образование город Пермь. URL: https://www.gorodperm.ru/actions/main/financ/executive/executive_report/.
13. Бюджет // Администрация и городская Дума Краснодара. URL: https://krd.ru/administratsiya/administratsii-krasnodara/departament-finansov/byudzhet/.
14. Городской бюджет и публичные слушания // Официальный сайт администрации Волгограда. URL: https://volgadmin.ru/d/economics/CityBudget.

Информация об авторах

***Владислав Александрович Вантрусов**, стажер-исследователь Центра региональной политики Института прикладных экономических исследований Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация*

***Ксения Владимировна Гермашева**, кандидат экономических наук, старший научный сотрудник Центра региональной политики Института прикладных экономических исследований Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация*

Information about the authors

***Vladislav A. Vantrusov**, Research Intern, Center for Regional Policy, Institute of Applied Economic Research, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russian Federation*

***Ksenia V. Germasheva**, Candidate of Economic Sciences, Senior Research Fellow, Center for Regional Policy, Institute of Applied Economic Research, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russian Federation*

Статья поступила в редакцию 29.07.2026
Одобрена после рецензирования 15.09.2026
Принята к публикации 09.10.2026

The article submitted July 29, 2026
Approved after reviewing September 15, 2026
Accepted for publication October 9, 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-123-139

CC BY

Экономическая оценка порядков оказания медицинской помощи: методология и практическое применение

Светлана Андреевна Ковалева
E-mail: kovalevasa@rosmedex.ru, ORCID: 0000-0001-5184-3962
Центр экспертизы и контроля качества медицинской помощи Минздрава России, г. Москва, Российская Федерация;
НИФИ Минфина России, г. Москва, Российская Федерация
Оксана Александровна Волкова
E-mail: volkovaoa@rosmedex.ru, ORCID: 0000-0002-1620-9349
Центр экспертизы и контроля качества медицинской помощи Минздрава России, г. Москва, Российская Федерация
Екатерина Александровна Капустина
E-mail: kapustina@rosmedex.ru, ORCID: 0009-0007-6790-4556
Центр экспертизы и контроля качества медицинской помощи Минздрава России, г. Москва, Российская Федерация
Денис Николаевич Пустовалов
E-mail: pustovalov@rosmedex.ru, ORCID: 0000-0003-2198-3029
Центр экспертизы и контроля качества медицинской помощи Минздрава России, г. Москва, Российская Федерация
Денис Валерьевич Федяев
E-mail: fediaev@rosmedex.ru, ORCID: 0000-0001-8977-5934
Центр экспертизы и контроля качества медицинской помощи Минздрава России, г. Москва, Российская Федерация;
НИФИ Минфина России, г. Москва, Российская Федерация;
Российская медицинская академия непрерывного профессионального образования Минздрава России, г. Москва, Российская Федерация
Виталий Владимирович Омельяновский
E-mail: vvo@rosmedex.ru, ORCID: 0000-0003-1581-0703
Центр экспертизы и контроля качества медицинской помощи Минздрава России, г. Москва, Российская Федерация;
НИФИ Минфина России, г. Москва, Российская Федерация;
Российская медицинская академия непрерывного профессионального образования Минздрава России, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация
Статья посвящена разработке методологического подхода к комплексной экономической оценке порядков оказания медицинской помощи (ПОМП) и расчету дополнительной потребности в финансировании при их актуализации. В основе предлагаемого подхода лежат принципы системного анализа и поэлементной декомпозиции, позволяющие перейти от постатейного расчета затрат к комплексному финансовому моделированию. Сущность подхода заключается в рассмотрении интегральной стоимости реализации ПОМП как динамической модели, в которой изменение одного структурного блока вызывает каскадные финансовые последствия в других. Практическая

реализация методологии, включающая сравнительную стоимостную оценку действующего и проектируемого документов, а также расчет дополнительной потребности в финансировании, осуществлялась с использованием данных государственных закупок медицинского оборудования и официальной статистики Росстата по оплате труда. Результаты проведенного анализа подтверждают, что предложенная методология позволяет не только оценить совокупные затраты, но и установить конкретные причины увеличения расходов, количественно определить масштаб такого прироста, обусловленного обновлением нормативных требований, а также обосновать изменение тарифов в государственной системе финансирования здравоохранения.

Таким образом, представленная методология может служить основой для более обоснованного бюджетного планирования и принятия финансово ответственных управленческих решений при изменении отраслевых нормативных актов, что определяет ее практическую значимость для экономистов, аналитиков, руководителей медицинских организаций и разработчиков нормативных документов.

Ключевые слова: *экономическая оценка, порядки оказания медицинской помощи, финансирование, оснащение, заработная плата, системный анализ, моделирование*

JEL: *I11, I18*

Для цитирования: *Ковалева С. А., Волкова О. А. и др. Экономическая оценка порядков оказания медицинской помощи: методология и практическое применение // Финансовый журнал. 2026. Т. 18. № 5. С. 123–139. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-123-139.*

© Ковалева С. А., Волкова О. А., Капустина Е. А., Пустовалов Д. Н., Федяев Д. В., Омельяновский В. В., 2026

---

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-123-139

Economic Evaluation of Medical Care Procedures: Methodology and Practical Application

Svetlana A. Kovaleva[1,2,4], ***Oxana A. Volkova***[1,5], ***Ekaterina A. Kapustina***[1,6], ***Denis N. Pustovalov***[1,7], ***Denis V. Fedyaev***[1,2,3,8], ***Vitaly V. Omelyanovskiy***[1,2,3,9]

[1] *Center for Healthcare Quality Assessment and Control, Moscow, Russian Federation*
[2] *Financial Research Institute, Moscow, Russian Federation*
[3] *Russian Medical Academy of Continuing Professional Education, Moscow, Russian Federation*

[1,2,4] *KovalevaSA@rosmedex.ru, https://orcid.org/0000-0001-5184-3962*
[1,5] *VolkovaOA@rosmedex.ru, https://orcid.org/0000-0002-1620-9349*
[1,6] *kapustina@rosmedex.ru, https://orcid.org/0009-0007-6790-4556*
[1,7] *pustovalov@rosmedex.ru, https://orcid.org/0000-0003-2198-3029*
[1,2,3,8] *fediaev@rosmedex.ru, http://orcid.org/0000-0001-8977-5934*
[1,2,3,9] *vvo@rosmedex.ru, https://orcid.org/0000-0003-1581-0703*

Abstract

The article is devoted to the development of a methodological approach for the comprehensive economic assessment of Procedures for Rendering Medical Care (PRMC) and the calculation of additional funding requirements upon their updating. The proposed approach is based on the principles of system analysis and element-by-element decomposition, which make it possible to move from line-item costing to integrated financial modeling. The essence of the approach lies in considering the integral cost of PRMC implementation as a dynamic model, where changes in one structural block trigger cascading financial consequences in others.

The practical implementation of the methodology, including comparative cost assessment of current and draft documents and calculation of additional funding needs, was carried out using data from public procurement of medical equipment and official Rosstat statistics on wages. The results of the analysis confirm that the proposed methodology allows not only to assess total costs but also to identify specific reasons for cost increases, quantify the scale of such increases due to regulatory updates, and substantiate tariff changes within the public healthcare financing system.

Thus, the presented methodology can serve as a foundation for more evidence-based budget planning and financially responsible management decisions when updating industry-specific regulatory acts, which determines its practical significance for economists, analysts, heads of medical organizations, and developers of regulatory documents.

Keywords: *economic assessment, procedures for rendering medical care, financing, equipment, wages, system analysis, modeling*

JEL: *I11, I18*

For citation: *Kovaleva S.A., Volkova O.A. et al. (2026). Economic Evaluation of Medical Care Procedures: Methodology and Practical Application. Financial Journal, 18 (5), 123–139 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-5-123-139.*

© Kovaleva S.A., Volkova O.A., Kapustina E.A., Pustovalov D.N., Fedyaev D.V., Omelyanovskiy V.V., 2026

ВВЕДЕНИЕ

Федеральный закон от 21 ноября 2011 г. № 323-ФЗ «Об основах охраны здоровья граждан в Российской Федерации» (далее — Закон № 323-ФЗ) устанавливает требования к разработке порядков оказания медицинской помощи (далее — ПОМП), которые формируются индивидуально для профиля медицинской помощи, заболевания или состояния. Такой дифференцированный подход позволяет максимально точно учитывать специфику различных видов медицинской деятельности и адаптировать нормативные требования к особенностям оказываемых услуг. Однако значительная часть этих документов, включая порядки проведения медицинских осмотров, диспансеризации, диспансерного наблюдения, а также положения об организации оказания медицинской помощи по видам медицинской помощи, была принята более десяти лет назад (2012 г.), что создает объективную необходимость в их систематической актуализации с учетом современных медицинских достижений и изменившихся организационных моделей.

