

# ВЕСТНИК ИНСТИТУТА ЭКОНОМИКИ РОССИЙСКОЙ АКАДЕМИИ НАУК

№ 6/2025

НАУЧНЫЙ ЖУРНАЛ  
ИЗДАЕТСЯ С 2007 ГОДА  
ВЫХОДИТ 6 РАЗ В ГОД

УЧРЕДИТЕЛЬ  
Федеральное государственное бюджетное учреждение науки  
Институт экономики Российской академии наук



ГЛАВНЫЙ РЕДАКТОР  
Козлова С.В., доктор экономических наук



РЕДАКЦИОННАЯ КОЛЛЕГИЯ  
Ахапкин Н.Ю., канд. экон. наук  
(заместитель главного редактора)  
Букина И.С., канд. экон. наук  
Братченко С.А., канд. экон. наук  
Колпакова И.А., канд. экон. наук  
Пылин А.Г., канд. экон. наук  
Грибанова О.М.



СЕКРЕТАРИАТ ЖУРНАЛА  
Касьяненко Т.М.  
Нефёдова Н.П.

---

МОСКВА

---

---

## РЕДАКЦИОННЫЙ СОВЕТ

**Гринберг Р.С.**

председатель, член-корреспондент РАН,  
научный руководитель Института экономики РАН

**Головнин М.Ю.**

член-корреспондент РАН, директор Института экономики РАН

**Абрамова М.А.**

доктор экономических наук, профессор,  
зав. кафедрой банковского дела и монетарного регулирования  
Финансового университета при Правительстве Российской Федерации

**Александрова О.А.**

доктор экономических наук, заместитель директора по научной работе  
Института социально-экономических проблем народонаселения РАН

**Аносова Л.А.**

доктор экономических наук, профессор, начальник отдела –  
заместитель академика-секретаря Отделения общественных наук РАН

**Бахтизин А.Р.**

член-корреспондент РАН, директор Центрального экономико-  
математического института РАН

**Буторина О.В.**

член-корреспондент РАН, заместитель директора по научной работе  
Института Европы РАН

**Валентей С.Д.**

доктор экономических наук, профессор, руководитель  
научно-исследовательского объединения РЭУ имени Г.В. Плеханова

**Городецкий А.Е.**

доктор экономических наук, профессор, руководитель научного  
направления Института экономики РАН

**Иващенко Н.П.**

доктор экономических наук, профессор, научный руководитель  
кафедры экономики инноваций экономического факультета  
Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова

**Калабихина И.Е.**

доктор экономических наук, профессор, зав. кафедрой народонаселения  
экономического факультета Московского государственного университета  
имени М.В. Ломоносова

---

---

**Кузнецов А.В.**

член-корреспондент РАН, доктор экономических наук,  
директор Института научной информации по общественным  
науками РАН

**Лаврикова Ю.Г.**

доктор экономических наук, профессор,  
директор Института экономики УрО РАН

**Ленчук Е.Б.**

доктор экономических наук, руководитель научного направления  
Института экономики РАН

**Музычук В.Ю.**

доктор экономических наук, заместитель директора  
по научной работе Института экономики РАН

**Некипелов А.Д.**

академик РАН, директор Московской школы экономики  
Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова

**Прокапало О.М.**

доктор экономических наук, заместитель директора по научной работе  
Института экономических исследований ДВО РАН

**Рубинштейн А.Я.**

доктор философских наук, профессор,  
руководитель научного направления Института экономики РАН

**Цветков В.А.**

член-корреспондент РАН, профессор, заведующий кафедрой  
экономической теории Финансового университета  
при Правительстве Российской Федерации

**Черных С.И.**

доктор экономических наук, профессор,  
главный научный сотрудник Института экономики РАН,  
зав. сектором Института проблем развития науки РАН

**Шабунова А.А.**

доктор экономических наук, доцент, директор Вологодского  
научного центра РАН

---

---

---

ВЕСТНИК  
ИНСТИТУТА ЭКОНОМИКИ  
РОССИЙСКОЙ АКАДЕМИИ НАУК  
Научный журнал

№ 6/2025

Журнал «Вестник Института экономики Российской академии наук»  
зарегистрирован Федеральной службой по надзору за соблюдением  
законодательства в сфере массовых коммуникаций и охране культурного наследия.  
Свидетельство о регистрации средства массовой информации  
ПИ № ФС 77-26786 от 19 января 2007 г.  
ISSN 2073-6487  
Каталог «Урал-Пресс», индекс подписной 80713

Журнал «Вестник Института экономики Российской академии наук»  
входит в Перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий ВАК,  
в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций  
на соискание ученой степени кандидата наук, на соискание ученой степени доктора  
наук, по следующим научным специальностям и соответствующим им отраслям науки:

- 5.2.1. Экономическая теория (экономические науки),
- 5.2.3. Региональная и отраслевая экономика (экономические науки),
- 5.2.4. Финансы (экономические науки),
- 5.2.5. Мировая экономика (экономические науки)

Журнал включен в Российский индекс научного цитирования (в ядро РИНЦ)

Журнал входит в базу данных Russian Science Citation Index

Все статьи проходят обязательное рецензирование

Высказанные в статьях мнения и суждения  
могут не совпадать с точкой зрения редакции.  
Ответственность за подбор и изложение материалов  
несут авторы публикаций

---

---

# СОДЕРЖАНИЕ

---

---

## ЭКОНОМИКА И УПРАВЛЕНИЕ

**Ахапкин Н.Ю.**

Динамика промышленного производства в России: эффекты  
санкционных ограничений и изменений отраслевой структуры ..... 7

**Букина И.С.**

Инвестиции как фактор структурной перестройки российской  
экономики: роль бюджетных средств ..... 24

**Музычук В.Ю.**

Долгосрочная программа сохранения культурного наследия в России  
через призму институциональных вызовов ..... 47

**Козлова С.В.**

Актуальные вопросы управления государственным имуществом  
в 2025 г. .... 72

## МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

**Еремин В.В., Побываев С.А., Сильвестров С.Н.**

Экономические факторы глобальной турбулентности ..... 86

**Ушкалова Д.И.**

Тарифная политика Д. Трампа и внешняя торговля России ..... 109

**Смородинская Н.В., Катуков Д.Д., Малыгин В.Е.**

Трампономика как апофеоз экономического и технологического  
национализма ..... 127

## ФИНАНСЫ

**Кочергин Д.А.**

Основные направления использования искусственного интеллекта  
в финансовой сфере ..... 147

**Сегаль А.Е., Мальков А.В., Осадчев А.В.**

Анализ связи рыночных настроений розничных инвесторов  
и первоначальной доходности сделок IPO в России в «новой  
реальности» (с 2022 г.) ..... 170

**Клюкин Б.Д.**

Кластерный анализ показателей финансовых систем  
для определения пороговых значений их вклада  
в экономический рост ..... 192

---

---

# CONTENTS

---

---

## ECONOMICS AND MANAGEMENT

**Akhapkin N.Yu.**

|  |   |
|--|---|
| Industrial Production Dynamics in Russia: Effects of Sanctions<br>Restrictions and Changes in the Industry Structure ..... | 7 |
|--|---|

**Bukina I.S.**

|   |    |
|---|----|
| Investments as a Factor in Structural Reconstruction of the Russian<br>Economy: the Role of Budgetary Funds ..... | 24 |
|---|----|

**Muzychuk V.Yu.**

|  |    |
|--|----|
| Long-Term Program for Preserving Cultural Heritage in Russia<br>through the Lens of Institutional Challenges ..... | 47 |
|--|----|

**Kozlova S.V.**

|   |    |
|---|----|
| Topical Issues of State Property Management in 2025 ..... | 72 |
|---|----|

## WORLD ECONOMY

**Eremin V.V., Pobyvaev S.A., Silvestrov S.N.**

|   |    |
|---|----|
| Economic Factors of Global Turbulence ..... | 86 |
|---|----|

**Ushkalova D.I.**

|   |     |
|---|-----|
| D. Trump's Tariff Policy and Russia's Foreign Trade ..... | 109 |
|---|-----|

**Smorodinskaya N.V., Katukov D.D., Malygin V.E.**

|   |     |
|---|-----|
| Trumponomics as the Apotheosis of Economic and Technological<br>Nationalism ..... | 127 |
|---|-----|

## FINANCE

**Kochergin D.A.**

|   |     |
|---|-----|
| Main Trends in the Use of Artificial Intelligence in the Financial Sector ..... | 147 |
|---|-----|

**Segal A.E., Malkov A.V., Osadchev A.V.**

|  |     |
|--|-----|
| The Analysis of the Relationship between Retail Investor Sentiment<br>and Initial IPO Returns in Russia's "New Reality" (since 2022) ..... | 170 |
|--|-----|

**Klyukin B.D.**

|   |     |
|---|-----|
| Cluster Analysis of Financial System Indicators to Determine<br>Threshold Values of their Contribution to Economic Growth ..... | 192 |
|---|-----|

---

## ЭКОНОМИКА И УПРАВЛЕНИЕ

---

**Н.Ю. АХАПКИН**

кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник  
ФГБУН Институт экономики РАН

### **ДИНАМИКА ПРОМЫШЛЕННОГО ПРОИЗВОДСТВА В РОССИИ: ЭФФЕКТЫ САНКЦИОННЫХ ОГРАНИЧЕНИЙ И ИЗМЕНЕНИЙ ОТРАСЛЕВОЙ СТРУКТУРЫ**

Динамика промышленного производства в период 2022–2025 гг. была волнообразной. Это было вызвано сменой условий развития российской экономики, его приоритетов и расширением мер и инструментов стимулирования экономической активности. Произошли заметные изменения в структуре промышленности. По темпам роста на первый план, начиная с 2023 г., вышла обрабатывающая промышленность, и в ее составе сформировалась устойчивая группа отраслей-лидеров. При этом проявилась и стала нарастать структурная разбалансировка, когда увеличение выпуска в отдельных отраслях обрабатывающей промышленности значительно выше, чем в большинстве других. Потенциал наращивания темпов роста промышленного производства к концу 2024 г. оказался почти исчерпанным. В то же время факторы, ограничивающие рост, напротив, сохраняются, и, более того, нельзя исключать их усиления. В условиях сокращения ресурсной базы развития экономики наиболее вероятным сценарием на среднесрочную перспективу становится переход российской промышленности на темпы роста, существенно уступающие уровням 2023–2024 гг.

**Ключевые слова:** *промышленность, экономический рост, бизнес-цикл, структура, структурные изменения, экономическая динамика.*

**УДК:** 330.357, 330.33, 338.12

**EDN:** EFVMJG

**DOI:** 10.52180/2073-6487\_2025\_6\_7\_23

Динамика промышленного производства в условиях введенных в отношении российской экономики санкций была волнообразной. От резкого спада промышленность сравнительно быстро перешла к росту. Ресурсные ограничения и сужение внешних рынков не стали для российской промышленности фатальными [1; 2; 3]. При поддержке государства быстро началась перестройка хозяйственных свя-

зей, менялись логистические цепочки и внешнеторговые партнеры<sup>1</sup>, а спрос, рост которого восстановился уже в конце 2022 г. и затем усилился, обеспечил возможности расширения внутреннего производства [4]. Происходило снижение зависимости промышленных предприятий от импорта<sup>2</sup>. Но рост, продолжавшийся более двух лет, не был устойчивым. С середины 2024 г. его темпы стали снижаться, а к середине 2025 г. они сошли на нет. Существенные различия наблюдались по темпам роста отдельных отраслей. Выделились отрасли, ставшие лидерами по наращиванию производства, и отрасли-аутсайдеры.

Факторы, запустившие такой рост и определившие не только его темпы, но и структуру, – это факторы внеэкономические [5, с. 6]. Их влияние на российскую экономику было резким, носящим характер внешнего шока. Они изменили условия роста, обусловили необходимость определения его новых приоритетов. При сохранении институциональных основ произошла смена логики развития российской экономики и промышленности как ее части. Потребовались существенно большие усилия государства, даже по сравнению с периодом пандемии, по обеспечению стабильности экономической системы, стимулированию спроса и расширению набора инструментов и институтов денежно-кредитной, структурной и регуляторной политики.

Волнообразное – от спада к росту – движение экономической системы, особенно если оно является краткосрочным, это внешнее проявление классического циклического кризиса (бизнес-цикла) [6; 7]. Его вместе со всей экономикой и прошла российская промышленность. Но причины, а также достаточно определенно проявившиеся эффекты цикла 2022–2025 гг., включая изменения структурной динамики, уникальны. Изучение этих эффектов, как и влияния факторов, их обусловивших, позволит лучше понять и особенности внутреннего устройства российской экономики, и эффективность мер стимулирования экономической активности и поддержки роста промышленного производства, и его перспективы.

<sup>1</sup> Ступин М. Оценка вклада шоков спроса и предложения в динамику экономической активности на основе оперативных данных. Аналитическая записка. Банк России. Май 2025 г. [https://cbr.ru/ec\\_research/analytics/#y2025](https://cbr.ru/ec_research/analytics/#y2025) (дата обращения: 02.10.2025); Разворот на восток. Центр развития энергетики. Итоговый отчет за 2022 год. <https://entran.ru/otchjot-ob-jenergoperehode/godovoj-otchjot-centra-rje-razvorot-na-vostok/> (дата обращения: 08.10.2025).

<sup>2</sup> Карлова Н., Пузанова Е. Российская обрабатывающая промышленность в условиях санкций: результаты опроса предприятий. Аналитическая записка. Банк России. Сентябрь 2023 г. [https://cbr.ru/ec\\_research/analytics/#y2023](https://cbr.ru/ec_research/analytics/#y2023) (дата обращения: 02.10.2025).



## **Кризисный 2022 г.: от резкого спада к восстановлению роста**

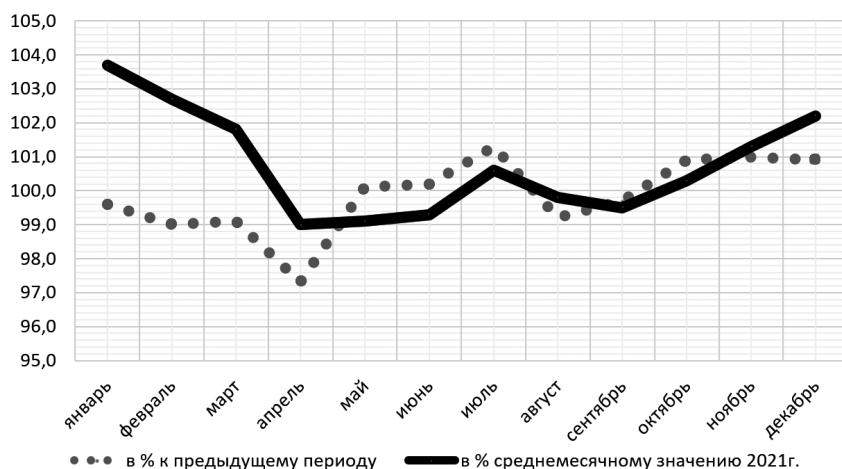
В качестве отправной точки анализа можно использовать показатели российского промышленного производства за 2021 г., когда были отыграны потери «пандемийного» 2020 г. Начиная с II квартала 2021 г. промышленность росла, и годовой индекс производства, по данным Росстата, составил 106,3%<sup>3</sup> [8; 9, с. 71]. Но надо учитывать, что столь высокого уровня показатель достиг за счет низкой базы предыдущего года. По месячным данным с исключением сезонного и календарного факторов, динамика была положительной, но слабо выраженной. Промышленность возвращалась к невысоким годовым темпам роста, наблюдавшимся после 2012 г., и факторов, которые могли бы ситуацию изменить, не было. Внешний спрос поддерживал рост в добывающих отраслях, но обрабатывающая промышленность стагнировала [10, с. 215].

В I квартале 2022 г. изменений не было. Хотя индекс производства по отношению к тому же кварталу 2021 г. составил 106,3%, по месячным данным с исключением сезонного и календарного факторов было видно, что рост в целом по промышленности остановился, а в обрабатывающих отраслях объемы производства снизились. Такое замедление, скорее всего, было конъюнктурным и вряд ли бы продлилось долго. Условия для формирования устойчивых и определенно выраженных ни понижательной, ни повышательной тенденций не сложились.

Оценку динамики промышленного производства дополним показателями, характеризующими его вклад в валовую добавленную стоимость (ВДС) в целом и в разрезе отдельных видов экономической деятельности. Суммарно доля промышленности в ВДС составила в 2021 г. 30,8%. Причем если взять предыдущий десятилетний период, то она, несмотря на колебания по годам, росла: в 2011 г. было 26,5%. При этом увеличивались доли и добычи полезных ископаемых, и обрабатывающих производств, где рост по отраслям был почти фронтальным. Определенное снижение проявилось только в производстве кокса и нефтепродуктов в силу прямой зависимости от объемов добычи сырья. И важно учитывать, что вклад большинства промышленных видов деятельности в ВДС относительно невелик – менее 1%. Выделяются только производства химических веществ (1,4% в 2021 г.), пищевых продуктов, напитков, табачных изделий (1,8%), кокса и нефтепродуктов (2,3%) и металлургия (2,9%). Поэтому даже резкое снижение или рост ВДС по отдельным отраслям, если речь не идет об их группах или о длительном периоде, как это было в годы трансформационного спада, существенно на динамику ВВП не влияет.

---

<sup>3</sup> Здесь и далее, если не указано иное, использованы данные Росстата без учета статистической информации по Донецкой Народной Республике (ДНР), Луганской Народной Республике (ЛНР), Запорожской и Херсонской областям.



Источник: составлено по данным Росстата. Промышленное производство. Индексы производства. [https://rosstat.gov.ru/enterprise\\_industrial](https://rosstat.gov.ru/enterprise_industrial) (дата обращения: 08.10.2025).

Рис. 1. Индекс промышленного производства с исключением сезонного и календарного факторов по месяцам 2022 г.

Перелом в развитии промышленности пришелся на II квартал 2022 г. После хорошего роста в марте (110,4% по отношению к февралю) в апреле произошел резкий спад – индекс промышленного производства составил 91,2%. Но уже в мае падение не было столь значительным – 98,1%, а в июне показатель снова вышел в положительную зону – 102,2%. Всего за два месяца промышленность прошла от спада к восстановлению объемов производства по выраженной V-образной траектории, что видно даже по данным Росстата с исключением сезонного и календарного факторов (см. рис. 1). По такой же траектории прошли и добывающий, и обрабатывающий секторы промышленности. Но в III и IV кварталах 2022 г. показатели добывающих отраслей были лучше, чем обрабатывающих, что обеспечило устойчивость промышленного производства в целом. Пройдя кризисный 2022 г., к началу 2023 г. российская промышленность была готова к росту<sup>4</sup>. Это подтверждала позитивная динамика индексов предпринимательской уверенности<sup>5</sup> и результаты опросов руководителей промышленных предприятий [11, с. 211–214].

Базовым фактором, позволившим избежать провала экономики в 2022 г. и перейти к росту в 2023 г., явилось сохранение прежней институциональной среды ведения бизнеса. Существенно помогли бизнесу и правительственные решения по освобождению его от излишнего

<sup>4</sup> Банк России. О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования. 2023. Март. С. 10. [https://cbr.ru/ec\\_research/mb/bulletin\\_23-02/](https://cbr.ru/ec_research/mb/bulletin_23-02/) (дата обращения: 08.10.2025).

<sup>5</sup> Росстат. Опережающие индикаторы по видам экономической деятельности. [https://rosstat.gov.ru/leading\\_indicators](https://rosstat.gov.ru/leading_indicators) (дата обращения: 08.10.2025).

контроля и бюрократизации [4, с. 9–10], а также регуляторные послабления на финансовом рынке. Было принято большое число нормативных правовых документов, предусматривающих реализацию мер по предотвращению дестабилизации рынков и поддержке экономической активности, включающих, в частности, льготное кредитование и прямое государственное субсидирование определенных видов работ<sup>6</sup>.

Несмотря на неизбежный рост расходов, обусловивший дефицит федерального бюджета (2,1% ВВП), в 2022 г. в целом удалось сохранить устойчивость бюджетной системы [4, с. 41]. В то же время бюджетная политика значительно изменилась. Уже в 2022 г. стало ясно, что в условиях санкционных ограничений избежать существенного торможения экономики и снижения промышленного производства без перехода «от политики бюджетной консолидации к политике бюджетного стимулирования» [4, с. 42] не удастся. По определению Минфина России, бюджетная политика приобрела экспансивную направленность, и сделано это было «в целях минимизации влияния необходимой структурной трансформации на средне-(долго)срочный потенциал экономики»<sup>7</sup>. Как приоритет антикризисной политики рассматривалось содействие структурной трансформации экономики (в том числе перестройке хозяйственных связей) с минимальными потерями для потенциала развития и сохранением рабочих мест.

Совокупный фискальный импульс, направленный в том числе на реализацию «программ поддержки предоставления доступных финансовых ресурсов, содействия обеспечению импортным оборудованием и комплектующими, поддержке базовых отраслей промышленности», оценивался Минфином России в размере более 8 трлн руб.<sup>8</sup> Только «инвестиции» из ФНБ составили в 2022 г. 0,7% ВВП, а квазибюджетные операции (предоставление бюджетных и межгосударственных кредитов, инвестиции ФНБ в финансовые активы российских организаций) – 0,6% ВВП. И это были максимальные за весь период развития экономики под санкциями уровни.

В 2022 г. были приняты стимулирующие налоговые меры в отдельных приоритетных отраслях и меры поддержки наиболее пострадавших от санкций отраслей. Можно выделить, в частности, обнуление на

---

<sup>6</sup> Антисанкционные меры 2022–2025 (специальные экономические меры и меры, направленные на поддержку бизнеса и граждан) (подготовлено экспертами компании «Гарант»). Компания «Гарант». <https://base.garant.ru/57750630/?ysclid=mihmfkv tac839689471> (дата обращения: 08.10.2025).

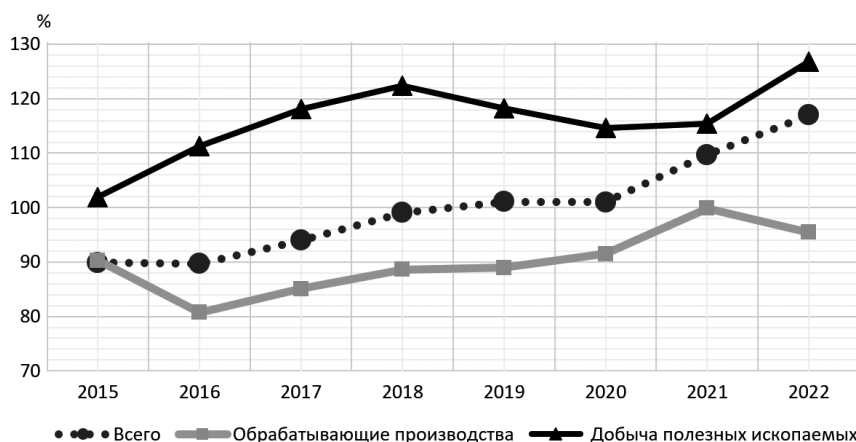
<sup>7</sup> Минфин России. Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов. С. 4. <https://minfin.gov.ru/ru/performance/budget/policy/osnov> (дата обращения: 08.10.2025).

<sup>8</sup> Минфин России. Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2023 год и плановый период 2024 и 2025 годов. С. 5. <https://minfin.gov.ru/ru/performance/budget/policy/osnov> (дата обращения: 08.10.2025).

2022–2024 гг. ставки по налогу на прибыль организаций сферы информационных технологий и электроники, а также введение субсидирования процентных ставок по инвестиционным кредитам для проектов в сфере импортозамещения и расходов компаний на проведение НИОКР через предоставление грантов на разработку конструкторской документации на критические комплектующие [5, с. 49–50].

Принимаемые регуляторами меры носили реактивный характер и реализовывались оперативно. Они способствовали тому, что затяжную дестабилизацию товарного и финансового рынков, бюджетной системы, развал производственной и логистической инфраструктуры удалось предотвратить. В конечном счете было обеспечено не только сохранение, а наращивание совокупного спроса при наличии базовых возможностей его удовлетворения.

Примечательным и неожиданным для большинства экономистов стало сохранение в 2022 г. инвестиционной активности [12, с. 66] (см. рис. 2). По отношению к 2021 г. инвестиции в основной капитал в сопоставимых ценах в целом по экономике выросли на 6,7%. Но в промышленности фронтального роста не было. Хорошие результаты показали добывающие отрасли. Так, в добыче сырой нефти и природного газа индекс физического объема инвестиций составил 110,3%. В обрабатывающих производствах, напротив, инвестиционная активность снизилась, причем в большинстве отраслей. Максимальное снижение индекса физического объема инвестиций произошло на предприятиях по производству автотранспортных средств, прицепов и полу-



Источник: рассчитано по данным Росстата. Инвестиции в нефинансовые активы. Динамика инвестиций в основной капитал. [https://rosstat.gov.ru/investment\\_nonfinancial](https://rosstat.gov.ru/investment_nonfinancial) (дата обращения: 08.10.2025).

Рис. 2. Динамика индекса физического объема инвестиций в основной капитал всего по экономике, в обрабатывающих производствах и добыче полезных ископаемых в 2015–2022 гг. (в % по отношению к 2014 г.)

прицепов, где он составил 46,7%, а самый заметный рост – в производстве химических веществ и химических продуктов (115,6%).

В 2022 г. вполне определенно проявилось усиление дисбаланса спроса и предложения на рынке труда. На фоне низкой безработицы, индекс которой с января по декабрь опустился на 0,7 процентного пункта (п. п.), стала нарастать нехватка рабочей силы. В целом по экономике для занятия вакантных рабочих мест требовалось 5,9% списочной численности работников<sup>9</sup>, тогда как в 2021 г. – 5,4%, в добыче полезных ископаемых – 3,9% (в 2021 г. – 3,6%), на обрабатывающих производствах – 4,7% (в 2021 г. – 4,3%)<sup>10</sup>. При этом в конце года наметился, хотя еще слабо выраженный, рост реальных заработных плат.

### **Рост промышленного производства 2023–2024 гг. как фаза бизнес-цикла**

В 2023–2024 гг. темпы роста российского ВВП превышали среднемировые<sup>11</sup>. Но российская промышленность росла быстрее (см. рис. 3). Среднегодовой рост промышленного производства достиг 4,5%, что на 1,4 п. п. выше, чем за период с 2010 г. по 2019 г. Замечу, что это не были рекордные за постсоветский период темпы. В 2000–2007 гг. в среднем индекс производства составлял 106,2%.

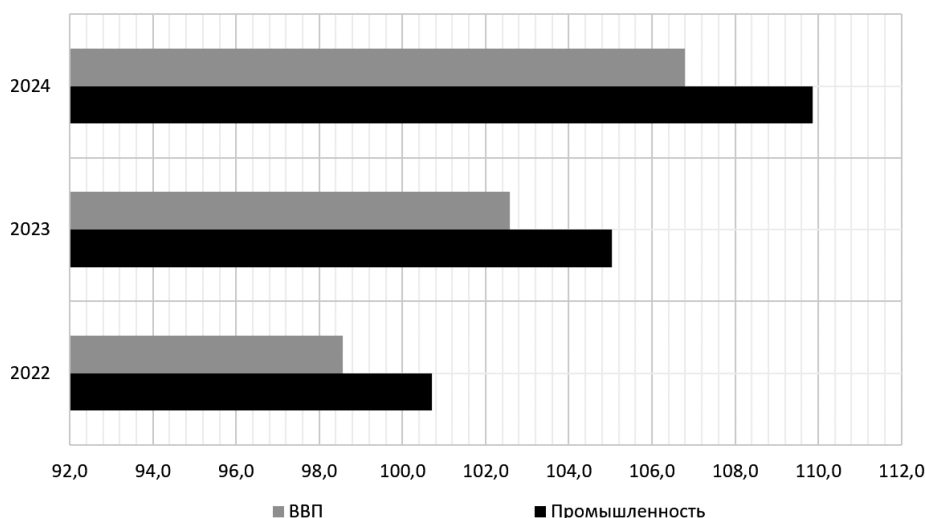
Наращивание объемов промышленного производства шло нелинейно. По данным с исключением сезонного и календарного факторов видно, что в отдельные месяцы текущий индекс производства был на уровне, близком к 100%, и даже уходил в отрицательную зону. Например, в июне 2024 г. снижение оказалось значимым – 0,8 п. п.

И в 2023, и в 2024 г. были периоды, когда рост производства фактически останавливался. В 2023 г. это август–декабрь. Если за базу взять декабрь 2021 г., то, по расчетам, индекс производства, составив в июле около 105%, в августе снизился до 104% и на этом уровне оставался до конца года. В 2024 г. это июнь–сентябрь. Общий положительный результат второго полугодия был достигнут только за счет высоких показателей октября и особенно декабря 2024 г., когда фактический индекс производства составил рекордные 115,1%, а с исключением сезонного и календарного факторов – 102,3%. Сейчас ясно, что промышленность к концу 2024 г. достигла пика темпов своего роста.

<sup>9</sup> Это списочная численность работников предприятий, доля которых в общей занятости составляет менее половины. Данные по субъектам малого предпринимательства Росстат в данном случае не учитывает.

<sup>10</sup> Труд и занятость в России. 2023: Стат.сб. / Росстат М., 2023. С. 110.

<sup>11</sup> GLOBBARO HSE выпуск № 30. Ключевые тренды и риски в мировой экономике и геополитике. Итоги 2024 г. и вызовы 2025 г. <https://wec.hse.ru/globbarohse/2024> (дата обращения: 08.10.2025).



Источник: рассчитано по данным Росстата. Национальные счета. Валовой внутренний продукт. <https://rosstat.gov.ru/statistics/accounts>; Промышленное производство. Индексы производства. [https://rosstat.gov.ru/enterprise\\_industrial](https://rosstat.gov.ru/enterprise_industrial) (дата обращения: 08.10.2025).

Рис. 3. Динамика индекса физического объема валового внутреннего продукта и индекса промышленного производства в 2022–2024 гг. (в % по отношению к 2021 г.)

Рост 2023–2024 гг. оказался рекордным за тринадцать лет, за исключением восстановительного роста 2021 г.<sup>12</sup> Констатируя это, важно учитывать его причины и характер. Также, оценивая общую динамику промышленного производства, ее необходимо соотносить с тенденциями, фактически сложившимися до начала периода турбулентности (пандемия, СВО).

Резкое усиление внешнего давления, изменившего условия развития экономики, во-первых, запустило механизмы адаптации [5, с. 25; 13], а во-вторых, потребовало от регуляторов существенно нарастить масштабы поддержки и стимулирования роста, особенно по приоритетным направлениям, и расширить набор используемых в этих целях инструментов. Это и стало главной причиной того, что движение экономики пошло по траектории краткосрочного бизнес-цикла. Но рост не был органическим. Его характер, скорее, можно определить как адаптационный. Причем экономисты изначально указывали на невозможность сохранения относительно высоких темпов на длительный и даже среднесрочный период [3], что, как мы видим, и произошло.

<sup>12</sup> Арзуманов И. Промышленное производство бьет рекорды // Эксперт. 6 февраля 2025 г. <https://expert.ru/promishlennost/promyshlennoe-proizvodstvo-bet-rekordy/?ysclid=milfnqjn10987038816> (дата обращения: 08.10.2025).

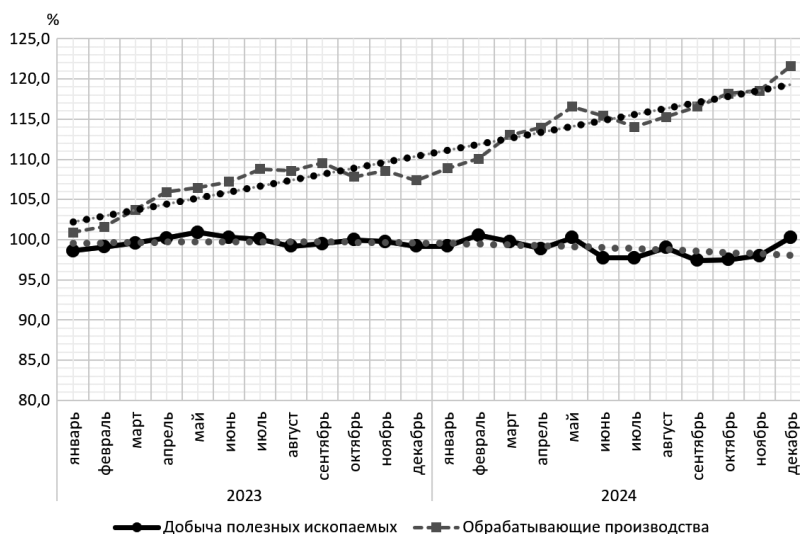
Оценка характера роста промышленности будет более точной, если опираться на данные не за два года, а за более длительный, хотя бы пятилетний период. Расчеты показывают, что индекс промышленного производства по отношению к базовому 2019 г. за пять лет – с 2020 по 2024 гг. – вырос примерно на 14%. За предыдущую пятилетку – 2015–2019 гг. – расчеты дают почти такой же результат: рост по отношению к 2014 г. составил 13%. Получается, что рост 2023–2024 гг., как и 2021 г., – это фазы бизнес-циклов, спровоцированных внешними шоками. Наблюдалась колебательная динамика, а перехода на устойчивую повышательную тенденцию не произошло.

На динамику роста промышленности в 2023–2024 гг. существенно повлияли усилившиеся структурные изменения. Они были обусловлены необходимостью перестройки хозяйственных связей и новыми приоритетами экономической политики, в числе которых укрепление обороноспособности страны.

Базовой характеристикой структурной динамики российской промышленности является соотношение вклада ее добывающих и обрабатывающих отраслей в валовую добавленную стоимость. В 2023–2024 гг. обрабатывающие производства объем ВДС в ценах 2021 г. наращивали. В добыче полезных ископаемых, напротив, шло снижение. В результате обрабатывающие отрасли свой вклад в ВДС в целом по экономике сохранили на прежнем уровне: в 2024 г., как и в 2021 г., он составил 14,6%. Вклад добывающих отраслей за тот же период снизился с 13,3 до 11,7%. Схожим было соотношение динамики отраслевых индексов производства. В 2023 г. лидерство от добывающей промышленности перешло к обрабатывающей, и в 2024 г. оно за ней оставалось (см. рис. 4).

В 2023–2024 гг. положительная динамика выпуска наблюдалась в большинстве обрабатывающих отраслей [5, с. 20]. Но при этом разрывы в темпах роста были весьма значительны. Бесспорными лидерами стали отрасли (виды деятельности), существенная доля выпуска которых идет на нужды оборонно-промышленного комплекса. Так, в 2024 г. производство готовых металлических изделий, не включенных в другие группировки, по отношению к 2021 г. выросло в 2,6 раза; компьютеров, электронных и оптических изделий – в 2 раза; летательных аппаратов, включая космические, и соответствующего оборудования – в 1,7 раза. Аутсайдером, несмотря на хороший рост в 2024 г. – 116,5%, стало производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов – снижение на 25 п. п. [5, с. 21].

Разрывы в отраслевых темпах роста привели к тому, что его общая динамика начинает все сильнее зависеть от отраслей-лидеров. По расчетам ЦМКАП, в 2024 г. «рекордный итог декабря обеспечен преимущественно за счет увеличения выпуска в видах деятельности с преоб-



Источник: рассчитано по данным Росстата. Промышленное производство. Индексы производства. [https://rosstat.gov.ru/enterprise\\_industrial](https://rosstat.gov.ru/enterprise_industrial) (дата обращения: 08.10.2025).

Рис. 4. Динамика индекса промышленного производства с исключением сезонного и календарного факторов по месяцам 2023–2024 гг. (декабрь 2022 г. – 100%).

ладанием продукции ОПК»<sup>13</sup>. По данным Банка России, декабрьский индекс выпуска инвестиционных отраслей, рассчитанный по отношению к 2021 г., без наиболее «тяжелых», к которым аналитики Банка относят производства «готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования» и «прочих транспортных средств и оборудования», составил бы не 162,4, а 133,2%<sup>14</sup>. По нашим расчетам, в целом за 2024 г. вклад предприятий по производству готовых металлических изделий, не включенных в другие группировки, «в общий рост выпуска обрабатывающих производств в стоимостном выражении составил около 15%» [4, с. 21].

В 2023–2024 гг. шло наращивание инвестиционного спроса и в целом по экономике, и в промышленности, где по росту инвестиций в основной капитал лидировали обрабатывающие производства. В 2023 г. индекс их физического объема составил 115,8%, в 2024 г. – 119,0%. Наиболее высокий рост объема инвестиций в 2024 г. наблюдался на предприятиях по производству электрического оборудования – в 1,9 раза. В добыче полезных ископаемых инвестиции также росли, но меньшими

<sup>13</sup> Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования. О динамике промышленного производства в декабре и четвертом квартале 2024 г. С. 1. [http://www.forecast.ru/\\_ARCHIVE/Analytics/PROM/2024/PR-OTR\\_2025-02-06.pdf](http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Analytics/PROM/2024/PR-OTR_2025-02-06.pdf) (дата обращения: 08.10.2025).

<sup>14</sup> Банк России. О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования. Сентябрь 2025. [https://cbr.ru/ec\\_research/mb/bulletin\\_25-06/](https://cbr.ru/ec_research/mb/bulletin_25-06/) (дата обращения: 08.10.2025).



темпами: 109,4% в 2023 г. и 105,9% в 2024 г. Отметим существенную государственную поддержку инвестиционной активности как на федеральном, так и на региональном уровнях [14]. Среди новых инструментов такой поддержки можно выделить Кластерную инвестиционную платформу, Промышленную ипотеку, Фабрику проектного финансирования, Специальный инвестиционный контракт (СПИК 2.0).

### **Промышленный рост в 2025 г.: временное замедление или понижающая тенденция?**

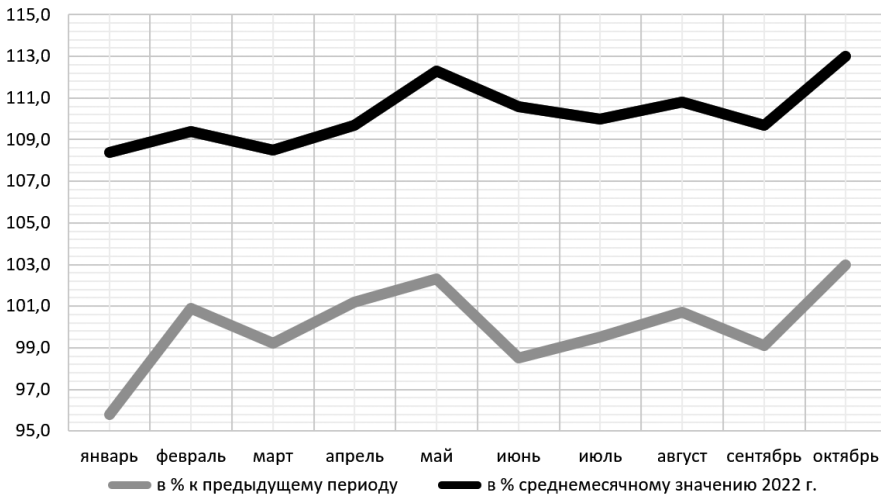
Замедление экономического и промышленного роста в 2025 г. ожидалось и регуляторами, и предпринимателями, и большинством экспертов. Так, по базовому варианту среднесрочного прогноза, разработанного Минэкономразвития России, индекс промышленного производства должен был составить 101,5%. Индексы предпринимательской уверенности во всех секторах промышленности начали постепенное снижение еще во второй половине 2024 г., а в добыче полезных ископаемых в декабре индекс ушел в отрицательную зону.

В январе 2025 г. эти ожидания превратились в реальность. Снижение фактического выпуска в первый месяц года оказалось самым весомым за пять лет – на 25 п. п. к предыдущему периоду. Индекс с исключением сезонного и календарного факторов составил 95,8%. Затем до октября включительно динамика была неустойчивой – от отрицательных значений к положительным и обратно к отрицательным. При этом с июля по сентябрь промышленность не росла. Фактическое и затяжное снижение выпуска из угрозы стало восприниматься как реальный сценарий. Однако в октябре 2025 г. промышленность снова показала хороший рост. Индекс производства с исключением сезонного и календарного факторов вышел на самый высокий за все месяцы 2023–2025 гг. уровень – 103,0% (см. рис. 5).

С января по сентябрь 2025 г. торможение роста шло и в обрабатывающей, и в добывающей промышленности. Такая же ситуация сложилась и в таких видах промышленной деятельности, как «Обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха» и «Водоснабжение; водоотведение, организация сбора и утилизации отходов, деятельность по ликвидации загрязнений». Но, судя по данным за октябрь 2025 г., обрабатывающие производства вернули себе лидирующие позиции<sup>15</sup>. Рост за месяц – 112,2%, а с исключением сезонного и календарного факторов – 104,5%.

---

<sup>15</sup> Высокий рост по виду деятельности «Обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха» объясняется в основном влиянием фактора сезонности.



Источник: составлено по данным Росстата. Промышленное производство. Индексы производства. [https://rosstat.gov.ru/enterprise\\_industrial](https://rosstat.gov.ru/enterprise_industrial) (дата обращения: 08.10.2025).

Рис. 5. Индекс промышленного производства с исключением сезонного и календарного факторов по месяцам 2025 г.

Именно предприятия обрабатывающих производств внесли основной вклад в октябрьский рост промышленности в целом. Прежним остался и состав отраслей, в основном его обеспечивших. Как и ранее, в них широко представлены предприятия, работающие на ОПК. Это, например, предприятия по производству готовых металлических изделий, не включенных в другие группировки. В октябре рост здесь составил 51,7% по отношению к предыдущему месяцу. В большинстве ключевых гражданских производств темпы роста значительно ниже или находятся в отрицательной зоне, что показывают данные таблицы о лидерах и аутсайдерах в разрезе базовых группировок видов экономической деятельности (см. табл.). Показательно, например, что, по данным за январь–октябрь 2025 г., среди отстающих оказалось производство мебели, входившее в 2022 г. в число лидеров, а в 2023–2024 гг. державшееся близко к первой пятерке [5, с. 21].

Санкционный, или шоковый, бизнес-цикл завершен. При этом торможение роста российской экономики пока идет сглаженно. Ни по одному из ключевых макропоказателей провала нет. Но выйдет ли экономика уже в 2026 г. или хотя бы в среднесрочной перспективе на повышение темпов роста ВВП и промышленного производства?