Изменение нормативов, декларируемых в ПОМП, критически важное с клинической и организационной точек зрения, неизбежно выдвигает на первый план вопрос об их экономической обоснованности и финансовых последствиях для системы здравоохранения. Отсутствие ответа на данный вопрос повышает риск утверждения документа без соответствующего финансового обеспечения, что приведет в перспективе к несогласованности между обновленными требованиями ПОМП и тарифами на оплату медицинской помощи, установленными программой государственных гарантий бесплатного оказания гражданам медицинской помощи на соответствующий финансовый период (далее — ПГГ)[1]. В конечном счете это может негативно сказаться на финансовой устойчивости медицинских организаций.

В настоящее время оценка затрат по проектам нормативных правовых актов (далее — НПА) представляет собой законодательно закрепленную процедуру, регламентированную Федеральным законом от 31.07.2020 № 247-ФЗ «Об обязательных требованиях в Российской Федерации» (далее — Закон № 247-ФЗ).

[1] *Постановление Правительства РФ от 29.12.2025 № 2188 «О Программе государственных гарантий бесплатного оказания гражданам медицинской помощи на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов».*

Ключевым инструментом оценки регулирующего воздействия (ОРВ), регламентированной постановлением Правительства РФ от 17.12.2012 № 1318[2], является методика оценки стандартных издержек, утвержденная приказом Минэкономразвития России от 01.02.2024 № 54 (далее — Приказ № 54)[3]. Данный механизм направлен на предотвращение введения избыточных регуляторных требований, способных привести к неоправданным финансовым нагрузкам на субъекты хозяйственной деятельности и бюджеты всех уровней бюджетной системы Российской Федерации.

Вместе с тем положения Закона № 247-ФЗ не распространяются на отношения, связанные с установлением и оценкой применения обязательных требований, закрепленных в стандартах медицинской помощи, ПОМП и клинических рекомендациях. Это создает правовую неопределенность, так как процедура обязательной оценки затрат для данной категории НПА формально отсутствует. В то же время объективная потребность во всестороннем анализе данных документов не только сохраняется, но и приобретает особую значимость в контексте плановой актуализации ПОМП. Такой анализ должен охватывать три взаимосвязанных направления: клиническую эффективность предлагаемых изменений, экономическую целесообразность и организационную выполнимость в современных условиях, что в совокупности обеспечивает баланс между качеством медицинской помощи и финансовой устойчивостью системы.

Актуальность исследования. В сложившемся правовом и организационном контексте особую актуальность приобретает задача прогнозирования объема финансирования, необходимого для реализации обязательных требований, устанавливаемых нормативными актами Минздрава России, в первую очередь ПОМП. Экономическая оценка этих документов становится критически важной для определения финансовой потребности как при создании новых медицинских организаций и открытии структурных подразделений, так и при актуализации действующих ПОМП. Поскольку изменения обязательных требований ПОМП напрямую влияют на нормативную стоимость случаев оказания медицинской помощи, особую остроту данная задача приобретает в контексте ежегодного формирования тарифов в государственной системе финансирования здравоохранения, охватывающей как систему обязательного медицинского страхования (далее — ОМС)[4], так и ассигнования консолидированного бюджета, выделяемые в рамках ПГГ[5]. В этих условиях методология, позволяющая перевести изменения в нормативных правовых документах в параметры тарифов на оплату медицинской помощи и рассчитать дополнительную потребность в финансировании, становится не просто научно-методической, а прикладной управленческой задачей.

Таким образом, в условиях ограниченного финансирования здравоохранения комплексный экономический анализ нормативных документов (позволяющий не только оценить текущие затраты на соответствие требованиям, предъявляемым законодательством, но и спрогнозировать будущие финансовые последствия их реализации) становится

---

[2] *Постановление Правительства РФ от 17.12.2012 № 1318 «О порядке проведения федеральными органами исполнительной власти оценки регулирующего воздействия проектов нормативных правовых актов и проектов решений Евразийской экономической комиссии, а также о внесении изменений в некоторые акты Правительства Российской Федерации» (вместе с «Правилами проведения федеральными органами исполнительной власти оценки регулирующего воздействия проектов нормативных правовых актов и проектов решений Евразийской экономической комиссии»).*

[3] *Приказ Минэкономразвития России от 01.02.2024 № 54 «Об утверждении методики оценки стандартных издержек субъектов предпринимательской и иной экономической деятельности, возникающих в связи с исполнением требований регулирования».*

[4] *Федеральный закон от 29.11.2010 № 326-ФЗ «Об обязательном медицинском страховании в Российской Федерации».*

[5] *Постановление Правительства РФ от 29.12.2025 № 2188 «О Программе государственных гарантий бесплатного оказания гражданам медицинской помощи на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов».*

ключевым инструментом повышения точности бюджетного планирования и обоснованного распределения ресурсов без ущерба для качества медицинской помощи, что и определяет актуальность настоящего исследования.

Целью данного исследования является разработка методологического подхода к экономическому анализу и оценке требований ПОМП, а также дополнительной потребности в финансировании при их актуализации.

МАТЕРИАЛЫ И МЕТОДЫ

Дизайн исследования и источники данных. Исследование носит методический характер и выполнено в три этапа: нормативно-аналитический, моделирования и расчетно-аналитический.

Информационную базу исследования составили действующие и проектируемые порядки оказания медицинской помощи (ПОМП), положения об организации медицинской помощи и иные НПА в сфере здравоохранения, включая актуальные номенклатуры должностей, специальностей и медицинских услуг, составляющие основу для проведения экономической оценки[6,7,8,9]. Для анализа использовались данные правовых систем «КонсультантПлюс» и «Гарант», официальные порталы Минздрава России и Росстата. Обработка данных выполнялась с использованием Microsoft Office Excel 2016.

Анализ данных. Методологическую основу исследования составил системный анализ, ключевым инструментом которого стала поэлементная декомпозиция, позволившая формализовать ПОМП как систему из пяти взаимосвязанных структурных блоков (алгоритм оказания медицинской помощи, правила организации, стандарт оснащения, штатные нормативы и иные положения). Данный подход позволяет учитывать каскадный характер изменений, когда модификация одного элемента модели влечет необходимость пересмотра финансовых показателей других. На всех этапах в рамках указанного подхода работы применялся комплекс общенаучных методов, включая ретроспективный и сравнительный анализ НПА, а также экономические расчеты и моделирование затрат.

ЭТАПЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Первый этап — нормативно-аналитический. На данном этапе проведен комплексный анализ НПА с применением ретроспективного, структурно-функционального и сравнительного методов. Результатом стало определение универсальной структуры ПОМП и формирование обобщенной теоретической модели для последующего экономического моделирования.

Второй этап — моделирование. На основе принципов системного анализа на данном этапе разработана структурно-экономическая модель, для практической реализации которой определены два ключевых аналитических направления: сравнительная стоимостная оценка и оценка дополнительной потребности в финансировании.

Третий этап — расчетно-аналитический. На финальном этапе для реализации обозначенных направлений анализа разработаны единые правила количественной и стоимостной оценки. Анализ действующей и проектной редакции ПОМП и оценка дополнительной потребности в финансировании проводились в разрезе структурных подразделений.

---

[6] *Приказ Минздрава России от 02.05.2023 № 205н «Об утверждении Номенклатуры должностей медицинских работников и фармацевтических работников».*

[7] *Приказ Минздравсоцразвития РФ от 16.04.2008 № 176н «О Номенклатуре специальностей специалистов со средним медицинским и фармацевтическим образованием в сфере здравоохранения Российской Федерации».*

[8] *Приказ Минздрава России от 07.10.2015 № 700н «О номенклатуре специальностей специалистов, имеющих высшее медицинское и фармацевтическое образование».*

[9] *Приказ Минздрава России от 13.10.2017 № 804н «Об утверждении номенклатуры медицинских услуг».*

Для обеспечения объективности расчетов использовались актуальные данные государственных закупок медицинских изделий (инвестиции в оснащение подразделений), а также официальная статистика Росстата (оценка ежегодных расходов на фонд оплаты труда — ФОТ).