Ключевым обстоятельством, которое нужно учитывать, отвечая на этот вопрос, является то, что объем ресурсов, необходимых для поддержания и, тем более, для наращивания спроса, без чего никакой рост невозможен, сужается. Минфин России заявляет о плановом «сокращении бюджетного импульса и выходе на структурный первичный

Таблица

**Лидеры и аутсайдеры по темпам роста среди базовых группировок видов экономической деятельности обрабатывающих производств**

| <b>Лидеры</b>   | <b>Аутсайдеры</b>   |
|---|---|
| <b>Индексы производства за январь–октябрь 2025 г.<br/>(в % к соответствующему периоду предыдущего года)</b> |   |
| Производство прочих транспортных средств и оборудования (133,1%)  | Производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов (77,8%)  |
| Производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования (115,9%)                             | Производство кожи и изделий из кожи (86,4%)                             |
| Производство лекарственных средств и материалов, применяемых в медицинских целях и ветеринарии (115,9%)     | Деятельность полиграфическая и копирование носителей информации (88,1%) |
| Производство компьютеров, электронных и оптических изделий (113,6%)   | Производство прочей неметаллической минеральной продукции (91,4%)       |
| Производство табачных изделий (104,0%)  | Производство мебели (92,1%)   |
| <b>Индексы производства за октябрь 2025 г.<br/>(в % к предыдущему периоду)</b>                              |   |
| Производство прочих транспортных средств и оборудования (151,4%)  | Деятельность полиграфическая и копирование носителей информации (87,1%) |
| Производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования (135,0%)                             | Производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов (92,1%)  |
| Производство компьютеров, электронных и оптических изделий (125,5%)   | Производство прочей неметаллической минеральной продукции (97,8%)       |
| Производство прочих готовых изделий (109,8%)  | Производство кожи и изделий из кожи (99,8%)                             |
| Производство напитков (109,4%)  | Производство электрического оборудования (100,0%)                       |

Источник: составлено по данным Росстата. Промышленное производство. Индексы производства. [https://rosstat.gov.ru/enterprise\\_industrial](https://rosstat.gov.ru/enterprise_industrial) (дата обращения: 08.10.2025).

баланс» уже в 2026 г.<sup>16</sup> Взят курс на бюджетную консолидацию, хотя еще не все ее методы применены. Альтернатива этому – разбалансировка финансово-бюджетной сферы. Повышение налогов, различных сборов и платежей, конечно, обеспечит рост бюджетных доходов, но одновременно будет ограничивать спрос. А, судя по опросам предприятий, текущий спрос на продукцию и ожидания его изменений, как и инвестиционная активность, уже сейчас существенно ниже, чем в 2023–2024 гг.<sup>17</sup>, – вслед за сокращением необходимых для стимулирования роста и модернизации экономики государственных ресурсов идет и сокращение ресурсов бизнеса.

Во II квартале 2025 г. рост инвестиций в основной капитал снизился до 101,5% по отношению к тому же кварталу прошлого года (в I квартале было 108,7%). При этом Минэкономразвития России прогнозирует «инвестиционную паузу в 2026 году», когда даже по базовому варианту прогноза инвестиции уйдут в отрицательную зону (99,5%)<sup>18</sup>. В целом по обрабатывающим отраслям результаты первого полугодия 2025 г. позитивные, хотя во II квартале и здесь снижение темпов, а отраслевая динамика разнонаправленная. Инвестиции в добычу полезных ископаемых в первом полугодии составили 99,5% к тому же полугодию 2024 г. и по итогам года могут впервые после 2020 г. оказаться в отрицательной зоне.

Среди факторов, ограничивающих возможности роста, помимо связанных с санкционным прессингом, усиление которого нельзя исключать, на первом плане остается дефицит рабочей силы. Он уже достиг максимума, выйдя на критически высокий уровень, поддерживающий рост заработных плат, и выраженной тенденции к снижению не наблюдается. На конец II квартала 2025 г., как и годом ранее, численность работников, которых требуется принять на вакантные рабочие места, составила 8,0% от списочной численности.

Давая прогнозные оценки даже на краткосрочный период, сегодня приходится учитывать, что сохраняется высокий уровень неопределенности условий развития экономики. Тем не менее если факторы, в настоящее время определяющие это развитие, сохранятся, замедле-

<sup>16</sup> Минфин России. Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов. <https://minfin.gov.ru/ru/performance/budget/policy/osnov> (дата обращения: 16.10.2025).

<sup>17</sup> Банк России. Мониторинг предприятий. Информационно-аналитический комментарий. Октябрь 2025 года. <https://cbr.ru/analytics/dkp/monitoring/1025/> (дата обращения: 16.10.2025).

<sup>18</sup> Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов. [https://www.economy.gov.ru/material/file/bc142016f6ab3772370bb0b4541fc778/prognoz\\_socialno\\_ekonomicheskogo\\_razvitiya\\_rf\\_2026-2028.pdf](https://www.economy.gov.ru/material/file/bc142016f6ab3772370bb0b4541fc778/prognoz_socialno_ekonomicheskogo_razvitiya_rf_2026-2028.pdf) (дата обращения: 16.10.2025).

ние российской промышленности можно рассматривать как наиболее ожидаемый и реалистичный сценарий. Прогнозируемый Минэкономразвития России умеренный рост производства в среднесрочном периоде на 2–3%, т. е. возвращение на уровень 2012–2019 гг., не исключен, но труднодостижим. С учетом сложившихся ограничений промышленность в отдельные кварталы и даже годы, скорее всего, будет расти темпами, близкими к 1%.

#### ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

1. Экономика России под санкциями: от адаптации к устойчивому росту: доклад к XXIV Ясинской (Апрельской) междунар. науч. конф. по проблемам развития экономики и общества, Москва, 2023 г. / Н.В. Акиндинова, Д.А. Авдеева, В.А. Бессонов и др.; под ред. Н.В. Акиндиновой. М.: Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», 2023. [Russian economy under sanctions: from adaptation to sustainable growth: report to the XXIV Yasinsk (April) international. scientific conf. on problems of economic and social development, Moscow, 2023 / N.V. Akindinova, D.A. Avdeeva, V.A. Bessonov, etc.; edited by N.V. Akindinova. M.: National Research University «Higher School of Economics», 2023. (In Russ.).]
2. Ушкалова Д.И. Внешняя торговля России в условиях санкционного давления // Журнал Новой экономической ассоциации. 2022. № 3 (55). С. 218–226. [Ushkalova D.I. (2022). Russia's foreign trade under sanctions pressure // Journal of the New Economic Association. Vol. 3. No. 55. Pp. 218–226. (In Russ.).] DOI: 10.31737/2221-2264-2022-55-3-14.
3. Смородинская Н.В., Катуклов Д.Д. Россия в условиях санкций: пределы адаптации // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2022. № 6. С. 52–67. [Smorodinskaya N.V., Katuklov D.D. Russia under sanctions: limits of adaptation // Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences. 2022. No. 6. Pp. 52–67. (In Russ.).] DOI: 10.52180/2073-6487\_2022\_6\_52\_67.
4. Российская экономика под санкционным давлением: промежуточные итоги (2022–2025 гг.) и перспективы развития: Научные доклады ИЭ РАН / М.Ю. Головнин, И.А. Николаев, Н.Ю. Ахапкин [и др.]. М.: ИЭ РАН, 2025. [Russian Economy Under Sanction Pressure: Preliminary Results (2022–2025) and Prospects for Development. Scientific Report: Collective of Authors / Ed. by M.Yu. Golovnin. M.: Institute of Economics of the RAS, 2025. (In Russ.).] EDN: RNDISJ.
5. Структурные изменения в российской экономике и политика технологической трансформации: Доклад / Е.Б. Ленчук (отв. ред.), Н.Ю. Ахапкин, Л.Н. Лыкова, И.А. Николаев, В.И. Филатов. М.: ИЭ РАН, 2025. [Structural changes in the Russian economy and the policy of technological transformation: Scientific report / E.B. Lenchuk (ed.), N.Y. Akhapkin, L.N. Lykova, I.A. Nikolaev, V.I. Filatov. M.: Institute of Economics of the RAS, 2025. (In Russ.).]
6. Лякин А.Н., Даровский И.Я. Был ли российский кризис 2015–2016 годов циклическим? // Проблемы современной экономики. № 3 (67). 2018. С. 72–79. [Lyakin A.N., Darovskii I.Ya. Did the Russian Crisis of 2015–2016 Have a Cyclic Nature? // Problems of the modern economy. No. 3 (67). 2018. Pp. 72–79. (In Russ.).]
7. Burns A.F., Mitchell W.C. Measuring Business Cycles. NBER, 1946. <https://www.nber.org/books-and-chapters/measuring-business-cycles> (accessed: 02.08.2025).

8. Предложения по мероприятиям в сфере экономической и социальной жизни страны после завершения активной фазы борьбы с коронавирусом. Коллектив авторов / Ленчук Е.Б., Гринберг Р.С., Головнин М.Ю. и др. Доклад Института экономики РАН. М.: ИЭ РАН. 2020. [Proposals for measures in the field of economic and social life of the country after the completion of the active phase of the fight against coronavirus. Team of authors / Lenchuk E.B., Grinberg R.S., Golovnin M.Yu. and others. Report of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, Moscow: IE RAS, 2020. (In Russ.).] EDN: NHYTNX.
9. Ахапкин Н.Ю. Промышленное производство в условиях пандемии коронавируса: динамика и структура // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2021. № 6. С. 67–80. [Akhapkin N.Yu. Industrial production under the coronavirus pandemic: dynamics and structure // Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences. 2021. № 6. Pp. 67–80. (In Russ.).] DOI: 10.52180/2073-6487\_2021\_6\_67\_80. EDN: ISWJWD.
10. Российская экономика в 2021 году. Тенденции и перспективы. (Вып. 43) / Под науч. ред. д-ра экон. наук Кудрина А.Л., д-ра экон. наук Мау В.А., д-ра экон. наук Радыгина А.Д., д-ра экон. наук Синельникова-Мурылева С.Г.; Ин-т Гайдара. М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2022. [Russian economy in 2021. Trends and outlooks. Issue 43) Under the scientific editorship of Dr. Kudrin A.L., Dr. Mau V.A., Dr. Radygin A.N., Dr. Sinelnikov-Murylev S.N.; Gaidar Institute. Moscow: Gaidar Institute Publishing House, 2022. (In Russ.).]
11. Российская экономика в 2022 году. Тенденции и перспективы. (Вып. 44) / Под науч. ред. д-ра экон. наук Кудрина А.Л., д-ра экон. наук Мау В.А., д-ра экон. наук Радыгина А.Д., д-ра экон. наук Синельникова-Мурылева С.Г.; Ин-т Гайдара. М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2023. [Russian economy in 2022. Trends and outlooks. Issue 44) Under the scientific editorship of Dr. Kudrin A.L., Dr. Mau V.A., Dr. Radygin A.N., Dr. Sinelnikov-Murylev S.N.; Gaidar Institute. Moscow: Gaidar Institute Publishing House, 2023. (In Russ.).]
12. Николаев И.А. Драйверы экономического роста: возможности и перспективы их использования в подсанкционной экономике России // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2023. № 1. С. 58–74. [Nikolaev I.A. Drivers of economic growth: opportunities and prospects in the sub-sanctioned economy of Russia // Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences. 2023. No. 1. Pp. 58–74. (In Russ.).] DOI: 10.52180/2073-6487\_2023\_1\_58\_74. EDN: KQYSCP.
13. Адаптация российских промышленных компаний к санкциям: первые шаги и ожидания: Доклад к XXIV Ясинской (Апрельской) международной научной конференции по проблемам развития экономики и общества, Москва, 2023 год / Ю.В. Симачев, А.А. Яковлев, В.В. Голикова [и др.]. М.: Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», 2023. [Adaptation of Russian industrial companies to sanctions: first steps and expectations: Report to the XXIV Yasinsky (April) International Scientific Conference on Economic and Social Development, Moscow, 2023 / Yu.V. Simachev, A.A. Yakovlev, V.V. Golikova [et al.]. M.: National Research University «Higher School of Economics», 2023. (In Russ.).] EDN: TXCUHT.
14. Мальцев А.А., Чичилимов С.В. Регионально-отраслевая реструктуризация инвестиционных потоков как фактор укрепления устойчивости экономики

Урала // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2025. № 2. С. 52–70. [Maltsev A.A., Chichilimov S.V. Regional and industrial restructuring of investment flows as a factor of strengthening the sustainability of the Ural's economy // Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences.. 2025. No. 2. Pp. 52–70. (In Russ.).] DOI: 10.52180/2073-6487\_2025\_2\_52\_70. EDN: HBDOFE.

Дата поступления рукописи: 01.10.2025 г.

Дата принятия к публикации: 18.11.2025 г.

#### СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРЕ

**Ахапкин Николай Юрьевич** – кандидат экономических наук, доцент, ведущий научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН, Москва, Россия  
ORCID: 0000-0002-6571-1618  
nga.letter@gmail.com

#### ABOUT THE AUTHOR

**Nikolay Yu. Akhapkin** – Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor, Leading Researcher, Institute of Economics of the RAS, Moscow, Russia  
ORCID: 0000-0002-6571-1618  
nga.letter@gmail.com

#### INDUSTRIAL PRODUCTION DYNAMICS IN RUSSIA: EFFECTS OF SANCTIONS RESTRICTIONS AND CHANGES IN THE INDUSTRY STRUCTURE

The dynamics of industrial production in the period 2022–2025 was undulating. This led to drastic changes in the conditions of the Russian economy's development, a change in its priorities, and an expansion of measures and tools to stimulate economic activity. There have been noticeable changes in the structure of the industry. In terms of growth rates, the manufacturing industry has come to the fore since 2023, and a stable group of leading industries has emerged. At the same time, a structural imbalance appeared and began to grow, when the increase in output in certain manufacturing industries is many times greater than in most others. The potential for increasing the growth rate of industrial production by the end of 2024 has been almost exhausted. At the same time, the factors limiting growth, on the contrary, remain, and, moreover, their strengthening cannot be excluded. In the context of a reduction in the resource base of economic development, the most likely scenario for the medium term is the transition of Russian industry to growth rates significantly below the levels of 2023–2024.

**Keywords:** *industry, economic growth, business cycle, structure, structural changes, economic dynamics.*

**JEL:** E3, L60, O11.

**И.С. БУКИНА**

кандидат экономических наук,  
ведущий научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН

## **ИНВЕСТИЦИИ КАК ФАКТОР СТРУКТУРНОЙ ПЕРЕСТРОЙКИ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ: РОЛЬ БЮДЖЕТНЫХ СРЕДСТВ**

В статье рассматриваются эффекты бюджетного финансирования, направляемого на решение задачи по структурной трансформации российской экономики. В силу отсутствия детализированных данных по расходам консолидированного бюджета Российской Федерации анализ проводится по агрегированным показателям инвестиций, осуществляемых за счет бюджетных средств. Показано, что напрямую такие инвестиции не коррелируют ростом ВВП, но оказывают влияние на динамику инвестиций за счет собственных средств организаций. По результатам анализа дана оценка вкладов отдельных видов экономической деятельности в процесс структурной перестройки российской экономики.

**Ключевые слова:** бюджет, бюджетно-налоговая сфера, бюджетный стимул, государственная программа, инвестиции, национальные проекты, структурная трансформация, технологический суверенитет.

**УДК:** 336.027, 336.142.2, 336.152

**EDN:** YBDSEM

**DOI:** 10.52180/2073-6487\_2025\_6\_24\_46

### **Введение**

Задача структурной трансформации, проводимой в условиях рыночной экономики, актуализирует вопросы о роли государственных расходов. Если эффективность бюджетно-налоговой политики в части контрциклического регулирования в целом не вызывает сомнений [14], то ее действенность как инструмента стимулирования экономического роста остается предметом дискуссий [15; 16; 18]. Традиционный кейнсианский рецепт по увеличению совокупного спроса оказывается эффективным в краткосрочном периоде, когда требуется «оживить» деловую активность [3]. В условиях недостатка предложения, особенно в случае структурных диспропорций, требуются более тонкие и точечные инструменты бюджетного финансирования. Их эффект заключается не в объемах затраченных средств и их мультипликации,



а в создании эффектов «перелива» из бюджетных инвестиций в частные, механизмов стимулирования смежных отраслей, кооперативных связей для формирования точек экономического роста и повышения инновационной активности.

Бюджетные средства влияют на экономический рост в долгосрочной перспективе, прежде всего благодаря финансированию целевых инструментов и механизмов, стимулирующих перераспределение ресурсов в приоритетные сектора. Устойчивый рост благосостояния обуславливается научно-техническим прогрессом [22], который, в свою очередь, зависит от множества факторов: от развития фундаментальной науки и прикладных разработок, качества человеческого капитала, наличия инфраструктуры и институтов, способствующих возникновению и внедрению инноваций [13; 21]. Таким образом, экономическая политика должна предложить инструменты и механизмы поддержки соответствующих секторов. Одновременно большинство применяемых мер, например таких, как финансирование образования и здравоохранения, развитие телекоммуникационных технологий, являются классическим бюджетным стимулом совокупного спроса. Этим государство обязано критике, особенно со стороны категорически настроенных противников инфляции и бюджетных дефицитов [8; 11; 17; 19].

Создание стимулов для совокупного предложения, а тем более для изменения сложившейся структуры экономики, требует согласованной настройки всех направлений экономической политики, реализация которых опосредуется бюджетно-налоговой системой. Здесь правительство вновь сталкивается с узлом противоречий: выбором между наличием ресурсов и достижением целевых показателей; решениями о перераспределении ресурсов между текущими и будущими поколениями; выбором между бюджетной консолидацией и финансированием государственного долга. В литературе достаточно исследований по каждой из названных выше проблем. Однако критически не хватает комплексных работ, где была бы осуществлена попытка рассмотреть бюджетно-налоговую систему и бюджетно-налоговую политику в контексте изменений структуры экономики.

В рамках настоящего исследования поставлена цель определить возможности влияния бюджетной системы на изменение структуры производства в России, происходящее после 2022 г. Достижение указанной цели предполагает обзор литературы по вопросам комплексной оценки эффектов бюджетно-налоговой политики, тестирование классических методов статистического и эконометрического анализа, а также анализ инвестиционной активности по отдельным видам экономической деятельности, которые можно отнести к драйверам структурной трансформации.

## Обзор литературы

Воздействие санкций, геополитическая неопределенность и насущная необходимость структурной трансформации остаются главными темами отечественных исследований. Роль бюджета и бюджетно-налоговой политики многократно усилилась в условиях финансовых и внешнеторговых ограничений. При этом сочетание ограничений как со стороны спроса, так и со стороны предложения, как отмечает А.Д. Некипелов, определяет критическую сложность текущей ситуации [9, с. 131]: одни и те же меры экономической политики могут быть эффективны для поддержки одного направления, но ограничивать другое. Эмбарго на экспорт российской нефти и нефтепродуктов при параллельном запрете ввоза в нашу страну высокотехнологичного оборудования, по мнению А.Д. Некипелова, само по себе нацелено на создание «структурного шока» в экономике. Однако оперативные контрмеры помогли смягчить шок со стороны спроса переориентировкой экспортных потоков в другие страны, а со стороны предложения – ростом отечественных импортозамещающих производств и активацией параллельного импорта [9]. Вместе с тем Е.Б. Ленчук и соавторы отмечают, что отставание в технологическом развитии России сохраняется, а в части секторов усугубляется в связи с запретом на ввоз критически важного оборудования. Задача достижения технологического суверенитета далека от решения в сфере производства современных полупроводников, сетевого оборудования для интернета, технологий искусственного интеллекта, современных материалов, биотехнологий, производства современного медицинского оборудования, фармацевтики и т. д. [6].

Исследователи единодушны в том, что структурная перестройка российской экономики невозможна без научно-технического развития, что, в свою очередь, требует финансирования как фундаментальной науки, так и прикладных разработок [6; 9; 12]. По расчетам ученых Института народнохозяйственного прогнозирования РАН, мультипликатор расходов на НИОКР составляет 1,43. Кроме того, внедрение результатов научных исследований и разработок повышает эффективность (общую производительность факторов), что дает прирост ВВП еще на 10–12 копеек в расчете на дополнительно затраченный рубль расходов на НИОКР [12]. Однако без увеличения накопления основного капитала расходы на НИОКР сами по себе не способны генерировать устойчивый рост. А.А. Широу уточняет, что важны не объемы инвестиций в основной капитал, а их качественное наполнение. Нарастание нормы накопления сверх оптимального уровня, как показал еще Э. Фелпс, угнетает потребление и ухудшает качество жизни населения [20]. В текущих условиях нехватка инвестиционных товаров для осуществления структурно-технологической перестройки оценива-

ется в 2 млрд руб., или 5% ВВП [12]. Рост инвестиционной активности, отмечавшийся в 2022–2024 гг., во многом связан с увеличением производства военно-промышленной продукции [6;12]. Соответственно, долгосрочный эффект от подобных инвестиций будет определяться возможностями конверсии. Таким образом, задачей ближайших лет остается потребность в наращивании основного капитала, но не в целом, а по приоритетным направлениям, обеспечивающим структурную перестройку и технологический суверенитет.

Важным аспектом, влияющим на эффективность инвестиций, финансируемых за счет бюджетных средств, является качество управления проектами. С.В. Козлова отмечает возросшую роль институтов управления государственным имуществом в сложившихся за последние годы реалиях геополитической нестабильности, выделяя при этом две, существующие одновременно тенденции – рост числа сделок по приватизации и деприватизация у недобросовестных собственников [5]. Очевидным мотивом для этого явления можно назвать необходимость пополнения бюджета в ситуации обвала нефтегазовых доходов. Однако есть и другой мотив – повышение эффективности управления имеющимися активами, активизация перелива инвестиционных ресурсов из государственного сектора в частный, освоение смежных секторов. Совершенствование институтов управления государственным имуществом предполагает координацию с частными инвесторами, учет имеющихся активов при стратегическом планировании, достижение поставленных правительством приоритетов и мониторинг ключевых показателей эффективности [5].

В текущей ситуации первоочередным источником стимулирования структурно-технологических сдвигов становится бюджетно-налоговая система. Хотя нагрузка на бюджетную систему возросла, бюджетный импульс в 2022–2024 гг. стал основой поддержки российской экономики [10]. Однако, как отмечает И.А. Николаев, он не может стать долгосрочным базовым фактором экономического роста в силу множества ограничений, таких как рост бюджетного дефицита, необходимость повышать налоговую нагрузку для компенсации сокращающихся нефтегазовых доходов, жесткая денежно-кредитная политика, высокие ставки по внутренним заимствованиям и пр. [10].

Неоднозначен и эффект реализации средств, выделяемых в рамках бюджетного импульса. Так, А.Н. Клепач, опираясь на исследования Института ВЭБ, указывает на снижение скорости движения бюджетных средств и накопление значительных бюджетных остатков. В 2022 г. их объем достигал 8,7% ВВП [4, с. 126]. Иными словами, изъятие средств из экономики более чем в шесть раз превышало народно-хозяйственные потери из-за кризиса 2022 г. О проблеме избытка бюджета более 10 лет назад также писал В.Е. Маневич [7]. Инерционность бюджетных

расходов при необходимости мобилизации средств в периоды кризисов становится фактором, тормозящим структурную модернизацию. Как отмечает А.Н. Клепач, расходы на образование, науку, здравоохранение хотя и обозначаются как приоритетные, «однако относительный и реальный уровень их финансирования стагнирует много лет, за исключением отдельных временных скачков» [4, с. 127].

В коллективном докладе ИЭ РАН [6] отмечается наличие большого числа инструментов поддержки инвестиционной и инновационной активности, разработанных в последние годы, а также формирование соответствующих институтов развития. Вместе с тем их эффективность снижает плохая взаимосвязанность и большое число функциональных пересечений. Аналогичная картина наблюдается в отношении государственных программ. С одной стороны, бюджетное финансирование посредством программно-целевого подхода снимает ряд сложностей, характерных для привлечения средств через институты развития, поскольку позволяет четко увязывать выделенные ресурсы с результатами проектов в рамках поставленных целей и задач. С другой стороны, нагромождение проектов и программ разного уровня затрудняет их мониторинг и оценку эффективности. Зачастую программы финансируются не только за счет средств федерального бюджета, но и за счет внебюджетных источников, налоговых расходов, что продвигает риски их реализации [6, с. 53–54].

В рамках настоящего исследования интерес представляет не весь объем государственных расходов, и даже не объем бюджетного импульса, а только та часть финансовых ресурсов, которая выделяется из бюджета для стимулирования инвестиций в те производства и в ту инфраструктуру, которые способствуют структурной трансформации. Строго говоря, в эту совокупность также включаются недополученные налоговые доходы бюджета из-за предоставления льгот и преференций. Однако в настоящем исследовании в анализ включаются только средства расходной части бюджета, поскольку оценка влияния налоговых льгот и преференций требует отдельного масштабного анализа.

### **Инвестиции в основные фонды: структура по источникам финансирования и роль бюджетных средств**

С 2022 г. система государственной поддержки инвестиций оперативно пересматривается в пользу приоритетных направлений. Основными формами предоставления помощи организациям и предпринимателям являются льготные заемные средства, налоговые преференции, безвозмездные целевые средства, прочие послабления. Данные формы могут применяться независимо друг от друга (например, льготные кредиты на инвестиционные цели, инвестиционный нало-

говый кредит и т. п.) либо объединяться в систему мер поддержки. К последним можно отнести Соглашения о защите и поощрении капиталовложений в Российской Федерации (СЗПК)<sup>1</sup>. Участие в СЗПК доступно только для осуществления крупных инвестиционных проектов, в отношении которых организации получают возмещение капиталовложений в инфраструктуру, льготное кредитование, налоговые льготы в части федеральных, региональных и местных налогов, а также «стабилизационную оговорку», обеспечивающую неизменность законодательства по ряду направлений на установленный срок.

В комплексные инструменты стимулирования структурной и технологической перестройки также включаются специальные инвестиционные контракты (СПИК), Кластерная инвестиционная платформа (КИП), промышленная ипотека, Фабрика проектного финансирования и прочие меры поддержки, объединенные Государственной информационной системой промышленности (ГИСП)<sup>2</sup>. В рамках системы бюджетного планирования подобную функцию выполняют государственные программы.

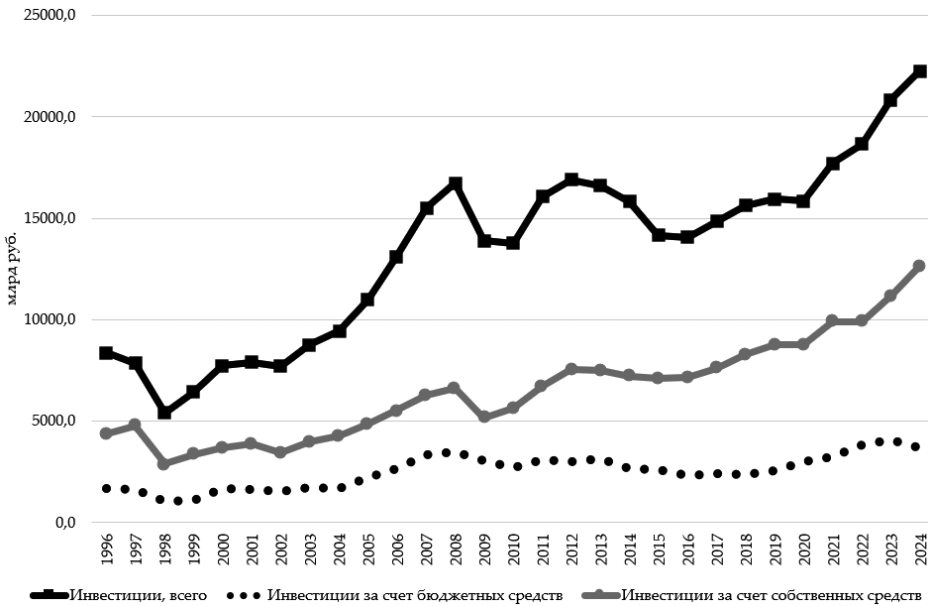
В 2022–2024 гг. инвестиции в основной капитал выросли на 39,5% по отношению к 2021 г. При этом, как видно из рис. 1, основным драйвером стали инвестиции за счет собственных средств организаций. Динамика инвестиций, источником которых служат бюджетные средства, до 2010 г. повторяла колебания инвестиций, осуществляемых организациями за счет собственных средств. Доля инвестиций за счет бюджетных средств колебалась от 17,0 до 22,0% в общей сумме инвестиций в основной капитал. После мирового финансового кризиса объем инвестиций к 2012 г. восстановился на докризисном уровне. При этом доля инвестиций за счет бюджетных средств устойчиво снижалась. После 2014 г. динамика инвестиций окончательно «разошлась»: финансирование за счет собственных средств росло, а за счет бюджетных средств – заметно снизилось. Только в 2021 г. объем инвестиций в основной капитал за счет бюджетных средств достиг уровня 2007 г. (в сопоставимых ценах 2021 г.). Их удельный вес составил 18,3%.

В 2022 г. инвестиции в основной капитал получили мощный стимул в связи с международными финансовыми и внешнеторговыми санкциями. Ограничения на вывод средств из России и вынужденное импортозамещение стимулировали инвестиции в основные фонды.

---

<sup>1</sup> Постановление Правительства РФ от 13.09.2022 № 1602 (ред. от 15.07.2025) «О соглашениях о защите и поощрении капиталовложений» // Собрание законодательства РФ. 26.09.2022. № 39. Ст. 6602. СПС «КонсультантПлюс».

<sup>2</sup> Государственная информационная система промышленности. <https://gisp.gov.ru/mainpage/> (дата обращения: 15.09.2025).



Рассчитано по: Структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования. Росстат. [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/inv\\_if\\_1995-2024.xls](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/inv_if_1995-2024.xls); ВВП (1995–2024 гг.). Росстат. [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/GDP-years-of-use\\_1995-2024.xls](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/GDP-years-of-use_1995-2024.xls) (дата обращения: 10.09.2025).

Рис. 1. Инвестиции в основные фонды в постоянных ценах 2021 г., млрд руб.

Бюджетные средства, направляемые в инвестиции, также существенно выросли. В 2022 г. по отношению к предыдущему году инвестиции за счет бюджетных средств выросли почти на 18,0% в реальном выражении, а их удельный вес – до 20,5%. В 2023 г. прирост был скромнее, но обошел инфляцию на 7,5%. Однако в 2024 г. этот импульс истощился: инвестиции за счет бюджетных средств сократились почти на 10,0%. Тем не менее по сравнению с 2021 г. их объем вырос на 14,2%.

Актуальным остается вопрос об оценке эффекта направления бюджетных средств на финансирование инвестиций. В отсутствие детализированной статистики по расходам консолидированного бюджета России предлагается опираться на косвенные показатели и оценки.

По оценкам, полученным А.О. Барановым и А.В. Гореевым [1] на основе динамической межотраслевой модели, значения мультипликаторов инвестиций по видам экономической деятельности (далее – ВЭД) может начинаться от 1,7–1,9 в первые годы вложений и достигать 4,9–5,2 в течение 10 лет. Таким образом, каждый вложенный рубль инвестиций в основные фонды потенциально может принести дополнительно от 1,7 до 5,2 руб. ВВП.

Корреляционный анализ, проведенный в рамках настоящей работы, показал слабую, но положительную связь между приростом

ВВП и приростом инвестиций в основной капитал, осуществляемых за счет собственных средств организаций<sup>3</sup>. Коэффициент корреляции на квартальных данных (в постоянных ценах 2021 г.) для периода с I квартала 2014 г. по IV квартал 2024 г. составил 0,4 (при уровне значимости 1%). Для инвестиций за счет бюджетных средств и прироста выпуска коэффициент корреляции оказался статистически незначимым. Таким образом, прямая оценка влияния бюджетных инвестиций на ВВП оказалась невозможной.

Оценка динамического взаимодействия переменных в условиях, когда показатели меняются не только при воздействии друг на друга, но и в ответ на собственные колебания, может проводиться с использованием моделей векторной авторегрессии (VAR). Для целей настоящего исследования были протестированы различные варианты VAR-моделей, лучшей из которых стала следующая:

$$Y_t = A + B_1 Y_{t-1} + B_2 Y_{t-2} + B_3 Y_{t-3} + B_4 Y_{t-4} + B_5 Y_{t-5} + B_6 Y_{t-6} + \varepsilon_t \quad (1)$$

где  $Y_t = \begin{bmatrix} g_t \\ x_t \\ z_t \end{bmatrix}$  – вектор эндогенных переменных в период  $t$ ,

$g_t$  – прирост логарифмированных значений ВВП,  $x_t$  – прирост логарифмированных значений инвестиций, финансируемых за счет бюджетных средств,  $z_t$  – прирост логарифмированных значений инвестиций, финансируемых за счет собственных средств,

$$A_t = \begin{bmatrix} a_1 \\ a_2 \\ a_3 \end{bmatrix} \text{ – вектор констант,}$$

$$B_i = \begin{bmatrix} \beta_{1i} & \gamma_{1i} & \delta_{1i} \\ \beta_{2i} & \gamma_{2i} & \delta_{2i} \\ \beta_{3i} & \gamma_{3i} & \delta_{3i} \end{bmatrix} \text{ – матрица коэффициентов каждой переменной для лага } i \ (i = 1 \dots 6),$$

$$\varepsilon_t = \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \\ \varepsilon_{3t} \end{bmatrix} \text{ – вектор случайных ошибок.}$$

Неструктурированная модель с шестью лагами показала лучшие результаты по ряду стандартных тестов: на стационарность (расчет

<sup>3</sup> Предварительно данные были скорректированы на инфляцию и сезонность. Поскольку ряды данных характеризуются нестационарностью, потребовались дальнейшие преобразования в виде первых разностей логарифмированных значений каждого показателя.

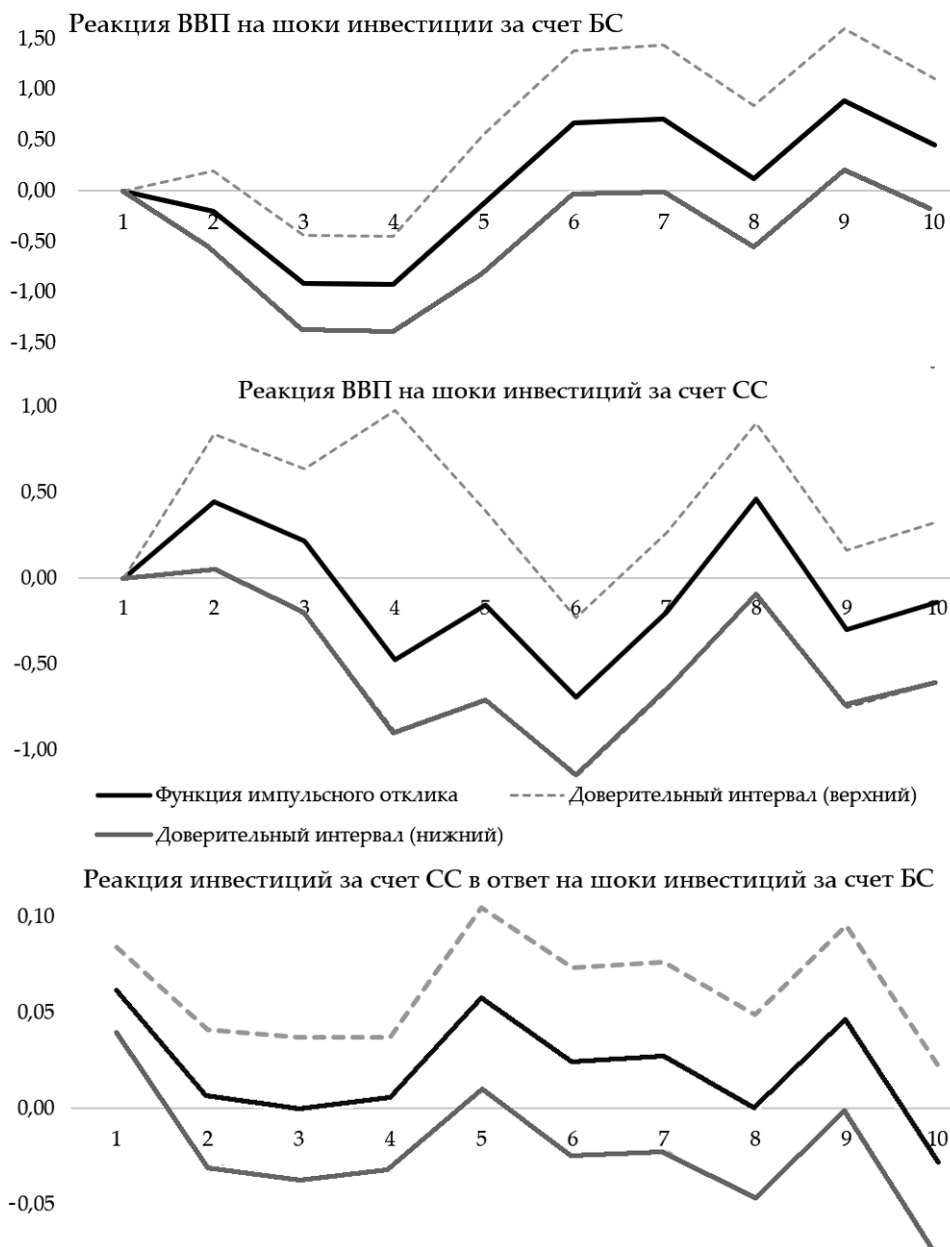
корней характеристического полинома – AR-roots), на длину лагов (критерии Акаике и Шварца), на остаточную сериальную корреляцию (Q-статистика Бокса-Пирса/Льюнга-Бокса) и т.п. Оцененные коэффициенты уравнений не представляют интереса в модели векторной авторегрессии, поскольку они не имеют экономической интерпретации. Содержательный анализ позволяют провести функции импульсных откликов, разложение дисперсии для оценки вклада каждой переменной в дисперсию того или иного показателя, расчет динамических мультипликаторов.

Функции импульсных откликов позволяют оценить прогнозируемое изменение каждой переменной в ответ на шоки (случайные колебания) самой себя и остальных переменных в динамике (обычно – в течение 10 периодов (лагов)). В данном исследовании анализируется влияние бюджетного импульса на российскую экономику, поэтому рассмотрим только те импульсные отклики, которые позволяют протестировать это влияние. На рис. 2 объединены функции импульсных откликов (разложение Холецкого), полученные в результате оценки модели (1). Расчет производился с использованием квартальных данных, скорректированных на инфляцию и сезонность, за период с I квартала 2014 г. по IV квартал 2024 г. Как видно из верхнего графика на рис. 2, прирост ВВП (в %) в ответ на увеличение инвестиций за счет бюджетных средств на величину одного стандартного отклонения (14,9%) снижается первые пять лагов (пять кварталов, поскольку использовались квартальные данные). Накопленный эффект достигает положительных значений только начиная с шестого лага (т.е. через 1,5 года) и затухает к десятому (через 2,5 года). Таким образом, в динамике влияние инвестиций, финансируемых за счет бюджетных средств, на прирост ВВП оказалось противоречивым и несущественным. Накопленный мультипликативный эффект близок к нулю.

В ответ на прирост инвестиций, осуществляемых за счет собственных средств, на одно стандартное отклонение (16,5%) ВВП растет первые три лага (до III квартала включительно), затем снижается почти на 1,0% (см. центральный график на рис. 2). Накопленный эффект собственных инвестиций на ВВП также практически не отличим от нуля на горизонте десяти лагов (2,5 лет).

При построении функций импульсных откликов в модели векторной авторегрессии реакция собственных инвестиций в ответ на прирост инвестиций, финансируемых за счет бюджетных средств, оказалась противоречивой. Первые два лага (до II квартала) инвестиции незначительно (менее, чем на 5,0%) растут в ответ на прирост инвестиций, финансируемых за счет бюджетных средств. Через три лага (в III квартале) наблюдается резкое падение, а затем рост и затухание через девять лагов (к началу третьего года) (см. рис. 2).





Примечание: БС – бюджетные средства, СС – собственные средства.

Рассчитано по: Структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования. Росстат. [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/inv\\_if\\_1995-2024.xls](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/inv_if_1995-2024.xls); ВВП (1995–2024 гг.). Росстат. [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/GDP-years-of-use\\_1995-2024.xls](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/GDP-years-of-use_1995-2024.xls) (дата обращения: 10.09.2025).

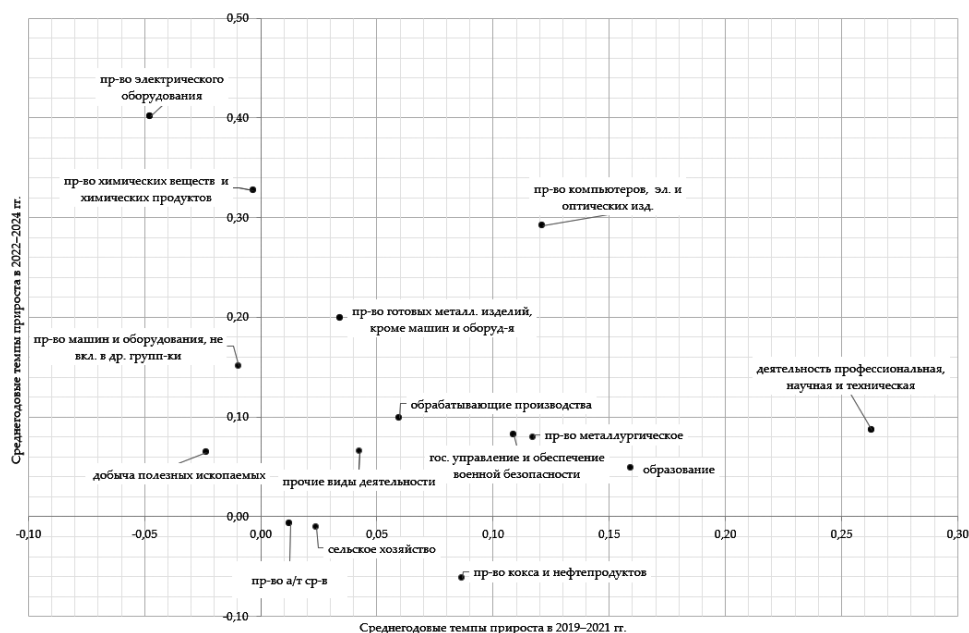
Рис. 2. Функции импульсных откликов (накопленные) в ответ на шоки переменных (+/- 2 ст. откл.), % (расчет производился с использованием квартальных данных, скорректированных на инфляцию и сезонность, за период с I квартала 2014 г. по IV квартал 2024 г.)

Как следует из проведенного анализа, стандартные статистические и эконометрические методы не позволяют оценить влияние бюджетного импульса на макроэкономические показатели. Совокупность инвестиций, финансируемых за счет средств бюджетов бюджетной системы РФ, имеет противоречивое воздействие на динамику ВВП. В этой связи требуются другие подходы к анализу, которые предполагают декомпозицию бюджетных стимулов и инвестиций по видам экономической деятельности.

### **Инвестиции в основной капитал по видам экономической деятельности**

Анализ инвестиций по видам экономической деятельности (ВЭД) проводится в группировке, отражающей приоритеты структурной трансформации российской экономики, развития импортозамещения и обеспечения технологического суверенитета. В качестве «контрольной группы» рассматриваются те виды экономической деятельности, которые можно отнести к традиционным для структуры российского выпуска (сельское хозяйство и добыча полезных ископаемых). На рис. 3 инвестиции по ВЭД, образующие четыре квадранта, распределены в координатах: ось абсцисс – среднегодовые темпы прироста инвестиций в основной капитал в 2019–2021 гг.; ось ординат – те же темпы прироста, но в 2022–2024 гг.<sup>4</sup> Первый квадрант («флагманы») отражает положительный рост инвестиций в основной капитал как до, так и после 2022 г., что обеспечивает устойчивую траекторию роста производства в рамках этих ВЭД. Во второй квадрант попали ВЭД, которые из отстающих вырвались вперед («спринтеры»): отрицательные темпы прироста инвестиций в 2019–2021 гг. сменились положительными после 2022 г. Третий квадрант характеризуется отрицательными темпами прироста инвестиций в основной капитал как до, так и после 2022 г., т. е. отражает катастрофическое отставание («выбывшие»). Ни один ВЭД не попал в данную категорию. В четвертом квадранте оказались ВЭД, которые затормозили свою инвестиционную активность («аутсайдеры»). До 2022 г. у них были положительные темпы прироста инвестиций в основной капитал, а после 2022 г. сменились падением.