РЕЗУЛЬТАТЫ

В рамках разработки методологического подхода на первом этапе исследования осуществлен анализ НПА, регламентирующих оказание медицинской помощи. Основополагающим документом, определяющим ключевые организационно-правовые принципы оказания медицинской помощи в Российской Федерации, является Закон № 323-ФЗ. Согласно статье 37 указанного закона, медицинская помощь организуется и оказывается в соответствии с ПОМП, утверждаемыми уполномоченным федеральным органом исполнительной власти — Минздравом России. Законодательство прямо закрепляет обязательный характер этих документов для всех медицинских организаций на территории РФ, что подчеркивает их ключевую роль в обеспечении единых стандартов качества и создает правовую основу для унификации подходов к организации медицинской деятельности. В соответствии с п. 2 ст. 37 Закона № 323-ФЗ ПОМП являются профильно- или нозологически ориентированными документами, детализирующими организационно-правовые основы медицинской деятельности, структура и содержание которых включают следующие обязательные элементы: этапы (алгоритм) оказания медицинской помощи; правила организации деятельности медицинских организаций и их структурных подразделений; стандарты оснащения медицинским оборудованием; рекомендуемые штатные нормативы; иные положения, учитывающие особенности видов, условий и форм оказания медицинской помощи [Сироткина, 2020].

Идентификацию медицинских вмешательств обеспечивает Номенклатура медицинских услуг[10]. Кадровый блок формируется на основе Номенклатуры должностей медицинских и фармацевтических работников[11], Номенклатуры специальностей по уровню образования[12,13] и Квалификационных требований для работников с высшим образованием[14]. Эти документы определяют структуру ФОТ с учетом права медицинских работников на сокращенную продолжительность рабочего времени[15]. Косвенные (накладные) расходы, формируемые блоком «Правила организации», включают затраты на административно-управленческий персонал, информационные системы и транспортную логистику в соответствии с Правилами ОМС[16].

Таким образом, ПОМП структурирован в несколько взаимосвязанных блоков, каждый из которых опирается на конкретный комплекс нормативных документов, формирующих набор финансовых обязательств. Эти НПА служат основой для кадрового планирования, организации трудовой деятельности и экономического обоснования работы медицинских организаций.

---

[10] *Приказ Минздрава России от 13.10.2017 № 804н «Об утверждении номенклатуры медицинских услуг».*

[11] *Приказ Минздрава России от 02.05.2023 № 205н «Об утверждении Номенклатуры должностей медицинских работников и фармацевтических работников».*

[12] *Приказ Минздрава России от 07.10.2015 № 700н «О номенклатуре специальностей специалистов, имеющих высшее медицинское и фармацевтическое образование».*

[13] *Приказ Минздравсоцразвития РФ от 16.04.2008 № 176н «О Номенклатуре специальностей специалистов со средним медицинским и фармацевтическим образованием в сфере здравоохранения Российской Федерации».*

[14] *Приказ Минздрава России от 02.05.2023 № 206н «Об утверждении Квалификационных требований к медицинским и фармацевтическим работникам с высшим образованием».*

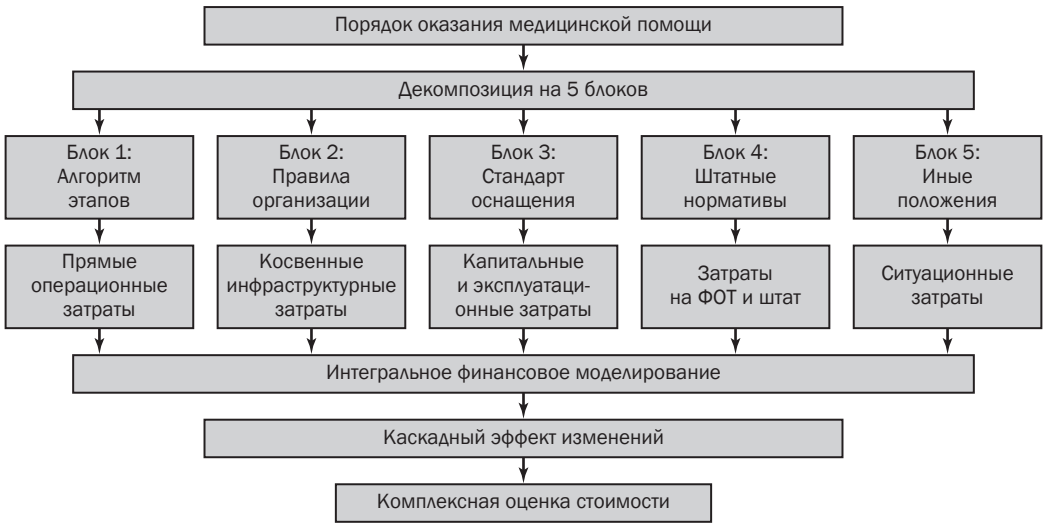
[15] *Трудовой кодекс Российской Федерации от 30.12.2001 № 197-ФЗ.*

[16] *Приказ Минздрава России от 21.08.2025 № 496н «Об утверждении Правил обязательного медицинского страхования».*

Ключевой идеей разработанного подхода является рассмотрение ПОМП не как целостного документа, а как сложной системы, состоящей из пяти взаимосвязанных блоков, каждый из которых формирует специфические виды издержек. При этом в основу структуризации видов издержек заложена понятийная база Приказа № 54, адаптированная применительно к специфике здравоохранения. Данная системная модель определяет аналитическую логику и служит основой предложенной методологии (рис. 1).

Рисунок 1

Структурно-экономическая (интегральная) модель ПОМП



Примечание. ПОМП декомпозируется на 5 блоков (Алгоритмы этапов / Правила организации / Стандарт оснащения / Штатные нормативы / Иные положения), которые сходятся в блок «Интегральное финансовое моделирование» (каскадный эффект), результатом чего является комплексная оценка стоимости.
Источник: рисунок авторов.

В основу разрабатываемого методологического подхода положен принцип системного анализа, направленный на моделирование финансовых взаимосвязей между структурными компонентами нормативного документа. Конечной целью методологии выступает создание точной финансовой модели, способной не только отразить, но и количественно оценить последовательный (каскадный) эффект, или эффект «домино», возникающий при изменении любого элемента этой сложной системы.

Ключевым инструментом, переводящим общие требования ПОМП в плоскость экономического анализа, является поэлементная декомпозиция, в результате которой формируется четкая иерархическая модель, состоящая из пяти основных блоков:

— алгоритм оказания медицинской помощи, определяющий технологический маршрут пациента и формирующий прямые операционные затраты;

— правила организации, устанавливающие архитектуру процесса и формирующие основу для косвенных (накладных) расходов — затрат на административно-управленческий персонал, информационные системы, транспортную логистику[17];

— стандарт оснащения, устанавливающий требования к оборудованию и формирующий основу для капитальных и эксплуатационных расходов;

[17] *Приказ Минздрава России от 21.08.2025 № 496н «Об утверждении Правил обязательного медицинского страхования».*

— штатные нормативы, задающие кадровую модель и являющиеся драйвером затрат на ФОТ;

— иные положения, учитывающие ситуационные затраты на специфические требования к помещениям, режиму и обучению персонала.

После декомпозиции наступает этап интегрального моделирования. При построении модели как раз проявляется преимущество системного подхода, так как модификация одного блока неизбежно приводит к пересмотру других. Например, изменение организационной структуры может приводить к пересмотру штатных нормативов и ФОТ, а также к необходимости приобретения нового оборудования или более интенсивной эксплуатации существующего, что, в свою очередь, увеличивает нагрузку на организационную инфраструктуру. Таким образом, итоговая финансовая оценка представляет собой не простую сумму затрат по пяти блокам, а сложную динамическую модель, где изменение входного параметра в одном блоке приводит к перерасчету значений в других взаимосвязанных блоках. Предложенная методология последовательно интегрирует этапы декомпозиции и финансового моделирования, формализуя связи между блоками, что позволяет не только зафиксировать рост затрат, но и определить их источники и величину.

Рисунок 2

Алгоритм проведения сравнительной оценки стоимости и дополнительного финансирования

Примечание. Этап 1 — декомпозиция и оцифровка требований (стандарт оснащения — перечень оборудования; штатные нормативы — перечень должностей). Этап 2 — стоимостная оценка (данные закупок, статистика Росстата). Этап 3 — сравнительная оценка и расчет дополнительной финансовой потребности. Итоговые показатели: изменение стоимости по компонентам и объем дополнительного финансирования.
Источник: рисунок авторов.