<sup>4</sup> Среднегодовые данные рассчитаны как среднее геометрическое от темпов роста инвестиций в основной капитал по ВЭД с поправкой на инфляцию (по дефлятору валового накопления основного капитала). Источник: ВВП (1995–2024 гг.). Росстат. [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/GDP-years-of-use\\_1995-2024.xls](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/GDP-years-of-use_1995-2024.xls) (дата обращения: 10.09.2025).



Рассчитано по: Инвестиции в основной капитал в Российской Федерации по видам экономической деятельности. Росстат. [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/Inv-OKVED2\\_2024.xls](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/Inv-OKVED2_2024.xls) (дата обращения: 10.09.2025); ВВП (1995–2024 гг.). Росстат. [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/GDP-years-of-use\\_1995–2024.xls](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/GDP-years-of-use_1995–2024.xls) (дата обращения: 10.09.2025).

Рис. 3. Среднегодовые темпы прироста инвестиций в основной капитал по отдельным видам экономической деятельности в 2019–2021 и 2022–2024 гг.

В группу «флагманов» попали обрабатывающие производства в целом, что свидетельствует как минимум о сохранении сложившейся промышленной структуры. Что касается приоритетных видов экономической деятельности, то выделяются следующие: производство компьютеров, электронных и оптических изделий; производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования; металлургическое производство.

Инвестиции в производство компьютеров, электронного и оптического оборудования показывали высокие темпы роста, как до, так и после 2022 г. Так, в 2019–2021 гг. инвестиции росли на 12,1% ежегодно, а в 2022–2024 гг. – на 29,2%. Как отмечает С.А. Ильина, с 2021 г.кратно возросло государственное финансирование электронной промышленности [2, с. 47]. В 2022–2025 гг. объем выделенных средств в рамках государственной программы «Развитие электронной и радиоэлектронной промышленности» составил порядка 181,6 млрд руб.<sup>5</sup> Среднегодовые

<sup>5</sup> На 2025 г. приведена оценка. Рассчитано на основе сведений из пояснительных записок к законопроектам «О федеральном бюджете...» на 2023–2026 гг. <https://sozd.duma.gov.ru/> (дата обращения: 06.10.2025).

темпы роста инвестиций в производство готовых металлических изделий (кроме машин и оборудования) увеличились с 3,4% в 2019–2021 гг. до 19,9% в 2022–2024 гг., получив мощную подпитку за счет бюджетных средств в рамках военных заказов. Ситуация в металлургическом производстве иная – до 2022 г. инвестиции в среднем росли на 11,7% в год, а в 2022–2024 гг. – на 8,0%. Темпы роста инвестиций снизились, но все еще позволяют наращивать капитал. Санкции и ужесточение ряда налоговых условий пошатнули позиции производителей, тем не менее это не привело к коллапсу инвестиционной активности.

Стабильная динамика инвестиций в основной капитал характерна для государственного управления и обеспечения военной безопасности: среднегодовые темпы роста незначительно снизились в 2022–2024 гг., но остались в положительной зоне. Некоторые опасения вызывают показатели инвестиций по таким ВЭД, как образование и профессиональная, научная и техническая деятельность. Получившиеся точки оказались в первом квадранте, однако из рис. 3 видно, что среднегодовые темпы роста инвестиций до 2022 г. были существенно выше. Так, инвестиции в образование в 2019–2021 гг. росли на 16,0% в год, аналогичный показатель по науке превышал 26,0%. С 2022 г. среднегодовые темпы роста инвестиций сократились до 4,8 и 8,7% соответственно. Эти виды деятельности, во-первых, играют ключевую роль в обеспечении долгосрочного роста экономики, поскольку являются факторами научно-технического прогресса. Во-вторых, традиционно в России образование и наука (в том числе прикладная) финансировались почти исключительно за счет бюджетных средств. И резкое снижение темпов роста инвестиций после 2022 г. создает угрозу замедления структурной трансформации, рассматриваемой как необходимый технологический сдвиг в сторону укрепления собственной научной и производственной базы, что сведет на нет первоначальный импульс, заданный внешними ограничениями и бюджетным стимулированием.

Во втором квадранте оказались три вида экономической деятельности из числа анализируемых – производство машин и оборудования (не включенных в другие группировки), производство химических веществ и химических продуктов, производство электрического оборудования и один вид из «контрольной группы» – добыча полезных ископаемых. В 2019–2021 гг. инвестиции в основные фонды в среднем снижались: на 4,7% в год – в производстве электрического оборудования, на 1,0% ежегодно – в производстве машин и оборудования, на 0,3% – в химическом производстве. Однако в 2022–2024 гг. среднегодовые темпы роста инвестиции в производстве электрического оборудования превысили 40,0%, в химическом производстве – 32,0%, в производстве машин и оборудования – 15,0%.

Производители электрического оборудования, благодаря созданной базе и наращиванию собственных инвестиций, смогли воспользоваться уходом иностранных конкурентов с российского рынка. Существенную поддержку производители получили за счет роста жилищного строительства<sup>6</sup>. Роль бюджетных средств для инвестиций в производство электрического оборудования не является определяющей, но оказывает косвенное влияние. Так, стимулом для роста объемов жилищного строительства стала программа субсидирования ипотечного кредитования. Кроме того, отечественные организации получают льготные кредиты и возмещение затрат на приобретение отечественного электрического оборудования. Развитие электрического общественного транспорта, финансируемое за счет бюджетных средств, приводит к росту спроса на отечественные электрические аккумуляторы, производство которых за 2022–2024 гг. выросло в 2,1 раза<sup>7</sup>.

Производство машин и оборудования сократилось по всем видам деятельности, кроме производства станков и прочих машин специального назначения, индекс выпуска по которым вырос в 1,8 раза за 2022–2024 гг.<sup>8</sup> Рост инвестиций по этим направлениям, связанным с производством военной техники и соответствующего оборудования, обеспечивался бюджетными средствами.

Химическое производство в 2022–2024 гг. росло как за счет собственных вложений организаций, так и за счет бюджетного финансирования. Отечественные производители удобрений и пестицидов получили конкурентное преимущество из-за роста и внутреннего, и внешнего спроса. Внутренний спрос обеспечивается ростом сельскохозяйственного производства (в том числе в рамках импортозамещения), а рост внешнего спроса связан с удорожанием газа в Европе и, как следствие, повышением цен на химическую продукцию. Среди отечественных производителей удобрений – крупные акционерные компании с большими инвестиционными бюджетами и возможностью привлекать средства на фондовом рынке: ПАО «ФосАгро», ПАО «АКРОН», АО «МХК «ЕвроХим» и т. д. Что касается роли бюджетных средств, то речь идет о производстве других химических веществ, которое выросло на 30% за 2022–2024 гг. Сюда входит производство взрывчатых веществ, которые используются для производства вооружения и снабжения армии.

---

<sup>6</sup> Как локализуется в России производство электротехнических товаров. РБК Отрасли. 27 июня 2024 г. <https://www.rbc.ru/industries/news/667d045d9a79473d63c002c6> (дата обращения: 06.10.2025).

<sup>7</sup> Рассчитано по данным: Индексы производства по отдельным видам экономической деятельности по Российской Федерации. Росстат. [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/Ind\\_baza\\_2018\\_08-2025.xlsx](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/Ind_baza_2018_08-2025.xlsx) (дата обращения: 06.10.2025).

<sup>8</sup> Там же.

Наконец, рассмотрим виды экономической деятельности из четвертого квадранта. В «аутсайдерах» оказались два ВЭД из числа анализируемых (производство автотранспортных средств и производство кокса и нефтепродуктов) и один – из «контрольной группы» (сельское хозяйство). Среднегодовые темпы роста инвестиций в производство кокса и нефтепродуктов в 2019–2021 гг. составляли 8,7%, а в 2022–2024 гг. инвестиции в среднем снижались на 6,2%. Переработка коксующегося угля и нефти оказалась под двойным ударом из-за санкций как на экспорт продукции, так и на импорт оборудования. Отчасти удалось перенаправить потоки экспорта нефтепродуктов в дружественные страны. Однако дефицит производственных мощностей, регулярные террористические атаки на нефтеперерабатывающие заводы, отсутствие сопоставимых аналогов отечественного оборудования блокируют инвестиционную активность компаний. В периоды повышенного спроса на топливо (середина лета – начало осени) Правительство России прибегает к запрету на его экспорт. Поддержкой для производителей выступает только демпферный механизм (акциз на переработку сырой нефти), который приводит к потерям нефтегазовых доходов. Однако задачу стимулирования инвестиций в расширение производства топлива этот механизм не решает.

С производством автотранспортных средств иная ситуация – эта сфера поддерживается государством в течение многих лет. В 2019–2021 гг. инвестиции в производство автотранспортных средств росли с темпом 1,3% ежегодно, что, однако, само по себе не способно было привести к качественному технологическому скачку. В 2022–2024 гг. инвестиции в среднем сокращались на 0,7% в год. Автопроизводители также получили преимущество из-за ухода иностранных конкурентов, запрета на экспорт дорогостоящих автомобилей в Россию, но в полную силу не смогли им воспользоваться. Несмотря на выделенные в 2022–2024 гг. из федерального бюджета 943,5 млрд руб.<sup>9</sup>, производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов к концу 2024 г. сократилось на 27,9% по сравнению с началом 2022 г.<sup>10</sup>

Что касается сельского хозяйства, то оно также регулярно получает подпитку за счет бюджетных средств. Система мер поддержки сельского хозяйства разнообразна и включает в себя инструменты стимулирования как спроса, так и предложения. Потребители сельскохозяй-

<sup>9</sup> Рассчитано на основе сведений из пояснительных записок к Законопроектам «О федеральном бюджете...» за 2023–2025 гг. <https://sozd.duma.gov.ru/> (дата обращения: 06.10.2025).

<sup>10</sup> Рассчитано по данным: Индексы производства по отдельным видам экономической деятельности по Российской Федерации. Росстат. [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/Ind\\_baza\\_2018\\_08-2025.xlsx](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/Ind_baza_2018_08-2025.xlsx) (дата обращения: 06.10.2025).

ственной продукции получают субсидии, и, кроме того, государство напрямую закупает сельскохозяйственную продукцию. Предоставляются льготные кредиты, субсидии, налоговые льготы для производителей сельскохозяйственной продукции, производства сельскохозяйственной техники, осуществляется поддержка сельскохозяйственной инфраструктуры, кооперативов, традиционных промыслов и т. д. Вместе с тем среднегодовые темпы роста инвестиций в 2019–2021 гг. составляли лишь 2,4%, а в 2022–2024 гг. произошло сокращение инвестиций на 1,1%. При этом российские производители сельскохозяйственной продукции с 2014 г. успешно замещают импортные товары, а после 2022 г. они получили конкурентное преимущество из-за опережающего роста издержек производства сельскохозяйственной продукции в мире и сокращения производства зерна в Восточной Европе.

В элементе «прочие виды деятельности» объединены инвестиции по тем ВЭД, которые нельзя напрямую отнести к обеспечению структурной трансформации. Они показывали небольшие, но положительные среднегодовые темпы роста инвестиций как в 2019–2021 гг., так и в 2022–2024 гг. Таким образом, сложившаяся структура российской экономики в целом сохранилась.

Как следует из проведенного анализа инвестиций по видам экономической деятельности, результаты выделения бюджетных средств для решения задач структурной трансформации и технологической модернизации неоднозначны. За период 2022–2024 гг. наибольшую результативность показывает производство продукции, имеющей стратегическое военное значение. Опережающими темпами растет не только выпуск подобной продукции, но и инвестиции в основные фонды. Однако в долгосрочном периоде эффекты будут определяться возможностями конверсии военной продукции и эффектом «перелива» технологий в гражданское производство. Государственная поддержка гражданских производств, способных обеспечить структурную перестройку и рост технологического суверенитета, в рассматриваемый период имела ограниченный эффект. Успешным примером (по количественным параметрам) может служить производство электронной и радиоэлектронной промышленности, «аутсайдером» остается производство автомобильного транспорта.

Перспективы государственного участия в финансировании структурной трансформации можно оценить на основе недавно подготовленного законопроекта «О федеральном бюджете на 2026 г. и на плановый период 2027 и 2028 годов»<sup>11</sup>. Первое, что обращает на себя

---

<sup>11</sup> Комплект документов к проекту федерального закона «О федеральном бюджете на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов». <https://sozd.duma.gov.ru/bill/1026181-8> (дата обращения: 01.10.2025).

внимание, – снижение данных по прогнозу инвестиций в 2026–2028 гг. (в сравнении с Законом № 419-ФЗ)<sup>12</sup>. Законопроект составлен исходя из прогноза, что в 2026 г. инвестиции с поправкой на инфляцию вырастут менее чем на 1,0%, а в 2027–2028 гг. – на 3,9 и 3,4% соответственно (см. табл.).

Таблица

**Некоторые параметры законопроекта «О федеральном бюджете на 2026 г. и на плановый период 2027–2028 гг.**

| Наименование  | 2025<br>(оценка) | 2026<br>(законо-<br>проект) | 2027<br>(законо-<br>проект) | 2028<br>(законо-<br>проект) |
|---|------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| Инвестиции, млрд руб.   | 39 534,0         | 43 181,0                    | 45 328,0                    | 48 980,0                    |
| Расходы федерального бюджета, всего, млрд руб.  | 42 821,2         | 44 069,7                    | 46 096,1                    | 49 383,2                    |
| в т. ч.<br>расходы на реализацию государственных программ, млрд руб.  | 37 969,3         | 33 070,6                    | 33 289,8                    | 35 713,9                    |
| в % к расходам федерального бюджета, всего  | 88,7             | 75,0                        | 72,2                        | 72,3                        |
| из них:<br>расходы национальных проектов и государственных программ структурной и технологической модернизации, млрд руб. | 7 147,5          | 8 279,9                     | 9 010,0                     | 9839,5                      |
| в % к расходам на реализацию государственных программ   | 18,8             | 25,0                        | 27,1                        | 27,6                        |
| Справочно:  |                  |                             |                             |                             |
| Инфляция (по ИПЦ), %  | 6,8              | 4,0                         | 4,0                         | 4,0                         |
| Удельный вес расходов по разделу «Национальная оборона» в расходах федерального бюджета, всего, %                         | н/д              | 29,3                        | 29,4                        | 26,4                        |

Рассчитано по: Пояснительная записка к проекту Федерального закона «О федеральном бюджете на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов». <https://sozd.duma.gov.ru/bill/1026181-8> (дата обращения: 01.10.2025).

Бюджетное финансирование мер по структурной трансформации и технологической модернизации осуществляется в основном посредством проектов и программ. Всего программная часть расхо-

<sup>12</sup> Федеральный закон от 30.11.2024 г. № 419-ФЗ «О федеральном бюджете на 2025 год и на плановый период 2026 и 2027 годов» (последняя редакция). [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_491969](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_491969) (дата обращения: 01.10.2025).



дов федерального бюджета в 2025 г., по оценке, составит более 88,0%. В 2026 г. программные расходы неожиданно снижаются до 75,0%, а в 2027–2028 гг. до 72,0%. В составе самих программных расходов средства национальных проектов и государственных программ, мероприятия которых можно отнести к задачам структурной трансформации, занимают не более 30,0%. К подобного рода «структурным» проектам и программам были отнесены 13 национальных проектов (в частности, «Эффективная и конкурентная экономика», «Средства производства и автоматизации», «Новые атомные и энергетические технологии» и т. п.), а также 11 государственных программ, ряд из которых сопряжены с национальными проектами (например, «Экономическое развитие и инновационная экономика» и «Развитие атомного энергопромышленного комплекса»).

Следует отметить, что объем средств на «структурные» национальные проекты и государственные программы заметно возрастает уже в 2026 г. Если в 2025 г. предположительно будет затрачено около 7,2 трлн руб., то в 2026 г. эта сумма вырастет до 8,3 трлн руб. В 2027 и 2028 г. будет выделено более 9,0 и 9,8 трлн руб. соответственно. Таким образом, целевая направленность выделения бюджетных средств возрастает.

Расходы по разделу «Национальная оборона» остаются в 2026 и 2027 г. на уровне, близком к 30,0%. И только с 2028 г. запланировано снижение до 26,4%. С одной стороны, часть этих расходов выльется в рост инвестиций и производства по стратегическим направлениям – выпуск готовых металлических изделий, производство машин и оборудования, производство химических веществ. С другой стороны, высокий уровень военных расходов на фоне попыток Минфина России сократить бюджетный дефицит означает сокращение инвестирования по остальным направлениям.

## **Заключение**

Проблема структурной трансформации и технологической модернизации российской экономики, которая долгое время была объектом научных интересов и формальным курсом государственной политики, после масштабного потрясения 2022 г. из стратегической цели стала условием национальной безопасности. Потребности в импортозамещении теперь сопутствует цель усиления технологического суверенитета. Катализатором изменений должна стать государственная политика, поскольку рыночных стимулов явно недостаточно. Даже в условиях жестких санкционных ограничений и угроз вторичных санкций, отечественные товары зачастую проигрывают конкуренцию зарубежной продукции, поставляемой по каналу параллельного импорта.

Оценки эффекта бюджетного импульса на перестройку структуры российской экономики, полученные по результатам корреляционного анализа, не подтвердили связи между инвестициями в основные фонды за счет бюджетных средств и ростом ВВП. При этом рост собственных инвестиций организаций коррелирует с ростом ВВП, что соответствует основным макроэкономическим концепциям. Выявлена также тесная связь между инвестициями, осуществляемыми за счет собственных средств, и объемами инвестиций из средств бюджетной системы.

Оценка импульсного отклика собственных инвестиций организаций и инвестиций за счет бюджетных средств, проведенная с использованием модели векторной авторегрессии, показала, что он носит характер затухающих колебаний. Рост наблюдается в первые два квартала, затем четыре лага наблюдаются колебания в пределах 5%. Таким образом, механизм трансформации бюджетных вливаний в собственную инвестиционную активность организаций подвергается влиянию противодействующих факторов. Одни действуют в пользу усиления эффекта бюджетного финансирования, другие – ослабляют или нивелируют первоначальный стимул. К последним можно отнести эффект вытеснения, слабость и ошибки управления, недобросовестное поведение и коррупцию, другие непредвиденные негативные факторы.

Косвенно охарактеризовать эффекты бюджетного стимулирования удалось, анализируя инвестиционную активность по отдельным видам экономической деятельности. При сравнении среднегодовых темпов роста инвестиций за периоды 2019–2021 гг. и 2022–2024 гг. среди «флагманов» оказались виды экономической деятельности, инвестиции в которых росли как до, так и после 2022 г. Здесь следует отметить производство компьютеров, электронных и оптических изделий; производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования, и металлургическое производство, где можно проследить участие бюджетных средств, но в различных формах и масштабах. Так, в части производства готовых металлических изделий значимую роль играет военный заказ, т. е. прямое выделение средств на приобретение продукции, государственные инвестиции. Выделение субсидий, налоговых льгот, субсидирование льготного кредитования и финансирование инфраструктуры отразилось на росте инвестиций в производство компьютеров, электронных и оптических изделий. Металлургическое производство в большей степени ориентировано на собственные ресурсы и средства, привлекаемые с финансового рынка. Однако субсидирование программ льготной ипотеки и застройщиков привело к росту спроса на продукцию металлургии. Таким образом, прослеживается косвенное влияние бюджетного финансирования. Также

среди «флагманов» – образование и профессиональная, научная и техническая деятельность. Здесь влияние бюджетных средств, как правило, является определяющим. Однако отмечено кратное падение среднегодовых темпов прироста инвестиций по этим направлениям, что в долгосрочном периоде негативно скажется на темпах экономического роста.

Инвестиции в производство электрического оборудования, производство химической продукции и химических веществ и производство машин и оборудования снижались до 2022 г., но стремительно выросли в 2022–2024 гг. (группа ВЭД – «спринтеров»). Существенную роль бюджетное финансирование сыграло на предприятиях, производящих химические вещества, станки и прочие машины специального назначения, продукция которых используется для военных нужд. По остальным видам экономической деятельности этой группы бюджетное финансирование использовалось, но не было основным. В группе «спринтеров» оказалась и добыча полезных ископаемых, где осуществлялась косвенная бюджетная поддержка компаний в виде налоговых вычетов и прочих льгот.

Среди «аутсайдеров» – видов экономической деятельности, в которых темпы прироста инвестиций сменились отрицательными значениями после 2022 г., оказались производство кокса и нефтепродуктов, а также производство автотранспортных средств. Здесь также нельзя выделить единую схему: в первом случае производители серьезно пострадали от зарубежных санкций, а в случае с производством автотранспортных средств, несмотря на объемы выделяемых бюджетных средств, производителям не удалось воспользоваться преимуществом ухода иностранных конкурентов с российского рынка. В «аутсайдерах» оказался и такой традиционный для российской экономики вид деятельности, как сельское хозяйство, получающий разнообразную поддержку из бюджета.

Результаты проведенного анализа, как и предполагалось, показали, что значение имеет не только объем средств, выделяемых из бюджета на финансирование структурной трансформации, но и способность их освоить, воспользоваться имеющимися преимуществами, а также согласованность с другими направлениями экономической политики.

## ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

1. Баранов А.О., Гореев А.В. Динамические мультипликаторы в экономике: результаты и интерпретация расчетов на примере России // Проблемы прогнозирования. 2024. № 4. С. 46–59. [Baranov A.O., Goreev A.V. Dynamic Multipliers in the Economy: Results and Interpretation of Calculations Using the Russian Example // Problems of Forecasting. 2024. No. 4. Pp. 46–59. (In Russ.).] DOI: 10.47711/0868-6351-205-46-59.
2. Ильина С.А. Технологический суверенитет в полупроводниковой промышленности: миф или реальность? (на примере сегмента оборудования для производства полупроводников): Научный доклад. М.: Институт экономики РАН. 2023. [Ilyina S.A. Technological Sovereignty in the Semiconductor Industry: Myth or Reality? (Based on the Semiconductor Manufacturing Equipment Segment): Research Report. Moscow: Institute of Economics, Russian Academy of Sciences. 2023. (In Russ.).]
3. Кейнс Д.М. Общая теория занятости, процента и денег / Д.М. Кейнс. Москва: Директ-Медиа, 2014. [Keynes J.M. General Theory of Employment, Interest, and Money / J.M. Keynes. Moscow: Direct-Media, 2014. (In Russ.).]
4. Клепач А.Н. Бюджетная политика 2020–2026 годов: в условиях турбулентности // Научные труды Вольного экономического общества России. 2024. №. С. 122–135. [Klepach A.N. Fiscal Policy for 2020–2026: Amid Turbulence // Scientific Works of the Free Economic Society of Russia. 2024. No. 1. Pp. 122–135. (In Russ.).] DOI: 10.38197/2072-2060-2024-245-1-122-135.
5. Козлова С.В. Трансформация институтов управления государственным имуществом: итоги 2022–2024 гг. // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2024. № 5. С. 42–57. [Kozlova S.V. Transformation of State Property Management Institutions: Results for 2022–2024 // Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences. 2024. No. 5. Pp. 42–57. (In Russ.).] DOI: 10.52180/2073-6487\_2024\_5\_42\_57. EDN: HWKQIA.
6. Ленчук Е.Б., Ахалкин Н.Ю., Лыкова Л.Н., Николаев И.А., Филатов В.И. Структурные изменения в российской экономике и политика технологической трансформации: Научный доклад / Е.Б. Ленчук (отв. ред.), Н.Ю. Ахалкин, Л.Н. Лыкова, И.А. Николаев, В.И. Филатов. М.: ИЭ РАН, 2025. [Lenchuk E.B., Akharkin N.Yu., Lykova L.N., Nikolaev I.A., Filatov V.I. Structural changes in the Russian economy and the policy of technological transformation: Scientific report / E.B. Lenchuk (ed.), N.Yu. Akharkin, L.N. Lykova, I.A. Nikolaev, V.I. Filatov. M.: Institute of Economics RAS, 2025. (In Russ.).]
7. Маневич В.Е. Монетарная политика центрального банка РФ и динамика российской экономики в 2015–2017 гг. // Экономическая наука современной России. 2018. № 4 (83). С. 85–102. [Manevich V.E. Monetary Policy of the Central Bank of the Russian Federation and the Dynamics of the Russian Economy in 2015–2017 // Economic Science of Contemporary Russia. 2018. No. 4 (83). Pp. 85–102. (In Russ.).] EDN: YUCCHB.
8. Мясников А., Тарасов В., Аверьянова А., Ткаченко М. Оценка бюджетного импульса и его неоднородное влияние на инфляционные процессы в регионах России / Серия докладов об экономических исследованиях. Банк России. 2023. № 118. [Myasnikov A., Tarasov V., Averianova A., Tkachenko M. Assessing the Budget Impulse and Its Heterogeneous Impact on Inflation Processes in Russia's Regions / Series of

- Economic Research Reports. Bank of Russia. 2023. No. 118. (In Russ.).] [https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/154817/WP\\_118.pdf](https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/154817/WP_118.pdf).
9. *Некипелов А.Д.* От нейтрализации внешних шоков к устойчивому долгосрочному развитию // Научные труды Вольного экономического общества России. 2024. Т. 248. № 4. С. 130–142. [*Nekipelov A.D.* From Neutralizing External Shocks to Sustainable Long-Term Development // Scientific Works of the Free Economic Society of Russia. 2024. Vol. 248. No. 4. Pp. 130–142. (In Russ.).] DOI: 10.38197/2072-2060-2024-248-4-130-142.
  10. *Николаев И.А.* Возможности и ограничения бюджетного импульса в экономической политике России в условиях санкций / Научный доклад. М.: ИЭ РАН, 2024. [*Nikolaev I.A.* Potential and Limitations of Budget Impulse in Russia's Economic Policy under Sanctions / Research Report. Moscow: Institute of Economics RAS, 2024. (In Russ.).] [https://inecon.org/docs/2024/Nikolaev\\_paper\\_2024.pdf](https://inecon.org/docs/2024/Nikolaev_paper_2024.pdf).
  11. *Пак Е.А., Пекарский С.Э.* Рост государственного долга: возвращение финансовой репрессии и высокой инфляции? // Вопросы экономики. 2024. № 1. С. 33–51. [*Pak E.A., Pekarsky S.E.* Growth of Public Debt: The Return of Financial Repression and High Inflation? // Voprosy Ekonomiki. 2024. No. 1. Pp. 33–51. (In Russ.).] DOI: 10.32609/0042-8736-2024-1-33-51.
  12. *Широв А.А.* Российская экономика – возможности структурно-технологического маневра // Научные труды Вольного экономического общества России. 2023. Т. 241. № 3. С. 61–71. [*Shirov A.A.* Russian economy – possibilities of structural and technological maneuver // Scientific works of the Free Economic Society of Russia. 2023. Vol. 241. No. 3. Pp. 61–71. (In Russ.).]
  13. *Acemoglu D., Johnson S., Robinson J.* Institutions as a Fundamental Cause of Long-Run Growth in: Handbook of Economic Growth / Aghion, Philippe and Durlauf, Steven eds. Elsevier. 2005. Vol. 1. Part A. Ch. 06. Pp. 385–472.
  14. *Auerbach A., Gorodnichenko Y.* Measuring the Output Responses to Fiscal Policy // American Economic Journal: Economic Policy. 2012. Vol. 4. No. 2.
  15. *Barro R.* Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth, Journal of Political Economy. 1990. Vol. 98. No. 5. Pp. 103–126. DOI:10.1086/261726.
  16. *Bleaney M., Gemmell N., Kneller R.* Testing the Endogenous Growth Model: Public Expenditure, Taxation, and Growth over the Long Run // The Canadian Journal of Economics / Revue Canadienne d'Economique. 2001. Vol. 34. No. 1. Pp. 36–57. <http://www.jstor.org/stable/2667400>. DOI: 10.1111/0008-4085.00061.
  17. *Friedman M.* Inflation Causes and Consequences. Asian Publishing House, 1963.
  18. International Monetary Fund. Government Expenditure and Economic Growth: An Empirical Investigation / IMF Working Papers 1989/045, International Monetary Fund, 1989. DOI: 10.5089/9781451974157.001.
  19. *Lucas R.E.Jr.* Principles of Fiscal and Monetary Policy // Journal of Monetary Economics. 1986. Vol. 17 (January). Pp. 117–134.
  20. *Phelps E.* The Golden Rule of Accumulation: A Fable for Growthmen // The American Economic Review. 1961. Vol. 51. No. 4. Pp. 638–43. DOI: 10.1016/B978-0-12-554002-5.50007-8.
  21. *Romer P.M.* The Origins of Endogenous Growth // The Journal of Economic Perspectives. 1994. Vol. 8. No. 1. Pp. 3–22. DOI: 10.1257/jep.8.1.3.
  22. *Solow R.M.* A contribution to the theory of economic growth // Quarterly Journal of Economics. 1956. No. 70 (1). Pp. 65–94. DOI: 10.2307/1884513.

Дата поступления рукописи: 07.10.2025 г.

Дата принятия к публикации: 18.11.2025 г.

#### СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРЕ

**Букина Ирина Сергеевна** – кандидат экономических наук,  
ведущий научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН, Москва, Россия  
ORCID: 0000-0002-9289-2899  
ibukina79@yandex.ru

#### ABOUT THE AUTHOR

**Irina S. Bukina** – Cand. Sci. (Econ.), Leading Researcher, Institute of Economics  
of the RAS, Moscow, Russia  
ORCID: 0000-0002-9289-2899  
ibukina79@yandex.ru

#### INVESTMENTS AS A FACTOR IN STRUCTURAL RECONSTRUCTION OF THE RUSSIAN ECONOMY: THE ROLE OF BUDGETARY FUNDS

This article examines the effects of budgetary financing allocated for the Russian economy structural transformation. Due to the lack of detailed data on consolidated budget expenditures of the Russian Federation, the analysis is based on aggregated indicators of investments financed by budgetary funds. It is shown that budgetary investments do not directly correlate with GDP growth, but they do influence the dynamics of investments financed by organizations' own funds. Based on the analysis, an assessment of the contributions of individual types of economic activity to the process of structural transformation of the Russian economy is made.

**Keywords:** *budget, fiscal sphere, fiscal stimulus, state program, investment, national projects, structural transformation, technological sovereignty.*

**JEL:** H32, H54, H57.

**В.Ю. МУЗЫЧУК**

доктор экономических наук, доцент,  
зам. директора по научной работе ФГБУН Институт экономики РАН,  
главный научный сотрудник Государственного института искусствознания

## **ДОЛГОСРОЧНАЯ ПРОГРАММА СОХРАНЕНИЯ КУЛЬТУРНОГО НАСЛЕДИЯ В РОССИИ ЧЕРЕЗ ПРИЗМУ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ВЫЗОВОВ**

В статье акцентируется внимание на отдельных институциональных вызовах анонсированной в России долгосрочной государственной программы сохранения культурного наследия до 2045 г. В работе предпринята попытка разобраться в трех ключевых вопросах: 1) каковы номинальные и реальные цели долгосрочной государственной программы сохранения культурного наследия; 2) какие риски для сферы сохранения наследия, а также общества в целом может содержать долгосрочная государственная программа сохранения культурного наследия, оператором которой выступает государственная коммерческая организация – финансовый институт развития в жилищной сфере ДОМ.РФ; 3) каковы основные финансовые механизмы реализации долгосрочной государственной программы сохранения культурного наследия, и насколько они приемлемы в условиях текущей экономической конъюнктуры? Ответы на эти вопросы позволят определить основные векторы государственной политики по разработке долгосрочной программы сохранения культурного наследия и ее дальнейшей реализации.

**Ключевые слова:** культурное наследие, сохранение культурного наследия, экономика культуры, культурная политика, сфера культуры, система управления культурным наследием, государственная программа сохранения культурного наследия.

**УДК:** 338.46, 351.853.1

**EDN:** MIYAFG

**DOI:** 10.52180/2073-6487\_2025\_6\_47\_71

### **Введение**

На протяжении трех последних десятилетий вопрос о сохранении культурного наследия России постоянно входил в повестку дня федеральных органов власти и был в центре внимания профессионального сообщества, но решение назревшей проблемы не доходило до практической реализации. Принято считать, что в России существует огромное количество объектов культурного наследия, поэтому задача его сохранения – дело трудноразрешимое и капиталоемкое.

В данной работе предпринята попытка разобраться в трех институциональных вызовах, связанных с разработкой и реализацией долгосрочной государственной программы по сохранению культурного наследия в России: 1) каковы номинальные и реальные цели долгосрочной государственной программы сохранения культурного наследия; 2) какие риски для сферы сохранения наследия, а также общества в целом может содержать долгосрочная государственная программа сохранения культурного наследия, оператором которой выступает государственная коммерческая организация – финансовый институт развития в жилищной сфере; 3) каковы основные финансовые механизмы реализации долгосрочной государственной программы сохранения культурного наследия, и насколько они приемлемы в условиях текущей экономической конъюнктуры.

По сути – это три неудобных вопроса, на которые профессиональное и экспертное сообщество в сфере сохранения культурного наследия хотело бы получить ответ, но боялось спросить... Ответы на поставленные вопросы позволят задать вектор таких преобразований, которые бы действительно позволили достигнуть цели, связанной с сохранением культурного наследия России.

### **Предыстория появления идеи государственной программы: анализ нормативных правовых новаций**

В Послании Президента Российской Федерации В.В. Путина Федеральному собранию 29 февраля 2024 г. было впервые заявлено на таком высоком уровне о необходимости разработки и реализации специальной государственной программы по сохранению объектов культурного наследия: «Предлагаю сформировать долгосрочную программу сохранения объектов культурного наследия России. Рассчитываю, что мы примем ее на 20 лет. Нужно предусмотреть меры поддержки граждан, компаний, общественных объединений, которые готовы вкладывать свой труд, время и средства в восстановление памятников»<sup>1</sup>. Далее в речи Президента Российской Федерации последовало одно существенное дополнение: «Такие механизмы опробуем в текущем году в пилотном проекте института развития “ДОМ.РФ”. В нем примут участие пять регионов: Забайкалье, Новгородская, Рязанская, Смоленская и Тверская области. А к 2030 г. по всей стране надо привести в порядок не менее тысячи объектов культурного наследия, дать им вторую жизнь, чтобы они служили людям и украшали наши города и села»<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Послание Президента Российской Федерации Федеральному Собранию. 29 февраля 2024 г.: <http://kremlin.ru/events/president/news/73585> (дата обращения: 01.08.2025).

<sup>2</sup> Там же.



Спустя месяц вышел Перечень поручений по реализации Послания Федеральному собранию от 30 марта 2024 г. № Пр-616, в котором появилась детализация предполагаемых нововведений. Правительству России совместно с исполнительными органами субъектов РФ было поручено (пп. а) п. 21) «обеспечить разработку, утверждение и реализацию программы сохранения объектов культурного наследия народов Российской Федерации на период до 2045 г., предусмотрев в том числе:

- приведение к 2030 г. при участии акционерного общества «ДОМ.РФ» в удовлетворительное состояние не менее 1 тыс. объектов культурного наследия и выделение в 2025–2030 г. на эти цели дополнительных бюджетных ассигнований федерального бюджета в размере не менее 51 млрд рублей;
- дополнительные меры поддержки физических и юридических лиц, принимающих участие в реализации этой программы, в том числе механизм сопровождения инвесторов, участвующих в мероприятиях по обеспечению сохранности объектов культурного наследия, на всех этапах осуществления таких мероприятий, включая этап вовлечения объекта культурного наследия в хозяйственный оборот;
- оптимизацию процедур вовлечения объектов культурного наследия в хозяйственный оборот.

В поручении Президента Российской Федерации эта инициатива получила название Программа сохранения объектов культурного наследия народов Российской Федерации на период до 2045 г.

Следует отметить, что за несколько дней до Послания Президента Российской Федерации Федеральному собранию, 20 февраля 2024 г. предприниматель и инвестор Алексей Шкрапкин, известный в сфере сохранения культурного наследия восстановлением усадьбы Скорняково-Архангельское в Липецкой области, озвучил на пленарном заседании форума АСИ «Сильные идеи для нового времени» в присутствии Президента Российской Федерации В.В. Путина свои соображения по поводу сохранения культурного наследия. Так, А. Шкрапкин предложил «восстановить все заброшенные исторические усадьбы и объекты культурного наследия, которые находятся в сельской местности и в малых городах, и которые могут стать ядром туристической инфраструктуры России за счет средств частных инвесторов и небольших программ господдержки». Для реализации этой инициативы было предложено:

- создать систему сопровождения инвесторов на всех этапах реализации проекта;
- разработать механизмы льготного кредитования инвестиционных и туристических проектов, реализуемых на основе истори-

ческих усадеб и объектов культурного наследия, тоже в первую очередь в малых городах и в сельской местности;

- разработать госпрограмму поддержки проектов возрождения исторических усадеб и объектов культурного наследия и приспособления их для целей гостинично-туристической инфраструктуры [1, с. 5–8].

Следует отметить два ключевых момента в озвученном предложении: необходимость привязки сохранения наследия к развитию туризма и заинтересованность самого бизнеса. Собственно говоря, вокруг этих двух ключевых пунктов и стала раскручиваться дальнейшая история с сохранением культурного наследия.

На Петербургском международном экономическом форуме в июне 2024 г. Президент Российской Федерации В.В. Путин еще раз обозначил задачу реставрации и реконструкции объектов культурного наследия (далее – ОКН): «Отдельным направлением станет реставрация и реконструкция объектов культурного и исторического наследия. К 2030 году по всей стране надо привести в порядок не менее тысячи таких объектов, дать им вторую жизнь, чтобы они служили людям, служили сбережению и укреплению нашей идентичности, украшали города и села, повышали их туристическую привлекательность»<sup>3</sup>.

Позднее в СМИ по итогам разного рода встреч и выступлений представителей Минкультуры России, акционерного общества «ДОМ.РФ» (далее по тексту – ДОМ.РФ) и профессионального сообщества стала появляться большая конкретика: ДОМ.РФ станет оператором программы сохранения ОКН<sup>4</sup>, в качестве основной меры поддержки был заявлен механизм льготного кредитования, поскольку основной целью данного проекта является привлечение частных инвестиций в сферу сохранения культурного наследия; на ПМЭФ-2024 в июне 2024 г. было подписано соглашение о сотрудничестве ДОМ.РФ, Минкультуры России и Всероссийского общества охраны памятников истории и культуры (далее по тексту – ВООПИК)<sup>5</sup>; для реализации пилотного проекта были выбраны восемь субъектов РФ (Забай-

<sup>3</sup> Пленарное заседание Петербургского международного экономического форума. 7 июня 2024 г. <http://kremlin.ru/events/president/news/74234> (дата обращения: 03.08.2025).

<sup>4</sup> «Дом.РФ» предложит инвесторам льготные кредиты на восстановление объектов культурного наследия. REDEVELOPER.RU. 23 апреля 2024 г. <https://redeveloper.ru/news/dom-rf-predlozhit-investoram-lgotnye-kredity-na-vosstanovlenie-obektov-kulturnogo-naslediya.htm> (дата обращения: 01.08.2025).

<sup>5</sup> ДОМ.РФ, Минкульт и ВООПИК будут вместе восстанавливать объекты культурного наследия в РФ. ТАСС. 7 июня 2025 г. <https://tass.ru/kultura/21033477> (дата обращения: 03.08.2025).

кальский край, Новгородская, Рязанская, Смоленская, Ярославская, Самарская, Нижегородская и Тверская обл.); в октябре 2024 г. в разных регионах России были отобраны более 600 объектов, находящихся в неудовлетворительном состоянии, для участия в Программе и последующего вовлечения в хозяйственный оборот<sup>6</sup>. Здесь же были озвучены цифры о привлечении около 300 млрд руб. частных инвестиций в сферу сохранения культурного наследия.

Позднее появилась платформа НАСЛЕДИЕ.ДОМ.РФ, на которой были указаны самые общие условия для объектов культурного наследия, которые потенциально подходят под условия Программы<sup>7</sup>:

- входит в единый государственный реестр ОКН (памятников истории и культуры);
- находится в федеральной, региональной или муниципальной собственности;
- может быть передан в частную собственность, долгосрочную аренду или пользование;
- не является многоквартирным домом;
- не расположен в границах территории историко-культурного заповедника или достопримечательного места, имеющего религиозное значение;
- на земельном участке, на котором расположен ОКН, отсутствуют объекты недвижимости третьих лиц;
- признан находящимся в неудовлетворительном состоянии.

По состоянию на середину октября 2025 г., на платформе НАСЛЕДИЕ.ДОМ.РФ собрана информация о более чем 1300 ОКН, расположенных в 79 регионах России. Также там содержится каталог подрядчиков, сертифицированных для работы с памятниками.

Появление в ближайшем будущем долгосрочной государственной программы, безусловно, является положительным фактором, который позволит сдвинуть ситуацию с сохранением культурного наследия в нашей стране с мертвой точки. Однако данная цель может быть достигнута только при условии избежания/нивелирования тех институциональных вызовов, которые уже на сегодняшний день проявились и могут в той или иной степени отрицательно повлиять на ее достижение.

Рассмотрим их подробнее.

---

<sup>6</sup> Президентская программа: отобраны 600 из 1000 ОКН. Хранители наследия. 04 октября 2024 г. <https://hraniteli-nasledia.com/articles/nasledie-rossii/prezidentskaya-programma-otobranu-600-iz-1000-okn/> (дата обращения: 03.08.2025).

<sup>7</sup> Платформа НАСЛЕДИЕ.ДОМ.РФ. <https://наследие.дом.рф/о-платформе> (дата обращения: 02.11.2025).

## **Долгосрочная государственная программа сохранения культурного наследия или программа приватизации культурного наследия?**

Следует отметить, что пробный шар по разработке государственной программы сохранения культурного наследия был пущен незадолго до озвученных инициатив. На совещании Президента Российской Федерации В.В. Путина с Кабинетом министров РФ 8 ноября 2023 г. в формате видеоконференции состоялся диалог Президента с министром культуры РФ О.Б. Любимовой, где прозвучало, что министерство совместно с акционерным обществом «ДОМ.РФ» прорабатывает также возможность вовлечения в хозяйственный оборот объектов культурного наследия с низкой инвестиционной привлекательностью [2, с. 5].

Еще раньше, в середине 2023 г., были сделаны определенные шаги в сторону изменения порядка приватизации объектов культурного наследия, внесенных в Реестр объектов культурного наследия. В федеральный закон от 21.12.2001 г. № 178-ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества» были внесены следующие основные изменения (в редакции федерального закона от 24.07.2023 г. № 370-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ»):

- если ОКН в хорошем состоянии, то он продается на аукционе вместе с земельным участком (за исключением ОКН, расположенных в Москве, Санкт-Петербурге и Севастополе); при приватизации ОКН, расположенных в Москве, Санкт-Петербурге и Севастополе, путем продажи на аукционе, указывается размер арендной платы за земельный участок и срок его аренды (п. 7 ст. ст. 29);
- если ОКН в неудовлетворительном состоянии, то он продается через процедуру конкурса; задаток для участия в конкурсе составляет 20% от кадастровой стоимости объекта, причем если эта сумма превышает цену приобретенного имущества, то разница возвращается выигравшему конкурс;
- земельный участок под приватизированным по конкурсу ОКН в неудовлетворительном состоянии предоставляется в аренду на срок проведения ремонтно-реставрационных работ с правом последующего выкупа; право приобретения в собственность земельного участка возникает после акта приемки выполненных работ по сохранению ОКН.