Для практической реализации модели разработан линейный алгоритм-калькулятор, обеспечивающий последовательное прохождение этапов количественной оценки издержек

в логике Приказа № 54. Этот алгоритм представляет собой инструмент прикладного расчета, который, опираясь на теоретический фундамент (рис. 1), выдает конкретные финансовые показатели. Реализация алгоритма включает следующие этапы: декомпозицию требований ПОМП (выделение из текста действующего и проектируемого документа конкретных обязательных требований к оснащению, штатам, алгоритмам и т. д.); группировку объектов расчета (определение однородных групп медицинских организаций или их структурных подразделений); стоимостную оценку оснащения по каждому подразделению; стоимостную оценку ФОТ; расчет дополнительной финансовой потребности; формирование итогового заключения. Практическое применение алгоритма, отражающего последовательность расчетных процедур и агрегацию данных в итоговые показатели, представлено на рис. 2.

На практике методология реализуется через два последовательных этапа — сравнительную стоимостную оценку и оценку дополнительной потребности в финансировании, что обеспечивает последовательный переход от теоретической модели к конкретным расчетам, опирающимся на сопоставление действующего и проектируемого ПОМП.

На макроуровне фокус экономической оценки смещается на два ключевых финансовых блока — оценку затрат на оснащение структурных подразделений и ФОТ, которые являются прямым количественным выражением требований, заложенных в трех других блоках. Алгоритм помощи определяет необходимый объем и технологический профиль работ, формируя спрос на оборудование и трудозатраты. Правила организации задают структуру подразделений, в рамках которой эти ресурсы функционируют. Иные положения (санитарные нормы, требования к помещениям) определяют качественные характеристики оснащения и условия труда. Таким образом, через оценку стоимости оснащения и ФОТ оценивается совокупная стоимость реализации всех нормативных требований ПОМП.

Первое направление — сравнительная стоимостная оценка. Предполагает совокупную оценку действующего и проекта нового ПОМП с последующим детальным сопоставлением суммарных расходов. Анализ проводится в разрезе структурных подразделений, указанных в документах. Для корректного сравнительного анализа проект и действующий ПОМП соотносятся между собой по структурным подразделениям, каждому из которых присваивается уникальный идентификатор. Сопоставление фокусируется на двух основных статьях затрат:

— расходы на оснащение: сравнивается стоимость основного оборудования, требуемого стандартами оснащения в действующей и проектируемой версиях для каждого подразделения (анализ включает формирование перечня подразделений и оценку финансовой потребности на их оснащение);

— расходы на оплату труда: сопоставляются затраты на ФОТ, рассчитанные на основе рекомендуемых штатных нормативов для обеих версий ПОМП (в рамках данного направления анализа формируется перечень штатных нормативов и оценивается финансовая потребность на ФОТ в разрезе структурных подразделений).

Для проведения данной оценки применены унифицированные правила. Оснащение структурных подразделений было условно разделено на две группы: основное (технологическое) и прочее (инфраструктурное). К последней категории относятся такие позиции, как автоматизированное рабочее место, мебель для хранения и т. п.

Стоимость каждой позиции определяется как средневзвешенная цена на основе данных государственных закупок[18]. Для расчета используется не менее трех релевантных контрактов, заключенных в течение года, предшествующего дате оценки (п. 28а, п. 48 Приказа № 54). При отсутствии контрактов использовались экспертные оценки

[18] *Официальный сайт Единой информационной системы в сфере закупок в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» / Официальный сайт ЕИС. URL: https://zakupki.gov.ru.*

(п. 28б-в и 29 Приказа № 54). Цены, актуальные на дату, отличающуюся от даты оценки на год и более, индексируются в соответствии с фактическим индексом потребительских цен. Количественные нормативы интерпретируются по установленным правилам. Формулировку «не менее N» предлагается трактовать как минимальную потребность в N единицах (например, «не менее 1» — как одну единицу) для унификации подхода. Указания, привязанные к переменным параметрам, таким как площадь помещения или профиль деятельности, для базового расчета принимаются за одну единицу. Это позволяет перевести качественные требования ПОМП в количественные показатели, необходимые для финансового моделирования. При этом следует учитывать, что интерпретация формулировки «не менее N» как минимального значения N дает консервативную оценку потребности. Если фактическая потребность окажется выше минимальной, итоговая стоимость возрастет, что потребует уточнения на этапе практического применения.

Оценка затрат на ФОТ осуществляется на основе рекомендуемых штатных нормативов, закрепленных в действующем и в проектируемом ПОМП, с опорой на соответствующую Номенклатуру должностей медицинских работников[19]. Ключевым фактором, влияющим на эти нормативы и связывающим требования ПОМП с финансовой моделью, выступает усложнение клинического алгоритма. Оно естественным образом приводит к необходимости скорректировать штатные нормативы и учесть возможный рост ФОТ.

Расчет строится по следующим принципам. Каждая штатная единица относится к одной из категорий персонала. Для каждой категории определяется величина среднемесячной заработной платы на основании официальных данных Росстата с учетом индикативных значений на соответствующий период (п. 39 Приказа № 54). Полученное значение представляет собой полный ФОТ, включающий все компенсационные и стимулирующие выплаты. Расчетное количество должностей в подразделении определяется по минимально указанному в нормативах значению.

Так, формулировки «не менее 1» или «в зависимости от объема работ» принимаются за одну штатную единицу, а норматив «на 1 смену» интерпретируется как две штатные единицы, исходя из двухсменного режима работы. Данное допущение исходит из типичного двухсменного режима работы амбулаторного подразделения, однако фактические режимы могут отличаться: при односменном режиме потребность в ставках снижается вдвое, при круглосуточном — возрастает. Таким образом, итоговая оценка ФОТ может варьироваться от 50 до 200% от базового расчета, что необходимо учитывать при практическом применении.

При этом нормы, привязанные к специфическим демографическим или территориальным параметрам (например, к сельскому населению), из базового расчета исключаются, так как требуют отдельного ситуационного анализа. Итоговые годовые затраты на ФОТ рассчитываются как сумма произведений среднемесячной заработной платы и расчетного количества должностей, умноженная на 12 месяцев. Такой подход обеспечивает построение сопоставимой финансовой модели, которая наглядно демонстрирует изменение нагрузки на ФОТ при переходе между редакциями ПОМП.

Второе направление — оценка дополнительной потребности в финансировании. Целью данного направления является определение объема необходимых инвестиций для реализации нового ПОМП в условиях существующей инфраструктуры. На данном этапе проводится постатейное сопоставление итоговых затрат по действующему и проектируемому ПОМП в соответствии с логикой оценки изменения издержек при пересмотре требований (п. 93–95 Приказа № 54). Оценка проводится дифференцированно. Так, для оснащения оцениваются затраты только на те позиции оборудования, которые отсутствуют

[19] *Приказ Минздрава России от 02.05.2023 № 205н «Об утверждении Номенклатуры должностей медицинских работников и фармацевтических работников».*

в действующем ПОМП, но появляются в его проекте. Для ФОТ оцениваются дополнительные расходы, обусловленные расширением штатных нормативов.

Таким образом, предложенный подход объединяет два взаимосвязанных уровня: системную модель, отражающую каскадные эффекты, возникающие при пересмотре ПОМП, и алгоритм количественной оценки финансовых последствий, в том числе затрат на оснащение и ФОТ. Апробация разработанного инструментария выполнена на примере структурного подразделения «Отделение (кабинет) врача-специалиста».

АПРОБАЦИЯ МЕТОДОЛОГИИ

Апробация проведена на примере структурного подразделения «Отделение (кабинет) врача-специалиста», одного из наиболее распространенных в амбулаторном звене. Выбор обусловлен сопоставимостью нормативных требований к оснащению и штатному расписанию, которые охватывают широкий спектр профилей специализированной амбулаторной помощи.

В ходе апробации сопоставлялись действующая версия ПОМП и проект новой редакции. Последовательное применение линейного и интегрального уровней анализа позволяет проследить полную цепочку: от выявления нормативных изменений и их финансового измерения до оценки последствий для системы финансирования. При сопоставлении двух версий документа выявлены два ключевых нормативных изменения. Несмотря на их локальный характер, они оказывают существенное влияние на финансовую модель подразделения.