Одновременно с принятием № 370-ФЗ были внесены поправки в Земельный кодекс РФ, согласно которым арендная плата за земельный участок, на котором расположен ОКН, проданный через проце-

дуру конкурса, была установлена в размере 1 руб. в год на весь срок ремонтно-реставрационных работ (п. 6 ст. 39.7 ЗК РФ)<sup>8</sup>.

Нельзя забывать еще об одной нормативной правовой новации, принятой в канун 2025 г. Постановление Правительства РФ от 27 декабря 2024 г. № 1936 «О внесении изменений в постановление Правительства Российской Федерации от 12 сентября 2015 г. № 972 «Об утверждении Положения о зонах охраны объектов культурного наследия (памятников истории и культуры) народов Российской Федерации и о признании утратившими силу отдельных положений нормативных правовых актов Правительства Российской Федерации» отменило зоны охраны для разного рода памятников, сочтя границы территории, непосредственно занятой памятником, достаточными для исполнения охранных обязательств. Данные новации вызывают множество вопросов, так как зоны охраны на сопряженной с памятником территории позволяли сохранить исторический ландшафт, историческую среду вокруг памятника, а отмена этих зон охраны обоснована необходимостью упрощения строительства и реконструкции на этих территориях. Более того, с 1 марта 2025 г. зоны охраны сняты с объектов археологического наследия, монументов, некрополей и захоронений. С 1 марта 2028 г. зоны охраны будут аннулированы у достопримечательных мест и памятников и ансамблей, расположенных в границах достопримечательных мест. В открытом обращении Президиума Центрального совета ВООПИК в Правительство РФ, в частности, говорится: «По нашему мнению, отдельные положения документа создают серьезные риски для обеспечения сохранности многих ценных объектов культурного наследия России в их исторической среде, а также предпосылки для бесконтрольной застройки территорий, прилегающих к историческим памятникам»<sup>9</sup>. Кроме того, в Госдуме РФ на рассмотрении находится законопроект № 954362-8 об упрощении установления зон охраны ОКН регионального и местного значения, в частности, об отмене согласования объединенной зоны охраны в Минкультуры России.

Некоторые эксперты полагают, что подобного рода изменения инициированы строительным лобби, которое за риторикой о необхо-

<sup>8</sup> Следует отметить, что такой порядок расчета размера арендной платы действует ограниченный период времени и применяется к договорам, заключенным до 01.01.2026 г., после чего вступает в силу новый порядок расчета на основании кадастровой стоимости земельного участка (см. ФЗ от 08.08.2024 г. № 321-ФЗ).

<sup>9</sup> Открытое обращение Президиума Центрального совета Всероссийского общества охраны памятников истории и культуры в Правительство Российской Федерации. 25 февраля 2025 г. <https://voopik-spb.ru/news/otkrytoe-obrashchenie-prezidiuma-tsentralnogo-soveta-vserossiyskogo-obshchestva-okhrany-pamyatnikov/> (дата обращения: 03.11.2025).

димости «устранения избыточных процедур при проведении работ по сохранению объектов культурного наследия и их вовлечению в хозяйственный оборот» также форсирует инициативу предоставления субъектам РФ права самостоятельно исключать памятники из государственного реестра культурного наследия<sup>10</sup>. В частности, в настоящее время в Госдуме РФ на рассмотрении находится законопроект № 978982-8 об изменении порядка снятия с государственной охраны ОКН регионального и местного значения<sup>11</sup>. Кроме того, на рассмотрении находится законопроект № 827867-8 об упрощении снятия с государственной охраны ОКН.

Следует также принимать во внимание, что в настоящее время в России реконструкция превалирует над реставрацией. Зачастую приходится сталкиваться с ситуациями, когда от объекта остается в лучшем случае остов или фасадная стена. В результате исчезает особая атмосфера, аура дома, хранившая память об ушедших обитателях и событиях, с ними связанных... Подобного рода комплексные реконструкции демонстрируют размах вложенных в них финансовых ресурсов, нежели свидетельствуют о подлинном сохранении культурного наследия. Положение усугубляется тем, что реставрационная отрасль уже давно находится под юрисдикцией Минстроя России<sup>12</sup>, который далек от методов научной реставрации и не видит надобности в сохранении аутентичности. Как справедливо отмечают специалисты, «упростив все процедуры и пустив на реставрационный рынок строителей, мы полностью утратим такую уникальную профессию, как реставратор» [3, с. 55].

Специфика Минстроя России – массовое строительство, экономическая эффективность которого рассчитывается на основе показателей рентабельности строительных работ. Ситуация, при которой объемы реставрационных работ в общем массиве строительства составляют минимум миниморум, чревата тем, что нормативы стройки будут применяться к реставрационным работам, а последние будут вытеснены реконструкцией и ремонтом с обоснованием их экономической эффективности. Между тем, критерием в данном случае должна выступать не экономическая эффективность, а сохранение (восстановление) памятника – объекта культурного наследия, что потребует заведомо намного больше средств.

<sup>10</sup> Исторические особняки тащат из-под охраны. Госдуме предложили дать регионам полномочия исключать памятники из федерального реестра. Коммерсантъ. 30 июля 2025 г. <https://www.kommersant.ru/doc/7924695> (дата обращения: 03.11.2025).

<sup>11</sup> Следует подчеркнуть, что 80% ОКН в России имеют статус памятников регионального значения.

<sup>12</sup> Судьба Научно-исследовательского Института теории и истории архитектуры и градостроительства (основанного в 1944 г. и ставшего филиалом ФГБУ «ЦНИИП Минстроя России») подтверждает сказанное.

В мае 2025 г. заместитель Председателя Правительства РФ М. Хуснуллин сообщил о ходе выполнения поручения Президента Российской Федерации по сохранению объектов культурного наследия: «Количество ОКН, которые будут *реализованы* (курсив – В.М.) под восстановление, согласно решению Правительственной комиссии по повышению эффективности использования федерального имущества, в настоящее время достигло 128. Для организации восстановительных работ эти объекты были переданы в управление ДОМ.РФ. После чего компания проводит торги, по итогам которых ОКН передаются инвесторам для последующей реставрации»<sup>13</sup>. Из переданных на тот момент ДОМ.РФ 128 объектов культурного наследия, находившихся в федеральной собственности и расположенных в 44 регионах России, общей площадью 175 тыс. кв. м. 112 ОКН были проданы на торгах, а 14 ОКН успели восстановить в кратчайшие сроки. Таким образом, речь идет о приватизации государственного имущества через конкурсные процедуры.

В свою очередь, на официальной платформе НАСЛЕДИЕ.ДОМ.РФ указано, что ОКН должен быть «потенциально готов к передаче в частную собственность, долгосрочную аренду или в пользование инвестору»<sup>14</sup>. Причем в отношении ОКН, находящихся в собственности субъекта РФ или муниципального образования, решение о передаче в собственность или аренду принимается органами власти и местного самоуправления, уполномоченными в сфере имущественных отношений. Таким образом, помимо приватизации государственного (муниципального) имущества возможна долгосрочная аренда или пользование ОКН инвестором.

Если речь идет о передаче в частную собственность, в долгосрочную аренду или пользование, то должны быть предусмотрены разные механизмы поддержки потенциальных инвесторов. Пока заявлен механизм льготного кредитования, «зонтичные» поручительства и комбинированные лоты (о них ниже). Если речь идет исключительно о передаче ОКН в частные руки, то можно ли рассматривать этот процесс исключительно как сохранение культурного наследия? Один из недавних примеров вандализма поражает своими масштабами и безнаказанностью при реставрации усадьбы князей Голицыных «Никольское-Урюпино» XVIII в., памятника регионального значения Московской области<sup>15</sup>. И такие случаи не единичны.

<sup>13</sup> Марат Хуснуллин: Правкомиссия уже передала «ДОМ.РФ» 128 объектов культурного наследия для дальнейшей реставрации. Правительство России. 28 апреля 2025 г. <http://government.ru/news/54891/> (дата обращения: 01.11.2025).

<sup>14</sup> Платформа наследие.дом.рф. <https://наследие.дом.рф/o-платформе> (дата обращения: 02.11.2025).

<sup>15</sup> Российская история хрипит «SOS!»: кто и как добивает второе «Архангельское». Фасад усадьбы Голицыных в Подмоскowie обрушился во время реставрации. Московский комсомолец. 29 сентября 2025 г. <https://www.mk.ru/mosobl/2025/09/26/rossiyskaya-istoriya-khripit-sos-kto-i-kak-dobivaet-vtoroe-arkhangelskoe.html> (дата обращения: 01.10.2025).

Анализ исходных данных позволяет сделать вывод о том, что пока анонсированная долгосрочная государственная программа сохранения культурного наследия в России сводится исключительно к передаче ОКН в частные руки. Следует отметить, что на протяжении более четверти века инвесторы не проявляли особого интереса к сохранению ОКН, даже в лучшие годы благоприятной экономической конъюнктуры. Тогда насколько в настоящее время оправданы надежды на активизацию их интереса в связи с запуском механизма льготного кредитования? И что делать с теми памятниками, которые не найдут своего спасителя в лице заинтересованного инвестора? Будет ли долгосрочная государственная программа сохранения культурного наследия распространяться и на них?

Попытки привлечения инвесторов в сферу сохранения культурного наследия предпринимались и раньше. В качестве относительно свежего примера можно привести проект «Возрождение исторических усадеб» в рамках нацпроекта «Культура», который был запущен в 2019 г. под патронажем Агентства по управлению и использованию памятников истории и культуры при Минкультуры России (далее по тексту – АУИПИК). Согласно проекту, к 2024 г. должны были быть утверждены 50 инвестиционных паспортов усадеб, включающих в себя исторические исследования, научно-изыскательную и техническую документацию, инженерное обследование и расчет инвестиций. На эти цели выделили 100 млн руб., которые пошли на подготовку к вовлечению в хозяйственный оборот объектов культурного наследия. Необходимая документация была подготовлена, однако по итогам 2020 г. проект закрыли, поскольку не появилось потенциальных инвесторов, желающих вложить свои активы в восстановление культурно-исторической недвижимости.

Один из самых ранних проектов был запущен Минкультуры России совместно с Росимуществом – Концепция «Зеленый коридор» – 2014 г. через АО «Распорядительная дирекция Минкультуры России» со 100% государственным участием (учредитель – Росимущество). Предполагалось, что Росимущество передаст права собственности на отдельные объекты культурного наследия в Распорядительную дирекцию в качестве уставного капитала, а та будет осуществлять их продажу в рассрочку через процедуру открытых торгов с отлагательным условием перехода права собственности после осуществления ремонтно-реставрационных работ. Несколько объектов были проданы в рамках этого проекта, например, усадьба «Гребнево». Однако сколь бы то ни было значимых результатов получено не было от реализации данного проекта.

В свою очередь представители ДОМ.РФ не скрывают, что давно занимаются приватизацией объектов культурного наследия: «Среди передаваемой ДОМ.РФ неиспользуемой федеральной недвижимости памят-



ники архитектуры далеко не редкость. Мы занимаемся их реализацией достаточно давно. Только с 2018 г. инвесторам по итогам торгов было передано 94 ОКН в 27 регионах. Девять из них уже восстановлены»<sup>16</sup>. Вопрос лишь в том, насколько можно масштабировать эти процессы...

Более того, и.о. управляющего директора ДОМ.РФ Юлия Бровченко признала, что инвесторы из-за высоких вложений и низкой окупаемости «не берут объекты даже за 1 руб.», поэтому компания разработала схему, «позволяющую объединять ОКН с другим привлекательным лотом»<sup>17</sup> (об этом ниже). Получается, что активность потенциальных инвесторов оставляет желать лучшего...

Следует обратить внимание, что анонсированная долгосрочная государственная программа сохранения культурного наследия и проект с участием ДОМ.РФ – это не одно и то же. В Послании Федеральному собранию и в Перечне поручений говорится об участии ДОМ.РФ как о составной части долгосрочной программы сохранения ОКН. Должна быть разработана Программа, а в ней в т. ч. реализован проект ДОМ.РФ по сохранению к 2030 г. около 1000 ОКН. По сути, реализуемые в настоящее время мероприятия проходят в рамках Программы льготного кредитования проектов по сохранению объектов культурного наследия с участием ДОМ.РФ. На сайте уже представлены различные объекты с указанием прогнозного объема инвестиций. Сама же долгосрочная Программа сохранения культурного наследия пока еще не была представлена на широкое общественное обсуждение.

Вполне возможно, что 1000 отобранных ОКН будут реализованы по программе льготного кредитования. Так, по экспертным оценкам Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования, комплексные меры по итогам восстановления и вовлечения в хозяйственный оборот 1 тыс. ОКН позволят создать более 53 тыс. рабочих мест, а размер дополнительных налогов и страховых взносов может превысить 19 млрд руб. ежегодно<sup>18</sup>. Но это лишь 1% от общего количества объектов культурного наследия, находящихся на государственной охране в России. Что делать с оставшимися 99%? По сути, долгосрочная государственная программа сохранения культурного наследия должна найти пути решения для их сохранения.

<sup>16</sup> ДОМ.РФ передаст инвесторам 18 памятников для восстановления по поручению президента. Коммерсантъ. 09 октября 2024 г. <https://www.kommersant.ru/doc/7214297?erid=F7NfYUJCUnEP2WvZ7WUo> (дата обращения: 15.08.2025).

<sup>17</sup> Исторические особняки тащат из-под охраны. Госдуме предложили дать регионам полномочия исключать памятники из федерального реестра. Коммерсантъ. 30 июля 2025 г. <https://www.kommersant.ru/doc/7924695> (дата обращения: 03.11.2025).

<sup>18</sup> Марат Хуснуллин: Правкомиссия уже передала «ДОМ.РФ» 128 объектов культурного наследия для дальнейшей реставрации. Правительство России. 28 апреля 2025 г. <http://government.ru/news/54891/> (дата обращения: 01.11.2025).

Ввод ОКН в хозяйственный оборот не следует путать исключительно с коммерческой деятельностью. Это понятие гораздо более широкое и включает в себя коммерческую деятельность, но не ограничивается исключительно ею. По сути, речь идет о том, что неиспользуемый ОКН после проведения ремонтно-реставрационных работ будет введен в хозяйственный оборот, т. е. здесь появится хозяйственная деятельность. У дома будет хозяин. Но если в отреставрированном здании появится новый музей или иное творческое пространство – это тоже является примером ввода в хозяйственный оборот, просто основная деятельность будет носить некоммерческий характер, хотя это нисколько не исключает генерации доходов. В проекте ДОМ.РФ введение в хозяйственный оборот связывают исключительно с коммерческой деятельностью при ревитализации ОКН.

Все сказанное свидетельствует о больших лакунах в разработке долгосрочной государственной программы сохранения культурного наследия. Практика зарубежных стран, успешно реализующих проекты сохранения культурного наследия, показывает, что долгосрочная государственная программа сохранения культурного наследия – прежде всего про ценности и смыслы, и только потом – про коммерцию и деньги. Пока же крен в коммерческую составляющую явно перевешивает в России.

Кроме того, комплексная программа сохранения культурного наследия не столько точно решает проблемы физического состояния памятников, сколько разрешает огромный массив сопряженных с этим задач: сплоченность и самоорганизация местного сообщества, рост экономики на местах, улучшение качества жизни, гармонизация общественных отношений. Так выстраивается система управления культурным наследием, где стейкхолдеры в лице органов государственной власти и местного самоуправления, представителей бизнеса и гражданского общества в лице разного рода благотворительных организаций и самоорганизации местного населения на основе многоканального финансирования (бюджетные средства, заемные средства по программам льготного кредитования, гранты благотворительных фондов и организаций, дары по завещанию, доходы от управления культурно-исторической недвижимостью и поступления от показа, налоговые преференции, средства национальных лотерей, налоговые отчисления от азартных игр и букмекерских контор и проч.) меняют к лучшему условия жизни людей на локальном уровне. Именно здесь появляются носители идеи, те самые «заинтересанты», которые готовы приложить свои усилия к процессу ревитализации исторического объекта, его введению в хозяйственный оборот. Это сфера ответственности местного (локального) сообщества, помноженная на чувство сопричастности территории («я на своей земле!»).

Пока же получается, что долгосрочная программа сохранения культурного наследия ориентируется исключительно на передачу объектов культурного наследия в частные руки, причем только для коммерческого использования. Однако зарубежная практика демонстрирует массу примеров, когда культурное наследие сохраняется как квази-государственными структурами (через так называемые *non-public body*, руководство которых утверждается правительством), так и институтами гражданского общества (через разного рода общественные организации и некоммерческие партнерства), что отнюдь не означает необходимости передачи памятников только в частные руки. Посыл о коммерческом использовании понятен, но в случае с многочисленными объектами культурного наследия установка исключительно на самоокупаемость может не сработать, поскольку проекты вовлечения памятника в хозяйственный оборот зачастую имеют намного более низкую рентабельность, что снижает его привлекательность в глазах среднестатистического инвестора, стремящегося к максимальной отдаче на вложенный капитал.

Обращает также на себя внимание тот факт, что государство пытается уклониться от своих прямых обязанностей по сохранению, реставрации и поддержанию объектов культурного наследия в надлежащем состоянии, переложив их на плечи бизнеса. В условиях современной монетарной политики дефицит дешевых финансовых средств вряд ли позволит бизнесу поучаствовать в этой инициативе. В этой связи очень важно разделять обязанности государства как носителя долгосрочных интересов общества по сохранению культурного наследия, в том числе для будущих поколений, и интересы бизнеса, который может быть привлечен в сферу сохранения культурного наследия в качестве контрагента.

Но разработка и реализация долгосрочной программы сохранения культурного наследия – это прерогатива государства. Из 100 тыс. ОКН относительную привлекательность для частного бизнеса представляют не так много объектов исторической недвижимости, – как правило, те, которые расположены в центре исторических поселений (не по статусу, а по факту) центральной части европейской России. Госпрограмма же должна содержать решения для сохранения львиной доли памятников истории и культуры, в сохранении которых заинтересовано прежде всего общество, но никак не частный бизнес. Не вызывает сомнений, что какие-то объекты нуждаются в консервации, другие – могут вовлекаться в хозяйственный оборот на некоммерческой основе. Разработка и реализация долгосрочной государственной программы сохранения культурного наследия в первую очередь призвана найти эффективные решения для тех памятников истории и культуры, которые не привлекательны для частного бизнеса.

## ДОМ.РФ: оператор или агент?

В мае 2025 г. заместитель Председатель Правительств РФ М. Хуснуллин четко обозначил, что «ДОМ.РФ выступает оператором госпрограммы восстановления исторических зданий с потенциалом для современного использования»<sup>19</sup>. В свою очередь, на официальной платформе НАСЛЕДИЕ.ДОМ.РФ указано, что «ДОМ.РФ выступает агентом Российской Федерации по реализации ОКН, переданных в агентирование ДОМ.РФ из федеральной собственности»<sup>20</sup>. *Агент и оператор госпрограммы – не одно и то же. Оператор госпрограммы является ее главным заказчиком и несет на себе всю полноту ответственности за ход и результаты ее реализации, а агент действует по поручению другой стороны (принципала) за определенное вознаграждение как от своего лица, тогда права и обязанности возникают у него, так и от имени принципала, когда все права и обязанности остаются у «заказчика».* Следует подчеркнуть, что передача объектов культурного наследия в ДОМ.РФ осуществляется не во временное управление, не для хозяйственного использования, а в агентирование, конечной целью которого является постановка объекта на торги [4, с. 12–13].

Попробуем разобраться, какие риски могут возникать при агентской схеме реализации долгосрочной программы сохранения культурного наследия.

Обращает на себя внимание тот факт, что роль Минкультуры России в разработке и реализации долгосрочной программы сохранения культурного наследия, несмотря на подписанные соглашения с ДОМ.РФ и ВООПИК, не отражена в полной мере. В настоящий момент анонсировано, что разработка и реализация госпрограммы не входит в функционал Департамента государственной охраны культурного наследия Минкультуры России. Для курирования программы создан специальный департамент – Департамент управления делами и инвестиций – в юрисдикцию которого входят такие вопросы, как делопроизводство и архив, контроль и обращения граждан, реставрация, государственные и инвестиционные программы, имущественные и корпоративные отношения, инвестиционные проекты. Совершенно очевидно, что тематика разработки и реализации долгосрочной программы сохранения культурного наследия не является здесь ключевой.

Если же вернуться к указанному выше Постановлению Правительства РФ об отмене зон охраны под разного рода памятниками (Поста-

<sup>19</sup> Марат Хуснуллин: Правкомиссия уже передала «ДОМ.РФ» 128 объектов культурного наследия для дальнейшей реставрации. Правительство России. 28 апреля 2025 г. <http://government.ru/news/54891/> (дата обращения: 01.11.2025).

<sup>20</sup> Платформа НАСЛЕДИЕ.ДОМ.РФ. <https://наследие.дом.рф/о-платформе> (дата обращения: 02.11.2025).

новление Правительства РФ от 27 декабря 2024 г. № 1936), то обращает на себя внимание п. 22, в соответствии с которым Минкультуры России должно согласовывать с Минстроем России решение об установлении или изменении зон охраны особо ценных ОКН или ОКН, включенных в Список Всемирного наследия ЮНЕСКО. Получается, что сфера сохранения культурного наследия постепенно передается на откуп Минстрою России и институту развития в сфере ЖКХ ДОМ.РФ. Самоустранение Минкультуры России в отсутствие специального органа по сохранению культурного наследия в России нивелирует саму идею разработки и реализации государственной программы по сохранению ОКН.

Следует отметить, что акцент на участии ДОМ.РФ в реализации долгосрочной программы сохранения культурного наследия содержит в себе определенный конфликт интересов. Напомним, что ДОМ.РФ является финансовым институтом развития в жилищно-коммунальной сфере. Предыдущее название ДОМ.РФ – Агентство по ипотечному жилищному кредитованию. Согласно его уставу (13-я редакция, 2025 г.), «общество является коммерческой организацией, осуществляющей деятельность в целях содействия проведению государственной жилищной политики, развитию жилищной сферы, в том числе за счет привлечения в нее инвестиций, повышению доступности жилья и созданию комфортных условий для проживания граждан Российской Федерации, формированию благоприятной среды жизнедеятельности человека и общества, а также повышению эффективности управления в жилищной сфере» (п. 3.1). Сохранение культурного наследия не входит в сферу его ответственности. Данная тематика не отражена ни в одной из задач, обозначенных в уставе (п. 3.2):

- 1) содействие развитию жилищного строительства;
- 2) содействие развитию ипотечного жилищного кредитования и развитию рынка ипотечных ценных бумаг;
- 3) содействие органам государственной власти и органам местного самоуправления в реализации государственных и (или) муниципальных программ в жилищной сфере;
- 4) содействие комплексному освоению территории, в том числе в части выполнения мероприятий по благоустройству, созданию парков, промышленных парков, технопарков, бизнес-инкубаторов;
- 5) содействие обеспечению земельных участков, предоставленных для жилищного или иного строительства, объектами инженерной, социальной и транспортной инфраструктур;
- 6) стимулирование развития и внедрение передовых, энергоэффективных, экологически чистых технологий и материалов, создание условий для их использования в жилищном строительстве;
- 7) снижение рисков на рынке ипотечного жилищного кредитования и ипотечных ценных бумаг;
- 8) мониторинг в сфере жилищного строительства.

В наблюдательный совет ДОМ.РФ, который является коллегиальным органом управления общества, не входит ни одного представителя сферы сохранения культурного наследия. На состоявшемся 12 августа 2025 г. заседании Наблюдательного совета подводились итоги работы госкомпании за первое полугодие и планы на будущее, где отмечались достижения ДОМ.РФ исключительно в строительной отрасли<sup>21</sup>. Тематика сохранения культурного наследия не попала в повестку дня.

Кроме того, еще с 2021 г. АО «ДОМ.РФ» объявил о планах по докапитализации компании, причем не за счет бюджетных средств, а через рыночный механизм выхода на IPO<sup>22</sup>. В Указе Президента Российской Федерации от 30 мая 2025 г. № 356 «Об акционерном обществе "ДОМ.РФ"» дается разрешение на «осуществление процедуры увеличения уставного капитала акционерного общества «ДОМ.РФ» путем размещения посредством открытой подписки обыкновенных акций дополнительного выпуска и приобретения им статуса публичного акционерного общества <...>, обеспечив долю участия Российской Федерации в уставном капитале <...> в размере не менее 50% плюс одна обыкновенная акция». В настоящее время 100% акций АО «ДОМ.РФ» принадлежат государству в лице Росимущества. По состоянию на конец октября 2025 г., стало известно о планах по выпуску акций для размещения на Мосбирже в следующем году. При этом оговаривается, что контрольный пакет акций компании останется за государством, а процедура выхода на IPO будет связана не с продажей, а допэмиссией<sup>23</sup>. Таким образом, доля государства будет снижена до 50% плюс одна акция. Частные акционеры будут усиливать коммерческую ориентированность компании, что усилит противоречие с задачей сохранения культурного наследия.

ДОМ.РФ является государственным институтом развития и акционерным обществом одновременно. Генеральный директор ДОМ.РФ В. Мутко так обозначает основные целевые установки компании: «мы занимаемся реализацией государственной политики в сфере жилья, но при этом как акционерное общество должны показывать прибыль, сохранить рентабельность»<sup>24</sup>. В этой связи вызывает серьезные опасения

<sup>21</sup> Марат Хуснуллин провел заседание наблюдательного совета «ДОМ.РФ». 12 августа 2025 г. <http://government.ru/news/55902/> (дата обращения: 25.09.2025).

<sup>22</sup> Мутко — РБК: «Потенциал роста ипотеки — еще в полтора раза». РБК. 21 декабря 2021 г. [https://www.rbc.ru/finances/21/12/2021/61c062cf9a794778bcf6038d?from=article\\_body#chapter\\_2](https://www.rbc.ru/finances/21/12/2021/61c062cf9a794778bcf6038d?from=article_body#chapter_2) (дата обращения: 05.11.2025).

<sup>23</sup> Антон Силуанов: Вариант приватизации ДОМ.РФ через IPO вполне реалистичен. ЕРЗ (Единый ресурс застройщиков). 15 апреля 2024 г. <https://erzrf.ru/news/anton-siluanov-variant-privatizatsii-domrf-cherez-ipo-vpolne-realistichestven?sortType=qrooms&tag=ТОП> (дата обращения: 05.11.2025).

<sup>24</sup> Мутко — РБК: «Потенциал роста ипотеки — еще в полтора раза». РБК. 21 декабря 2021 г. <https://www.rbc.ru/finances/21/12/2021/61c062cf9a794778bcf6038d> (дата обращения: 25.09.2025).

*попытки увязать разработку и реализацию долгосрочной государственной программы сохранения культурного наследия с коммерческой организацией в сфере ЖКХ, чьи целевые установки входят в противоречие с задачей сохранения культурного наследия.*

То, что основная повестка ДОМ.РФ в сфере сохранения культурного наследия связана исключительно с передачей памятников в частные руки, свидетельствует, в частности, тот факт, что ФГБУК АУИПИК, отчитываясь о своем участии в проектах ДОМ.РФ, передал ему 75 объектов, закрепленных ранее за АУИПИК на праве оперативного управления, среди которых усадьба Быково, дача Фаберже, казармы лейб-гвардии Сводно-Казачьего полка [5, с. 10–11]. За фразой «передал» стоит процедура передачи государственной собственности из оперативного управления АУИПИК в уставный капитал ДОМ.РФ с последующим выставлением памятника на торги.

Следует отметить, что в АУИПИК на праве оперативного управления находятся порядка 560 объектов культурного наследия. АУИПИК занимается управлением этой культурно-исторической недвижимостью, начиная от осуществления ремонтно-реставрационных работ до сдачи в долгосрочную аренду. Соответственно, вырученные средства за использование государственной собственности АУИПИК направляет на реставрацию и восстановление других объектов культурного наследия. В 2025 г. порядка 1,27 млрд руб. были направлены на эти цели [5, с. 10]. Деятельность АУИПИК показывает пример эффективного управления культурно-исторической недвижимостью, находящейся в государственной собственности, без необходимости передачи в частные руки.

Если «ДОМ.РФ выступает агентом Российской Федерации по реализации ОКН, переданных в агентирование ДОМ.РФ из федеральной собственности», то он априори не может выступать в качестве оператора долгосрочной государственной программы сохранения культурного наследия, поскольку сама госпрограмма рискует свестись исключительно к приватизации памятников истории и культуры. В данном контексте ДОМ.РФ выступает как риелтор, который скорее заинтересован в распродаже культурно-исторической недвижимости и получении комиссионных, чем в сохранении культурного наследия, в том числе для будущих поколений. Оказание компанией ДОМ.РФ посреднических услуг при передаче объектов культурного наследия в частные руки никак не снимает с государства обязанности по сохранению и приведению в надлежащий вид памятников истории и культуры. Поэтому разработка и реализация долгосрочной государственной программы по сохранению культурного наследия нуждается в первую очередь в выборе оператора как ответственного исполнителя, основной функционал которого связан с сохранением, реставрацией, под-

держанием в надлежащем состоянии памятников истории и культуры как материальной основы культурной памяти, гражданского самосознания и национальной идентичности.

### **Программа льготного кредитования: поддержка коммерческих банков или потенциальных инвесторов?**

Как уже было сказано выше, реализуемые в настоящее время мероприятия проходят в рамках Программы льготного кредитования проектов по сохранению объектов культурного наследия. Причем не менее 51 млрд руб., о которых шла речь в Поручении Президента Российской Федерации по итогам Послания к Федеральному собранию, будут выделены из государственного бюджета на поддержку (!) коммерческих банков, которые будут предоставлять льготные кредиты инвесторам для компенсации им выпадающих доходов. По словам директора государственных программ в жилищной сфере ДОМ.РФ Виталия Насонова, «за счет средств федерального бюджета банкам-участникам будет компенсироваться разница между рыночной и льготной ставками по кредитам, выданным на эти цели»<sup>25</sup>. Не исключена вероятность, что данная схема приносит выгоду коммерческим банкам, поскольку они ничем не рискуют и им гарантирована прибыль, тогда как инвесторы несут на себе основной риск и не получают никаких гарантий получения отдачи на вложенный капитал.

Потенциальные инвесторы могут взять льготный кредит в таких коммерческих банках, как АО «БАНК ДОМ.РФ», ПАО ВТБ, ПАО Сбербанк, ВЭБ.РФ, ПАО «Совкомбанк», АО «АЛЬФА-БАНК» по льготной ставке 9% на реставрацию ОКН<sup>26</sup>. Максимальный срок кредитного договора – не более 8,5 лет, включающий: этап разработки проектной документации – не более 1,5 лет; этап проведения работ по восстановлению – не более 5 лет; оставшееся время – эксплуатация ОКН. Льготная ставка 9% существенно ниже предлагаемых на финансовом рынке процентных ставок по кредитам для малого и среднего бизнеса, но, учитывая масштаб работ по восстановлению ОКН в неудовлетворительном состоянии с туманной перспективой дальнейшего использования, назвать ее привлекательной не представляется возможным.

<sup>25</sup> 600 объектов культурного наследия добавлены в электронный каталог для инвесторов. Forbes. 23 октября 2024 г. <https://www.forbes.ru/novosti-kompaniy/522449-600-obektov-kul-turnogo-nasledia-dobavleny-v-elektronnyj-katalog-dla-investorov> (дата обращения: 11.10.2025).

<sup>26</sup> Банк ДОМ.РФ профинансирует проекты по восстановлению ОКН на сумму 9 млрд руб. с поручительством Корпорации МСП. Банк ДОМ.РФ. 17 октября 2025 г. <https://domrfbank.ru/press/small-and-medium-business/bank-dom-rf-profinansiruet-proekty-po-vosstanovleniyu-okn-na-summu-9-mlrd-rubleys-s-poruchitelstvom-k/> (дата обращения: 10.11.2025).



В связи с отсутствием высокого спроса на восстановление ОКН по программе льготного кредитования, ДОМ.РФ озвучили инициативу так называемых комбинированных торгов. Минкультуры России подготовила соответствующий законопроект. Речь идет о выставлении на торги не только ОКН, находящихся в федеральной собственности, а в связке «с более привлекательными для инвестора лотами», например, участком земли под застройку или иной недвижимостью. Если обязательства по реставрации выполнены не будут, тогда полученное имущество нужно будет вернуть государству с выплатой неустойки<sup>27</sup>. Другими словами, доходом от коммерческой части лота планируется компенсировать расходы инвестора, связанные с реставрацией ОКН. Представители ДОМ.РФ так объясняют историю с комбинированными лотами: «Мы знаем базу федерального имущества, имеющих земельные участки. Мы очень хорошо видим, каков спрос на эти земельные участки. И понимаем, что за счет этого можно компенсировать расходы инвестора на восстановление ОКН. И использовать это как дополнительный бонус для инвестора, чтобы он видел экономический смысл своей истории с ОКН. <...> Предполагаем, что такие компенсационные участки крупному девелоперу должны быть очень даже интересны. Он получает ликвидный участок по сниженной стоимости, но при этом берет на себя обязательства по восстановлению объектов культурного наследия» [4, с. 13]. Инициаторы надеются, что такие комбинированные торги привлекут крупных застройщиков. По сути, получается, что ОКН будут выдаваться в нагрузку к более инвестиционно привлекательным объектам недвижимости. Не исключена вероятность, что отношение к ОКН как к приманке по приобретению более выгодного инвестиционного лота приведет к недобросовестной реставрации, где скорость и корысть будут превалировать над изначальной идеей восстановления памятника.

В июне 2025 г. Президент Российской Федерации В.В. Путин в своем выступлении на пленарной сессии Петербургского международного экономического форума предложил объединить ресурсы программ льготного кредитования создания туристической инфраструктуры и сохранения культурного наследия с использованием механизма «зонтичных гарантий» корпорации МСП. Программа льготного кредитования в сфере туризма работает с 2021 г. и позволяет создавать новые объекты туристической инфраструктуры: гостиницы, объекты горнолыжной инфраструктуры, парки развлечений и аквапарки.

«Зонтичный» механизм гарантий – это государственная программа поддержки бизнеса, которая упрощает получение кредитов

---

<sup>27</sup> Реставрация с коммерцией. Коммерсантъ, 24 августа 2025 г. <https://www.kommersant.ru/doc/7988666> (дата обращения: 12.11.2025).

для малого и среднего предпринимательства путем предоставления поручительств от гарантийных организаций, таких как Корпорация МСП. Этот механизм позволяет заемщику получить кредит, даже если его собственного залога недостаточно, так как гарантийная организация покрывает часть обязательств перед банком. Уже анонсировано, что малый и средний бизнес может до конца 2026 г. привлечь больше 15 млрд руб. льготных кредитов в рамках программы по сохранению объектов культурного наследия<sup>28</sup>.

Корпорация МСП предоставила Банку ДОМ.РФ лимит «зонтичных» поручительств в размере 4,5 млрд руб. до конца 2026 г. Поручительства могут покрывать до 50% суммы кредита на цели восстановления объектов культурного наследия (ОКН). Причем сумма одного «зонтичного» поручительства может достигать 1 млрд руб. при сроке кредита до 10 лет<sup>29</sup>.

*Сработает ли стандартная схема поддержки малого и среднего бизнеса с помощью «зонтичного» поручительства в сфере сохранения культурного наследия, покажет время.* Открыть пекарню, химчистку, продовольственный магазин в обычном здании или восстановить объект культурного наследия, находящийся в неудовлетворительном состоянии, с дальним прицелом на запуск школы креативных индустрий, творческой лаборатории, креативного пространства, творческого инкубатора и проч., – это очень серьезный и рискованный шаг, требующий благоприятной экономической конъюнктуры. Ведь ни коммерческие банки, ни корпорация МСП ничем особенно не рискуют, перераспределяя бюджетные деньги. Основное бремя ответственности лежит на потенциальном инвесторе, который пока еще не понял своих преимуществ (= счастья), вкладываясь в проект по восстановлению объекта культурного наследия. Отсутствие широкого круга потенциальных инвесторов объясняется не только осознанием непосильного бремени реставрационных работ, которое значительно дороже рыночной стоимости ремонта на рядовом объекте, не являющимся ОКН, но и сложностями с приспособлением к дальнейшему использованию.

<sup>28</sup> «Зонтичные» поручительства. Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства. <https://corpmosp.ru/to-business/obespechenie-kreditov-zaymov/zontichnye-poruchitelstva/#:~:text=«Зонтичный»%20механизм%20поручительств%20—%20это,не%20хватает%20собственной%20залоговой%20массы> (дата обращения: 10.11.2025).

<sup>29</sup> Банк ДОМ.РФ профинансирует проекты по восстановлению ОКН на сумму 9 млрд руб. с поручительством Корпорации МСП. Банк ДОМ.РФ. 17 октября 2025 г. <https://domrfbank.ru/press/small-and-medium-business/bank-dom-rf-profinansiruet-proekty-po-vosstanovleniyu-okn-na-summu-9-mlrd-rubleys-s-poruchitelstvom-k/> (дата обращения: 10.11.2025).

Одного механизма льготного кредитования для реализации государственной программы сохранения культурного наследия, пусть и в увязке с зонтичными поручительствами, явно недостаточно. Льготная ставка кредитования в размере 9% не так уж и мала, если учитывать, что инвестор вкладывает средства не в среднестатистический ремонт рядовой коммерческой площадки, а в объект, обремененный соблюдением разного рода охранных обязательств, привлечением специалистов, специализирующихся на ремонтно-реставрационных работах, что неминуемо усложняет и удлинняет срок ввода в эксплуатацию. При этом предполагается, что отреставрированный объект будет введен в коммерческий оборот, который позволит рассчитаться по кредиту и выйти на самоокупаемость. В условиях неблагоприятной экономической конъюнктуры спрос со стороны потенциальных инвесторов будет явно невелик.

Зарубежный опыт показывает, что программа сохранения наследия строится на сочетании разного рода механизмов, формирующих многоканальную систему финансирования сферы сохранения культурного наследия. Главное, на что следует обратить внимание, – государственная поддержка выражается в прямой (гранты, субсидии) и косвенной формах (налоговые преференции), основным бенефициаром которой является непосредственный актор, вовлеченный в процесс сохранения объекта культурно-исторической недвижимости, а не посредник в лице коммерческого банка или прочих опосредованных структур.

С учетом вышеизложенного пока же складывается ощущение, что представленная схема по сохранению культурного наследия является инициативой строительного лобби, проявившего интерес к оставшимся привлекательным объектам культурно-исторической недвижимости и земельным участкам под ними в центре старинных городов европейской части России.

## **Заключение**

Таким образом, рассмотренные в работе ключевые институциональные вызовы могут свести на нет анонсированную долгосрочную государственную программу сохранения культурного наследия.

Во-первых, реализацию компанией ДОМ.РФ проекта по передаче памятников в частные руки не следует сводить к долгосрочной государственной программе по сохранению объектов культурного наследия. В России около 100 тыс. объектов культурного наследия, состоящих на государственной охране, поэтому восстановление 1000 объектов культурно-исторической недвижимости – это только 1% от общего количества ОКН. В условиях текущей экономической конъюнктуры не

найдется столько инвесторов, чтобы привести в надлежащий вид все памятники на территории России. Программа сохранения наследия – прежде всего про ценности и смыслы, а также про обязанность государства сохранить для нынешних и будущих поколений материальную основу культурной и исторической памяти. Приватизационная составляющая может выступать как элемент программы – в этом нет ничего плохого, если памятник окажется в частных руках у ценящего его историю и подлинность хозяина. Но надо понимать, что это только часть долгосрочной государственной программы по сохранению объектов культурного наследия, причем не самая существенная. Поскольку под введением в хозяйственный оборот понимается не только коммерческая деятельность, но и некоммерческая. Последняя тоже может генерировать доходы, но в гораздо меньшем объеме, чем при коммерческой. И вот здесь как раз нужна система многоканального финансирования, которая позволит «выйти в ноль» (не значит получить прибыль) таким некоммерческим проектам. Кроме того, вполне вероятна ситуация, при которой часть ОКН будет законсервирована, что является нормальной зарубежной практикой, когда руины «имеют значение», но нет никакого смысла восстанавливать их до первоначального состояния.

Во-вторых, участие финансового института развития в жилищной сфере государственной коммерческой компании ДОМ.РФ в качестве оператора долгосрочной государственной программы по сохранению объектов культурного наследия несет в себе риски для сферы наследия и общества в целом. Ситуация, при которой реставрационная отрасль, ответственная за сохранение аутентичности и использование методов научной реставрации, оказалась в юрисдикции Минстроя России, является типичным примером проявления коррозийных свойств рынка. Строительная отрасль занимается массовым строительством, экономическая эффективность которого рассчитывается на основе показателей рентабельности строительных работ. В результате нормативы стройки будут применяться к реставрационным работам, а последние будут вытеснены реконструкцией и восстановлением, с обоснованием их экономической эффективности. Это же справедливо и в отношении сроков реставрационных работ, которые существенно выше, чем при обычном строительстве. В гонке за экономической эффективностью реставрационные работы рискуют быть выполнены в кратчайшие сроки с нарушением технологического процесса и охранных обязательств. Как отмечают специалисты, «скоростная реставрация, программы поддержки, которые обязывают собственников в очень короткие сроки восстановить тот или иной объект, от наследия мало что реально оставляют» [6, с. 29].

ДОМ.РФ как коммерческая компания работает как посредник, для которого важно получить вознаграждение при передаче памят-

ника из государственной собственности в частные руки. Дальнейшая судьба памятника не входит в сферу его внимания. В этой связи очень важно выбрать оператора долгосрочной государственной программы по сохранению объектов культурного наследия, основной функционал которого будет связан исключительно с сохранением и популяризацией культурного наследия.

В-третьих, льготное кредитование как основной механизм реализации госпрограммы по сохранению культурного наследия в большей степени ориентирован на помощь коммерческим банкам, чем потенциальным инвесторам. Выделенные государством до 2030 г. 51 млрд руб. будут направлены на компенсацию коммерческим банкам выпадающих доходов, т. е. на покрытие разницы между рыночной ставкой кредита и предусмотренным льготным кредитованием по ставке 9%. Зарубежная практика показывает, что главным бенефициаром государственной поддержки является непосредственный актор, вовлеченный в процесс сохранения объекта культурно-исторической недвижимости, а не посредник в лице коммерческого банка или прочих опосредованных структур. Кроме того, одного механизма льготного кредитования, даже с зонтичными поручительствами, явно недостаточно. Здесь нужна система многоканального финансирования, сочетание государственных и частных средств, прямых и косвенных методов поддержки [7, с. 32–38].

Корень проблемы сохранения культурного наследия лежит не столько в количестве памятников и масштабах работ по их содержанию в надлежащем виде, а также требуемых объемах финансовых вложений, сколько в отсутствии действенного механизма управления культурным наследием [8, с. 15–23], успех которой во многом зависит от заинтересованности государства и общества в ее эффективном функционировании. России необходима единая система управления культурным наследием, поэтому появление долгосрочной государственной программы – это только начало большого пути. При этом нельзя не учитывать так называемый «эффект большой страны», в соответствии с которым многие памятники в России оказались на заброшенных территориях, вдали от основных дорог, населенных пунктов и в условиях отсутствия поблизости объектов коммунальной инфраструктуры. Обезлюживание территорий России – это серьезная угроза, ставящая под удар перспективы успешной реализации долгосрочной государственной программы сохранения культурного наследия на территории всей страны. Памятники вводятся в хозяйственный оборот тогда, когда есть кому и зачем их использовать в своей повседневной жизни.

Хотелось бы также развеять еще один стереотип в массовом сознании отечественных управленцев, которые полагают, что сохранение

наследия необходимо для активизации развития туризма. В ответ следует привести крупнейшего исследователя – практика в области ревитализации культурного наследия: «Хотя туризм является одним из самых быстрорастущих сегментов мировой экономики, не каждый город может или должен рассматривать его как основную часть своей экономической базы. Существуют культурные, экономические, логистические, а иногда даже религиозные причины, по которым туризм не подходит для каждого сообщества. Более того, было бы ошибкой связывать только исторические здания с туризмом — существует множество других способов использования исторических зданий в качестве местного ресурса. В США 95% всех исторических ресурсов, находящихся в продуктивном использовании, не имеют никакого отношения к туризму. Однако когда туризм определяется как часть общей стратегии развития, выявление, защита и улучшение исторических ресурсов жизненно важны для любых усилий по обеспечению устойчивого развития» [9, p. 4].

#### ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

1. Михайлов К. Сильная идея. Президент России Владимир Путин одобрил фактически новый национальный проект по культурному наследию // Охраняется государством. 2024. № 1. С. 4–9. [Mikhailov K. A strong idea. Russian President Vladimir Putin has actually approved a new national cultural heritage project // It is protected by the state. 2024. No. 1. Pp. 4–9. (In Russ.).]
2. Льготный процент и новые программы. Министр культуры РФ Ольга Любимова доложила Президенту РФ Владимиру Путину о работе по сохранению культурного наследия // Охраняется государством. 2023. № 4. С. 4–5. [Preferential interest and new programs. The Minister of Culture of the Russian Federation Olga Lyubimova reported to the President of the Russian Federation Vladimir Putin on the work on the preservation of cultural heritage. // Is protected by the state. 2023. No. 4. Pp. 4–5. (In Russ.).]
3. Черняева Т. Секреты упрощения. Законодательство о культурном наследии должно быть одновременно гибким и жестким. // Охраняется государством. 2024. № 4. С. 50–55. [Chernyaeva T. Secrets of simplification. Legislation on cultural heritage should be both flexible and rigid // Is protected by the state. 2024. No. 4. Pp. 50–55. (In Russ.).]
4. Насонов В. «ДОМ.РФ: открытость, прозрачность, каналы взаимодействия с инвесторами» // Охраняется государством. 2024. № 3. С. 10–17. [Nasonov V. "DOM. RF: openness, transparency, channels of interaction with investors" // Is protected by the state. 2024. No. 3. Pp. 10–17. (In Russ.).]
5. Бородаев Ю. Наша работа – эффективное вовлечение объектов культурного назначения в хозяйственный оборот // Охраняется государством. 2025. № 3. С. 8–13. [Borodaev Yu. Our job is to effectively involve cultural objects in economic turnover // Is protected by the state. 2025. No. 3. Pp. 8–13. (In Russ.).]
6. Ойнас Д. Наследие должно работать, тогда оно сохранится // Охраняется государством. 2025. № 1. С. 26–29. [Oinas D. The legacy must work, then it will be preserved // Is protected by the state. 2025. No. 1. Pp. 26–29. (In Russ.).]

7. Актуальные проблемы экономики культурного наследия / Под ред. А.Я. Рубинштейна. М.: Государственный институт искусствознания. 2016. [Actual problems of the economy of cultural heritage. Edited by A.J. Rubinstein. Moscow: State Institute of Art Studies. 2016. (In Russ.).]
8. Музычук В.Ю. Наследие. Национальный план // Охраняется государством. 2024. № 1. С. 15–23. [Muzychuk V.Y. Heritage. The national plan // Is protected by the state. 2024. No. 1. Pp. 15–23. (In Russ.).]
9. Rypkema D. Heritage Conservation and the Local Economy // Global Urban Development Magazine. 2008. Vol. 4 (1). <https://www.globalurban.org/GUDMag08Vol4Iss1/Rypkema%20PDF.pdf>

Дата поступления рукописи: 09.10.2025 г.

Дата принятия к публикации: 18.11.2025 г.

#### СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРЕ

**Музычук Валентина Юрьевна** – доктор экономических наук, доцент, зам. директора по научной работе ФГБУН Институт экономики РАН; главный научный сотрудник Государственного института искусствознания, Москва, Россия  
ORCID: 0009-0008-7902-7228  
vm-instecon@yandex.ru

#### ABOUT THE AUTHOR

**Valentina Yu. Muzychuk** – Dr. Sci. (Econ.), Associate Professor, Deputy Director for Science, Institute of Economics of the RAS; Chief Researcher, State Institute for Art Studies, Moscow, Russia  
ORCID: 0009-0008-7902-7228  
vm-instecon@yandex.ru

#### LONG-TERM PROGRAM FOR PRESERVING CULTURAL HERITAGE IN RUSSIA THROUGH THE LENS OF INSTITUTIONAL CHALLENGES

This article focuses on specific institutional challenges posed by the announced long-term state program for the preservation of cultural heritage until 2045 in Russia. It seeks to address three key questions: 1) what are the nominal and actual goals of the long-term state program for the preservation of cultural heritage; 2) what risks might have the long-term state program for the preservation of cultural heritage, operated by a state-owned commercial organization—a financial development institution in the housing sector—for the sphere of heritage preservation, as well as for society as a whole; 3) what are the primary financial mechanisms for implementing the long-term state program for the preservation of cultural heritage, and how acceptable are they in the current economic climate? Answering these questions will help determine the key vectors of state policy for development of the long-term program for the preservation of cultural heritage and its subsequent implementation.

**Keywords:** *cultural heritage, cultural heritage preservation, cultural economics, cultural policy, cultural sphere, cultural heritage management system, state program for the preservation of cultural heritage.*

**JEL:** Z11.

**С.В. КОЗЛОВА**

доктор экономических наук, главный научный сотрудник  
ФГБУН Институт экономики РАН

## **АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ УПРАВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ИМУЩЕСТВОМ В 2025 г.**

В условиях растущих расходов бюджета повышение доходности государственных активов становится все более актуальным, а достижение этой цели путем совершенствования института приватизации/деприватизации является одним из главных вопросов управления государственным имуществом на современном этапе. В данной работе представлены результаты комплексного анализа планируемого объема поступающих в бюджет средств от использования и распоряжения государственным имуществом на ближайшие три года и их места в доходной части федерального бюджета, а также проанализирована ситуация, сформировавшаяся к концу 2025 г. в институциональной среде управления государственным имуществом за последние несколько лет, рассматриваемая с позиций эффективности его использования для бюджета. На основе анализа конкретных кейсов продаж сделан вывод о том, что в последнее время основное внимание со стороны государства в части получения доходов в бюджет уделено не массовой приватизации, а именно подготовке и продаже отдельных активов государства, как ранее конфискованных и подлежащих повторной продаже, так и принадлежащих исключительно государству. Исследование данных вопросов особенно важно как с точки зрения перспектив будущего социально-экономического развития нашей страны, так и достижения стратегических целей, стоящих перед Россией на современном этапе.

**Ключевые слова:** *эффективность управления государственным имуществом, использование государственных активов, институциональная среда.*

**УДК:** 338.24

**EDN:** RIQVNQ

**DOI:** 10.52180/2073-6487\_2025\_6\_72\_85

Законопроект № 1026181-8 «О федеральном бюджете на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов» был рассмотрен Комитетом Государственной Думы по бюджету и налогам 29.09.2025 г., одобрен Советом Федерации Федерального Собрания Российской Федерации 26.11.2025 г. (Постановление № 512-СФ)<sup>1</sup>. А 28 ноября 2025 г. подписан

---

<sup>1</sup> <https://sozd.duma.gov.ru/bill/1026181-8> (дата обращения: 01.12.2025).



Президентом Российской Федерации федеральный закон № 426-ФЗ<sup>2</sup>, в котором подробно рассматриваются вопросы, касающиеся доходов от использования и распоряжения государственным имуществом в федеральном бюджете на 2026 г. и на плановый период 2027–2028 гг.<sup>3</sup> Важность данного закона сложно переоценить, в том числе с точки зрения оценки бюджетной эффективности использования государственного имущества. В данной работе будет проанализировано, какое место доходы от использования и распоряжения государственными активами занимают в поступлении доходов в государственный бюджет и какую роль в этом вопросе играют институциональные новации, появившиеся в государственном управлении в последнее время.

### **Анализ доходов в федеральный бюджет от управления госимуществом**

Ранее автор уже занимался исследованием процессов, которые в последнее время происходят при трансформации одного из основных институтов управления государственным имуществом, – института приватизации/деприватизации. Безусловно, последние три года здесь наблюдалась очень высокая турбулентность, выражающаяся в увеличении количества разнонаправленных сделок, в появлении новых форм сделок в области имущественных отношений со стороны государства, о чем мы неоднократно уже писали (см, например: [1]). Мы указывали на то, что эти противоположные тренды (приватизация и деприватизация) направлены на решение важных задач стратегического характера, а также на преодоление недостаточно эффективного использования государственного имущества для «...решения целевых многоаспектных и разновекторных задач текущего времени, важнейшая из которых – структурная модернизация экономики, осуществляемая при одновременном решении множества социальных задач...» [1, с. 43]. О качественном изменении функций государственного сектора указывали и другие ученые: «Сверхновые реалии привели к расширению функций государственного сектора, который, помимо своих основных обязанностей, приобрел дополнительные, такие как финансирование инноваций для импор-

---

<sup>2</sup> <http://publication.pravo.gov.ru/document/0001202511280088?ysclid=mitbysg0d4266485209> (дата обращения: 01.12.2025).

<sup>3</sup> На стадии выпуска статьи Проект закона о федеральном бюджете трансформировался в федеральный закон. При этом роль Проекта и сопровождающих его документов при обсуждении неопределима с позиций решения задач, поставленных в данной статье. Были использованы материалы Счетной палаты РФ, сопровождающих записок Комитетов и пр. документы с официального сайта Государственной Думы РФ. <https://sozd.duma.gov.ru/bill/1026181-8> (дата обращения: 01.12.2025).

тозамещения; создание положительной практики перехода на российские решения в бизнесе...» [2, с. 144]. При этом следует отметить, что в сложившихся в настоящее время геополитических и экономических реалиях, рассматриваемых в контексте национальной безопасности нашего государства и необходимости решения сложных задач по обеспечению роста российской экономики, «при растущих бюджетных расходах вопрос доходности государственных активов становится актуальным...» [1, с. 43]. На обеспечение роста российской экономики за счет использования рыночных механизмов и развития конкуренции, а также на увеличение поступлений денежных средств в бюджет от продажи государственных активов и направлена приватизация государственного имущества.

В рамках данного вопроса важным является анализ федерального бюджета, принятого в конце ноября 2025 г.<sup>4</sup> Закон о федеральном бюджете на 2026 г. и плановый период 2027–2028 гг. предусматривает использование средств, поступающих от приватизации федеральной собственности, в качестве отдельного источника финансирования дефицита федерального бюджета. При этом сам по себе соответствующий федеральный закон, как и аналогичные документы последних нескольких лет, не содержит информации о конкретной величине доходов от управления (использования и распоряжения) государственным (федеральным) имуществом ни в основной части, ни в приложениях. Как и в предыдущие периоды, лишь в пояснительной записке и ряде сопроводительных материалов средства, поступающие от приватизации федеральной собственности, указываются наряду с государственными заимствованиями в качестве самостоятельного источника финансирования дефицита федерального бюджета; основной же анализ доходов от использования и распоряжения государственного имущества представлен в Заключение Счетной палаты Российской Федерации на проект федерального закона «О федеральном бюджете на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов»<sup>5</sup>. Данные Счетной палаты Российской Федерации и легли в основу нашего анализа, проведенного с небольшой ретроспективой (см. табл.).

<sup>4</sup> Анализ доходов от управления госимуществом для различных временных периодов неоднократно проводился Г. Мальгиновым. См. например, Георгий Мальгинов о доходах от приватизации и управления госимуществом в проекте федерального бюджета на 2024–2026 годы. <https://www.iepru.ru/ru/kommentarii/georgiy-malginov-odokhodakh-ot-privatizatsii-i-upravleniya-gosimushchestvom-v-proekte-federalnogo-byudzheta-na-2024-2026-gody.html?ysclid=mivm5k0z6r817134841>

<sup>5</sup> Заключение Счетной палаты Российской Федерации на проект федерального закона «О федеральном бюджете на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов» (утверждено Коллегией Счетной палаты Российской Федерации (протокол от 9 октября 2025 г. № 87К (1872))).

Таблица

**Доходы федерального бюджета в 2024 – 2028 гг., млрд руб.**

| Показатель  | 2024 г.<br>отчет | 2025 г.<br>(законо-<br>проект) | 2026 г.<br>(прогноз) | 2027 г.<br>(прогноз) | 2028 г.<br>(прогноз) |
|---|------------------|--------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Доходы от использо-<br>вания имущества *              | 1 808,6          | 2 390,3                        | 1 718,2              | 1 489,0              | 1 525,9              |
| в том числе прогноз<br>доходов в виде дивидендов**    | –                | –                              | 305,8                | 364,2                | 399,2                |
| Доходы от продажи<br>имущества (привати-<br>зация)*** | 16,4             | 4,3                            | 3,2                  | 21,7                 | 0,2                  |
| Резервы дополнитель-<br>ных поступлений ****          |                  |                                | 0, 226               | 0,226                |                      |

\* Включают дивиденды, доходы от управления средствами ФНБ, доходы по остаткам средств ФК, проценты по межгоскредитам.

\*\* Прогноз доходов в виде прибыли, приходящейся на доли в уставных (складочных) капиталах хозяйственных товариществ и обществ, или дивидендов по акциям, принадлежащим Российской Федерации.

\*\*\* Доход от приватизации указан как источник финансирования дефицита федерального бюджета.

\*\*\*\* Оценка Счетной палаты Российской Федерации.

Составлено по: Заключение Счетной палаты Российской Федерации на проект федерального закона «О федеральном бюджете на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов». <https://sozd.duma.gov.ru/bill/1026181-8> (дата обращения: 01.12.2025).

Как видно из таблицы, доходы от продажи имущества (приватизации) неравномерны по годам и различаются на один-два порядка (от 0,2 млрд руб. в 2028 г. до 21,7 млрд руб. в 2027 г.). При этом они в разы меньше прогнозных доходов от дивидендов на 2026-2028 гг., а также в четыре и более раз меньше аналогичных доходов в 2024 г. Однако здесь не все так однозначно: существуют определенные факторы методологического характера, которые необходимо учитывать при анализе оценочных величин доходов от управления госимуществом в федеральном бюджете.

Во-первых, прогноз доходов в проекте федерального бюджета формируется в соответствии с данными главного администратора доходов бюджетов (для данных видов дохода – это Росимущество) на основе списочного перечня объектов, включенных в план приватизации на 2025–2027 гг., проекта плана приватизации на 2026–2028 гг. и перечня федерального имущества, приватизация которого осуществляется без включения в прогнозный план (программу) приватизации федерального иму-

щества на 2025–2027 г.<sup>6</sup>, в связи с чем при отсутствии перечней (проекта перечней) имущества, приватизация которого осуществляется без включения в план приватизации на 2028 г., поступление доходов на 2028 г. прогнозируется в объеме, существенно меньшем, чем на 2026 и 2027 г.

Также по результатам детального анализа Проекта бюджета Счетной палатой РФ установлено, что расчеты осуществлены Росимуществом не по всем объектам, подлежащим приватизации. Так, распоряжением Росимущества от 2 сентября 2025 г. № 1767-р утвержден перечень федерального имущества, приватизация которого осуществляется без включения в прогнозный план (программу) приватизации федерального имущества на плановый период на 2025–2027 гг., рыночная стоимость которого, определенная в соответствии с законодательством Российской Федерации об оценочной деятельности, не превышает 50 млн руб. Перечень включает 322 объекта федерального имущества. При этом при формировании прогноза поступлений главным администратором доходов (Росимуществом) учтены не все объекты, подлежащие приватизации в соответствии с перечнем федерального имущества, приватизация которого осуществляется без включения в прогнозный план (программу) приватизации федерального имущества.

Счетная палата РФ и ранее неоднократно отмечала, что Росимуществом не предусматривается формирование оценки и прогноза в отношении сделок по продаже пакетов акций (долей), не включенных в прогнозный план (программу) приватизации, осуществляемых на основании отдельных решений Правительства Российской Федерации, и при этом не учитывается тот факт, что на протяжении ряда лет данные сделки составляют существенный объем поступлений. Применение в алгоритме расчета понижающих коэффициентов результативности или эффективности продаж также влечет за собой занижение прогноза.

Во-вторых, в прогнозных расчетах отсутствуют данные о доходах от реализации конфискованных акций. Уменьшение прогноза поступлений на 2026 г. относительно оценки 2025 г. обусловлено поступлением в 2025 г. доходов от реализации конфискованных акций и иных активов, а в прогнозируемом периоде соответствующие поступления не прогнозируются. Отсюда Счетная палата РФ делает вывод о необходимости формирования единообразного подхода к прогнозированию поступлений, имеющих общий источник. При этом актуальность данного вопроса в последние годы повысилась вследствие так называемой

<sup>6</sup> Постановление Правительства РФ от 22.09.2022 № 1673 (ред. от 03.07.2025). «Об утверждении Правил формирования и утверждения перечней федерального имущества, приватизация которого осуществляется без включения в прогнозный план (программу) приватизации федерального имущества на плановый период, а также внесения изменений в указанные перечни и о внесении изменений в некоторые акты Правительства Российской Федерации».

волны изъятий целого ряда специфических активов у бывших собственников (ЧЭМЗ, «Макфа», ряд ГОКов и т. п.) и последующей их передачи (наряду с активами иностранных компаний, ушедших из России) во владение или управление Росимуществу: «задачу их юридической “очистки” и возвращения в хозяйственный оборот власти называли одной из первоочередных для имущественного блока правительства»<sup>7</sup>. В настоящее время Росимуществом внесены изменения в проект методики поступлений по источникам финансирования дефицита федерального бюджета в части корректировки алгоритма расчета<sup>8</sup>.

Учитывая изложенное, по оценке Счетной палаты РФ, имеют место резервы дополнительных поступлений доходов федерального бюджета с учетом возможных рисков недопоступления доходов в сумме 226,3 млн руб. на 2026 г. и 226,3 млн руб. на 2027 г. (см. табл.). Однако, несмотря на некоторые корректировки Счетной палаты РФ, доля доходов от имущества невелика и резкого увеличения не наблюдается даже в прогнозах. Так, по оценке Счетной Палаты РФ, доходы в виде дивидендов по акциям, принадлежащим Российской Федерации, составят в 2025 г. 1,1% к общей сумме доходов; при этом прогноз на следующие три года такой: в 2026 г. – 0,8%, 2027 г. – 0,8%, в 2028 г. – 0,9%.

Ожидаемая сумма приватизационных доходов составляет не более 0,19% от размера средств, предполагаемых к привлечению по государственным заимствованиям за период 2026–2028 гг. Для сравнения, по бюджету на 2024 г. и прогноз на 2024–2025 гг. поступления в федеральный бюджет от приватизации федерального имущества ожидалось в размере около 1,2 млрд руб. ежегодно. Их роль в финансировании дефицита федерального бюджета была минимальна: в 2024–2026 гг. ожидаемая величина приватизационных доходов составила не более 0,1% от размера средств, предполагаемых к привлечению по государственным заимствованиям [3].

Анализ показал, что *массовая приватизация госактивов действительно перестала быть приоритетом государственной политики в области имущественных отношений, что, на наш взгляд, является безусловным положительным фактором*. Мы еще в 2018 г. писали о том, что «Политика перманентной приватизации выглядит попыткой убежать от проблемы, вместо того чтобы ее решать. Необходимо прежде всего выявить причины текущей неудовлетворительной отдачи от государственного иму-

<sup>7</sup> Олег Сапожков, Диана Галиева. Федерация за имущество не держится // Коммерсантъ. 2024. 11 июля. № 121. С. 2. <https://www.kommersant.ru/doc/6822126?ysclid=miycl1gdgd4936392> (дата обращения: 11.09.2025).

<sup>8</sup> В настоящее время проект приказа об утверждении доработанной редакции указанной методики находится на внутреннем согласовании и будет направлен в Минфин России после его утверждения.

щества, предложить иные механизмы управления государственными активами, на основании которых разработать качественно иную концепцию управления» [4, с. 67]. Долго превалирующая парадигма в области управления государственным имуществом была сосредоточена именно на ускоренной и массовой продаже его в частные руки, что вело к большим рискам. «Тотальный и недифференцированный подход к приватизации государственных активов в условиях неразвитости рыночных институтов и осложнения геополитической обстановки неизбежно приведет к непоправимым последствиям» [5, с. 7]. Сейчас главной задачей становится управление госсобственностью в контексте ее включения в новую экономическую и промышленную политику. *В то же время уменьшение масштабности приватизации не снижает, а наоборот, усиливает остроту вопроса о доходности имущественных активов государства.*

Исходя из анализа имеющих место конкретных сделок, можно заключить, что на доходную составляющую бюджета в части доходов от приватизации оказывают влияние в большей степени единичные крупные сделки по приватизации – когда на рынок выводят акции тех компаний, которые выбраны государством в качестве объектов для приватизации, и которые действительно стоят дорого. Так, в конце 2024 г. заместитель министра финансов А.В. Моисеев осветил некоторые сделки: «Недавно по отдельному решению правительства совершена сделка по приватизации крупного актива и в федеральный бюджет дополнительно поступило 34,79 млрд руб. Также в завершающей стадии находится сделка по продаже шести компаний химической отрасли в рамках отдельного распоряжения правительства РФ по начальной цене 37,9 млрд руб. АО «Волжский Оргсинтез», АО «Метафракс Кемикалс», ООО «ГБХ Бор», ООО «НПП Силика», ООО «Фининвест», ООО «Радамант» будут проданы на закрытом аукционе – при этом предъявлены инвестиционные условия по развитию бизнеса компаний с учетом текущих потребностей отрасли по импортозамещению отдельных видов продукции»<sup>9</sup>.

Кроме этого, правительство рассчитывает, что совершенствование самих торгов государственными активами посредством электронной системы сделает объект торгов более «прозрачным», а величину дохода – более существенной. Также вполне вероятно, что в будущем возможны постоянные отчисления в бюджет со стороны госкомпаний от активов, которые поступают к ним безвозмездно со стороны государства – пока же речь в законе о бюджете идет о решениях 2025 г. Рассмотрим более подробно указанные аспекты.

<sup>9</sup> Алексей Моисеев: Минфин не формирует планов по деприватизации. Минфин России. 18 октября 2024. [https://minfin.gov.ru/ru/press-center?id\\_4=39364&ysclid=miujnjo4rrx529901556](https://minfin.gov.ru/ru/press-center?id_4=39364&ysclid=miujnjo4rrx529901556) (дата обращения: 23.09.2025).

## Изменение подходов государства к управлению госимуществом

Вопрос доходности государственных активов становится более актуальным в условиях растущих расходов бюджета, поэтому позиция Минфина России при управлении такими активами в целом трансформируется<sup>10</sup>. И первое, что надо отметить, – это сокращение расходов по хранению «ненужных» для государства активов – тех, что не приносят доход и не служат выполнению государственных функций. Более того, имущество, которое сохраняется в госсобственности без явной цели, вовлекается в оборот в первую очередь путем прямой продажи активов, когда Росимущество выставляет объекты на торги. При этом речь идет и про малоценное имущество, ранее обделенное вниманием. В последние годы есть успехи в этом направлении: Государственная Дума упростила порядок продажи малоценного имущества стоимостью менее 100 млн руб. Раньше, чтобы продать полуразрушенный сарай глубоко в лесу, нужно было решение председателя правительства, теперь Росимущество формирует перечень такого имущества и решения по нему принимаются приказом Минфина России. По более дорогому имуществу действует прежний порядок, то есть требуется распоряжение Правительства РФ. Есть ситуации, когда продажа активов нецелесообразна, – государству выгоднее вовлекать объекты в оборот через аренду. Например, здание ГУМа находится в федеральной собственности, в нем активно работают предприниматели, а доступные для аренды объекты федеральной собственности можно увидеть на портале Росимущества. Третий способ вовлечения объектов в оборот возможен через институты развития, а именно через ДОМ.РФ. Речь идет об объектах, которые требуют предпродажной подготовки: сначала нужно найти участок, провести работу по разметке границ, вывести сети, инвестировать. Только после этого можно продать объект по более высокой цене – так государство получит больше денег.

Кроме того, к концу 2025 г. завершается работа по уточнению целевых функций объектов в госсобственности и появится возможность принимать более эффективные решения по управлению имуществом.

---

<sup>10</sup> Раздел сформирован на базе открытых источников и интервью представителей Минфина (см., например: [https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id\\_4=39364-aleksei\\_moiseev\\_minfin\\_ne\\_formiruet\\_planov\\_po\\_deprivatizatsii&ysclid=miqm795w hw721262673](https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=39364-aleksei_moiseev_minfin_ne_formiruet_planov_po_deprivatizatsii&ysclid=miqm795w hw721262673) (дата обращения: 23.09.2025)).

## Отказ от безвозмездных передач государственного имущества госкомпаниям

В контексте предыдущего вопроса о поиске путей повышения доходности своих активов и целесообразности учета тех или иных объектов государство пересмотрело и свою позицию о безвозмездной передаче активов государственным компаниям. За все надо платить... В целях обеспечения интересов казны Российской Федерации в случае безвозмездной передачи государственной корпорации (государственной компании) активов, поступивших в федеральную собственность на основании судебных решений, во исполнение указания Президента Российской Федерации от 15 марта 2024 г. № Пр-494, законопроектом о Бюджете предлагалось установить и законом о Бюджете установлено, что государственная корпорация (государственная компания) после принятия в 2025 г. Правительством Российской Федерации решения о передаче ей в качестве имущественного взноса Российской Федерации активов, поступивших в федеральную собственность на основании судебных решений, *обеспечивает перечисление в федеральный бюджет денежных средств в размере 50% от рыночной стоимости переданного актива, определенной на основании отчета независимого оценщика при отчуждении актива из федеральной собственности, в срок, не превышающий три месяца со дня поступления актива в собственность государственной корпорации (государственной компании), а Правительством Российской Федерации обеспечивается проведение мероприятий по оценке активов*<sup>11</sup>.

Данное решение справедливо с точки зрения государственного бюджета в современных реалиях, однако экономический эффект для бюджета от его реализации можно будет оценить по прошествии некоторого времени. Пока же можно сказать, что в этом случае встанет вопрос о справедливости оценки рыночной стоимости переданного имущества каждой из сторон.

Все вышесказанное свидетельствует о том, что в последние годы государство активно продолжает искать способы повышения доходности госимущества путем использования современных инструментов в сфере продаж, высоких технологий и достижений в области цифровизации.

<sup>11</sup> О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации, приостановлении действия отдельных положений законодательных актов Российской Федерации, признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации и об установлении особенностей исполнения бюджетов бюджетной системы Российской Федерации в 2025 году. Принят Государственной Думой, Статья 1, 22 октября 2024 г.



## **Унификация продаж активов имущественной казны по аналогии с госзакупками (имущественные торги: законодательные изменения)**

В настоящее время ожидается принятие законопроекта об унификации продаж госимущества по аналогии с госзакупками. Сам проект оформлен в виде поправок к закону «О защите конкуренции» и вводит единые правила продажи государственной и муниципальной собственности, одновременно упрощает доступ претендентов к торгам и ужесточает контроль за их проведением, а также вводит положения об обязательной регистрации покупателей на электронных площадках, допущенных к размещению госзаказа. Все сделки должны будут заключаться на аукционах в госсинформсистеме «Торги» и подключенных к ней электронных торговых площадках.

*Вводя единый аукционный порядок продаж всего государственного имущества, власти рассчитывают на рост поступлений в испытывающий нехватку доходов федеральный бюджет.*

«Переход к обязательным электронным торгам на проверенных федеральных площадках – это логичное развитие института торгов. В частности, унификация правил проведения торгов и подачи заявок создаст комфортные и равные условия для всех участников. Новые поправки позволят максимально упростить взаимодействие бизнеса и государства, сократить издержки и повысить уровень конкуренции и прозрачности на торгах», – подчеркивают в секретариате Д. Григоренко<sup>12</sup>.

Все эти меры являются логическим завершением «замыкания» управления государственным имущественным комплексом в единый контур. Так, осенью 2024 г. правительство одобрило разработку Единой цифровой платформы (ЕЦП) в сфере управления недвижимым и движимым имуществом всех публичных собственников, частью которой, как предполагается, станет уже упомянутая ГИС «Торги». ЕЦП будет обеспечивать контроль за объектом не только в момент его выставления на торги, но и задолго до того, как будет принято решение о его продаже. До сих пор по действующему законодательству продажа имущества и прав его аренды, земле- и недропользования, квот на вылов рыбы и т. п. регулируется множеством отраслевых актов, что создает препятствия для участия в торгах представителей бизнеса, негативно отражается на уровне конкуренции и, как следствие, не лучшим образом сказывается на доходах государства. Тем не менее, отста-

---

<sup>12</sup> Диана Галиева, Олег Сапожков. Ведомства пришли к согласию в торгах // Коммерсантъ. 2025. 14 янв. № 4. С. 1. <https://www.kommersant.ru/doc/7431188?ysclid=miug53dz63927044917> (дата обращения: 01.10.2025).

ивая отраслевую самостоятельность, министерства ссылались на невозможность регулирования процессов продажи специфических отраслевых активов на общих правилах, обосновывая это особенностями оценки объектов и выстраивания сделок, рисками потерять контроль за их проведением и необходимостью затрат на внедрение нововведений. Теперь же проект воспринимается в ведомствах как логичное и назревшее продолжение унификации госзакупок товаров и услуг. Реформа торгов стала возможной из-за накопившихся к настоящему времени изменений в работе правительства: консолидация бюджетных средств, опыт ряда «цифровых» реформ, а также потребность государства в прогнозируемых доходах от продаж имущества и прав обеспечили ее одобрение.

## Заключение

Безусловно, за последнее время проделана большая работа по совершенствованию института управления государственным имуществом, что отражено, в частности, в Основных направлениях...<sup>13</sup> В данном документе отмечается, что в целях сокращения расходов на содержание госимущества и увеличения доходов федерального бюджета созданы условия для интенсивного вовлечения федерального имущества в хозяйственный оборот:

- проведена инвентаризация объектов имущества государственной казны (более 657 тыс. объектов), определены целевые функции в отношении 99% объектов недвижимости и 97% земельных участков, находящихся в государственной казне;
- обеспечен свободный доступ граждан и организаций к информации об объектах госказны, выводимых на рынок, на официальном сайте Росимущества;
- сокращен срок согласования Росимуществом заключаемых учреждениями договоров аренды с 30 до 15 дней (в отдельных случаях до 5 дней), упрощено согласование передачи в аренду малых площадей;
- утвержден порядок проведения проверок использования федерального имущества и изъятия у правообладателей неэффективно используемого имущества, упорядочена процедура принятия решений о передаче такого имущества на иные уровни публичной собственности;

<sup>13</sup> «Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов» (разработаны Минфином России). [www.consultant.ru](http://www.consultant.ru) (дата обращения: 10.10.2025).

- утверждены методические рекомендации о порядке рассмотрения предложений федеральных органов и иных правообладателей о передаче излишнего, неиспользуемого или используемого не по назначению федерального имущества в госказну, а также порядок организации работы Росимущества по передаче федерального имущества на иной уровень собственности.

В целях перевода всех сделок по продаже государственного и муниципального имущества в электронный вид в ГИС Торги установлена электронная форма торгов для имущества стоимостью до 10 тыс. руб. Завершена интеграция информационной системы Росимущества с информационными системами ФССП России и ФТС России.

Указанные выше мероприятия облегчают приватизационные процессы, повышают эффективность распоряжения государственными активами, но не заменяют и не отменяют стратегического подхода к государственной собственности во время кризисных ситуаций. Мы разделяем позицию тех ученых, которые считают, что «Общие закономерности развития государственного сектора характеризуются цикличностью, отражая увеличение его масштабов во время кризисов и сокращение в фазе экономического роста. Анализ опыта функционирования государственных компаний в период пандемии COVID-19, а также нового санкционного давления западных стран, угрожающего экономической безопасности России, подтвердил необходимость государственной собственности как надежного инструмента государственного регулирования. При этом условием преодоления глобальных вызовов является гибкость государственного сектора, основанная преимущественно не на количественных, а на качественных изменениях...» [2, с. 157–158].

При этом проблема доходности госимущества продолжает оставаться архиважной. Будут ли решены задачи повышения доходности от управления (использования и распоряжения) госимуществом в результате трансформации институтов управления государственным имуществом, зависит от множества составляющих институционального и управленческого характера (не считая так называемых непредвиденных обстоятельств новой реальности).

Возможны следующие причины их существования:

- поставлены невыполнимые цели и задачи;
- отсутствует мониторинг выполнения поручений и ответственности за их невыполнение;
- существуют коррупционные интересы/ведомственные интересы/личные интересы;
- отсутствует эффективный институт (организация) для выполнения возложенных функций;
- отсутствует техническая база для выполнения возложенных функций;

– задачи и цели меняются быстрее, чем функционал организационных структур в управлении. И если институциональные трансформации имеют место (идет очень активное принятие новых нормативных актов и изменение существующих), то управленческие проблемы в системе управления пока не так активно решаются.

По мере устранения этих «узких мест», по нашему мнению, возможно более адекватное, отвечающее уровню сложности современных, а также и долгосрочных проблем в системе государственного управления, решение задачи эффективного управления госимуществом и повышения его доходности. Однако это тема будущих исследований.

#### ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

1. Козлова С.В. Трансформация институтов управления государственным имуществом: итоги 2022–2024 гг. // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2024. № 5. С. 42–57. [Kozlova S.V. Transformation of state property management institutions: results of 2022–2024 // Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences. 2024. No. 5. Pp. 42–57. (In Russ.).] EDN: HWKQIA. DOI: 10.52180/2073-6487\_2024\_5\_42\_57.
2. Кононкова Н.П., Михайленко Д.А. Новая структура и функции государственного сектора России перед лицом глобальных вызовов // Государственное управление. Электронный вестник. Август 2023 г. Выпуск № 99. С. 144–160. [Kononkova N.P., Mikhailenko D.A. New structure and functions of the Russian public sector in the face of global challenges // Public administration. Electronic Bulletin. August 2023. Issue No. 99. Pp. 144–160. (In Russ.).]
3. Георгий Мальгинов о доходах от приватизации и управления госимуществом в проекте федерального бюджета на 2024–2026 годы. 24.11.2023. [Georgy Malginov on revenues from privatization and state property management in the draft federal budget for 2024–2026. (In Russ.)] <https://www.iep.ru/ru/kommentarii/georgiy-malginov-o-dokhodakh-ot-privatizatsii-i-upravleniya-gosimushchestvom-v-proekte-federalnogo-byudzheta-na-2024-2026-gody.html?ysclid=mj06s9hsby554223592> (дата обращения: 01.09.2025).
4. Козлова С.В., Братченко С.А. Совершенствование системы управления государственной собственностью: уроки прошлого и направления развития // Российский экономический журнал. 2018. № 4. С. 56–68. [Kozlova S.V., Bratchenko S.A. Improving the state property management system: lessons from the past and directions of development // Russian Economic Journal. 2018. No. 4. Pp. 56–68. (In Russ.).]
5. Кононкова Н.П., Михайленко Д.А. Государственная собственность: неиспользованный резерв роста российской экономики // Проблемы теории и практики управления. 2015. № 2. С. 6–12. [Natalya Kononkova, Diana Mikhailenko. State Property: Untapped Growth Reserve of Russian Economy // Problems of management theory and practice. 2015. No. 2. Pp. 6–12. (In Russ.).]

Дата поступления рукописи: 10.10.2025 г.

Дата принятия к публикации: 18.11.2025 г.

#### СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРЕ

**Козлова Светлана Вячеславовна** – доктор экономических наук, главный научный сотрудник, зав. сектором институтов и механизмов государственного управления  
ФГБУН Институт экономики РАН, Москва, Россия

ORCID: 0009-0009-1708-4945

svk1020@mail.ru

#### ABOUT THE AUTHOR

**Svetlana V. Kozlova** – Dr. Sci. (Econ.), Chief Researcher, Head of the Sector, Institute of Economics of the RAS, Moscow, Russia

ORCID: 0009-0009-1708-4945

svk1020@mail.ru

#### TOPICAL ISSUES OF STATE PROPERTY MANAGEMENT IN 2025

In the context of growing budget expenditures, improving the return on state assets is increasingly urgent, and nowadays achieving this goal by improving the institution of privatization/deprivatization is a major issue in the management of state property. This paper presents the results of an integrated analysis of the planned amount of funds coming into the budget from the use and disposal of state property over for the next three years, as well as their place in the revenue part of the federal budget. The paper also analyzes the situation in the institutional environment of state property management formed over the past few years by the end of 2025, viewed from the perspective of its effectiveness for the budget. Based on the analysis of specific privatization cases, it was concluded that recently the main focus of budget revenue generation has been not mass privatization, but mostly the preparation and sale of individual state assets (both previously confiscated and then sold, as well as belonging to the state from the outset). The study of these issues is particularly important both in terms of future prospects of our country's social and economic development, as well as the achievement of the strategic goals currently facing Russia.

**Keywords:** *efficiency of state property management, use of state assets, institutional environment.*

**JEL:** H82, H19.

---

## МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

---

### **В.В. ЕРЕМИН**

кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник Института  
экономической политики и проблем экономической безопасности  
Факультета экономики и бизнеса Финансового университета  
при Правительстве Российской Федерации

### **С.А. ПОБЫВАЕВ**

кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник Института  
экономической политики и проблем экономической безопасности  
Факультета экономики и бизнеса Финансового университета  
при Правительстве Российской Федерации

### **С.Н. СИЛЬВЕСТРОВ**

доктор экономических наук, профессор,  
директор Института экономической политики и проблем экономической  
безопасности Факультета экономики и бизнеса Финансового университета  
при Правительстве Российской Федерации

## **ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ ГЛОБАЛЬНОЙ ТУРБУЛЕНТНОСТИ<sup>1</sup>**

В последние десятилетия в мире усиливаются тенденции глобальной турбулентности, выражающиеся как в росте неопределенности, нелинейности экономических процессов, так и в увеличении количества экономических и геополитических конфликтов. Авторы исследования видят в качестве одного из основных факторов усиления глобальной турбулентности давнее противоречие между потенциальными возможностями роста мирового производства, необходимостью этого роста для стимулирования положительной динамики мировой экономики и ограниченностью глобальных рынков сбыта. В данном исследовании авторы анализируют широкий набор феноменов, проблем и противоречий, связанных с ограниченностью рынков сбыта мировой экономики и являющихся факторами глобальной турбулентности. Исследуя проблему ограниченности рынков сбыта, а также генерируемых этой проблемой противоречий, таких как противостояние национальных и наднациональных институтов развития, противостояние национальных интересов и интересов транснациональных корпораций и пр., авторы формируют собственное видение возможных сценариев изменений в мироустройстве и мировой экономике.

---

<sup>1</sup> Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.

**Ключевые слова:** экономические противоречия, геоэкономика, макроэкономическая нестабильность, консолидация капитала, глобальная турбулентность, глобальная экономика, геополитика, постиндустриальное развитие, рынки сбыта.

УДК: 339.982

EDN: UYSRNT

DOI: 10.52180/2073-6487\_2025\_6\_86\_108

## Введение

Экономическая нестабильность в разных странах мира, увеличение частоты кризисных явлений в мировой экономике, ужесточение борьбы за рынки сбыта, проблемы с поиском новых путей повышения рентабельности мирового бизнеса – все это, на наш взгляд, является признаком масштабных изменений мировой экономики.

Нарастающая турбулентность, определение которой дано достаточно широким кругом исследователей, характеризуется тем, что привычные колебания системы сменяются аномалиями: устоявшиеся структуры расшатываются, разворачиваются новые процессы, результаты становятся недолговечными, а система вступает в период длительного неравновесия. Закономерности при этом исчезают [1], наблюдается преобладание нелинейных процессов, хаотичность и непредсказуемость событий, происходят резкие смены трендов и рост конфликтности [2]. Возникшая в современной мировой системе *турбулентность, с ее перманентной или периодически повторяющейся нестабильностью, амбивалентностью и неопределенностью процессов, частично контролируется действиями отдельных акторов мировой политики* [3, с. 12].

Причинами существующей ныне глобальной турбулентности выступает ряд факторов, как политического, так и экономического порядков. В данном исследовании мы намерены сосредоточиться на экономическом аспекте проблемы и выделить факторы, приведшие к наблюдаемой ныне глобальной турбулентности. С самого начала отметим, что некоторые из них достаточно сильно взаимосвязаны между собой, но, по нашему мнению, являются самостоятельными факторами, имеют своих акторов, реализующих свои интересы.

## Ограниченность рынков сбыта как фактор глобальной турбулентности

Одним из основных факторов турбулентности в мировой экономике, на наш взгляд, является существующее противоречие между потенциальными возможностями производства и ограниченностью рынков сбыта. Для развития экономики в ее существующей форме капиталистической модели требуется неослабевающий рост продаж,

производства, потребления, тогда как рынки сбыта ограничены размером нашей планеты, количеством потребителей, объемом их доходов и структурой распределения этих доходов между различными группами населения. С другой стороны, именно стремление к разрешению этого противоречия является двигателем развития мировой экономики. При этом ограниченность рынков сбыта укладывается в концепцию «полного мира», сформированную Германом Дэйли и активно использовавшуюся в знаменитом докладе Римского клуба «Вперед! Капитализм, близорукость, население и разрушение планеты» [4].

Отметим, что противоречие между ростом производства и ограниченностью рынков сбыта существует столько же, сколько и сам капитализм. При этом его разрешение возможно только за счет трансформации мировой экономики, смены ее базовой модели развития. Несмотря на это, капиталистическая модель экономической организации существует столетиями. Причина подобного долголетия – ряд крупномасштабных событий, позволивших эффективно, хотя и временно, урегулировать проблему ограниченности рынков сбыта. Одним из таких событий явились Великие географические открытия, давшие Европе масштабный колониальный источник дешевых ресурсов и рынок сбыта, который европейские компании долгое время осваивали на условиях монополистов. Экономический импульс Великих географических открытий длился достаточно долго – более 300 лет. Его отголоски наблюдаются и в настоящее время. Кроме того, росту размера мирового рынка способствовала Первая промышленная революция.