Первое изменение затронуло стандарт оснащения. В проект ПОМП введена бактерицидная лампа как новая обязательная позиция. Данное решение является следствием ужесточения санитарно-эпидемиологических требований, зафиксированных в блоке «Иные положения», и представляет типичный пример каскадного эффекта, когда изменение в блоке 5 обусловило соответствующее изменение в блоке 3. Линейный анализ фиксирует лишь результат, а именно появление новой строки в перечне оборудования, тогда как интегральная модель раскрывает механизм, устанавливая причинно-следственную связь между санитарными нормами и требованиями к оснащению.

Второе изменение затронуло блок штатных нормативов. Штатный норматив для врача-специалиста увеличился с 1,0 до 1,5 ставки. Данное изменение непосредственно обусловлено ужесточением нормативов доступности медицинской помощи, закрепленных в алгоритме ее оказания (блок 1), и находит отражение в росте ключевой статьи расходов на ФОТ. Количественные результаты сравнительной стоимостной оценки приведены в табл. 1.

Таблица 1

Результаты финансово-экономической оценки подразделения «Отделение (кабинет) врача-специалиста»

Показатель	Действующий ПОМП	Проект ПОМП	Изменение
Стоимость оснащения, руб.	45 990,69	61 433,67	+33,5%
Годовой ФОТ подразделения, руб.	3 098 450,40	4 079 782,20	+31,7%
Итого годовая стоимость подразделения, руб.	3 144 441,09	4 141 215,87	+31,7%
Дополнительная потребность по оснащению, руб.	–	15 442,98	–
Дополнительная потребность по ФОТ в год, руб.	–	981 331,80	–

Источник: рассчитано и составлено авторами.

Данные табл. 1 показывают, что совокупный прирост расходов на подразделение при переходе к проектируемой редакции ПОМП составляет 31,7% (с 3 144 441,09 до 4 141 215,87 руб.).

Декомпозиция затрат позволяет выявить конкретные источники их роста. Стоимость оснащения возрастает на 33,5% исключительно за счет введения бактерицидной лампы, формируя потребность в дополнительных инвестициях в размере 15 442,98 руб. Годовые затраты на ФОТ увеличиваются на 31,7%. Ключевым драйвером роста расходов на данное направление является изменение штатного норматива для врача-специалиста, обусловливающее дополнительные ежегодные расходы в сумме 981 331,80 руб.

С позиций финансирования государственной системы здравоохранения выявленный прирост в 31,7% означает, что тарифы на оплату медицинской помощи (финансовые и объемные нормативы ПГГ), рассчитанные на основе действующей редакции ПОМП, не покрывают нормативную себестоимость при переходе на обновленные требования. Интегральная модель позволяет объяснить причины выявленных расхождений, подтвердить их системный неслучайный характер и обосновать необходимость пересмотра тарифов (нормативов) на конкретную величину (табл. 2).

Таблица 2

Сравнение аналитических возможностей двух уровней методологии

Аспект	Линейный анализ	Интегральный анализ (каскадный эффект)
Результат	Фиксация факта изменения стоимости	Выявление причин изменения стоимости
Ответ на вопрос о причинах	Констатация наличия новых позиций в оснащении и изменении штатных нормативов	Обоснование изменений ужесточением санитарных требований и ростом нормативов доступности
Целевое назначение	Констатация необходимости пересмотра тарифов	Доказательная база для обоснования пересмотра тарифов перед плательщиком; подтверждение системного характера изменений
Характер изменений	Не определяется	Системный (изменения нормативно обусловлены, а не случайны)

Источник: составлено авторами.

Таким образом, линейный анализ реализует логику оценки издержек, установленную Приказом № 54, тогда как интегральный анализ расширяет ее за счет моделирования межблоковых зависимостей. Практическая реализация методологии и связанные с ней финансовые последствия изменения нормативов отражают полную цепочку причинно-следственных связей: нормативное изменение в конкретном блоке ПОМП → каскадный эффект в смежных блоках → количественный прирост по статьям затрат → обоснование корректировки тарифов в государственной системе финансирования здравоохранения.

Таким образом, если при актуализации ПОМП интегральная стоимость подразделения возрастает, а тарифы на оплату медицинской помощи остаются без изменений, возникает системный финансовый дефицит. Интегральный уровень методологии обеспечивает его выявление, измерение и количественное обоснование, формируя тем самым доказательную базу для пересмотра тарифов в рамках ПГГ.

ОБСУЖДЕНИЕ

В контексте общей потребности отечественного здравоохранения в оптимальном распределении ограниченных ресурсов результаты исследования органично вписываются в дискуссию о совершенствовании методологии экономического обоснования нормативного регулирования в этой сфере. Как отмечается в монографии «Основы планирования медицинской помощи» [Апханова (ред.), 2020], поиск таких методов интеграции является одной из ключевых задач здравоохранения. Вместе с тем анализ научных работ, посвященных ПОМП, указывает на существенный пробел, заключающийся в преобладании организационно-клинического подхода при почти полном отсутствии экономического

анализа. Большинство исследований, включая работу «Стандартизация порядков оказания медицинской помощи в Российской Федерации» [Серяпина, Железнякова и др., 2020], рассматривают ПОМП прежде всего как инструмент стандартизации и контроля, акцентируя внимание на унификации структуры документов и регламентации процессов. При всей значимости данного подхода для государственного надзора за качеством медицинской помощи он оставляет за скобками вопрос ресурсного обеспечения нормативных требований, фактически игнорируя стратегическую цель государственной политики, а именно соответствие медицинской помощи не только потребностям населения, но и имеющимся ресурсам [Серяпина, Железнякова и др., 2020].

Практические последствия описанного упущения зафиксированы в работе [Сироткина, 2020], указывающей на необходимость согласования положений различных нормативных актов при фактическом отсутствии их экономического обоснования, и в статье [Швец, 2017], описывающей коллизии, возникающие при попытке медицинских организаций совместить строгое следование порядкам с реальным объемом финансирования. Авторы учебного пособия [Решетников (ред.), 2022] прямо связывают качество медицинской помощи, понимаемое как ее доступность и своевременность, с уровнем ресурсного обеспечения. Именно эти коллизии выявляют скрытые противоречия существующего нормативного правового регулирования. ПОМП как ключевой документ, регламентирующий организацию оказания медицинской помощи, детально определяет требования к оснащению и штатным нормативам, однако полностью обходит вопрос их соотнесения с финансовыми возможностями системы здравоохранения в целом и конкретной медицинской организации в частности. Разрыв между предписанными нормами и отсутствием их ресурсного обеспечения создает практические трудности, о которых говорят эксперты. Медицинские организации оказываются в ситуации, когда строгое следование порядкам (например, по оснащению или штатному расписанию) может вступать в противоречие с объемом выделенного финансирования.

Предлагаемый в данном исследовании подход к оценке ПОМП системно отвечает на обозначенные вопросы, предлагая новую логику взаимодействия между нормативным регулированием и тарифной политикой. ПОМП трансформируется из документа, описывающего «как должно быть», в инструмент, позволяющий ответить на вопрос «сколько это стоит и почему».

Методологическую основу подхода составляет алгоритм оценки стандартных издержек, закрепленный Приказом № 54 в соответствии с требованиями Закона № 247-ФЗ, применение которого обеспечивает воспроизводимость расчетов, их методологическую совместимость и формирование итогового заключения в стандартизованном формате. Вместе с тем использование Приказа № 54 для данной цели требует осознанной методологической адаптации, обусловленной рядом принципиальных отличий данной категории нормативных документов от типичных объектов регуляторной оценки: методика, ориентированная на оценку деятельности субъектов предпринимательства, имеет иную целевую установку и направлена на расчет показателей коммерческой деятельности. Для системы финансирования медицинской помощи, где объем ресурсов определяется клиническими рекомендациями и стандартами медицинской помощи, а не логикой извлечения прибыли, методика коммерческой оценки оказалась неприменима без существенной адаптации.

В качестве альтернативного инструментария целесообразно рассмотреть метод учета затрат по видам деятельности (Activity-Based Costing — ABC) и его модификацию, основанную на оценке затрат по времени (Time-Driven Activity-Based Costing — TDABC), которые получили распространение в экономике здравоохранения, в том числе в отечественной практике [Kaplan, Porter, 2011; Öker, Özyapici, 2013; Хайруллин, Омельяновский и др., 2024]. Данный подход обеспечивает детальное распределение затрат по видам

деятельности и точную оценку себестоимости отдельных услуг. Однако для решаемой задачи он имеет принципиальное ограничение: ABC оценивает фактические затраты на уже оказанную услугу, тогда как предложенная методология направлена на оценку нормативных издержек — прогнозной стоимости выполнения требований, которые еще предстоит реализовать. Кроме того, применение ABC требует детальной процессной модели, которая на этапе разработки ПОМП часто отсутствует. Таким образом, предложенный подход, основанный на декомпозиции нормативных требований, лучше отвечает задаче предварительной экономической оценки нормативных документов, тогда как ABC может применяться на последующих этапах — для расчета себестоимости фактически оказанных услуг.