Но с течением времени влияние этих импульсов сошло на нет, следствием чего стали повторяющиеся с частотой 7–10 лет экономические кризисы (1847 г., 1857 г., 1866 г., 1873 г., 1882 г., 1890 г., 1900 г., 1907 г., 1920 г., 1929 г.) [5, с. 270]. Они происходили, несмотря на рост производительности труда и, соответственно, определенное увеличение емкости мирового рынка под влиянием Второй промышленной революции.

Накопление отрицательной энергии кризисов, вылившееся в целый букет экономических, политических и социальных проблем, привело к войнам, распаду империй, появлению новых государств и новых рынков сбыта. Мировые войны также стали мощнейшим экономическим импульсом мирового экономического развития. Они потребовали значительного объема производства военной техники и снаряжения, уничтожили значительный объем ресурсов, привели к необходимости восстановления масштабных территорий, экономика и инфраструктура которых была разрушена боевыми действиями. Все это в совокупности значительно стимулировало спрос, производство, занятость, рост доходов населения и потребление.



На послевоенное восстановление мировой экономики наложилась необходимость разрешения парадокса Кондорсе-Эрроу – сложность, а зачастую невозможность выбора при свободном голосовании. В мировой экономике под таким голосованием подразумевается свобода торговли, а под парадоксом – вопрос о том, какие товары выпускать корпорациям при высокой степени поляризации общества: для бедных или для богатых? Решение этого парадокса произошло путем формирования достаточно многочисленного среднего класса, представляющего спрос на определенную номенклатуру товаров. При этом необходимость формирования среднего класса заставила основных владельцев капитала в большей степени делиться доходами с сотрудниками своих предприятий, что также стало резервом повышения эффективности мировой экономики. Увеличение численности представителей среднего класса позволило гомогенизировать спрос, а следовательно, унифицировать большую часть отраслей экономики, работающих на потребности среднего класса. Это, в свою очередь, облегчило реализацию национальной экономической стратегии методами государственного регулирования.

Тем не менее, как и любой другой импульс, экономический импульс, приданный мировой экономике двумя войнами и Третьей промышленной революцией, более известной как НТР, начал иссякать и при этом достаточно быстро. Первый кризис, охвативший ряд стран, включая США, Канаду, Великобританию и Бельгию, произошел уже в 1957–1958 гг. Через одиннадцать лет разразился следующий экономический кризис (1969–1970 гг.). За ним последовал кризис производства 1973 г. Через семь лет – мировой экономический кризис 1980–1982 гг. Еще через восемь лет – кризис 1990–1992 гг. [6]. Регулярные кризисы снова стали отличительной чертой капиталистической экономики.

Но затем произошло событие, позволившее отодвинуть решение части проблем, связанных с ограниченностью рынков, – распад СССР. Накопленные в СССР знания, ресурсы, технологии практически за бесценок влились в мировую экономику. А бывший советский блок стал масштабным рынком сбыта для западной продукции. Мир перестал быть биполярным. Лидером цивилизации стал конгломерат развитых стран, обозначаемый условным термином «Запад», хотя в их число входят такие страны, как Австралия, Япония и Тайвань. Некоторым исследователям даже показалось, что временам противостояний и противоречий пришел конец. Так, например, Ф. Фукуяма выразил чаяния подобного рода в своем бестселлере «Конец истории» [7].

Однако дальнейшее развитие событий продемонстрировало, что на смену проблемам эпохи глобального противостояния пришли новые проблемы, причем их характер таков, что они существуют годами и не

имеют однозначного решения. Мир вступил в полосу глобальной неопределенности, или глобальной турбулентности, – состояния, когда крайне затруднительно для политических акторов принять однозначное решение, а для экономических акторов выстроить долгосрочную стратегию развития.

Отметим, что разрешение противоречия между неограниченным ростом производства и ограниченностью рынков сбыта может решаться «с двух концов»: с одной стороны, путем расширения рынков сбыта, в том числе географически, а с другой – со стороны производства, борясь с конкурентами-производителями, в том числе посредством обеспечения доступа к новым дешевым источникам ресурсов – материальным, минеральным, квалифицированной и дешевой рабочей силы. Именно это мы видим сейчас в ожесточенной борьбе за овладение ресурсами Украины и, при благоприятном для развитых стран исходе событий, – за ресурсы России. Одновременно США и Великобритания вполне успешно решают задачу по экономическому ослаблению континентальной Европы, лишив ее дешевой энергии (российского газа).

### **Консолидация международного капитала**

Другим весьма значимым экономическим фактором глобальной турбулентности, гораздо менее доступным взору широких масс, выступает масштабная консолидация мирового капитала. В частности, это проявляется через акционерный контроль над крупнейшими мировыми корпорациями со стороны узкого набора транснациональных финансовых холдингов (см. табл. 1).

При этом сами мировые транснациональные финансовые холдинги достаточно сильно переплетены (см. табл. 2).

Такое переплетение вложений в акционерные капиталы позволяет каждой финансовой ТНК направлять в советы директоров других финансовых ТНК своих представителей. Подобное «перекрестное опыление» дает возможность ТНК отказаться от конкуренции, выступая единым фронтом и формируя на мировом рынке крупных инвестиций ситуацию, более близкую к монополии, чем к олигополии. Подобная консолидация снимает остроту проблем ограниченности рынков сбыта для узкой группы выгодоприобретателей, переводя под их контроль наиболее прибыльные направления деятельности в мировой экономике.

Подтверждающие данный вывод более подробные исследования связей широкого массива мировых компаний через их акционерный капитал проведены швейцарским математиком Джеймсом Глаттфельдером, использовавшим методы сетевого анализа и теории сложных

Таблица 1

**Доля финансовых холдингов в акционерном капитале крупнейших  
ТНК на 31 декабря 2024 г.**

| Компания  | Акционер, % |          |              |       |
|---|-------------|----------|--------------|-------|
|   | Black Rock  | Vanguard | State Street | Всего |
| Bank of America                                     | 6,87        | 8,65     | 3,88         | 19,4  |
| Apple   | 7,48        | 9,29     | 3,96         | 20,73 |
| Amazon.com  | 6,5         | 7,77     | 3,44         | 17,71 |
| Microsoft   | 7,75        | 9,2      | 3,97         | 20,92 |
| Meta (признана в РФ<br>экстремистской организацией) | 7,52        | 8,73     | 3,93         | 20,18 |
| Alphabet  | 6,51        | 7,31     | 3,41         | 17,23 |
| JPMorganChase                                       | 7,39        | 9,74     | 4,55         | 21,68 |
| WellsFargo  | 7,82        | 9,18     | 4,32         | 21,32 |
| Citigroup   | 8,69        | 8,83     | 4,43         | 21,95 |
| MorganStanley                                       | 5,9         | 6,83     | 6,9          | 19,63 |
| Chevron   | 6,91        | 8,92     | 8,5          | 24,33 |
| ConocoPhillips                                      | 8,1         | 9,57     | 5,79         | 23,46 |
| Tesla   | 6,29        | 7,56     | 3,49         | 17,34 |
| Raytheon  | 7,42        | 8,89     | 8,48         | 24,79 |
| NorthropGrumman                                     | 7,43        | 8,76     | 9,46         | 25,65 |
| Mcdonald's  | 7,33        | 9,82     | 4,97         | 22,12 |
| BerkshireHathaway                                   | 8,25        | 11,06    | 5,36         | 24,67 |
| Johnson&Johnson                                     | 8,36        | 9,67     | 5,58         | 23,61 |
| Walmart   | 4,19        | 5,26     | 2,29         | 11,74 |

Составлено по: Yahoo finance. World Indices // Yahoo finance. <https://finance.yahoo.com/>  
(дата обращения: 23.08.2025).

Таблица 2

**Доля анализируемых финансовых холдингов в акционерном капитале  
друг друга на 31 декабря 2024 г.**

| Компания    | Акционер, % |          |             |
|-------------|-------------|----------|-------------|
|             | BlackRock   | Vanguard | StateStreet |
| BlackRock   | 6,47        | 8,62     | 4,06        |
| Vanguard    | 7,64        | 5,61     | 1,15        |
| StateStreet | 8,74        | 12,88    | 4,89        |

Составлено по: Yahoo finance. <https://finance.yahoo.com>

систем. Его работа показала, что контроль над значительными частями глобальной экономики сосредоточен в руках небольшой группы юридических и физических лиц, образующих плотную сеть взаимосвязей, – 737 акционеров контролируют 80% стоимости всех ТНК мира, при этом 150 акционеров контролируют 40% собственности мировых ТНК [8, р. 4]. Эти факты свидетельствуют о масштабной и усиливающейся корпоративной концентрации мировой экономики.

### **Противоречие между международными корпоративными и национальными интересами**

Географически расширяя рынки сбыта, ТНК, заходящие на территорию определенного государства, первоначально усиливают свое экономическое влияние на этой территории. Затем они стремятся конвертировать экономическое влияние в политическое, развернуть политическую систему страны от защиты национальных интересов к обслуживанию интересов ТНК [9]. Приведем цитату Н.П. Патрушева о влиянии ТНК на национальные экономики: «ТНК через прямые иностранные инвестиции внедряют новые технологии, увеличивают производительность труда. Только население не может воспользоваться этими результатами, поскольку компании навсегда вытесняют местного производителя, становясь монополистами. Выводя за границу основные объемы прибыли, лишают страны возможности увеличить свое национальное благосостояние»<sup>2</sup>. Таким образом, формируя монопольную власть, ТНК подчиняют своему влиянию дополнительный рынок сбыта, игнорируя национальные интересы этого рынка.

Отметим, что деятельность ТНК в современной экономике не формирует исключительно отрицательные импульсы, способствующие росту глобальной турбулентности. Так, Альфред Чандлер выделяет среди плюсов развития ТНК эффект масштаба, согласно которому рост объемов производства до определенных размеров приводит к распределению условно постоянных издержек на растущее количество единиц продукции. В результате этого себестоимость производства единицы продукции сокращается. Чандлер указывает и на то, что, расширяя географию деятельности, ТНК распределяют риски между различными рынками и странами, уменьшая зависимость от одной территории или отрасли экономики. Компании получают доступ к новейшим научным разработкам и передовым практикам, открывая филиалы и подразделения в странах с развитым научно-

---

<sup>2</sup> Секретарь Совета Безопасности Российской Федерации Николай Патрушев ответил на вопросы еженедельника «Аргументы и факты» // Аргументы и факты. 11 января 2023. <http://www.scrf.gov.ru/news/allnews/3409/> (дата обращения: 23.08.2025).

техническим потенциалом. Деятельность ТНК, основанная на росте масштабов бизнеса, требует разработки эффективных управленческих структур и инструментов планирования, анализа и контроля, распространяющихся по всей экономике. Транснациональные корпорации формируют узнаваемые бренды, которые привлекают потребителей в разных регионах мира, обеспечивая стабильный спрос и лояльность клиентов. Международная деятельность позволяет ТНК быстрее реагировать на изменения рынка, осваивать новые рынки сбыта. Развитие международной сети филиалов и подразделений помогает смягчить последствия экономических кризисов, политической нестабильности и изменений законодательства отдельных государств [10].

Таким образом, деятельность транснациональных корпораций, направленная на увеличение своего влияния и, соответственно, своих доходов там, где это возможно, игнорирует национальные интересы и выступает фактором глобальной турбулентности.

### **Противоречие между национальными и наднациональными институтами**

Еще одним экономическим фактором глобальной турбулентности выступает противоречие между национальными и наднациональными институтами. Ограниченность рынков формирует это противоречие тем, что в проблемной экономике ресурсов для поддержки высокого уровня жизни как национальных, так и наднациональных элит начинает не хватать. Формируются условия для борьбы за ресурсы. Сталкиваются национальные и наднациональные интересы.

Поспорив с Евросоюзом по поводу верховенства закона, Венгрия лишилась помощи от ЕС на сумму, превышающую 1 млрд евро<sup>3</sup>. Используя рычаги финансовой помощи, ЕС пытается оказать воздействие на внутреннюю политику Грузии<sup>4</sup>. Литва, оказавшись под давлением ЕС и будучи изначально энергодефицитной страной, согласилась закрыть и демонтировать Игналинскую АЭС, несмотря на то, что такое решение привело к росту стоимости электроэнергии в Литве и было невыгодным для экономического развития страны [11]. Отметим и то, что, невзирая на экономические потребности и смыслы, бюрократы руководства ЕС консолидируют страны Европы в рамках санкционного давления на Россию.

<sup>3</sup> Венгрия потеряла €1 млрд из фондов ЕС из-за спора о верховенстве закона // РБК. <https://www.rbc.ru/politics/02/01/2025/6775d1189a79478052919590> (дата обращения: 23.08.2025).

<sup>4</sup> Запад играет в «наперстки» с властями Грузии. Есть ли у Тбилиси шанс выиграть? // Российская газета. <https://rg.ru/2024/06/25/borrel-prigrozil-gruzii-lishit-ee-finansirovaniia-i-zablokirovat-put-v-es.html> (дата обращения: 23.08.2025).

Наднациональные институты стремятся к контролю мировой экономики, устанавливая собственные, обязательные для всех правила. Это, например, пандемическое соглашение и европейская система единого кода юридических лиц – Идентификатор юридического лица (*Legal Entity Identifier, (LEI)*), позволяющая идентифицировать участников финансовых операций, и тому подобные инструменты<sup>5</sup>. Изначально эта система создавалась для решения вполне понятных задач – борьбы с отмыванием денежных средств и для противодействия коррупции. Но в настоящее время эта система активно используется, например, для ужесточения санкционного давления на Российскую Федерацию.

### **Противостояние традиционалистов и постмодернистов в области экономической политики**

Еще одним фактором глобальной турбулентности нам представляется противостояние традиционалистов и постмодернистов в области экономической политики. Ярким примером подобного противостояния в современных условиях являются действия Д. Трампа как традиционалиста и Дж. Байдена как представителя постмодерна. Но одним из первых этапов борьбы традиционалистов и постмодернистов стала Исламская революция в Иране еще в 1979 г. При этом традиционализм и постмодерн определяют два разных подхода к экономике, в том числе и два разных подхода к урегулированию противоречия, связанного с ограниченностью рынков сбыта.

Традиционалисты во многом выступают против чрезмерной глобализации и интеграции мировых рынков. Они поддерживают политику протекционизма, ограничения иностранных инвестиций и поддержки отечественных производителей. Задача подобного «неомеркантилизма» – ограничить «утечки» из процесса национального экономического роста, связанные с трансграничными экономическими потоками. О стимулировании экономического роста за счет транснациональных связей традиционалисты задумываются далеко не всегда (см. потери американских компаний в результате тарифной политики Д. Трампа). Акцент делается на расширении рынков сбыта путем стимулирования внутреннего потребления национальной продукции, а также на увеличении объемов ее экспорта. Фактически – это экономический передел рынков сбыта.

---

<sup>5</sup> Код LEI в цифрах: 2024 — знаковый год // GlobalLegalEntityIdentifierFoundation. <https://www.gleif.org/ru/newsroom/blog/the-lei-in-numbers-2024-a-landmark-year> (дата обращения: 23.08.2025).

Россия, активно поддерживающая традиционные ценности, с одной стороны, выступает за интеграцию рынков (БРИКС), но, с другой – достаточно давно реализует такие стратегии, как импортозамещение, суверенная экономика. Отметим, что опора на внутренний потенциал страны, укрепление финансового суверенитета страны, усиление контроля над иностранными инвестициями в стратегические сектора экономики и другие подобные задачи, более характерные для экономического традиционализма, указаны в Стратегии национальной безопасности России, принятой в 2021 г., еще до масштабного санкционного давления на нашу страну.

В рамках подхода традиционалистов государство должно играть активную роль в регулировании экономики, поддержке стратегически важных отраслей промышленности и социальной защиты населения. Это проявляется в усилении контроля над внутренними финансовыми рынками, в налогово-бюджетной политике и вмешательстве в бизнес-процессы. Среди прочего такое поведение иностранных акторов способно создать дополнительные барьеры для российского экспорта и ужесточить конкуренцию на внутреннем рынке России за счет экспансии импорта. Отметим, что санкционное давление явного глобалиста и постмодерниста Байдена на Россию, конечно же, формировалось не в рамках стратегии традиционализма. Оно формировалось с целью нанесения стратегического поражения нашей стране, с ее возвратом в качестве источника сырья и рынка сбыта в конгломерат транснациональных экономических связей. Политика Д. Трампа более прагматична и в основном связана не столько с санкционным давлением на Россию, сколько с решением задач, связанных с переносом производства в США, снижением зависимости американской экономики от импорта, т. е. с удержанием позиций традиционализма. Прежде всего это объясняется тем, что Трамп является выразителем интересов национального (американского) капитала, они – его избирательная база, в то время как Байден – ставленник и выразитель интересов ТНК.

*Экономика постмодерна во многом характеризуется следующими чертами:*

1) *эмансипация экономики от государства* путем усиливающегося контроля транснациональных корпораций (ТНК) над национальными экономиками, формирование глобального финансового рынка. Эмансипация экономики сопровождается ее глобализацией, стирающей национальные черты [12]. Практически в любом крупном городе мира похожие рестораны, магазины с однотипной одеждой, одна и та же музыка, фильмы и т. п. Такая экономика позволяет противодействовать ограниченности рынков сбыта путем снижения себестоимости продукции за счет эффекта масштаба, но стремится к обезличиваю-

щей стандартизации. Насаждаемая иностранными акторами эмансипация экономики от государства представляет собой угрозу для России, так как иностранные ТНК нацелены на активное подавление отечественных конкурентов. Даже в досанкционный период времени они не были заинтересованы в развитии на территории России современных производственных технологий, так как создание дополнительного конкурента в лице России обострит для таких ТНК проблему ограниченности рынков сбыта;

2) *искусственное формирование различий*. Обезличивающая стандартизация не способствует росту потребления, необходимого для увеличения объема рынков сбыта. В целом сложившуюся в мировой экономике ситуацию достаточно хорошо охарактеризовал С. Караганов: «Главный вызов – исчерпанность современного типа хозяйствования, капитализма, основанного в первую очередь на получении прибыли, а для этого всемерно поощряется безудержное потребление товаров и услуг...» [13, с. 53].

Именно для этого стимулируется искусственное формирование различий – от противоречащего здравому смыслу придумывания новых полов человека до постоянного и ускоренного выпуска новых коллекций гаджетов, одежды, делающих старые коллекции немодными и требующими от потребителей замены на новые. Такой подход во многом приводит к тому, что интеллектуальная основа экономики постмодерна все менее и менее ограничена морально. Происходит «сужение области собственной моральной высоты» [14, с. 142]. Во многом выдуманые отличия в самоидентификации, отличия в способности показать свой статус за счет демонстративного потребления способствуют атомизации общества и тому, что экономика больше не является «непосредственной частью общества, обеспечивающей его жизнедеятельность, она... становится самостоятельной и самодостаточной системой, имея свои собственные цели, динамику и результаты» [15, с. 74].

Распространяя вышеуказанное, иностранные акторы способны оказать негативное влияние на разные сферы российской экономики – от демографии до кредитования.

3) *симуляция постиндустриального развития*. Нарождающаяся экономика постмодерна во многом основана на технологиях XX в. Двигатели внутреннего сгорания, микроэлектроника, космические аппараты – все это модернизируется, но масштабные технологические прорывы, подобные прорывам начала XX в., кардинально стимулировавшим рост мировой экономики, отсутствуют. В частности, об этом говорит в своем интервью Питер Тиль – основатель Палантир Технолоджис (*Palantir Technologies*), сетующий на то, что апогеем развития технологий стали Конкорд и миссия «Аполлон». Согласно



Питеру Тилю, в сложившейся ситуации человека как творца новых технологий должен заменить искусственный интеллект<sup>6</sup>. В свою очередь, созданные ИИ новые технологии, подобно двигателям внутреннего сгорания и микроэлектронике, по ожиданиям, будут стимулировать новые волны глобального спроса, роста доходов, повышения нормы прибыли, что способно на некоторое время перевести противоречия, связанные с ограниченностью рынков сбыта, в латентное состояние.

Но не является ли завышенной надежда на искусственный интеллект (ИИ) с его проблемой рекурсии обучения? Ведь увеличение объема информации, сгенерированной ИИ, приводит к тому, что последующие версии ИИ обучаются на данных, сгенерированных предыдущими версиями, накапливая ошибки. В частности, по данным Массачусетского технологического института (*Massachusetts Institute of Technology*), бизнес-проекты с искусственным интеллектом проваливаются у 95% частных предприятий<sup>7</sup>. Отметим и то, что для специалистов опора на искусственный интеллект может ухудшить их компетенции. Так, исследование, проведенное журналом *Ланцет*, свидетельствует о том, что врачи, после нескольких месяцев использования ИИ в своей практике, теряют навыки самостоятельной диагностики рака<sup>8</sup>. Ухудшение компетенций специалистов как долговременный результат делегирования их части искусственному интеллекту способно снизить эффективность функционирования экономики. При этом ошибки ИИ (как «последней надежды»), в том числе связанные с проблемой рекурсии обучения, способны ухудшить описываемую ситуацию, что для разрешения этих проблем потребует дополнительного, но по объективным причинам невозможного расширения рынков сбыта. Аналогичный эффект связан с неэффективной тратой ресурсов на внедрение ИИ в деятельность различных компаний.

Борьба традиционалистов и постмодернистов выливается в определенную борьбу между национальными элитами (яркий представитель – Дональд Трамп) и транснациональной бюрократией (яркие представители – Клаус Шваб, власти Евросоюза и т. п.), для широких

---

<sup>6</sup> Interesting Times: A Mind-Bending Conversation with Peter Thiel // New York Times. <https://www.nytimes.com/2025/07/11/podcasts/interesting-times-a-mind-bending-conversation-with-peter-thiel.html> (дата обращения: 23.08.2025).

<sup>7</sup> The GenAI Divide: State of AI in Business 2025 // Massachusetts Institute of Technology. [https://mlq.ai/media/quarterly\\_decks/v0.1\\_State\\_of\\_AI\\_in\\_Business\\_2025\\_Report.pdf](https://mlq.ai/media/quarterly_decks/v0.1_State_of_AI_in_Business_2025_Report.pdf) (дата обращения: 23.08.2025).

<sup>8</sup> Endoscopist deskilling risk after exposure to artificial intelligence in colonoscopy: a multicentre, observational study // The Lancet. [https://www.thelancet.com/journals/langas/article/PIIS2468-1253\(25\)00133-5/abstract](https://www.thelancet.com/journals/langas/article/PIIS2468-1253(25)00133-5/abstract) (дата обращения: 23.08.2025).

народных масс наглядно выражающуюся в упорном продвижении в мировую повестку гендерных вопросов, массовой миграции, в применении движений, подобных BLM, для достижения политических целей [16]. Сюда же относится тарифная война, развязанная Д. Трампом, претендующая на то, чтобы перекроить мировую экономику в интересах США, пусть даже ценой инфляции и разрыва устоявшихся экономических связей. В такой ситуации экономика становится оружием.

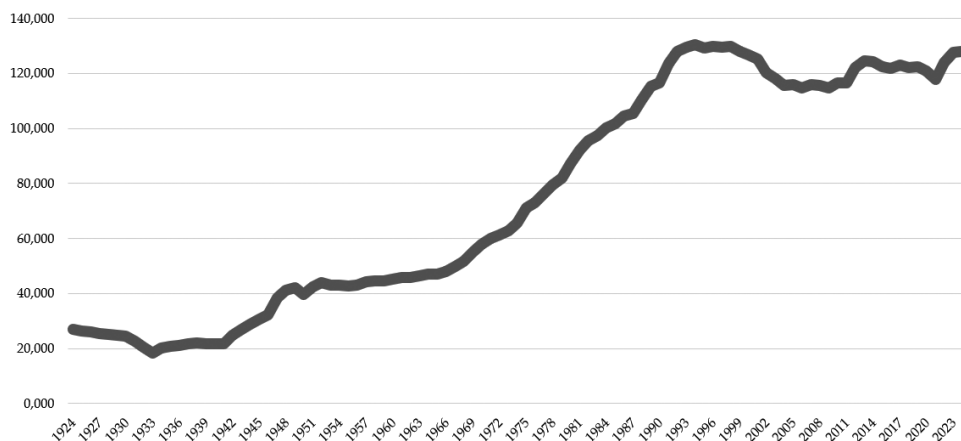
Ограниченность глобальных рынков сбыта при невозможности их быстрого расширения выводит на первый план передел этих рынков основными акторами, действующими как в рамках традиционализма, так в рамках постмодерна. Это обостряет глобальные конфликты, усиливая турбулентность мировой экономики. Ярким примером вышеуказанного выступает конфликт на Украине, в котором коллективный Запад явно поддерживает одну из сторон в надежде расширить свои экономические преимущества по окончании конфликта.

### **Ограничение свобод как ответ на усиление турбулентности**

Отметим, что мы рассматриваем ограничение свобод прежде всего как ответ на усиление турбулентности, призванный стабилизировать ситуацию за счет некоторой «заморозки» социальной активности. Но в недалеком будущем этот ответ может трансформироваться в один из факторов турбулентности за счет нарастания социального недовольства в развитых странах мира.

Одним из последствий и немаловажных признаков нарастающих противоречий, усиливающейся глобальной турбулентности является сокращение среднего класса. Проблема ограниченности рынков формирует тенденцию нормы к прибыли к понижению в отдельных секторах экономики, иллюстрацией которой, в частности, является динамика индекса цен на отдельные товары. В качестве примера приведем индекс цен на одежду в США, остающийся неизменным последние 30 лет (см. рис. 1).

Глобальная конкуренция усиливает снижение цены товаров и следующее за этим снижение нормы прибыли их производителей. Но в сфере услуг ситуация несколько иная, так как услуги оказываются на месте и менее зависят от глобальной конкуренции. В анализируемой экономике США с 2000 по 2024 г. стоимость медицинских услуг выросла на 256%. Плата за обучение в колледже выросла на 188%. Цены на услуги детских садов выросли на 139%. При этом с 2000 г. заработная плата в США выросла на 68%. Стоимость новых автомобилей за этот период времени выросла на 24,3%. Стоимость сотовой связи сни-



Источник: Apparel priced at \$810 in 1924 → \$3,888 48 in 2025 // In 2013 dollars. <https://www.in2013dollars.com/Apparel/price-inflation/1924?amount=810> (дата обращения: 04.11.2025).

Рис. 1. Индекс цен на одежду в США, в номинальном выражении (1982–1984 гг. = 100)

зилась на 41,6%. Стоимость программного обеспечения для компьютеров снизилась на 73,5%. Стоимость игрушек снизилась на 73,8%. Стоимость телевизоров снизилась на 97,9%<sup>9</sup>.

Отметим и негативное мультипликативное влияние снижения нормы прибыли в одних отраслях экономики на выручку и, как следствие, – норму прибыли в других ее отраслях. Так, например, снижение нормы прибыли автопроизводителей Европы снижает их спрос на сталь, алюминиевые сплавы, пластик, стекло. В свою очередь это уменьшает объемы продаж у европейских производителей данных автокомпонентов, что снижает норму их прибыли как за счет действия операционного рычага, так и за счет механизма скидок, призванного противостоять снижению продаж. Отметим и снижение спроса всех этих предприятий на рабочую силу, следствием чего является снижение ее доходов, спроса на потребительские товары, что, в свою очередь, оказывает негативное влияние на объемы продаж и норму прибыли широкого круга производителей этих товаров.

Торможение экономического роста, снижение нормы прибыли (в особенности в ее реальном выражении) – все это оказывает негативное влияние на уровень благосостояния населения. Новые источники прибыли, генерирующие ее в течение определенного, ограниченного периода времени, как правило, монополизируются владельцами капитала. Результат – сокращение среднего класса, являющееся как

<sup>9</sup> Price changes January 2000 to June 2024 // CREWS. Bank&Trust. <https://www.crews.bank/blog/charts/price-changes> (дата обращения: 04.11.2025).



Источник: Wealth by wealth percentile group // Сайт совета управляющих Федеральной резервной системы США. <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/dataviz/dfa/distribute/chart/> (дата обращения: 23.08.2025).

Рис. 2. Доля от благосостояния всех домохозяйств США, % (II квартал текущего года ко II кварталу предыдущего года)

следствием неразрешенной проблемы ограниченности рынков, так и характеристикой усиливающейся глобальной турбулентности. Так, например, в США в настоящее время совокупное богатство 1% наиболее состоятельных граждан превышает общее совокупное богатство всего среднего класса страны (см. рис. 2).

Сокращение благосостояния и снижение уровня жизни – все это вызывает недовольство людей, повышая потребность государства в контроле над обществом. Одним из ключевых событий этого рода, которое привело к серьезным последствиям, является 11 сентября 2001 г., когда реакцией на террористические акты стало значительное ограничение свобод американского общества (см., например, Патриотический закон – *Patriot Act*). Усиление требований к безопасности на всех ее уровнях, дополнительные проверки, дополнительные расходы, равно как и ограничение свобод, – все это в определенной степени стало тормозом американской и мировой экономики. Дополнительные масштабные расходы, связанные с этими мероприятиями, внесли свою лепту в формирование бюджетного дефицита ряда стран<sup>10</sup> и усилили участие государства в экономике. Прежде всего это касается США, но и многие страны Европы пошли по аналогичному пути, следствием чего стало дополнительное замедление их экономик, требующее дополнительного бюджетного стимулирования, провоцирующего инфляцию [17].

<sup>10</sup> Federal Surplus or Deficit // Federal Reserve Bank of St. Louis. <https://fred.stlouisfed.org/series/FYFSD> (дата обращения: 23.08.2025).

Видимым, но не до конца осознанным широкими массами феноменом настоящего времени является и то, что в качестве инструментов противодействия недовольству масс населения ухудшением уровня жизни активно применяются цифровые инструменты усиления контроля над населением – от систем «социального рейтинга» до внедрения централизованных цифровых валют.

### **Амбивалентное положение Китайской народной республики**

В последнее время роль стран Азиатско-Тихоокеанского региона возрастает как в экономическом, так и в политическом пространстве, оказав свое положительное влияние на отсрочку реализации противоречий, связанных с ограниченностью рынков сбыта. Но, с другой стороны, в одном из локомотивов мировой экономики – Китае – наблюдаются кризисные явления, связанные с демографической и экологической проблемами. Исследователи фиксируют ситуацию, в которой КНР достигла пика своего могущества, и ее дальнейшее развитие становится проблематичным. Такого мнения придерживается, например, Нобелевский лауреат П. Крутман, высказывая это мнение в материале с красноречивым заголовком «Стагнация с китайской спецификой»<sup>11</sup>.

Ограничение технологического трансфера из США, в сочетании с недостаточным развитием по сравнению с коллективным Западом собственной фундаментальной науки, делают перспективы Китая неопределенными. Несмотря на явные достижения КНР в прикладной науке и инженерии, где зачастую удается превзойти даже развитые страны, в области фундаментальных исследований достижения Китая значительно уступают его успехам в прикладных областях. Это прекрасно понимают в руководстве страны – по этой причине еще в 2023 г. Си Цзиньпин опубликовал статью «Укрепление фундаментальных исследований для достижения высокого уровня научной и технологической самостоятельности и самоусиления»<sup>12</sup>, речь в которой идет о необходимости развития собственной суверенной, именно фундаментальной, а не прикладной науки, чтобы в прикладных решениях КНР могла основываться на собственных достижениях, преодолевая зависимость от Запада.

---

<sup>11</sup> *Krugman P. Stagnation With Chinese Characteristics // Substack.* <https://paulkrugman.substack.com/p/stagnation-with-chinese-characteristics> (дата обращения: 14.11.2025).

<sup>12</sup> 习近平. 加强基础研究 实现高水平科技自立自强 // *QSTheory.* [https://www.qstheory.cn/dukan/qs/2023-07/31/c\\_1129776375.htm](https://www.qstheory.cn/dukan/qs/2023-07/31/c_1129776375.htm) (дата обращения: 14.11.2025).

Следует заметить, что эта задача, как показывает история новейшего времени, не может быть решена в рамках короткого временного промежутка. Подобного рода задача стояла и перед руководством Японии, которая демонстрировала яркие успехи в прикладной области в 60–80 годах прошлого века, основываясь на достижениях западной фундаментальной науки. Попытки выстроить собственную фундаментальную науку пока что не увенчались успехом. Европе для этого понадобились столетия, поскольку наука переднего края познания требует создания особой среды и формирования научных школ. В любом случае это дело очень небыстрое.

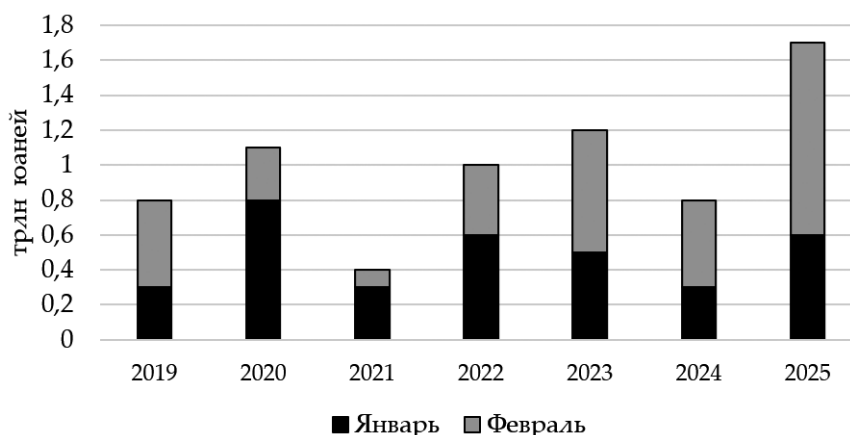
Отметим, что в рамках глобального рынка сбыта Китай является как одним из основных поставщиков товаров на этот рынок, так и одним из основных потребителей ресурсов, технологий, а в последнее время – и готовой продукции на этом рынке. Вследствие этого не только масштабный экономический кризис, но и устойчивое замедление темпов роста экономики КНР внесет свою негативную лепту в обострение мировых противоречий, связанных с ограниченностью рынков сбыта.

К вышесказанному следует добавить долговую проблему КНР. Так, кредитный рост экономики Китая, по оценкам МВФ, привел к следующим результатам. Долги муниципалитетов, связанные с развитием инфраструктуры, составляют 48% ВВП, или 60 трлн юаней. Но это только часть долга регионов Китая. К ней следует добавить прямые региональные долги (40 трлн юаней)<sup>13</sup>. Заккрытие и обслуживание этих долгов местные власти Китая осуществляют с помощью новых долговых заимствований – выпуска облигаций, объем которого увеличивается (см. рис. 3).

При этом госдолг Китая (сумма долга местного и центрального правительств), согласно прогнозам Фитч (*Fitch*), может вырасти до 68,3% ВВП в 2025 г. – с 60,9% в 2024 г. и 37,9% – в 2019 г.<sup>14</sup> Усугубление закредитованности китайской экономики вполне способно оказать негативное влияние как на объемы ее производства, так и на объемы ее потребления, сократив размеры этого сектора глобального рынка, усугубляя тем самым общую проблему ограниченности рынков сбыта. Отметим, что в отличие от США китайская валюта не является свободно конвертируемой, что не позволяет Китаю перекладывать свои долговые проблемы на плечи остального мира в той мере, как это делают США за счет наращивания выраженного в долларах внешнего долга.

<sup>13</sup> What you need to know about China's \$1.4 trillion debt package // Reuters. <https://www.reuters.com/markets/asia/what-you-need-know-about-chinas-14-trillion-debt-package-2024-11-10/> (дата обращения: 23.08.2025).

<sup>14</sup> Fitch Downgrades China to 'A'; Outlook Stable // FitchRatings. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-china-to-a-outlook-stable-03-04-2025> (дата обращения: 23.08.2025).



Примечание: данные по состоянию на 21 февраля 2025 г.

Источник: China's Local Government Bond Rush Worsens Liquidity Strain // Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-02-23/china-s-local-government-bond-rush-worsens-liquidity-strain> (дата обращения: 23.08.2025).

Рис. 3. Динамика выпуска облигаций местными органами власти Китая

Китай является одним из главных агентов мирового рынка и мирового хозяйства. Несмотря на явное стремление КНР стать одним из полюсов мира, он все же не отказывается от сотрудничества с Западом. После тарифных разногласий с США он проявляет повышенный интерес к Европейскому Союзу. Пока нет ясного ответа на вопрос, пойдет ли Китай по пути самодостаточного развития, ориентируясь во внешнеэкономических связях на страны Азиатско-Тихоокеанского региона, или сделает ставку на дальнейшее сотрудничество с Западом, которое в свое время дало импульс превращению Китая из отсталой страны в современный Китай. Нет ясного ответа и на вопрос о будущем развитии КНР, о степени устойчивости китайской экономики. Эта неопределенность является одним из факторов увеличения степени глобальной турбулентности.

## Заключение

Каждый из перечисленных выше феноменов, факторов, противоречий и трендов воздействует на мировую экономику по отдельности или в сочетании друг с другом, порождая синергетический эффект. Текущая модель мировой экономики перестает работать. Новая модель неизвестна, пути трансформации текущей модели в новую модель не определены, но такая трансформация назрела.

Поскольку число воздействующих факторов весьма велико, а еще большим является число их комбинаций, то предсказать траекторию будущего развития мировой экономической системы весьма затруд-

нительно. В истории гордиев узел неразрешимых противоречий обычно разрубался мечом, т. е. противоречия снимались войной. Но современное оружие таково, что в случае войны все проблемы исчезнут. Вместе с нашей цивилизацией, а возможно, и со всем человечеством как биологическим видом. *Поэтому за рамками столь печального сценария умозрительно просматриваются два возможных сценария изменений в мироустройстве и мировой экономике, позволяющих на некоторое время снизить остроту глобальной турбулентности.*

*Первый сценарий изменения мироустройства и мировой экономики, на наш взгляд, связан с возвращением к биполярной модели по линии Север–Юг в широком смысле и США–КНР в узком смысле. Может произойти политическое и экономическое «закапсулирование» этих двух крупных стран со стремлением к взаимодействию только внутри своего блока, ограничению контролируемых рынков сбыта от иностранного влияния. Нечто подобное было во времена холодной войны, но сегодня, благодаря информационным технологиям, внутриблоковое сотрудничество может быть более эффективным, чем в прошлом. Возникнет новое движение неприсоединения и борьба блоков за рост влияния в третьем мире (включая борьбу за контроль над рынками этих стран). Нельзя исключить, что в процессе блокового противостояния возникнут новые центры экономической и политической концентрации и мир станет многополярным, уйдя от биполярной модели. Возникнет новая глобализация, но глобализация не с позиции превосходства и доминирования, а с позиции учета исторических, политических, идеологических, конфессиональных, этнических и т. п. особенностей. Тогда глобальная турбулентность сегодняшнего дня может перейти в латентную фазу.*

Поскольку многополярный мир будет иметь собственную архитектуру, то возникновение новых связей между полюсами, а возможно, и ускорение развития приведут к росту объемов производства товаров и услуг при одновременном росте платежеспособного спроса. И это развитие, снижающее остроту глобальной турбулентности, может продлиться достаточно долго – вплоть до возникновения нового клубка противоречий.

*Второй возможный сценарий изменения мировой экономики, противодействующий турбулентности, связан с технологическим прогрессом. При этом существуют две технологии будущего, каждая из которых способна изменить быт и бытие каждого жителя Земли, на длительное время урегулировав базовые противоречия, связанные с ограниченностью рынков сбыта. Речь идет об управляемой термоядерной реакции и квантовых вычислениях. Специалисты затрудняются оценить временной промежуток, отделяющий нас от появления термоядерной промышленной установки, хотя недавно в США удалось получить пози-*



тивный энергобаланс на экспериментальном термоядерном стенде. Квантовый компьютер, по консервативным прогнозам, появится через 30–40 лет, хотя первые коммерческие применения квантовых вычислений – дело ближайшего десятилетия<sup>15</sup>. Речь идет о 60–80 годах XXI века, в которые, вероятно, и будет осуществлена Четвертая промышленная революция. Ведь промышленные революции случались именно в 60–80 годы трех последних веков. Впрочем, мы не сторонники нумерологии.

Если с промышленным термоядерным процессом вектор изменений достаточно понятен и имеет явно выраженное энергетическое направление, то коммерческие применения квантовых вычислений имеют многовекторную направленность. Очевидны их применения в области фармацевтики и индустрии новых материалов<sup>16</sup>. Квантовые вычисления будут использованы в современных цифровых технологиях, таких как искусственный интеллект, Биг Дейта, Интернет вещей, нейросети и нейроинтерфейсы. При этом возможности известных технологий возрастут кратно и, скорее всего, с переходом в новое качество. Как и в случае с микроэлектроникой, возникнет огромный массив новых товаров и услуг, увеличатся объемы их производства, стимулируя доходы занятых и их платежеспособный спрос. Это расширит общую емкость рынков и на время позволит преодолеть их ограниченность, тем самым противодействуя нарастанию глобальной турбулентности.

Что касается России, то в сложившейся ситуации задача России – пользоваться выгодами глобализации, например, получая доходы от экспорта углеводородов, при этом формируя свою экономику на принципах традиционализма. Исходя из этого, России необходимо вкладывать средства в разведку новых месторождений углеводородов с высоким коэффициентом извлечения, необходимо, несмотря на санкционное давление, изыскивать пути увеличения экспорта углеводородов, пути снижения себестоимости их добычи. Это позволит нашей стране обеспечить приток средств, требующихся для развития новых технологий, способных сформировать новые глобальные рынки сбыта, и, что самое главное, – сформировать и глобально распространить российские стандарты производства по этим технологиям, так как национальный контроль над стандартами производства означает национальный контроль над рынками продукции, произведенной

<sup>15</sup> Квантовая готовность: ждет ли бизнес новая технологическая революция // Forbes. <https://www.forbes.ru/mneniya/523766-kvantovaa-gotovnost-zdet-li-biznes-novaa-tehnologiceskaa-revolucia> (дата обращения: 01.10.2025).

<sup>16</sup> (См. подробнее: Переход в другую эру: что изменит изобретение квантового компьютера. Электронный ресурс: <https://www.forbes.ru/brandvoice/527065-perehod-v-druguu-eru-cto-izmenit-izobretenie-kvantovogo-komp-utera> (дата обращения: 01.10.2025).

по этим стандартам, даже в том случае, когда часть этой продукции произведена за пределами Российской Федерации. Подобный подход прежде всего ориентирован не на включение России в конкурентную борьбу на существующих, ограниченных рынках сбыта с большим количеством устоявшихся, технологически развитых участников-производителей, а на поиск новых, перспективных рынков сбыта, формирующихся новыми технологиями, и на занятие на этих рынках доминирующего положения до прихода на них конкурентов из других стран. Реализация подобного подхода на практике чрезвычайно сложна, но именно она позволит России значительно сократить технологическое отставание от стран Запада и КНР.

#### ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

1. *Rosenau J.N. Turbulence in World Politics: A Theory of Change and Continuity.* Princeton: Princeton University Press, 1990.
2. Розов Н.С. Эпохи турбулентности и их преодоление // Полития. 2019. № 1 (92). С. 81–96. [Rozov N.S. Epochs of turbulence and ways to overcome them // Politeia. 2019. No. 1 (92). Pp. 81–96. (In Russ.).] DOI: 10.30570/2078-5089-2019-92-1-81-96.
3. Популях Д.С. Турбулентность в современной мировой политике: дискурсы и практика. Автореферат дисс. ... канд. полит. наук. М.: МГУ им. М.В. Ломоносова, 2016. [Populyakh D.S. Turbulence in Contemporary World Politics: Discourses and Practice. Abstract of Cand. Sci. (Polit.) Dissertation. Moscow: Lomonosov Moscow State University, 2016. (In Russ.).]
4. Come On! Capitalism, Short-Termism, Population, and the Destruction of the Planet / A Report of the Club of Rome/ by Ernst von Weizsecker& Anders Wijkman, co-authors in cooperation with 34 more Members of the Club of Rome prepared for the Club's 50th Anniversary. Springer Science-Business Media LLC, 2018.
5. Варга Е.С. Современный капитализм и экономические кризисы. Избранные труды. М.: Академия наук СССР, 1962. [Varga E.S. Modern capitalism and economic crises. Selected works. M.: Academy of Sciences of the USSR, 1962. (In Russ.).]
6. Комолов О. О. Кризисы капитализма в советской политэкономической парадигме и современность // Вестник МФЮА. 2017. № 4. С. 25–36. [Komolov O.O. Crises of capitalism in the soviet political economy paradigm and modernity // Bulletin of the Moscow Financial Law University. 2017. No 4. Pp. 25–36. (In Russ.).] EDN: YMECSE.
7. Фукуяма Ф. Конец истории и последний человек. М.: АСТ, 2011. [Fukuyama F. The End of History and the Last Man. Moscow: AST, 2011. (In Russ.).]
8. Vitali S., Glattfelder J.B., Battiston S. The Network of Global Corporate Control // PLoS ONE. 2011. № 6 (10). e25995. DOI: 10.1371/journal.pone.0025995.
9. Зайцев С.Ю. Взаимодействие транснациональных корпораций и государства: политологический анализ // Вестник Поволжского института управления. 2017. № 6. С. 37–45. [Zaytsev S.Yu. Interaction of Transnational Corporations and the State: Political Analysis // Bulletin of the Volga region Institute of Administration. 2017. No. 6. Pp. 37–45. (In Russ.).] DOI: 10.22394/1682-2358-2017-6-37-45.
10. Chandler A. Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism. Cambridge: Belknap Press, 1994.

11. Симомян Р.Х. Экономика Литвы от советского до современного периода // Современная Европа. 2020. № 3. С. 72–82. [Simonyan R.H. Lithuanian Economy from the Soviet to the New Period // Modern Europe. 2020. No. 3. Pp. 72–82. (In Russ.).] DOI: 10.15211/soveurope320207282.
12. Румянцев М.А. Экономика общества Постмодерна: критический анализ // Христианское чтение. 2012. № 6. С. 165–181. [Rumyantsev M.A. Economy of Postmodern Society: Critical Analysis // Christian Reading. 2012. No. 6. Pp. 165–181. (In Russ.).]
13. Караганов С.А. Век войн? Статья первая // Россия в глобальной политике. 2024. Т. 22. № 1. С. 52–64. [Karaganov S.A. Century of Wars? Article One // Russia in Global Politics. 2024. Vol. 22. No. 1. Pp. 52–64. (In Russ.).] DOI: 10.31278/1810-6439-2024-22-1-52-64.
14. Бек У. Что такое глобализация? М.: Прогресс-Традиция, 2001. [Beck W. What is globalization? M.: Progress-Tradition, 2001. (In Russ.).]
15. Веселов Ю.В. Экономическая социология постмодерна // Журнал социологии и социальной антропологии. 1998. Т. 1. № 1. С. 72–80. [Veselov Yu.V. Economic sociology of postmodernism // Journal of Sociology and Social Anthropology, 1998. Vol. 1. No. 1. Pp. 72–80. (In Russ.).]
16. Каменская Г.В. Либерализм: классика и постмодерн // Вопросы политологии. 2022. Т. 12. № 11 (87). С. 3612–3620. [Kamenskaya G.V. Liberalism: classic and postmodern // Political science issues, 2022. Vol. 12, No. 11 (87). Pp. 3612–3620. (In Russ.).] DOI: 10.35775/PSI.2022.87.11.001.
17. Перская В.В. Финансово-бюджетная политика как инструмент реализации стратегических приоритетов США // Экономика. Налоги. Право. 2023. № 16 (1). С. 22–35. [Perskaya V.V. Fiscal Policy as a Tool for Implementing US Strategic Priorities // Economics, taxes & law. 2023. No. 16 (1). Pp. 22–35. (In Russ.).] DOI: 10.26794/1999-849X-2023-16-1-22-35.

Дата поступления рукописи: 28.05.2025 г.

Дата принятия к публикации: 18.11.2025 г.

#### СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРАХ

**Еремин Владимир Владимирович** – кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник Института экономической политики и проблем экономической безопасности Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, Москва, Россия

ORCID: 0000-0002-2144-3543

villy9@rambler.ru

**Побываев Сергей Алексеевич** – кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник Института экономической политики и проблем экономической безопасности Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, Москва, Россия

ORCID: 0000-0002-7312-7059

sergeypob@mail.ru

**Сильвестров Сергей Николаевич** – доктор экономических наук, профессор, заслуженный экономист РФ, директор Института экономической политики и проблем экономической безопасности Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, Москва, Россия  
ORCID: 0000-0002-7678-1283  
fm.fa@yandex.ru

#### ABOUT THE AUTHORS

**Vladimir V. Eremin** – Cand. Sci. (Econ.), Leading Researcher, Institute of Economic Policy and Economic Security Problems, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia  
ORCID: 0000-0002-2144-3543  
villy9@rambler.ru

**Sergey A. Pobывaev** – Cand. Sci. (Econ.), Leading Researcher, Institute of Economic Policy and Economic Security Problems, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia  
ORCID: 0000-0002-7312-7059  
sergeypob@mail.ru

**Sergey N. Silvestrov** – Dr. Sci. (Econ.), Professor, Honoured Economist of the Russian Federation, Head of the Institute of Economic Policy and Economic Security Problems, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia  
ORCID: 0000-0002-7678-1283  
fm.fa@yandex.ru

#### ECONOMIC FACTORS OF GLOBAL TURBULENCE

In recent decades, trends of global economic turbulence have intensified worldwide, expressed both in increased uncertainty, nonlinearity of economic processes, and the rise of economic and geopolitical conflicts. The authors of the study see one of the main factors intensifying global economic turbulence as the long-standing contradiction between the potential growth in global production, the need for this growth to stimulate positive dynamics in the global economy, and the limited availability of global sales markets. In the study, the authors analyze a wide range of phenomena, problems and contradictions associated with the limited availability of global markets, which are factors in global turbulence. By examining the problem of limited markets and the contradictions generated by this problem, such as the confrontation between national and supranational development institutions, the clash between national interests and the interests of transnational corporations and others, the authors form their own vision of possible scenarios for changes in the world order and the global economy.

**Keywords:** *economic contradictions, geoeconomics, macroeconomic instability, capital consolidation, global turbulence, global economy, geopolitics, post-industrial development, sales markets.*

**JEL:** F01, F02.

**Д.И. УШКАЛОВА**

кандидат экономических наук, руководитель Центра исследований  
международной макроэкономики и внешнеэкономических связей  
ФГБУН Институт экономики РАН

## **ТАРИФНАЯ ПОЛИТИКА Д. ТРАМПА И ВНЕШНЯЯ ТОРГОВЛЯ РОССИИ**

В статье подробно анализируется специфика тарифной политики администрации Д. Трампа, в том числе ее истоки, юридические и теоретические основания, несоответствие нормам Всемирной торговой организации, эффективность в современных условиях и последствия для мировой экономики и международной торговли. Делается вывод об ограниченной эффективности данной политики в отношении торговли США с Китаем. Отдельно рассматривается влияние тарифной политики Д. Трампа на внешнюю торговлю России.

**Ключевые слова:** тарифная политика Д. Трампа, внешнеторговая политика США, «ответные» пошлины, торговая война США и Китая, внешняя торговля России.

УДК: 339.5, 339.9

EDN: OUONBV

DOI: 10.52180/2073-6487\_2025\_6\_109\_126

### **Специфика тарифной политики Д. Трампа**

Важнейшим вызовом для развития международной торговли и мировой экономики в 2025 г. стала тарифная политика администрации Д. Трампа, противоречащая основополагающим принципам Всемирной торговой организации (ВТО), которые все последние десятилетия определяли правила игры в регулировании международной торговли.

Так, свой второй президентский срок Д. Трамп начал кампанией по увеличению ввозных пошлин. Уже 1 февраля 2025 г. он подписал Указ о введении пошлин в размере 10% на товары из КНР, а также в размере 25% на товары из Канады и Мексики<sup>1</sup>. С 12 марта в США

---

<sup>1</sup> Трамп ввел пошлины на товары из Китая, Канады и Мексики // РИА Новости, 02.02.2025. <https://ria.ru/20250202/poshliny25-1996850177.html?ysclid=mjftfytdzm521676335> (дата обращения: 30.11.2025).

были введены ввозные пошлины в размере 25 % на импорт алюминия и стали из всех стран<sup>2</sup>, а с 4 марта 2025 г. пошлины на импорт из Китая были увеличены до 20 %<sup>3</sup>. 2 апреля 2025 г. Д. Трамп объявил о введении базовых ввозных пошлин в размере 10 % в отношении почти всех стран мира с 5 апреля, а с 9 апреля – тех самых повышенных «ответных» пошлин («Reciprocal Tariffs») на импорт из ряда стран (см. табл. 1), которые шокировали специалистов по внешней торговле<sup>4</sup>.

Следует отметить, что использование тарифных мер в качестве ведущего инструмента внешнеторговой политики, нацеленного на защиту национального рынка от иностранной конкуренции, является одним из столпов политики Д. Трампа. Еще в ходе своего первого президентского срока он превратил пошлины в ключевое орудие торговой войны США с Китаем и предпринял попытку легитимизировать право Президента США изменять таможенный тариф, в то время как в соответствии с американским законодательством данные полномочия принадлежат Конгрессу.

Так, в 2019 г. Д. Трамп одобрил предложенный конгрессменом-республиканцем Ш. Даффи для рассмотрения в Конгрессе, но в итоге так и не принятый законопроект («Закон Соединенных Штатов о взаимной торговле» [1]), предполагавший наделение Президента США полномочиями по увеличению пошлин на товары из стран, которые увеличивают или отказываются снижать пошлины или нетарифные барьеры на американскую продукцию.

Важнейшим лоббистом данного законопроекта выступил идеолог внешнеторговой политики Д. Трампа П. Наварро, под руководством которого был подготовлен доклад «Закон Соединенных Штатов о взаимной торговле: оценка эффектов для создания рабочих мест и торгового дефицита», в рамках которого утверждалось, что «правила Всемирной торговой организации позволяют зарубежным странам взимать значительно более высокие пошлины с американских экспортеров, чем те, которые США взимают с иностранного импорта»; «в 132 странах и в отношении более чем 600 000 товарных позиций американские экспортеры сталкиваются с более высокими тарифами

<sup>2</sup> Союзники в стальных тисках США. Три вопроса о новом витке развязанных Дональдом Трампом торговых войн // РБК Газета. № 030 (4060) (1303). 12.03.2025. <https://www.rbc.ru/newspaper/2025/03/13/67d167169a794750e6d489a5?ysclid=mfjtooc431677777904> (дата обращения: 30.11.2025).

<sup>3</sup> Боровикова К. Торговая война с собой и миром // Коммерсантъ. 04.03.2025. <https://www.kommersant.ru/doc/7552092?ysclid=mfjtwfl6py662228308> (дата обращения: 30.11.2025).

<sup>4</sup> Ткачев И., Виноградова Е. Пошлинное послание миру // РБК Газета. № 046 (4076) (0404), 03.04.2025. <https://www.rbc.ru/newspaper/2025/04/04/67ee2aa59a79476b437e4dc6?ysclid=mfju2tolmp967382437> (дата обращения: 30.11.2025).

Таблица 1

Новые ставки импортного тарифа США (по состоянию на 30 ноября 2025 г.)

| Страны             | Новая итоговая ставка тарифа*                         | Специфическая страновая надбавка | Новая «ответная» пошлина | Новая базовая пошлина | Анонсированная пошлина в рамках сделки | Предыдущая «ответная» пошлина | Пошлина в соответствии с угрозами |
|--------------------|---|----------------------------------|--------------------------|-----------------------|--|-------------------------------|-----------------------------------|
|                    | Страны, для которых действуют новые повышенные ставки |                                  |                          |                       |  |                               |                                   |
| Бразилия           | 50  | 40                               | 10                       |                       |  |                               | 50                                |
| Индия              | 50  | 25                               | 25                       |                       |  | 26                            | 25                                |
| Сирия              | 41  |                                  | 41                       |                       |  | 41                            |                                   |
| Лаос               | 40  |                                  | 40                       |                       |  | 48                            | 40                                |
| Мьянма             | 40  |                                  | 40                       |                       |  | 44                            | 40                                |
| Канада             | 35  | 35                               |                          |                       |  |                               |                                   |
| Ирак               | 35  |                                  | 35                       |                       |  | 39                            | 30                                |
| Сербия             | 35  |                                  | 35                       |                       |  | 37                            | 35                                |
| Алжир, ЮАР         | 30  |                                  | 30                       |                       |  | 30                            | 30                                |
| Босния-Герцеговина | 30  |                                  | 30                       |                       |  | 35                            | 30                                |
| Ливия              | 30  |                                  | 30                       |                       |  | 31                            | 30                                |
| Бруней             | 25  |                                  | 25                       |                       |  | 24                            | 25                                |
| Казахстан          | 25  |                                  | 25                       |                       |  | 27                            | 25                                |
| Молдова            | 25  |                                  | 25                       |                       |  | 31                            | 25                                |

Продолжение табл. 1

| Страны   | Новая итоговая ставка тарифа* | Специфическая страновая надбавка | Новая «ответная» пошлина | Новая базовая пошлина | Анонсированная пошлина в рамках сделки | Преимущества | Пошлина в соответствии с угрозами |
|--|-------------------------------|----------------------------------|--------------------------|-----------------------|--|--------------|-----------------------------------|
| Тунис  | 25                            |                                  | 25                       |                       |  | 28           | 25                                |
| Мексика (окончательное решение еще не принято)   | 25                            | 25                               |                          |                       |  |              | 30                                |
| Бангладеш  | 20                            |                                  | 20                       |                       |  | 37           | 35                                |
| Шри-Ланка  | 20                            |                                  | 20                       |                       |  | 44           | 30                                |
| Тайвань  | 20                            |                                  | 20                       |                       |  | 32           |                                   |
| Камбоджа   | 19                            |                                  | 19                       |                       |  | 49           | 36                                |
| Малайзия   | 19                            |                                  | 19                       |                       |  | 24           | 25                                |
| Пакистан   | 19                            |                                  | 19                       |                       |  | 29           |                                   |
| Таиланд  | 19                            |                                  | 19                       |                       |  | 36           | 36                                |
| Никарагуа  | 18                            |                                  | 18                       |                       |  | 18           |                                   |
| Афганистан, Ангола, Боливия, Ботсвана, Камерун, Чад, Коста-Рика, Кот-д'Ивуар, Конго, Эквадор, Эсватини, Гвинея, Фиджи, Гана, Гайана, Исландия, Израиль, Иордания, Лесото, Лихтенштейн, Мадагаскар, Мали, Маврикий, Мозамбик, Намибия, Науру, Новая Зеландия, Нигерия, С.Македония, Норвегия, Папуа-Новая Гвинея, Тринидад и Тобаго, Турция, Уганда, Вануату, Венесуэла, Замбия, Зимбабве | 15                            |                                  | 15                       |                       |  |              |                                   |
| Страны, с которыми были заключены сделки   |                               |                                  |                          |                       |  |              |                                   |
| Китай  | 20                            | 10                               |                          | 10                    |  | 125          |                                   |
| Вьетнам  | 20                            |                                  | 20                       |                       |  |              |                                   |



Окончание табл. 1

| Страны   | Новая итоговая ставка тарифа* | Специфическая страновая надбавка | Новая «ответная» пошлина | Новая базовая пошлина | Анонсированная пошлина в рамках сделки | Предыдущая «ответная» пошлина | Пошлина в соответствии с угрозами |
|--|-------------------------------|----------------------------------|--------------------------|-----------------------|--|-------------------------------|-----------------------------------|
|  |                               |                                  |                          |                       |  |                               |                                   |
| Индонезия  | 19                            |                                  | 19                       |                       | 19                                     | 32                            | 32                                |
| Филиппины  | 19                            |                                  | 19                       |                       | 19                                     | 17                            | 17                                |
| Страны ЕС  | 15                            |                                  | 15                       |                       | 15                                     | 20                            | 20                                |
| Швейцария  | 15                            |                                  | 15                       |                       | 15                                     | 39                            |                                   |
| Великобритания   | 10                            |                                  | 10                       |                       | 10                                     |                               |                                   |
| Страны, для которых действует базовый тариф  |                               |                                  |                          |                       |  |                               |                                   |
| Сингапур, Колумбия, Австралия, Чили, Саудовская Аравия, Перу, ОАЭ, Доминиканская Республика, Аргентина, Гондурас, Гватемала, Россия, Египет, Сальвадор, Марокко, Катар, Багамские острова, Кувейт, Оман, Уругвай, Бахрейн, Украина, Кения, Гаити, Панама, Эфиопия, Ямайка, Парагвай, Ливан, Республика Конго, Сенегал, Танзания, Габон, Грузия, Азербайджан, Албания, Армения, Непал, Суринам, Того, Белиз, Либерия, Бенин, Барбадос, Монако, Узбекистан, Джибути, Косово, Руанда, Сьерра-Леоне, Мальдивы, Монголия, Сан-Марино, Ангуа и Барбуда, Эвратини, Беларусь, Маршалловы острова, Сент-Китс и Невис, Киргизстан, Черногория, Туркмениция, Гренада, Судан, Йемен, Нипер, Сент-Винсент и Гренадины, Сент-Люция, Иран, Гвинея, Тимор, Самоа, Мали, Куба, Таджикистан, Буркина-Фасо, Кабо-Верде, Бурунди, Андорра, Бутан, Мавритания, Тонга, Сомали, Микронезия, Палау, Доминиканская Республика, Гамбия, Коморские острова, ЦАР, Соломоновы острова, Эритрея, Ю.Судан, Кирибати, Сан-Томе и Принсипи, Тувалу, Гвинея-Биссау, Сев. Корея | 10                            |                                  |                          |                       | 10                                     |                               |                                   |

\* Новая итоговая ставка тарифа включает новую «ответную» пошлину или новую базовую пошлину и специфическую страновую надбавку.

Составлено по: Romm T., Gamio L., Chang A. Tracking Trump Tariffs on Every Country// The New York Times. 09.09.2025. <https://www.nytimes.com/interactive/2025/07/28/business/economy/trump-tariff-tracker.html?ysclid=megv5guit0559557487> (дата обращения: 30.11.2025).

в  $\frac{2}{3}$  случаев»; «среди основных торговых партнеров Китай применяет более высокие тарифы на 85% товаров, а Индия – на 90%», в результате чего существенно затруднен доступ американских товаров на рынки, на которые приходится более  $\frac{1}{3}$  мирового населения [2]. На этой основе авторы доклада доказывали необходимость наделения Президента США полномочиями по введению так называемых «ответных» или «взаимных» пошлин, что предусматривал «Закон Соединенных Штатов о взаимной торговле».

Таким образом, идея введения «ответных» пошлин, которые повергли в шок мировое сообщество в начале 2025 г., оформилась в умах команды Д. Трампа еще в 2019 г., однако в рамках своего второго президентского срока он использовал другие инструменты ее реализации. Отказавшись от попыток расширить президентские полномочия в сфере внешнеторговой политики законодательно, Трамп воспользовался теми возможностями, которые предоставляла ему действующая нормативно-правовая база США, а именно Закон о расширении торговли, Закон о национальных чрезвычайных ситуациях и Закон о международных чрезвычайных экономических полномочиях, которые наделяли Президента США широкими полномочиями в случае национальных чрезвычайных ситуаций или при проведении расследования, доказывающего, что импорт угрожает национальной безопасности.

Так, при введении пошлин на импорт стали, алюминия и автомобилей Трамп опирался на Закон о расширении торговли, который позволяет президенту применять меры по регулированию импорта, если в ходе расследования выявлена связанная с ним угроза для национальной безопасности, а объявление нескольких национальных чрезвычайных ситуаций в связи с безопасностью границ, энергетическим и торговым дефицитом позволило ему перейти к введению так называемых «ответных» пошлин.

Следует, однако, отметить, что действия Д. Трампа по введению «ответных» тарифов были впоследствии оспорены в судах. Две судебные инстанции посчитали введение новых тарифов превышением президентских полномочий, а по состоянию на ноябрь 2025 г. иск по поводу незаконности повышения пошлин президентским решением находился на рассмотрении в Верховном суде США. Таким образом, в настоящее время окончательная судьба пошлин Трампа до конца не определена и зависит от результатов внутривластного противостояния в стране.

Именно в силу зыбкости юридической базы для принятия новых тарифов Трамп и пытается, используя их как аргумент, в итоге заключить сделки, т. е. утвердить новые таможенные пошлины в рамках торговых соглашений, которые будут полностью соответствовать аме-

риканскому законодательству и не противоречить нормам ВТО. По этой же причине «ответные» тарифы («Reciprocal Tariffs») и не называются таможенными пошлинами (полномочиями по изменению таможенного тарифа США обладает только Конгресс), хотя по сути ими являются.

«Ответные» пошлины Д. Трампа противоречат и духу, и букве основополагающих соглашений ВТО и господствовавших в последние десятилетия представлений о правилах внешнеторговой политики. Они нарушают ключевые принципы, на которых базировалось существование многосторонней торговой системы. Предполагая различные ставки пошлин для разных стран, «ответные» тарифы являются прямым нарушением основополагающего принципа ВТО – принципа взаимного предоставления всеми его членами Режим наибольшего благоприятствования (РНБ) (*most favored nations*), который делает невозможным предоставление одной отдельно взятой стране более благоприятного торгового режима, чем остальным торговым партнерам, которым предоставлен РНБ (за исключением более низких тарифов для развивающихся и наименее развитых стран и участников процессов экономической интеграции). Повышение ввозных пошлин со стороны США выше так называемого «уровня связывания» («*final bounded*») противоречит условиям членства США в ВТО.

Масштабы повышения пошлин и методика их расчета также поразили воображение экспертов по внешнеторговой политике. По предположению ряда специалистов, «ответные» ставки пошлин были рассчитаны посредством деления половины дефицита торгового баланса США с конкретной страной на экспорт данной страны в Соединенные Штаты<sup>5</sup>. Именно эта формула дает первоначальную ставку «ответной» пошлины в отношении Китая в размере 34%. Таким образом, «ответные» пошлины, изначально позиционировавшиеся как «ответ» на более высокие тарифные и нетарифные барьеры, действующие в отношении американской продукции на конкретных рынках, по своей сути никак не связаны с величиной этих барьеров и нацелены исключительно на сокращение отрицательного сальдо внешней торговли США в лучших традициях меркантилизма.

Следует, однако, отметить, что первоначальные ставки «ответного» тарифа явились лишь отправной точкой для двусторонних торговых переговоров и в дальнейшем корректировались и в сторону понижения, и в сторону повышения (за счет добавления к «ответным» пошлинам индивидуальных надбавок для некоторых стран), а потому

---

<sup>5</sup> Wilson R. These are the hardest-hit US trading partners under Trump's tariffs // CNN, 04.04.2025. <https://edition.cnn.com/2025/04/03/business/trumps-reciprocal-tariffs-countries-list-dg> (дата обращения: 30.11.2025).

методика их расчета фактически не имела значения. При этом достаточно широкий спектр товаров, импорт которых имеет критическое значение для американской экономики, был выведен из-под действия «ответных» пошлин.

### **Три теоретических столпа тарифной политики Д. Трампа**

Внешнеторговая политика Д. Трампа, в рамках которой выстраивается внутренне неоднородная система новых ввозных тарифов, может производить впечатление хаотичной и непредсказуемой, однако это впечатление обманчиво. В действительности тарифная политика Д. Трампа имеет стройное концептуальное обоснование и базируется на сочетании трех теоретических столпов – эффекте «большой страны», концепции «эскалационного доминирования» (escalation dominance) и «дилемме заключенного» (Prisoner's dilemma)<sup>6</sup>.

Критики тарифной политики Д. Трампа нередко делают акцент на ее негативном влиянии на темпы инфляции в США, поскольку увеличение таможенных пошлин неминуемо приводит к росту цен на внутреннем рынке, снижению объема потребления, увеличению затрат потребителя и, соответственно, сокращению совокупного благосостояния страны. Действительно, «общим местом» современной макроэкономической теории является постулат о негативном влиянии таможенных пошлин на совокупное благосостояние страны, лежащий в основе теоретического обоснования процесса постепенной либерализации внешней торговли, запущенного после подписания Генерального соглашения по тарифам и торговле в 1947 г.

Механизм роста цен под воздействием повышения таможенных тарифов, однако, существенно различается в так называемых малых и больших экономиках (странах), под которыми в контексте внешне-торговой политики понимаются те, уровень спроса и/или предложения со стороны которых влияет на уровень мировых цен. Если в малых экономиках повышение таможенных пошлин приводит к пропорциональному росту цен на импортные товары, то в больших экономиках (крупных мировых импортерах) цены обычно растут на величину меньшую, чем величина дополнительных таможенных пошлин, поскольку рост цен на внутреннем рынке таких стран и соответствующее снижение спроса приводит к снижению мировых цен, а значит, цены на внутреннем рынке в итоге повышаются на величину меньшую, чем величина дополнительных таможенных пошлин. Таким образом, часть затрат, связанных с повышением пошлин, перекладывается на

<sup>6</sup> Подробнее см. [3].

плечи поставщика товара, а не потребителя. Понимание этой логики заставляет иностранного поставщика снижать цены на товар уже на этапе повышения тарифа, чтобы не допустить снижения своей доли на рынке данной страны.

Исходя из этого, так называемые «большие» экономики (страны) обладают большей свободой в проведении протекционистской политики, чем малые страны, так как вводимые ими ограничительные меры в отношении импорта не приводят автоматически к пропорциональному росту затрат потребителей. США продолжают оставаться ведущим мировым рынком сбыта, что является теоретическим обоснованием повышения уровня протекционизма в их внешнеторговой и, в частности, тарифной политике.

Наличие эффекта «большой страны» наделяет руководство таких государств лучшими позициями на переговорах со странами – поставщиками товаров и позволяет использовать агрессивные переговорные стратегии, в частности, стратегию «эскалационного доминирования» (escalation dominance), предложенную американским ученым Г. Канном еще в 1965 г. применительно к ядерному сдерживанию. Данная стратегия предполагает правдоподобные угрозы эскалации, в случае которой положение оппонента заведомо ухудшится, и в ответ на которые он соглашается на уступки. Именно реализацией этой стратегии объясняется введение «ответных» тарифов и угрозы Д. Трампа о повышении пошлин в отношении китайских товаров до запретительного уровня.

Следует, однако, отметить, что реализацию стратегии эскалационного доминирования может позволить себе только та сторона конфликта, которая обладает превосходством на каждой ступени лестницы эскалации. При проведении внешнеторговой политики реализация данной стратегии направлена на упрочение доминирующего положения и оправдана только в случае действительного тотального превосходства. Обладают ли США таким превосходством в торговых отношениях со своими партнерами?

США продолжают оставаться одним из крупнейших рынков сбыта в мире, абсорбируя 14,2% стоимостного объема мирового импорта товаров<sup>7</sup>, однако их глобальное политико-экономическое влияние имеет тенденцию к снижению все последние годы. По данным Всемирного Банка, по размеру номинального ВВП в 2024 г. США занимали первое место в мире (26,2% против 16,8% у Китая), однако по показателю ВВП по паритету покупательной способности заметно уступали Китаю (14,8% мирового объема против 19,3% у Китая)<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Расчеты автора на основе данных Всемирного Банка (<https://data.worldbank.org>).

<sup>8</sup> Расчеты автора на основе данных Всемирного Банка (<https://data.worldbank.org>).

При этом США имеет критическую зависимость от импорта из Китая по широкому спектру товарных позиций, включая редкоземельные металлы и постоянные магниты, выпускаемые с их применением; электронные устройства и компоненты, в том числе полупроводники, солнечные батареи, плоскостельные телевизионные дисплеи, флеш-накопители, карты памяти, твердотельные накопители и прочие товары, необходимые для функционирования экономики в рамках современного технологического уклада, которые были выведены из-под действия «ответных» пошлин<sup>9</sup>.

Таким образом, по крайней мере в рамках переговоров с Китаем доминирование США не является тотальным, что и привело в итоге к относительно низкой эффективности американской стратегии «эскалационного доминирования» в ходе торгового противостояния двух крупнейших экономик мира. Результатом продвижения США по «лестнице эскалации» каждый раз становились весьма чувствительные для американской экономики ответные меры со стороны Китая, что в итоге заставило американские власти пойти на «перемирие» в виде временного соглашения.

Так, после первого повышения пошлин на китайские товары до 10% в феврале 2025 г. китайские власти приняли решение о введении дополнительных пошлин в 15% на американский уголь и сжиженный природный газ (СПГ), а также в размере 10% – на нефть, сельскохозяйственную технику, автомобили с большим рабочим объемом двигателя и пикапы из США, а также подали жалобу в Орган по разрешению споров ВТО<sup>10</sup>. После этого США перешли на новый уровень эскалации и увеличили пошлины на китайские товары до 20% с 4 марта 2025 г. В ответ Китай ввел дополнительные пошлины в размере 10–15% на импорт сельскохозяйственных товаров из США, на которые в 2024 г. приходилось 15% американских поставок в страну. Повышение ставок пошлин коснулось 711 позиций<sup>11</sup>. Помимо этого, китайские власти «в целях защиты безопасности и интересов страны» ввели экспортный контроль в отношении 15 компаний из США, а еще 10 компаний

<sup>9</sup> Трамп вывел из-под действия новых пошлин смартфоны и компьютеры из КНР и других стран // BFM.ru, 12.04.2025. <https://www.bfm.ru/news/571431?ysclid=mg3jq2kbzt197864793> (дата обращения: 30.11.2025).

<sup>10</sup> Китай ввел ответные меры на американские пошлины // РИА Новости, 04.02.2025. <https://ria.ru/20250204/poshlina-1997228892.html> (дата обращения: 30.11.2025).

<sup>11</sup> В частности, дополнительные пошлины в 15% были введены в отношении куриного мяса, пшеницы, кукурузы и хлопка из США, а в размере 10% – на поставки сорго, соевых бобов, свинины, говядины, продуктов водного промысла, фруктов, овощей и молочных продуктов (КНР вводит дополнительные тарифы в размере 10–15% на сельхозпродукцию из США // ТАСС, 04.03.2025. <https://tass.ru/mezhdunarodnaya-panorama/23297459> (дата обращения: 30.11.2025).

были внесены в список ненадежных организаций, с которыми запрещено вести бизнес<sup>12</sup>. После введения «ответных» пошлин на китайские товары в размере 34% в апреле 2025 г. Китай ввел зеркальные ответные меры, т.е. аналогичные по размеру пошлины на китайские товары с 9 апреля 2025 г., а также ужесточил контроль над экспортом редкоземельных металлов. После этого США увеличили ввозной тариф на товары из Китая до 104%, а затем до 145%, а Китай в ответ повысил пошлины на американские товары сначала до 84%, а потом до 125%, а также приостановил закупки самолетов «Боинг» и авиационного оборудования из США<sup>13</sup>. При этом китайские НПЗ сократили закупки нефти из США на 90%<sup>14</sup>, а государственные фонды Китая начали сокращать инвестиции в частные компании США<sup>15</sup>.

После введения фактически запретительных пошлин стороны вернулись к переговорам и 12 мая достигли временного соглашения о взаимном снижении тарифов (США – до 30%, а Китай – до 10%) сроком на 90 дней<sup>16</sup>, однако торговое противостояние на этом не закончилось. В ходе переговоров американская сторона добивалась сохранения ввозных пошлин на китайские товары в размере 55% на фоне 10%-ных пошлин на американские товары со стороны Китая<sup>17</sup>, Трамп регулярно заявлял то о намерении повысить пошлины в отношении китайских товаров, то о переносах сроков их вступления в силу, а Китай использовал в качестве аргумента ограничения на экспорт редкоземельных металлов. В результате Д. Трампу пришлось заметно смягчить требования, и в конце октября стороны фактически договорились приостановить торговую войну на год. С 1 ноября 2025 г. администрация

<sup>12</sup> КНР вводит дополнительные тарифы в размере 10-15% на сельхозпродукцию из США // ТАСС, 04.03.2025. <https://tass.ru/mezhdunarodnaya-panorama/23297459> (дата обращения: 30.11.2025).

<sup>13</sup> Bloomberg: Китай остановил закупку самолетов Boeing из-за торговой войны с США // Коммерсантъ, 15.04.2025. [https://www.kommersant.ru/doc/7657933?from=vertical\\_lenta](https://www.kommersant.ru/doc/7657933?from=vertical_lenta) (дата обращения: 30.11.2025).

<sup>14</sup> China Pivots From US to Canada for More Oil as Trade War Worsens, Bloomberg, 17.04.2025. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-04-16/china-pivots-from-us-to-canada-for-more-oil-as-trade-war-worsens> (дата обращения: 30.11.2025).

<sup>15</sup> FT узнала об отказе китайских фондов от инвестиций в США // РБК, 21.04.2025. <https://www.rbc.ru/business/21/04/2025/6805f16a9a79476acabcc7ef> (дата обращения: 30.11.2025).

<sup>16</sup> Шатов Е. Передышка для экономики: зачем США временное торговое соглашение с Китаем // Forbes, 19 мая 2025 г. <https://www.forbes.ru/mneniya/537323-peredyska-dla-ekonomiki-zacem-ssa-vremennoe-torgovoe-soglasenie-s-kitaem?ysclid=mg3l0daa02c403098915> (дата обращения: 30.11.2025).

<sup>17</sup> Трамп заявил, что «вчера» подписал торговую сделку с Китаем // РБК, 27.06.2025. <https://www.rbc.ru/politics/27/06/2025/685db1c49a794734ac7ab533> (дата обращения: 30.11.2025).

США снизила так называемую фентаниловую надбавку к пошлинам на китайские товары с 20 до 10%, и общая ставка тарифа для Китая составила 20%, а Пекин в ответ снял ограничения на экспорт редкоземельных металлов и согласился возобновить закупки американской сои. Стороны также договорились приостановить на год действие взаимных портовых сборов<sup>18</sup>.

Таким образом, история торгового противостояния США и Китая фактически доказывает отсутствие значимого превосходства США в этом конфликте, а следовательно, неэффективность применения стратегии эскалационного доминирования. Применима ли эта стратегия со стороны США к другим странам? Очевидно, что остальные страны мира по отдельности имеют заведомо более слабые переговорные позиции, однако в случае их согласованного ответа на давление со стороны США ситуация резко меняется.

Между тем широкое использование Д. Трампом стратегии эскалационного доминирования базируется в том числе на применимости «дилеммы заключенного» (Prisoner's dilemma) – фундаментального парадокса в теории игр, в соответствии с которой рациональные игроки будут заниматься личным спасением, несмотря на то, что согласованная позиция является более выигрышной стратегией [4].

В наибольшей степени вера в «дилемму заключенного» со стороны американской администрации проявилась в рамках попыток использовать дополнительные таможенные пошлины в качестве инструмента, позволяющего заставить страны – импортеры российских энергоресурсов (в частности, Индию и Китай) отказаться от покупки отечественной нефти. Так, дополнительная пошлина на индийские товары в размере 25% была введена американской стороной с формулировкой: «в ответ на продолжающиеся закупки нефти из Российской Федерации».

Между тем действия руководства Китая, Индии и других стран БРИКС позволяют утверждать, что они осознают, что сепаратное согласие с требованиями администрации Д. Трампа не является наилучшей стратегией в торговом противостоянии с США, а следовательно, существуют большие сомнения в применимости «дилеммы заключенного» к переговорной позиции стран, на которые США оказывают давление, и, соответственно, эффективности внешнеэкономической политики администрации Д. Трампа в сложившихся условиях. В этом контексте весьма примечательно участие премьер-министра Индии Н. Моди в саммите ШОС в Тяньцзине в августе–сентябре 2025 г., несмотря на сложные

<sup>18</sup> Кулагин В. Си Цзиньпин и Дональд Трамп договорились о торговом перемирии и обсудили Украину // Ведомости, 30.10.2025. <https://www.vedomosti.ru/politics/articles/2025/10/30/1151026-si-tszipin-i-donald?ysclid=mim0u8ykeq925108724> (дата обращения: 30.11.2025).



отношения между Индией и Китаем, а также сформулированные в рамках этого саммита Председателем КНР Си Цзиньпином предложения о создании на базе ШОС более справедливой и рациональной системы глобального управления на основе суверенного равенства<sup>19</sup>.

### **Последствия тарифной политики Д. Трампа для мировой экономики, международной торговли и внешней торговли России**

Вне зависимости от реальной результативности тарифной политики Д. Трампа с точки зрения сокращения отрицательного сальдо торгового баланса США и упрочения его политико-экономического влияния в современном мире, ее имплементация стала важнейшим фактором развития международной торговли и мировой экономики в 2025 г., ознаменовав начало новой эры в функционировании многосторонней торговой системы, важнейшей характеристикой которой теперь является отсутствие правил, то есть возврат к закону джунглей.

Сложившаяся ситуация будет иметь масштабные кратко-, средне- и долгосрочные последствия для развития международного обмена. Тем не менее масштабы негативного влияния тарифной политики Д. Трампа на динамику мировой экономики и торговли, по всей видимости, были несколько преувеличены в первой половине 2025 г., хотя она и продолжает выступать значимым негативным фактором развития глобальной экономики.

После того, как в торговой войне США и Китая было достигнуто перемирие, ведущие международные организации улучшили свои прогнозы в отношении темпов глобального экономического роста, хотя они и остаются хуже аналогичных прогнозов, сделанных до начала реализации тарифной политики Д. Трампа. Так, в октябрьском докладе МВФ прогноз в отношении темпов роста мировой экономики был пересмотрен в сторону повышения по сравнению с июльским докладом (с 3 до 3,2%), однако остается ниже показателя 2024 г. (3,3%) [5, с. 124]. Авторы доклада сохраняют опасения по поводу наличия целого ряда рисков для развития мировой экономики, однако отмечают, что прогресс в реализации торговых соглашений и, как следствие, снижение тарифов создают возможности для увеличения мирового производства. При этом эксперты МВФ, несмотря на тарифную политику Д. Трампа, прогнозируют повышение темпов роста мировой торговли товарами в 2025 г. до 3,4% (в 2024 г. данный показатель

---

<sup>19</sup> Лидеры стран ШОС предложили новую систему мироустройства // РИА Новости, 01.09.2025. <https://ria.ru/20250901/sammit-2038926178.html?ysclid=mg3n7q1z87368985811> (дата обращения: 30.11.2025).

составил 2,8%) [5, с. 137], в то время как в апреле они прогнозировали, что по итогам этого года значение данного показателя составит только 1,1% [6, с. 142].

Влияние тарифной политики Д. Трампа на внешнюю торговлю России осуществляется по нескольким каналам. «Ответные» пошлины не затронули российский экспорт, поскольку в условиях санкционного давления США не применяют в торговле с Россией режим наибольшего благоприятствования, в силу чего ставки таможенных пошлин на отечественные товары и так находятся на чрезвычайно высоком уровне. При этом товарооборот России и США в современных условиях весьма незначителен: по данным UN Comtrade, по итогам 2024 г. импорт товаров в США из России составил 3,27 млрд долл., а экспорт из США в Россию – 0,53 млрд долл. (для сравнения: в 2021 г. значение данных показателей составляло 30,76 и 6,39 млрд долл. соответственно)<sup>20</sup>. В этих условиях влияние тарифной политики администрации Д. Трампа на российскую внешнюю торговлю имеет опосредованный характер – через ухудшение конъюнктуры на мировых сырьевых рынках за счет снижения глобальной экономической активности и возможного сокращения спроса на отечественные товары на ключевых рынках сбыта в случае ухудшения экономической динамики в странах-импортерах (прежде всего в Китае и Индии). Дополнительным фактором является позиция стран – импортеров российских энергоносителей в отношении американского давления, направленного на приостановку закупки ими отечественной продукции и осуществляемого посредством повышения пошлин.

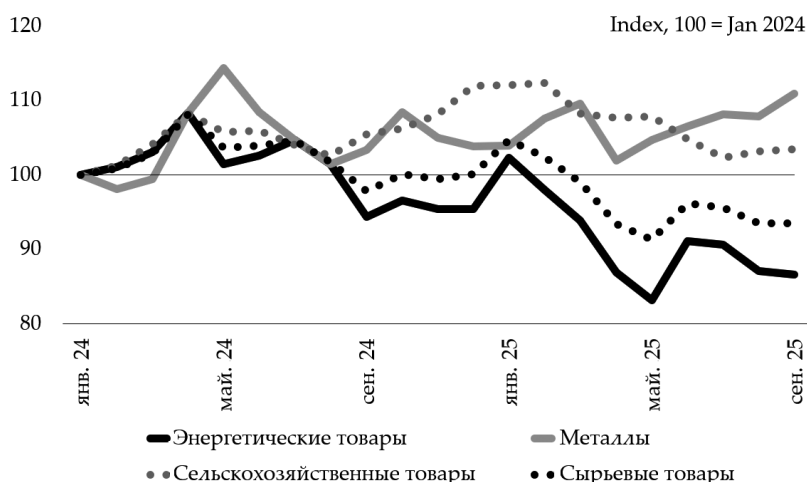
С учетом того что, по имеющимся оценкам, реализация тарифной политики Д. Трампа не привела к существенному снижению темпов экономического роста в Китае<sup>21</sup> и Индии<sup>22</sup>, основным каналом ее влияния на внешнюю торговлю России стала конъюнктура мировых энергетических рынков, определявшаяся, однако, широким спектром факторов, среди которых эксперты Всемирного Банка выделяют, помимо торговых ограничений и связанной с ними высокой неопределенности экономической политики, сохраняющуюся низкую экономическую активность, увеличение предложения на мировом рынке нефти за счет роста добычи восемью странами ОПЕК+, снижение спроса на нефть в Китае по сравнению с периодом 2015–2019 гг. [7, с. 1].

<sup>20</sup> Trade Data / UN Comtrade Database. <https://comtradeplus.un.org/TradeFlow> (дата обращения: 30.11.2025).

<sup>21</sup> По прогнозу МВФ, реальный ВВП Китая по итогам 2025 г. возрастет на 4,8%, в то время как в 2024 г. темп роста составил 5% [5, с. 128].

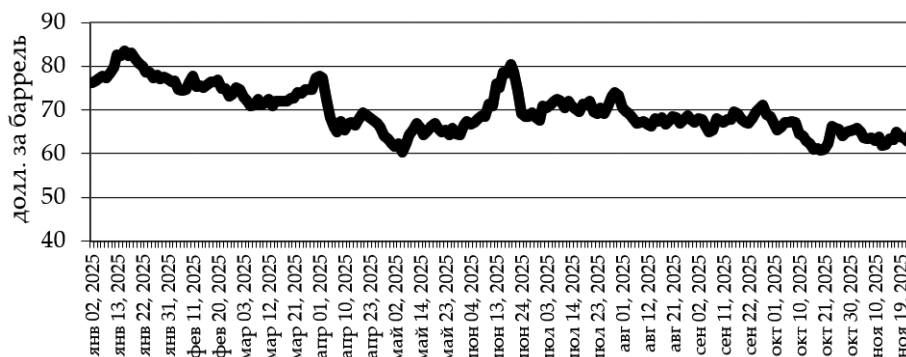
<sup>22</sup> МВФ прогнозирует рост реального ВВП Индии в 2025 г. на 6,6% (в 2024 г. значение данного показателя составило 6,5%) [5, с. 128].