Перспективным направлением развития предложенной методики является ее интеграция в официальную процедуру оценки регулирующего воздействия для данной категории документов. В этом контексте рассмотрение ПОМП как потенциального инструмента планово-экономического обоснования представляется логичным шагом, способным трансформировать ПОМП из источника противоречий в конструктивную основу для планирования ресурсов.

Практическим воплощением данного подхода могло бы стать дополнение структуры ПОМП разделом с методическими рекомендациями по оценке ресурсных затрат. Это позволило бы использовать ПОМП не только в целях контроля, но и для выявления возможной потребности в пересмотре объемов ресурсного обеспечения, а также соответствующих нормативов финансовых затрат и тарифов с учетом вносимых в документ изменений. Данный подход применим на всех уровнях управления, от формирования ПГГ до планирования деятельности конкретной медицинской организации, что может способствовать согласованию тарифной политики с актуальными нормативными требованиями. При этом необходимость корректировки финансовых параметров, выявленная в результате анализа, может реализовываться через индексацию действующих тарифов с сохранением их структуры либо через пересмотр состава затрат, формирующих тариф, — в зависимости от характера и масштаба нормативных изменений.

Таким образом, практическая реализация предложенных методических подходов могла бы способствовать формированию более сбалансированной системы, в которой требования к качеству медицинской помощи сочетаются с устойчивостью ее финансового обеспечения.

Ограничения исследования

Апробация выполнена на одном типе подразделения («Отделение (кабинет) врача-специалиста»); расширение эмпирической базы на иные профили и организационные формы является задачей последующих исследований. Базовый расчет ФОТ опирается на среднероссийские данные Росстата и требует учета региональных особенностей при практическом применении. Различия в уровнях оплаты труда между субъектами РФ могут быть существенными: по данным Росстата, разрыв между регионами с максимальным и минимальным уровнем среднемесячной заработной платы медицинских работников может достигать 2,5–3 раза, что способно существенно повлиять на итоговую оценку финансовой потребности при применении методики в конкретном субъекте РФ. Требования ПОМП, привязанные к переменным параметрам (объем деятельности, площадь помещений), в базовом расчете не учитывались и требуют отдельного анализа.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Разработанный методологический подход к экономической оценке ПОМП представляет собой инструмент, основанный на принципах системного анализа и поэлементной декомпозиции. Его ключевая особенность заключается в способности переходить

от простого постатейного расчета к комплексному финансовому моделированию, позволяющему учесть взаимосвязи между структурными блоками нормативного документа и оценить каскадные эффекты от их изменений. Интегральная стоимость реализации ПОМП рассматривается как динамическая модель, в которой модификация одного элемента приводит к изменениям во всей системе.

Интеграция поэлементной декомпозиции, системного анализа и каскадного финансового моделирования в рамках данного подхода позволяет получить более точный и комплексный расчет полной стоимости ПОМП, а также обеспечивает глубокое понимание структуры и динамики затрат. Практическая реализация методологии через этапы сравнительной стоимостной оценки и расчета дополнительной потребности в финансировании может служить основой для планирования бюджетов, эффективного распределения ресурсов системы здравоохранения и принятия управленческих решений. Выявленная в ходе анализа потребность в корректировке финансовых параметров может быть реализована через индексацию действующих тарифов при сохранении их структуры либо через пересмотр состава затрат, формирующих тариф, в зависимости от характера и масштаба внесенных изменений.

Таким образом, представленная методология способствует переводу организационных требований в экономические показатели, обеспечивая финансовую прозрачность нормативного регулирования в здравоохранении. Результаты ее применения могут быть использованы для анализа различных ПОМП, обоснования бюджетных запросов и стратегического планирования расходов в системе здравоохранения, что демонстрирует ее практическую значимость для экономистов, аналитиков и руководителей различного уровня. В качестве одного из возможных направлений развития методологии рассматривается ее адаптация к региональным особенностям оплаты труда и различным режимам работы подразделений, что может потребовать уточнения при практическом применении.

Список источников

1. Апханова Н. С. (ред.). Основы планирования медицинской помощи: учебное пособие / Иркутский государственный медицинский университет. Иркутск: ИГМУ, 2020. 52 с. URL: https://e.lanbook.com/book/276140.
2. Решетников А. В. (ред.). Экономика и управление в здравоохранении: учебник и практикум для вузов. Москва: Юрайт, 2022. 316 с. URL: https://urait.ru/bcode/507997.
3. Серяпина Ю. В., Железнякова И. А. и др. Стандартизация порядков оказания медицинской помощи в Российской Федерации // Медицинские технологии. Оценка и выбор. 2020. № 3. С. 36–43. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_44299790_42127816.pdf.
4. Сироткина М. И. Нормативно-правовое регулирование деятельности медицинских работников (иерархия законодательных актов, их многообразие и соотношение) // Практика педиатра. 2020. № 2. URL: https://medi.ru/pp/arhiv/zhurnal_praktika_pediatra_arhiv_za_2020_god/2_2020/16892/.
5. Швец Ю. Ю. Практика экономико-правового регулирования предоставления медицинских услуг // Вестник Пермского национального исследовательского политехнического университета. Социально-экономические науки. 2017. № 1. С. 247–261. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_28989530_24621102.pdf.
6. Хайруллин И. И., Омельяновский В. В. и др. Подходы к определению себестоимости лабораторных исследований // ФАРМАКОЭКОНОМИКА. Современная фармакоэкономика и фармакоэпидемиология. 2024. Т. 17. № 2. С. 232–242. https://doi.org/10.17749/2070-4909/farmakoekonomika.2024.245.
7. Kaplan R. S., Porter M. E. How to Solve the Cost Crisis in Health Care // Harvard Business Review. 2011. Vol. 89. № 9. P. 46–64. URL: https://academie-nieuwezorg.nl/wp-content/uploads/2019/11/5-Ton-Hanselaar-How-to-Solve-the-Cost-Crisis-in-Health-Care-Kaplan-R.S.-Porter-M.E..pdf.
8. Öker F., Özyarıcı H. A New Costing Model in Hospital Management: Time-Driven Activity-Based Costing System // The Health Care Manager. 2013. Vol. 32. № 1. P. 23–36. https://doi.org/10.1097/HCM.0b013e31827ed898.

References

1. Apkhanova N.S. (eds.). (2020). Fundamentals of Medical Care Planning. Textbook. Irkutsk State Medical University. Irkutsk: ISMU, 52 p. (in Russ.). URL: https://e.lanbook.com/book/276140.
2. Reshetnikov A.V. (eds.). (2022). Economics and Management in Healthcare: textbook and practice manual for universities. Moscow: Yurait, 316 p. (in Russ.). URL: https://urait.ru/bcode/507997.
3. Seryapina Yu.V., Zheleznyakova I.A. et al. (2020). Standardization of Procedures for Providing Medical Care in the Russian Federation. *Medical Technologies. Assessment and Choice*, 3, 36–43 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_44299790_42127816.pdf.
4. Sirotkina M.I. (2020). Regulatory and Legal Regulation of the Activities of Medical Workers (Hierarchy of Legislative Acts, Their Diversity and Correlation). *Pediatric Practice*, 2 (in Russ.). URL: https://medi.ru/pp/arhiv/zhurnal_praktika_pediatra_arhiv_za_2020_god/2_2020/16892/.
5. Shvets Yu.Yu. (2017). Practice of Economic and Legal Regulation of the Provision of Medical Services. *Bulletin of Perm National Research Polytechnic University. Socio-Economic Sciences*, 1, 247–261 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_28989530_24621102.pdf.
6. Khairullin I.I., Omelyanovsky V.V. et al. (2024). Approaches to determining the cost of laboratory research. *PHARMACOECONOMICS. Modern Pharmacoeconomics and Pharmacoepidemiology*, 17, 2, 232–242 (in Russ.). https://doi.org/10.17749/2070-4909/farmakoekonomika.2024.245.
7. Kaplan R.S., Porter M.E. (2011). How to Solve the Cost Crisis in Health Care. *Harvard Business Review*, 89, 9, 46–64. URL: https://academie-nieuwezorg.nl/wp-content/uploads/2019/11/5-Ton-Hanselaar-How-to-Solve-the-Cost-Crisis-in-Health-Care-Kaplan-R.S.-Porter-M.E..pdf.
8. Öker F., Özyapıcı H. (2013). A New Costing Model in Hospital Management: Time-Driven Activity-Based Costing System. *The Health Care Manager*, 32, 1, 23–36. https://doi.org/10.1097/HCM.0b013e31827ed898.

Информация об авторах

***Светлана Андреевна Ковалева**, начальник отдела анализа ресурсов здравоохранения Центра экспертизы и контроля качества медицинской помощи Минздрава России, г. Москва, Российская Федерация; старший научный сотрудник Центра финансов здравоохранения НИФИ Минфина России, г. Москва, Российская Федерация*

***Оксана Александровна Волкова**, кандидат медицинских наук, главный специалист отдела способов оплаты медицинской помощи Центра экспертизы и контроля качества медицинской помощи Минздрава России, г. Москва, Российская Федерация*

***Екатерина Александровна Капустина**, главный специалист отдела анализа ресурсов здравоохранения Центра экспертизы и контроля качества медицинской помощи Минздрава России, г. Москва, Российская Федерация*

***Денис Николаевич Пустовалов**, заместитель начальника отдела анализа ресурсов здравоохранения Центра экспертизы и контроля качества медицинской помощи Минздрава России, г. Москва, Российская Федерация*

***Денис Валерьевич Федяев**, начальник управления экономики и финансирования здравоохранения Центра экспертизы и контроля качества медицинской помощи Минздрава России, г. Москва, Российская Федерация; научный сотрудник Центра финансов здравоохранения НИФИ Минфина России, г. Москва, Российская Федерация; ассистент кафедры организации здравоохранения и общественного здоровья с курсом оценки технологий здравоохранения Российской медицинской академии непрерывного профессионального образования Минздрава России, г. Москва, Российская Федерация*

***Виталий Владимирович Омельяновский**, доктор медицинских наук, профессор, генеральный директор Центра экспертизы и контроля качества медицинской помощи Минздрава России, г. Москва, Российская Федерация; руководитель Центра финансов здравоохранения НИФИ Минфина России, г. Москва, Российская Федерация; заведующий кафедрой организации здравоохранения и общественного здоровья с курсом оценки технологий здравоохранения Российской медицинской академии непрерывного профессионального образования Минздрава России, г. Москва, Российская Федерация*

Information about the authors

***Svetlana A. Kovaleva**, Head of the Healthcare Resource Analysis Department, Center for Healthcare Quality Assessment and Control, Ministry of Health of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation; Senior Research Fellow, Financial Research Institute, Ministry of Finance of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation*

***Oksana A. Volkova**, Candidate of Medical Sciences, Chief Specialist, Department of Healthcare Payment Methods, Center for Healthcare Quality Assessment and Control, Ministry of Health of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation*

***Ekaterina A. Kapustina**, Chief Specialist, Healthcare Resource Analysis Department, Center for Healthcare Quality Assessment and Control, Ministry of Health of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation*

***Denis N. Pustovalov**, Deputy Head of the Healthcare Resource Analysis Department, Center for Healthcare Quality Assessment and Control, Ministry of Health of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation*

***Denis V. Fedyaev**, Head of the Department of Healthcare Economics and Financing, Center for Healthcare Quality Assessment and Control, Ministry of Health of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation; Research Fellow, Financial Research Institute, Ministry of Finance of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation; Assistant Professor, Department of Healthcare Organization and Public Health with the Course of Health Technology Assessment, Russian Medical Academy of Continuous Professional Education, Ministry of Health of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation*

***Vitaly V. Omelyanovskiy**, Doctor of Medical Sciences, Professor, General Director of the Center for Healthcare Quality Assessment and Control, Ministry of Health of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation; Head of the Healthcare Financing Center, Financial Research Institute, Ministry of Finance of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation; Head of the Department of Healthcare Organization and Public Health with the Course of Health Technology Assessment, Russian Medical Academy of Continuous Professional Education, Ministry of Health of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation*

Статья поступила в редакцию 15.06.2026
Одобрена после рецензирования 01.09.2026
Принята к публикации 30.09.2026

The article submitted June 15, 2026
Approved after reviewing September 1, 2026
Accepted for publication September 30, 2026

НИФИ МИНФИНА РОССИИ

Финансовый журнал

Научно-практическое издание

ISSN 2075-1990
ISSN 2658-5332

125375, Москва, Настасьинский пер., д. 3, стр. 2, тел. (495) 699-76-83

Уважаемые авторы!
Приглашаем к сотрудничеству с «Финансовым журналом»

«**Финансовый журнал**» — рецензируемое научно-практическое издание, выходит с 2009 года. Международные стандартные номера сериального издания: **ISSN 2075-1990** (Print) и **ISSN 2658-5332** (Online).

Учредитель и издатель — федеральное государственное бюджетное учреждение «Научно-исследовательский финансовый институт Министерства финансов Российской Федерации», г. Москва.

Главный редактор — врио директора НИФИ Минфина России **Глеб Покатович**.

«**Финансовый журнал**» включен в Перечень ВАК, входит в базы данных: РИНЦ, RSCI, RePEc, Ulrich's Periodicals Directory, Open Academic Journals Index, Directory of Open Access Journals.

Издание публикует материалы по следующей тематике: государственные финансы, финансовые рынки, финансовые инвестиции, рынки страхования, платежные системы, банковская сфера, цифровые финансовые активы, международные финансы.

Все статьи публикуются в журнале БЕСПЛАТНО. Статьям присваиваются цифровые идентификаторы объектов — **DOI** (Digital Object Identifier).

Тексты всех статей размещаются в открытом доступе на сайте «Финансового журнала» www.finjournal-nifi.ru, на портале Научной электронной библиотеки (**НЭБ**) www.elibrary.ru, на портале Научной электронной библиотеки «КиберЛенинка», в международной базе научных журналов открытого доступа Open Academic Journals Index (**OAJI**).

Статьи индексируются в международной базе данных Research Papers in Economics (**RePEc**) и в международном каталоге научных журналов открытого доступа Directory of Open Access Journals (**DOAJ**).

Издание выходит 6 раз в год (февраль, апрель, июнь, август, октябрь, декабрь).

www.finjournal-nifi.ru

Редакция:
Тел. +7 (495) 699-76-83
E-mail: finjournal@gmail.com
E-mail: finjournal@nifi.ru

ПОЛОЖЕНИЕ О ПУБЛИКАЦИОННОЙ ЭТИКЕ
научно-практического издания «Финансовый журнал»

Редакция, Редакционная коллегия и Издатель «Финансового журнала» руководствуются общепринятыми международными стандартами этики научных публикаций, разработанными и утвержденными Комитетом по этике научных публикаций (Committee on Publication Ethics — COPE) и прилагают усилия для полного их соблюдения.

Обязанности и ответственность авторов

Вопросы авторства

Авторами статьи могут быть только лица, внесшие существенный вклад в концепцию, разработку, осуществление или интерпретацию представленного исследования. Все лица, внесшие существенный вклад, должны быть указаны как соавторы статьи.

Оригинальность работы и плагиат

Авторы должны гарантировать, что написанная ими статья самостоятельна (оригинальна), а в случае использования чужих работ и/или высказываний должны отражать это в форме соответствующих ссылок и цитат.

Стандарты подачи материала

Статья должна содержать всю необходимую информацию и все ссылки для того, чтобы другие специалисты могли убедиться в правильности проведенного исследования.

Доступ к данным и их сохранение

Авторы должны быть готовы по запросу редакции предоставить исходные данные, использованные при подготовке статьи, и публичный доступ к ним.

Раскрытие информации и конфликт интересов

Все авторы должны указывать в рукописях на любой конфликт интересов, который может повлиять на интерпретацию результатов работы.

Рассылка статьи «веером»

Отправка одной и той же рукописи одновременно в несколько журналов считается неэтичной и неприемлемой. При выявлении такого факта редакция отклоняет поступившую статью и информирует об этом автора.

Обязанности и ответственность рецензентов

Вклад в процесс принятия решения

Рецензент помогает редакционной коллегии (главному редактору) принять решение о публикации рукописи, а автору (авторам) — улучшить качество и содержание статьи.

Конфиденциальность

Любая рукопись статьи, полученная для рецензирования, должна рассматриваться рецензентом как конфиденциальный документ, не подлежащий передаче кому-либо и обсуждению его с кем-либо, кроме редакции.

Стандарты объективности и конфликт интересов

Рецензент обязан оценивать рукопись объективно, исключительно на основе ее научного содержания. Свое мнение о рукописи, замечания и предложения по улучшению материала он должен выражать ясно и аргументированно. Рецензент обязан сообщать редакции о наличии конфликта интересов из-за конкурирующих отношений или сотрудничества с автором (авторами).

Исключение плагиата

Рецензент обязан обращать внимание редакции на любой случай существенного сходства или совпадения рецензируемой рукописи с любой опубликованной работой, о которой он знает.

Об уважении к авторам

Рецензент обязан уважительно относиться к автору (авторам) статьи. Персональная критика автора (авторов) недопустима. Авторы не должны подвергаться оскорбительному обращению в любой форме, включая уничижительные замечания.

Правила приема статей в «Финансовый журнал»

1. К публикации принимаются научные статьи (исследовательские материалы, аналитические обзоры), строго соответствующие тематике журнала, ранее не публиковавшиеся и не предназначенные к одновременной публикации в других изданиях.

2. Ответственность за достоверность и научно-теоретический уровень материала статей несут авторы. Все данные, указанные в статье, должны быть подтверждены расчетами авторов и ссылками на источники.

В целях обеспечения достоверности, воспроизводимости результатов и возможности верификации расчетов авторы обязаны предоставить в редакцию исходные материалы, использованные при подготовке научной статьи. Указанные материалы направляются одновременно с научной статьей в виде приложений или отдельных файлов.

3. Направляя научную статью в редакцию, авторы подтверждают соблюдение ими всех положений авторской публикационной этики, выражают свое согласие на редактирование (литературное, техническое) текста статьи, а также на публикацию и размещение статьи в открытом доступе в «сети Интернет», о чем указывают в сопроводительном письме. Сопроводительное письмо подписывается всеми авторами статьи.

4. Статью, оформленную в соответствии с редакционными требованиями, и скан сопроводительного письма авторы направляют в редакцию в электронном виде.

5. Редакция не оказывает авторам платных услуг. Публикация статей производится на безвозмездной основе. Плата за публикацию не взимается, вознаграждение авторам не выплачивается.

6. Редакция не принимает (отклоняет) статьи, не соответствующие требованиям пп. 1–4 настоящих правил.

7. Принятая к рассмотрению статья регистрируется в Журнале учета статей, поступивших в редакцию. О регистрации статьи официальный представитель редакции информирует автора (авторов).

8. Все принятые к рассмотрению статьи проходят проверку на отсутствие неправомерных заимствований и недобросовестного самоцитирования. Проверка проводится с помощью системы «Антиплагиат.Эксперт» и с использованием материалов различных сайтов.

Редакция оставляет за собой право проводить дополнительную техническую проверку поступивших научных статей с использованием программных средств искусственного интеллекта (DeepSeek, Claude и аналоги) для оценки качества текста, логики изложения, а также выявления признаков искусственного интеллекта при подготовке материала без должной научной проработки. По результатам такой проверки редакция может запросить у автора дополнительные пояснения или принять решение об отклонении научной статьи.

9. Статьи, принятые к рассмотрению, проходят обязательное научное рецензирование с целью их экспертной оценки. Предварительная оценка поступивших статей осуществляется членами редколлегии и главным редактором.

10. Статьи, соответствующие тематике журнала и прошедшие предварительную оценку, направляются рецензентам. Процедура рецензирования статей является анонимной и для рецензентов, и для авторов.

11. По результатам рецензирования статья может быть принята к публикации, направлена автору (авторам) на доработку или отклонена.

12. Решение о публикации статьи или об отказе в публикации на основании экспертных оценок рецензентов принимает редакционная коллегия. Решение редколлегии утверждает главный редактор.

13. Редакция не вступает в дискуссию с авторами отклоненных статей и не несет обязательств по рецензированию всех поступающих в редакцию материалов.

14. Опубликованные в журнале статьи не представляют официальную позицию Минфина России и НИФИ Минфина России.

Порядок рецензирования рукописей статей

1. Все статьи, принятые редакцией к рассмотрению, проходят обязательное научное рецензирование и проверку на отсутствие неправомерных заимствований и недобросовестного самоцитирования, в том числе с помощью системы «Антиплагиат. Эксперт».

Редакция вправе проводить дополнительную техническую проверку научной статьи с использованием программных средств искусственного интеллекта (DeepSeek, Claude и аналоги) для целей предварительной оценки качества текста статьи и выявления возможных признаков его генерации без авторской научной проработки.

2. Предварительная оценка поступивших статей осуществляется членами рабочей группы редколлегии.

3. Статьи, соответствующие тематике журнала и прошедшие предварительную оценку, направляются рецензентам. В качестве рецензентов выступают члены редколлегии и привлеченные эксперты, занимающиеся вопросами (проблемами, исследованиями) в области тематики рецензируемой статьи и имеющие в течение последних трех лет публикации по данной тематике.

Вместе с научной статьей рецензенту могут быть переданы исходные материалы, предоставленные автором в соответствии с требованием п. 2 Правил публикации научных статей в периодическом научно-практическом издании «Финансовый журнал», для проверки обоснованности выводов. Передача таких материалов осуществляется редакцией с соблюдением конфиденциальности и только в целях научной экспертизы.

4. Продолжительность рецензирования рукописи статьи (после одобрения ее рабочей группой редколлегии) составляет, как правило, от одного до двух месяцев.

5. Процедура рецензирования является анонимной как для рецензента, так и для автора (авторов). Рецензенты уведомляются о том, что переданные им материалы являются частной собственностью авторов и относятся к сведениям, не подлежащим разглашению. Рецензент вправе запросить у редакции исходные материалы для проверки достоверности выводов, указанных в научной статье. Редакция предоставляет такие данные рецензенту при условии сохранения их конфиденциальности.

6. Рецензия оформляется в файле Word, подписывается рецензентом с указанием фамилии, инициалов, ученой степени, ученого (почетного) звания, должности, названия вуза (организации), даты оформления и направляется в редакцию в электронном виде.

7. По мнению редколлегии, рецензия должна содержать:

— суждения о соответствии названия статьи ее материалу, об оригинальности материала, о степени его новизны и актуальности, о степени исследованности проблемы, о логичности и обоснованности выводов;

— мотивированные обоснования указанных в рецензии замечаний;

— рекомендации автору (авторам) по доработке статьи;

— рекомендации (предложения) для редколлегии и редакции;

— вывод о целесообразности или нецелесообразности публикации рукописи статьи в «Финансовом журнале».

8. Рецензии хранятся в редакции в течение пяти лет. Копии рецензий направляются в Минобрнауки России по соответствующему запросу.

9. Если в рецензии содержатся рекомендации по исправлению и доработке статьи, официальный представитель редакции направляет автору (авторам) текст рецензии (без указания информации о рецензенте) с предложением доработать материал. Поступившая в редакцию доработанная статья может быть направлена на повторное рецензирование.

10. По результатам рецензирования и доработки статья решением редколлегии может быть принята к публикации, отправлена автору (авторам) на дополнительную доработку или отклонена. Решение редколлегии утверждает главный редактор.

Уважаемые читатели и авторы!

Оформить подписку на издание «**Финансовый журнал**» (подписной индекс **42068**) можно в **Агентстве подписки «Урал-Пресс»**.

Контакты: https://www.ural-press.ru, тел. 8 (499) 700-05-07.

Редакция:

Главный редактор Г. Г. Покатович
Заместитель главного редактора А. И. Вотинов
Заместитель главного редактора Ю. В. Кузнецов
Начальник редакционно-издательского отдела Г. И. Агеев
Редактор Л. И. Кизилова
Корректор О. С. Алтарева
Корректор Е. А. Глухова
Дизайн и верстка А. С. Лухин

Адрес редакции:

Настасьинский пер., д. 3, стр. 2, Москва 125375, Россия
Тел. (495) 699-76-83
E-mail: finjournal@gmail.com
Сайт: www.finjournal-nifi.ru

Подписано в печать 21.10.2026. Свободная цена. Тираж 150 экз. Заказ № 5550-26.
Отпечатано в соответствии с предоставленными материалами в ООО «Амирит».
410012, г. Саратов, ул. Университетская, зд. 36, стр. 1.
Тел. (8452) 24-86-33, e-mail: 248633a@mail.ru