Результатом воздействия совокупности факторов стало заметное ухудшение конъюнктуры сырьевых и, в частности, энергетических рынков. По прогнозу Всемирного Банка, по итогам 2025 г. цены на сырьевые товары снизятся на 7%, а в 2026 г. упадут еще на 7% (что делает 2026 г. четвертым годом снижения мировых сырьевых цен) [7, с. 1]. Следует, однако, отметить, что эксперты Всемирного Банка исходят из негативных прогнозов в отношении мирового экономического роста, которые в настоящий момент пересматриваются в сторону повышения. Тем не менее текущая динамика цен на сырьевые товары (см. рис. 1), и в частности на нефть (см. рис. 2), не вызывает оптимизма и, как представляется, во многом испытывает на себе опосредованное влияние тарифной политики Д. Трампа.



Источник: [7].

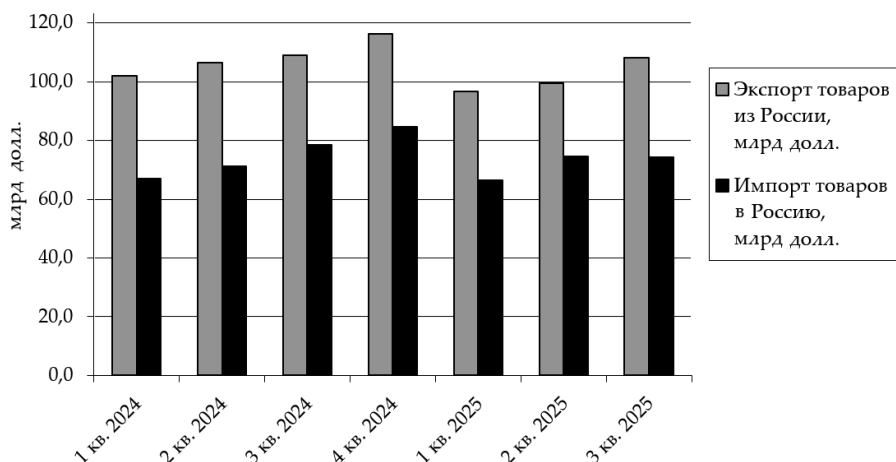
Рис. 1. Динамика цен на сырьевые товары в 2024–2025 гг.



Источник: данные Энергетического агентства США. <http://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=PET&s=RB RTE&f=D> (дата обращения: 30.11.2025).

Рис. 2. Динамика цен на нефть марки Brent в 2025 г.

В этих условиях показатели отечественной внешней торговли товарами в I–III кварталах 2025 г. демонстрировали тенденцию к снижению (см. рис. 3), которое, однако, было обусловлено целым рядом факторов, среди которых, помимо ухудшения конъюнктуры на мировом рынке нефти, следует отдельно выделить санкционное давление на российскую экономику со стороны недружественных стран и последствия украинских атак на объекты отечественной энергетической инфраструктуры.



Источник: данные Банка России. [https://cbr.ru/statistics/macro\\_itm/external\\_sector/etg/](https://cbr.ru/statistics/macro_itm/external_sector/etg/) (дата обращения: 30.11.2025).

Рис. 3. Динамика товарного экспорта и импорта России в 2024–2025 гг.

Следует при этом отметить, что, несмотря на официальный отказ крупнейших импортеров отечественных энергоресурсов (Китай, Индия) от прекращения покупок российской нефти в условиях давления со стороны администрации Д. Трампа, на практике сохранение стабильного сбыта требует от российских экспортеров увеличения скидок, что неминуемо приводит к сокращению экспортной выручки. При этом сохраняются риски отказа от импорта нефти из России под давлением США со стороны других партнеров в рамках реализации «дилеммы заключенного».

Таким образом, можно констатировать, что тарифная политика Д. Трампа в настоящее время оказывает ограниченное негативное влияние на внешнюю торговлю России. Тем не менее не следует недооценивать возможные масштабные последствия ее реализации для функционирования многосторонней торговой системы и эволюции правил игры в регулировании международной торговли в средне- и долгосрочной перспективе, которые неминуемо окажут существенное влияние на специфику глобального товарного обмена и, соответственно, на развитие внешней торговли России.

\* \* \*

Тарифная политика администрации Д. Трампа, предполагающая резкое и неравномерное повышение ставок ввозных пошлин в отношении различных торговых партнеров, открыла новую страницу в истории международного регулирования внешней торговли: вне зависимости от дальнейшей эволюции американского импортного тарифа и результатов торговых войн США с Китаем, Индией и другими странами, можно констатировать, что действия 47-го Президента США открыли «ящик Пандоры», уничтожив уверенность в незыблемости договоренностей в рамках Всемирной торговой организации и в целом поставив под сомнение перспективы дальнейшего функционирования данной организации.

Несмотря на кажущуюся хаотичность, протекционистская тарифная политика Д. Трампа имеет достаточно стройное теоретическое обоснование. Тем не менее ее эффективность в современных условиях вызывает обоснованные сомнения и будет во многом определяться ответными действиями партнеров США по торговым переговорам, в частности, их готовности объединить усилия для согласованного противостояния американскому давлению.

Тарифная политика администрации Д. Трампа является значимым фактором замедления мировой экономики и торговли в 2025 г., однако масштабы ее негативного влияния были, по всей видимости, преувеличены в начале года, что отразилось на постепенном улучшении прогнозов ведущих международных организаций в отношении темпов глобального экономического роста. Негативное влияние тарифной политики Д. Трампа на внешнюю торговлю России осуществляется по нескольким каналам (посредством ухудшения конъюнктуры на мировых сырьевых рынках, сокращения темпов экономического роста в странах – импортерах российских энергоносителей и снижения экспортных цен на отечественную продукцию), однако его масштабы в настоящее время остаются ограниченными. Тем не менее не следует недооценивать возможные средне- и долгосрочные негативные эффекты для развития российской внешней торговли, обусловленные изменением правил игры в регулировании международной торговли под воздействием тарифной политики современной американской администрации.

#### ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

1. H.R. 764, United States Reciprocal Trade Act. <https://www.congress.gov/bill/116th/congress/house-bill/764?q=%7B%22search%22%3A%5B%22duffy%22%5D%7D> (дата обращения: 30.11.2025).
2. The United States Reciprocal Trade Act: Estimated Job & Trade Deficit Effects. White House Office of Trade and Manufacturing Policy. May 2019. [https://www.wsj.com/public/resources/documents/RTAReport.pdf?mod=article\\_inline](https://www.wsj.com/public/resources/documents/RTAReport.pdf?mod=article_inline).

3. Ушкалова Д.И. Тарифная политика администрации Д. Трампа в контексте функционирования многосторонней торговой системы // Общество и экономика. 2025. № 12. [Ushkalova D. The tariff policy of the Trump administration in the context of the functioning of the multilateral trading system // Society and Economy. 2025. No. 12. (In Russ.)]
4. Аузан А., Зверева Н., Иванов В., Курдин А., Кудряшова Е., Никишина Е., Ситкевич Д. Институциональная экономика. Электронный учебник. М., Экономический факультет МГУ, 2022. [Auzan A., Zvereva N., Ivanov V., Kurdin A., Kudryashova E., Nikishina E., Sitkevich D. Institutional economics. Electronic textbook. Moscow, Faculty of Economics, Moscow State University, 2022]. <https://books.econ.msu.ru/Institutional-economics/?ysclid=mg3mgdadp730611239> (дата обращения: 30.11.2025).
5. World Economic Outlook: Global economy in flux, prospects remain dim. Washington, IMF, October 2025.
6. World Economic Outlook: A Critical Juncture amid Policy Shifts. Washington, IMF, April 2025.
7. Commodity Markets Outlook, October 2025. Washington, DC: World Bank, 2025.

Дата поступления рукописи: 25.10.2025 г.

Дата принятия к публикации: 18.11.2025 г.

#### СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРЕ

**Ушкалова Дарья Игоревна** – кандидат экономических наук, руководитель Центра исследований международной макроэкономики и внешнеэкономических связей ФГБУН Институт экономики РАН, Москва, Россия

ORCID: 0000-0003-1517-4698

internationalmacro@inecon.ru

#### ABOUT THE AUTHOR

**Daria I. Ushkalova** – Cand. Sci. (Econ.), Head of the Center for International Macroeconomics Research and Foreign Relations, Institute of Economics of the RAS, Moscow, Russia

ORCID: 0000-0003-1517-4698

internationalmacro@inecon.ru

#### D. TRUMP'S TARIFF POLICY AND RUSSIA'S FOREIGN TRADE

The article analyzes in detail the specifics of the tariff policy of the Trump administration, including its origins, legal grounds and theoretical grounds, non-compliance with the norms of the World Trade Organization, effectiveness in modern conditions and consequences for the global economy and international trade. The conclusion is drawn about the limited effectiveness of this policy in relation to US trade with China. The impact of D. Trump's tariff policy on Russia's foreign trade is considered separately.

**Keywords:** *D. Trump's tariff policy, US foreign trade policy, reciprocal tariffs, US-China trade war, Russian foreign trade.*

**JEL:** F13, F51, F52, F53.

**Н.В. СМОРОДИНСКАЯ**

кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник  
ФГБУН Институт экономики РАН

**Д.Д. КАТУКОВ**

научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН

**В.Е. МАЛЫГИН**

старший научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН

## **ТРАМПОНОМИКА КАК АПОФЕОЗ ЭКОНОМИЧЕСКОГО И ТЕХНОЛОГИЧЕСКОГО НАЦИОНАЛИЗМА<sup>1</sup>**

Статья анализирует на примере политики США «Америка прежде всего» глобальный тренд 2020-х годов — возрождение доктрины экономического национализма (ЭН) и технологического национализма как ее центрального компонента. Показано, что страны все шире подчиняют свои экономические стратегии приоритетам безопасности (секьюритизация), нацеливаясь на достижение технологического превосходства и используя вепонизацию взаимных зависимостей как новое экономическое оружие. Рассмотрены специфические черты и инструменты современной модели ЭН. С этих позиций описаны противоречивость трампономики (курс США с 2025 г.), ловушка непримиримого технологического соперничества США и Китая, риски транзакционного подхода Трампа для мировой экономики. Сделан вывод, что переход стран от либеральных принципов экономической открытости и свободы торговли к идеологии протекционизма и самодостаточности чреват накоплением экономической неэффективности. Эта ситуация будет препятствовать успешному достижению странами тех целей стабильного и безопасного развития, ради которых они и совершили данный переход.

**Ключевые слова:** *экономический национализм, технологический суверенитет, вепонизация взаимозависимостей, секьюритизация, торговая война, трампономика, соперничество США и Китая.*

**УДК:** 339.54, 339.98

**EDN:** WGDALA

**DOI:** 10.52180/2073-6487\_2025\_6\_127\_146

---

<sup>1</sup> Исследование выполнено в рамках государственного задания Центра инновационной экономики и промышленной политики Института экономики РАН на тему «Структурная модернизация и обеспечение технологического суверенитета России».

В 2025 г. геополитические конфликты между странами и тарифная политика администрации США во главе с Д. Трампом окончательно разрушили прежний либеральный международный порядок (ЛМП), зародившийся в середине XX века и ставший основой глобального экономического управления в 1990-е годы, начиная с окончания холодной войны. Характерные для этого порядка принципы (экономическая открытость, свобода торговли и рыночной конкуренции, инклюзивность и многосторонняя кооперация) привели к стремительному росту глобальных производственных связей и экономической интеграции, что обеспечило всем типам экономик серьезные выигрыши в снижении издержек и ускорении развития. Однако к 2020-м годам в мире накопился значительный потенциал для конфликта национальных интересов, что стало обратной стороной его возросшей экономической связанности.

Реагируя на новые конкурентные вызовы, риски распада мировой экономики на блоки и сдвиги в поведении торговых партнеров, страны уже не рассматривают свои тесные взаимные связи как преимущество. Напротив, они стремятся выйти из-под любой опасной партнерской зависимости и любого возможного давления извне, укрепить технологический суверенитет и шире внедрять в свои промышленные стратегии вопросы экономической безопасности. Массовая секьюритизация национальных промышленных стратегий, охватившая в 2020-е годы развитый и развивающийся мир [1], сопровождается и секьюритизацией подходов к экономическому управлению в целом. Кризис ЛМП на глобальном уровне нашел свое отражение на уровне стран в виде отказа правительств от либеральных принципов и обращения к доктрине экономического национализма, подчиняющей задачи экономического и технологического развития приоритетам безопасности.

Синхронный разворот ведущих стран мира к экономическому национализму зеркально меняет укоренившиеся управленческие принципы. Эпоха наращивания экономической открытости, многостороннего сотрудничества, поисков консенсуса и настроенности стран на взаимные выигрыши — все это, похоже, сменяется установками на протекционизм и самодостаточность, на односторонние решения с позиций сильного и на идею получения страной эксклюзивных технологических выигрышей любыми средствами. Если еще недавно подобные установки можно было расценивать как отклонения от магистрального пути развития глобальной экономической интеграции, то сегодня они становятся не исключением, а новой нормой. Ее наиболее яркое воплощение можно обнаружить в торговой доктрине президента Трампа «Америка прежде всего» (America First Trade Policy).

Очевидно, что продвижение странами своих промышленных и технологических стратегий потребует осмысления этих институциональ-



ных перемен, способных радикально повлиять на мировую экономику и геополитику. В кругу таких стран Россия не является исключением. Напротив, в новом международном контексте санкционная ситуация может нести России дополнительные возможности и риски. То же самое относится к мерам сопротивления санкциям, тем более что Россия выстроила амбициозные планы по достижению не только суверенитета в критических технологиях, но и лидерства по ряду сквозных (наиболее передовых) технологий среди стран Глобального Юга, прежде всего в рамках таких дружественных объединений, как БРИКС, ШОС и ЕАЭС.

На примере политики Трампа, именуемой в литературе «трампономикой» (trumponomics), мы попытаемся показать глобальную экономическую перестройку, где центральной повесткой становится безопасность, а новым экономическим оружием — вепонизация взаимозависимостей. Сначала мы рассматриваем современную модель экономического национализма, выявляя ее специфические черты и инструменты, включая технологический национализм как центральный элемент экономического национализма. Затем мы анализируем трампономику сквозь призму этих черт и технологическое соперничество между США и Китаем с точки зрения характера поведения сторон. Наконец, мы оцениваем трампономику с точки зрения рисков, которые она несет американской и мировой экономике, демонстрируя противоречивость доктрины экономического и технологического национализма.

### **Экономический национализм и его инструментальная атрибутика**

В научной литературе отсутствует единое четкое определение экономического национализма (ЭН). Этот феномен принято отождествлять с совокупностью мер экономической политики, направленных на приоритетное развитие национального рынка над задачами экономической интеграции, либо на поддержку национальных компаний в конкуренции с иностранными, либо на ограничение иностранного присутствия на внутреннем рынке. Такая политика может быть нацелена как на догоняющее развитие или достижение страной технологического лидерства, так и на встречное сдерживание развития стран-конкурентов [2; 3].

Современная модель ЭН, характерная для XXI века, связана с резким отступлением стран от принципов либерального международного порядка (экономическая открытость, свобода конкуренции, инклюзивность, многостороннее сотрудничество) ради продвижения национальных экономических интересов в ущерб интересам других стран,

с которыми ранее складывались отношения партнерства и кооперации. Иными словами, страны теперь возводят в приоритет *факторы суверенности, безопасности и собственного лидерства*, что объясняется разрастанием конфликта интересов, которое сделало их возросшую взаимозависимость и многосторонний формат интеграции не только источником угроз, но и помехой для возможных конкурентных завоеваний.

В основе этого исторического сдвига лежит ряд фундаментальных причин. Мы относим к ним: изменение характера конкуренции на новой волне технологического прогресса (страны вступают в непрерывную гонку за новыми цифровыми технологиями и ограниченными ресурсами критических минералов); формирование нового баланса сил между Глобальным Севером и Глобальным Югом (последний теперь почти уравнивает первый по доле в мировом ВВП); возросшее неравенство вследствие неравномерного распределения выигрышей от автоматизации и глобализации (что порождает настроения антиглобализма в ведущих развитых странах и антизападничества — в развивающихся); трансформацию Китая в прямого конкурента Запада на глобальном и на внутренних рынках; а также (и этот фактор мы рассмотрим ниже) — стратегическое соперничество США и Китая за технологическое лидерство в ключевых отраслях будущего.

На этом фоне главным триггером разворота стран к ЭН стало, на наш взгляд, распространение в мире нового экономического оружия — *вепонизации* странами взаимных экономических и технологических зависимостей, возросших в ходе глобализации. *Вепонизация взаимозависимостей* (weaponized interdependence) означает воздействие влиятельной страны на развитие торгового партнера, зависящего от ее поставок или спроса, с помощью различных инструментов экономического принуждения (economic coercion) [4]. Так, Китай создал мощный государственный аппарат для воздействия на США с целью перехвата новейших технологий и получения конкурентных выигрышей [5]. Сами США давно пользуются рычагами финансового и санкционного давления на партнеров в интересах геополитики [4], а торговая война Трампа, заключающаяся в подъеме импортных пошлин в качестве способа тотального давления на другие страны, открыла эпоху массовой вепонизации.

Модель ЭН характеризуется рядом специфических черт, зеркально отличающих ее от либеральных подходов к государственному регулированию экономики.

Во-первых, ЭН *выстраивается вокруг секьюритизации промышленных и научно-технологических стратегий*, которая, по сути, соединяет воедино вопросы экономического развития с вопросами экономи-

ческой безопасности<sup>2</sup>. Страны теперь исходят из неизбежности конфликта интересов (вместо прежнего поиска взаимовыгодного консенсуса) и отказываются от многосторонних обязательств, ограничивающих их суверенитет (вплоть до выхода из широких международных соглашений) [2]. Концентрируясь на внешних угрозах, они стремятся обеспечить безопасность любой ценой, ослабить критическую зависимость от входящих зарубежных потоков и достичь односторонних выигрышей в гонке за новыми технологиями [3]. Так, при президентстве Трампа идея «Америка прежде всего» превращается в изоляционистскую, унилатеральную стратегию (вместо прежнего принципа мультилатеральности).

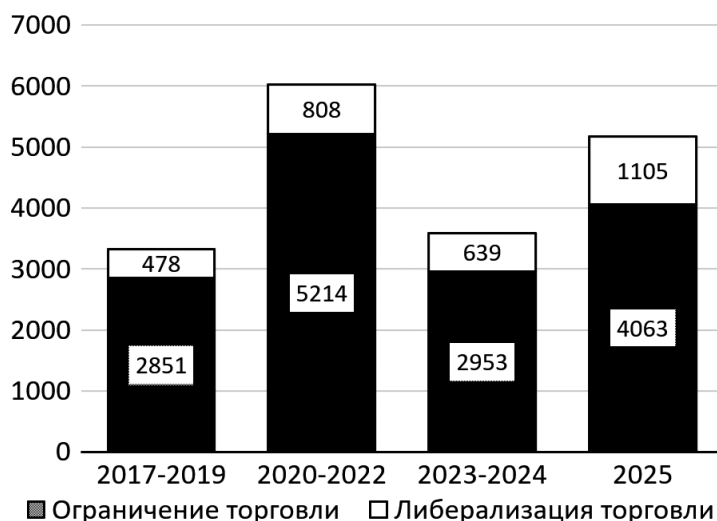
Во-вторых, мир возвращается к промышленной политике, выстраиваемой в экономической системе по вертикали власти. Если еще недавно правительства фокусировались на поддержке свободы конкуренции и устранении провалов рынка, то теперь — на прямой бюджетной поддержке приоритетных компаний и секторов, используя субсидии, целевое кредитование или прямое государственное участие.

В-третьих, страны возвращаются к более закрытой модели роста по сравнению с той, которая преобладала в последние 30 лет. Она основана на широких государственных интервенциях, протекционизме, стимулировании импортозамещения и локализации производства (вместо экспортной ориентации и участия в глобальных цепочках) [2; 7]. Так, данные Global Trade Alert указывают на нарастающие темпы государственных интервенций, нарушающих свободу торговли (см. рис.). В странах G20, формирующих 85% мирового ВВП, объем таких интервенций в 2025 г. значительно превышает показатели семилетней и даже двухлетней давности (хотя и остается ниже пиковых значений периода шока пандемии и введения санкций против России в 2022 г.). Причем если в 2020–2024 гг. подавляющую долю интервенций составляли субсидии приоритетным секторам, то в 2025 г. равнозначным инструментом стало повышение импортных тарифов. Доля мер по либерализации торговли несопоставимо меньше, но и они, скорее, связаны с доступом к критическому импорту, чем со снижением пошлин. А интервенции в сфере национальной безопасности охватывают возрастающую долю и импорта, и экспорта [8].

В-четвертых, фокусом ЭН становится *технологический национализм*, нацеленный на достижение самодостаточности, суверенитета или

---

<sup>2</sup> В литературе по геоэкономике политика экономической безопасности охватывает любые государственные интервенции по смягчению внешних экономических рисков (шок пандемии, изменение климата, наложение санкций, импортная зависимость и др.), способных нанести ущерб национальной безопасности страны или ее долгосрочному благосостоянию [6].



Примечание: 2025 г. – прогноз.

Источник: [8].

Рис. Динамика государственных интервенций в странах Большой двадцатки (число мер в год), 2017–2025 гг.

лидерства в сфере технологического развития [3]. Самодостаточность предполагает вытеснение технологического импорта в критических секторах, суверенитет — контроль не только над сложившимися, но и над будущими производственными линиями (что в условиях глобализации равнозначно контролю над ключевыми звеньями трансграничных цепочек), а лидерство касается обладания большей долей рынка передовых технологий и внедрения здесь собственных технических стандартов. В итоге практически все крупные экономики Глобального Севера и Глобального Юга планируют в той или иной мере добиться суверенитета в критически важных технологиях, одновременно претендуя на лидерство в отдельных передовых технологиях, что и находит отражение в новом поколении национальных промышленных стратегий [9].

Наконец, ЭН опирается на *специфический комплекс мер экономического стейткрафта* (economic statecraft), реализующий на уровне государственной политики слияние приоритетов технологического развития, экономической безопасности и геополитического влияния. Стейткрафт причудливо сочетает в себе защиту экономики от внешних угроз с агрессивным продвижением национальных конкурентных интересов, охватывая среди прочих мер и практик следующие [2; 3; 10]:

1) все виды селективной бюджетной помощи приоритетным секторам и компаниям, включая возвращение «национальных чемпионов»;

2) все виды протекционизма, включая защиту от вепонизации цепочек поставок;

3) все виды вепонизации и экономического принуждения в отношении стран-соперников (с целью их конкурентного ослабления и получения эксклюзивных преимуществ на глобальных технологических рынках);

4) скрининг входящих и исходящих прямых иностранных инвестиций на предмет угроз технологической безопасности;

5) требования к национальным компаниям по перестройке цепочек поставок и иным действиям на внешних рынках с учетом приоритетов безопасности и геополитики;

6) меры избирательного сотрудничества, разделяющие партнеров на страны-единомышленники, отношения с которыми строятся на принципах френдшоринга, и на «страны риска», для которых предусмотрены принципы дерискинга (ограничение связей) или декаплинга (полный разрыв связей в критических секторах).

Хотя ЭН сопряжен с возрастанием макроэкономических издержек и слабо совместим с ростом экономической эффективности, как в историческом прошлом (опыт Италии и Германии 1930-х годов, Аргентины в эпоху правления Хуана Перона) [2; 7]), так и сегодня [11], страны целенаправленно берут этот противоречивый курс во избежание рисков технологического отставания или как страховку от еще больших потерь, связанных с геополитической фрагментацией мировой экономики на конкурирующие блоки. До 2025 г. в литературе обсуждался сценарий образования блока союзников США (совместно с ЕС) и блока союзников Китая (совместно с Россией) при формировании группы маневрирующих нейтральных стран [12]. Но с началом глобальной эскалации тарифов в политике Трампа сценарии фрагментации усложняются.

### **Трампономика: упрощенные экономические подходы**

В США разворот от исключительно либерализованной экономики к экономическому национализму начался еще при президентстве Джо Байдена в рамках доктрины «Америка прежде всего». В этот период была разработана концепция «Современной промышленной политики» (2022 г.) и приняты два ключевых закона, нацеленные на достижение самодостаточности в двух группах критических технологий — зеленых и полупроводниковых (см. табл. 1). Политика сдерживания Китая опиралась на антидемпинговые пошлины, экспортные запреты и на ограничение перетока критических технологий путем скрининга входящих и исходящих инвестиций. При этом США планировали декаплинг с Китаем лишь в узком кругу самых передовых секторов

Таблица 1

**Экономический национализм и курс на технологическую  
самодостаточность в США**

|  | Джо Байден, 2021–2024 гг.   | Д. Трамп, 2025 г.   |
|--|---|---|
| Основные документы                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Доктрина «Америка прежде всего» (America First), 2021</li> <li>– Закон о чипах и науке, 2022;</li> <li>– Закон о снижении инфляции, 2022;</li> <li>– Президентские указы: об американских цепочках поставок (2021); об инвестициях в страны риска в сфере критических технологий (2024)</li> </ul>                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Торговая политика «Америка прежде всего» (America First Trade policy), 2025</li> <li>– Президентская повестка торговой политики на 2025 г.;</li> <li>– Президентские указы о создании новых ведомств;</li> <li>– План достижения лидерства в сфере ИИ (июль 2025 г.)</li> </ul>  |
| Задачи                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>– узкий декаплинг с Китаем;</li> <li>– перестройка цепочек поставок в зонах вепонизации при общем сохранении открытости;</li> <li>– самодостаточность в секторах, связанных с двумя группами критических технологий (зеленые и полупроводники);</li> <li>– модернизация депрессивных промышленных районов</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>– широкий декаплинг с Китаем;</li> <li>– максимальная локализация производства и релокация мощностей в США;</li> <li>– возврат рабочих мест в промышленность и прежнего доминирования над Китаем по доле в мировом производстве;</li> <li>– устранение дефицитов в торговле с любыми странами</li> </ul>                   |
| Ключевые меры протекционизма и стейткرافта | <ul style="list-style-type: none"> <li>– субсидии приоритетным секторам;</li> <li>– френдшоринг с союзниками, дерискинг – со странами риска;</li> <li>– антидемпинговые пошлины и запрет на экспорт в Китай продукции хайтека;</li> <li>– скрининг инвестиций из Китая, ограничение — в Китай</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>– селективное снижение налогов на крупный бизнес и вхождение государства в капитал приоритетных компаний;</li> <li>– высокие тарифы на импорт (особенно из Китая) и достижение со всеми странами двусторонней взаимности в уровне пошлин;</li> <li>– запретительные тарифы как инструмент торгового принуждения</li> </ul> |
| Стратегические цели                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>– глобальное лидерство в сфере полупроводников (как основа удержания технологического лидерства в целом)</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>– глобальное доминирование в традиционной энергетике, критических минералах и сфере ИИ</li> </ul>  |

Составлено по: данные [13; 14]; официальные документы правительства США.

(согласно принципу «тесный двор, высокий забор») при дальнейшем сотрудничестве по другим направлениям, а экономическая безопасность в отношениях с остальным миром базировалась, по примеру ЕС, на сочетании френдшоринга и дерискинга. Стратегической целью США при Байдене стало завоевание глобального лидерства в полупроводниковой отрасли как основы сохранения технологического лидерства в целом [1].

Администрация Трампа (с 2025 г.) кардинально изменила эти установки. Она сконцентрировала идею «Америка прежде всего» и вопросы обеспечения экономической безопасности на сфере торговой политики и сделала меры экономического стейткрафта откровенно агрессивными — как в части внутренних государственных интервенций, так и по линии отношений с внешними партнерами. Трамп сосредоточился на серии указов о создании новых ведомств (при значительном упрощении функционала и кадрового состава прежних), о максимальной локализации производства как единственной гарантии технологической безопасности (без обращения к политике френдшоринга) и широком декаплинге с Китаем по всем секторам, относимым в настоящее время к критическим. Новыми стратегическими целями США стало достижение глобального доминирования в традиционной энергетике (с отказом от ускоренного зеленого перехода), критических минералах и сфере ИИ.

Торговая политика Трампа исходит из доминирующей роли США как глобального рынка сбыта для всех экспортно ориентированных экономик. Она предусматривает подъем импортных пошлин и тарифное давление на партнеров с целью заключения ими выгодной для США экономической сделки. Предполагается, что реализация такого транзакционного подхода [14; 15] позволит устранить дефицита в торговле со всеми странами, ведущими «несправедливую» торговую практику в отношении США, установив «двустороннюю взаимность» в уровне пошлин (reciprocal tariffs); остановить натиск дешевого китайского импорта на основе заградительных тарифов и тем самым вернуть высокооплачиваемые рабочие места в традиционные сектора промышленности, пострадавшие от автоматизации (доля таких мест сократилась вдвое с 1980-х годов, составив к 2025 г. лишь 20%) [14]; получить от партнеров обязательства по снижению собственных тарифов, релокации мощностей в США и покупке американских товаров вместо китайских; по совокупности этих мер, восстановить доминирование США над Китаем по доле в мировом промышленном производстве (к 2025 г. она упала ниже 16% на фоне 31% у Китая).

Эти замыслы встретили широкую критику, указывающую на примитивизацию подходов Трампа как к экономическому развитию, так и к экономической безопасности [14; 15; 16]. Среди концептуальных

изъянов трампономики можно выделить: упрощенное толкование феномена торговых дефицитов (и саму их оценку как неизбежного фактора риска); нереалистичность достижения двусторонней тарифной взаимности; невозможность решения внутренних структурных проблем экономики через внешнюю торговлю и ограничение импорта; и наконец — само применение заградительных тарифов как инструмента принуждения, ломающего механизмы здоровой рыночной конкуренции и у самой страны-инициатора, и в мировой экономике.

Хотя одностороннее введение пошлин нарушает правила ВТО, а в самих США установление тарифов является прерогативой Конгресса, Трамп воспользовался рядом законодательных положений 1960–1970-х годов, предоставляющих президенту дополнительные полномочия в этой сфере, в т. ч. в условиях угрозы национальной безопасности [15]. Ссылаясь на угрозы национальной безопасности, Трамп отменил достигнутые при Байдене торговые соглашения с ключевыми западными партнерами (ЕС, Великобритания, Япония) и начал со 2 апреля 2025 г. (в «День освобождения Америки») реализацию намеченной тарифной повестки, включающей базовые «взаимные тарифы» и отложенную на срок угрозу резкого подъема пошлин<sup>3</sup>.

К 1 августа 2025 г. большинство ключевых партнеров США в Европе и в Азии сумели избежать мощного тарифного удара от администрации Трампа — либо благодаря достижению с ней рамочных торговых соглашений, либо на основе временной отсрочки на заключение сделки<sup>4</sup>. Эти страны, за исключением Китая, приняли новый протекционистский курс США как неизбежный, отказались от встречной эскалации тарифов и договорились с Трампом о максимально умеренном повышении пошлин в обмен на уступки (снижение или даже обнуление собственных ввозных пошлин, обязательства по закупкам американских товаров и инвестициям в американскую промышленность). А к ноябрю широкого соглашения с США достиг и Китай.

<sup>3</sup> В апреле Трамп ввел универсальный тариф (10%) на импорт всех товаров из всех стран (за исключением стран, уже находящихся под санкциями, — Россия, Беларусь, Куба и Северная Корея), установил базовые «взаимные тарифы» (10–47%) на большинство товарных групп (кроме электроники и критических минералов) и анонсировал резкое повышение пошлин выше базового уровня для 57 стран, с которыми у США возник торговый дефицит, либо чью политику США считают антиконкурентной (включая ЕС и Китай). Реализация анонса была отложена до 1 августа — с предложением странам заключить сделку о более выгодных условиях торговли в обмен на уступки [17].

<sup>4</sup> В число заключивших сделку стран вошли Великобритания (с новыми тарифами США на уровне базовых 10%), ЕС (15%), Вьетнам и Индонезия (19–20%), а также Япония, Южная Корея, Тайвань и др. Мексика и Китай добились отсрочки заключения сделки, что в случае Китая прервало месячное действие взаимных сверхвысоких пошлин на уровне трехзначных цифр [17].



«Капитуляция» многих крупных игроков перед требованиями Трампа, в том числе с возможным ущербом для себя в миллиарды долларов, в значительной мере объясняется отсутствием у этих стран реальной альтернативы американскому рынку сбыта. Но, возможно, Европа, а вслед за ней и остальные игроки пошли на сознательный компромисс ради общих стратегических выигрышей: заключенные с Трампом двусторонние сделки позволили приостановить дальнейшую глобальную эскалацию тарифов, избежать разрастания разрушительной торговой войны и неизбежной в этом случае глобальной рецессии. При этом Европа наметила важные стратегические договоренности о сотрудничестве с США (в сфере инвестиций, энергетики и обороны), сохраняя трансатлантическое партнерство вместо блокового размежевания.

Однако независимо от будущего хода событий, мы расцениваем трампономику как апофеоз экономического национализма и современного стейткафта. Впервые манипуляция тарифами используется как инструмент торга и метод достижения взаимных уступок по стратегическим вопросам национального развития, что на практике выливается в мощную вепонизацию межгосударственных отношений [16].

### **США и Китай: роковое стратегическое соперничество**

США лишь с периода первого президентства Трампа стали сдерживать Китай и рассматривать его не столько как дружественного партнера, сколько как опасного и авторитарного геополитического соперника. Именно тогда в Вашингтоне окончательно отказались от установки 1990-х годов на «естественную» политическую демократизацию Китая за счет его вовлечения в многостороннюю кооперацию с Западом и либеральные правила игры, включая участие в ВТО [18]. Администрация Байдена продолжила линию сдерживания, рассматривая Китай как «самый важный геополитический вызов», а с началом второй каденции Трампа взаимные трения сторон лишь обострились.

Сегодня США и Китай загнали себя в ловушку непримиримой борьбы за глобальное технологическое доминирование, причем размах и исход этой борьбы могут иметь более масштабные последствия для изменения глобального баланса сил, чем холодная война между США и СССР. Возможный декаплинг двух сверхдержав расценивается как технологическая холодная война (*Tech Cold War*), грозящая разделением мировой экономики на два обособленных блока, — на тех, кто участвует в глобальных цепочках, опираясь на технологические достижения США, и тех, кто выстраивает технологические линии с ориентацией на Китай [6]. Тарифная политика Трампа усложняет географию фрагментации: из предполагаемого блока США может выпасть

Европа, в блоке Китая могут наметиться свои независимые альянсы, а значительная группа неприсоединившихся стран попытается маневрировать. Однако с технологической точки зрения именно дальнейшее противостояние этих двух центров силы выглядит главным драйвером геополитической фрагментации.

Технологический национализм Китая зеркально направлен на противостояние с США [19]. Он нацелен на достижение полной самостоятельности не в отдельных, а во всех передовых секторах, на создание к 2035 г. глобальных технологических стандартов нового поколения, позволяющих обойти США, и на обретение страной к 2049 г. (100-летию образования КНР) позиций центрального мирового хаба в области ИКТ и зеленых технологий [20]. Как и США, Пекин реализует политику с позиций силы и не менее агрессивные стратегии принуждения, в т. ч. для противодействия эскалации тарифов<sup>5</sup>. Используя во взаимном соперничестве все более изощренные инструменты стейткрафта, каждый из игроков стремится подорвать могущество другого на рынках передового хайтека и тем самым изменить в свою пользу мировой баланс сил. При этом их подходы к задачам применения стейткрафта сильно отличаются: Китай претендует на новое технологическое лидерство, а США стремятся удержать имеющееся (см. табл. 2).

По мере обострения соперничества обе стороны стремятся втянуть в орбиту своего технологического и геополитического влияния как можно большее число развивающихся стран, особенно в ЮВА. Причем у Китая это получается лучше — на фоне транзакционного подхода Трампа и замыкания США на себе в рамках доктрины «Америка прежде всего» (“America First”). Так, страны – члены АСЕАН (10 быстрорастущих экономик, включая Индонезию, Малайзию, Филиппины, Сингапур, Таиланд и Вьетнам), которые на протяжении последних десятилетий экономически выигрывали от параллельного взаимодействия с обеими сверхдержавами, сегодня оказались в эпицентре жесткого двустороннего давления. В этих условиях они не в состоянии сохранить прежнее маневрирование и, судя по обстоятельным оценкам, постепенно дрейфуют в сторону альянса с Китаем<sup>6</sup>. Тарифная война Трампа лишь усиливает этот тренд, ослабляя потенциал вли-

<sup>5</sup> Так, осенью 2025 г., реагируя на угрозу США ввести заградительные пошлины, Китай анонсировал широкий запрет на поставки в США критических редкоземельных минералов (в т. ч. через третьи страны) и спровоцировал глобальный сброс инвесторами казначейских бумаг США, начиная со стран-инвесторов, участвующих в китайском проекте «Один пояс-один путь». Это возымело успешное действие в последующем торге с Трампом, позволив сторонам отвести угрозу резкого и полномасштабного декаплинга [21].

<sup>6</sup> Данные сингапурского композитного индекса «Анатомия выбора союзников» [18].

Таблица 2

## Различие подходов Китая и США к задачам взаимного соперничества

| Задачи Китая как претендента на технологическое лидерство   | Задачи США как технологического лидера на страже собственных позиций  |
|---|---|
| <b>Производить:</b> широкая господдержка бизнеса в «стратегических» отраслях, создание завершенной технологической и производственной базы  | <b>Стимулировать:</b> поддержка технологических компаний, инвестиции в R&D и кадры, привлечение талантов, укрепление технологических позиций США на рынках стран-союзников                                |
| <b>Приобретать:</b> скупка западных компаний и технологий, принуждение к трансферу технологий и локализации в обмен на доступ к китайскому рынку                                      | <b>Сдерживать:</b> препятствовать технологическому развитию Китая через экспортный контроль, санкции на отдельные компании, давление на стран-союзников против китайских технологий                       |
| <b>Присваивать:</b> получать безвозмездный доступ к западным технологиям — через сбор открытых данных и обмен студентами, промышленный шпионаж и кражу интеллектуальной собственности | <b>Охранять:</b> скрининг входящих и ограничение исходящих ПИИ, запрет на покупку Китаем технологических компаний, ограничения студенческого и научного обмена, пресечение попыток промышленного шпионажа |

Источник: [19].

яния США в Азиатско-Тихоокеанском регионе и поддерживая готовность ряда стран АСЕАН присоединиться к БРИКС.

Сочетание геополитического влияния, технологической мощи и готовности адекватно ответить на давление Трампа делает Китай намного более сложным и опасным соперником для США, чем некогда был экономически отстающий СССР или другие соперники, чей ВВП никогда не превышал 40% от американского. В итоге США приходится вести судьбоносную конкуренцию с Китаем всеми доступными государству средствами. Но делает ли это оправданным выбранный Трампом вариант тарифного вмешательства в глобальные рынки под лозунгом национальной безопасности? Как подчеркивают американские экономисты, злоупотребление инструментами протекционизма и стейт-крафта может повлечь за собой издержки, превышающие выгоды для национальной экономики, и даже для национальной безопасности [22].

Важно отметить и другое: игра двух сверхдержав по собственным правилам, где единственным сдерживающим фактором служит фактор силы, создает угрозу глобального «заражения» (contagion), когда другие страны мира будут все чаще руководствоваться тем же принципом, а это приведет к дальнейшему росту неопределенности, снижению производительности и общему торможению экономического

роста [23]. Распространению экономического национализма с его государственно-центричной атрибутикой будет способствовать и то, что соперничество США и Китая уже не является соревнованием демократического Запада с авторитарным Востоком – при президентстве Трампа в противостояние вошли, скорее, два недемократичных режима [24].

## Риски трампономики для США и мира

Большинство современных экономистов считают протекционизм и трампономику *внутренне противоречивой и контрпродуктивной стратегией*, которая рано или поздно приведет к сжатию мировой экономики, снижая экспорт, рост ВВП и занятость [25].

Внутренняя противоречивость проявляется в том, что введенные Трампом тарифы препятствуют достижению целей, поставленных им же в стратегии «Америка прежде всего», — таких как наращивание бюджетных доходов за счет тарифных поступлений, сокращение хронического торгового дефицита, импортозамещение ради ускорения реиндустриализации, удержание глобального доминирования в сфере ИИ [26].

Во-первых, если США и сумеют расширить процесс импортозамещения, то это приведет к сокращению импорта и таможенных сборов. Напротив, устойчивое наращивание таможенных поступлений потребует сохранения широких объемов импорта, а это осложнит для США задачу устранения торгового дефицита или роста вклада импортозамещения в реиндустриализацию.

Во-вторых, для достижения лидерства в сфере ИИ США планируют разработку собственных медных рудников и развертывание полупроводниковых производств, что может занять больше десяти лет. При этом импорт компонентов для создания передовых чипов будет в это время затруднен высокими тарифами. Итогом станет торможение развития полупроводниковой отрасли и ослабление позиций США в критически важный период конкурентной гонки с Китаем за этот рынок.

В-третьих, подъем тарифов препятствует намеченной реиндустриализации США и может подорвать конкурентоспособность критических секторов промышленности. Учитывая, что примерно половина импорта приходится в США на промежуточную продукцию, даже базовый подъем пошлин до 10% повышает издержки и ослабляет инвестиционные возможности американского бизнеса в значительном круге отраслей. А резкий подъем внутренних цен на сталь и алюминий, вызванный тарифными решениями Трампа от 2 апреля, повышает издержки именно в тех секторах промышленности, которые

Трамп наметил укреплять (автопром, нефтегазовый сектор, аэрокосмическая отрасль).

Наконец, стремление Трампа добиться от западных партнеров (Япония, ЕС, Южная Корея и др.) значительных прямых инвестиций в американскую экономику расходится с его идеей нарастить экспорт путем ослабления доллара (подобная идея не приходила в голову ни одной из предыдущих администраций). Крупный приток ПИИ, если он произойдет, будет давить на доллар в сторону его укрепления, а также препятствовать главной задаче в таможенной повестке Трампа – сокращению двусторонних торговых дефицитов.

По данным МВФ, к концу 2025 г. трампономика еще не успела негативно сказаться на текущих макропоказателях экономики США. Но страна уже столкнулась с такими проинфляционными факторами, как потеря дешевого импорта (на 30%) и сокращение притока иностранных инвесторов вместо его планируемого расширения. При этом, по данным Блумберга, средняя ставка импортных пошлин поднялась в США в 6,6 раза – выше 15% (по сравнению с 2,3% до второй каденции Трампа)<sup>7</sup>. Как показали расчеты (на октябрь 2025 г.), наибольшая доля издержек за введенные Трампом тарифы пришлось на американских потребителей (55% совокупных издержек), вдвое меньшие затраты несут американские фирмы-импортеры (27%), перекладывающие издержки на потребителей, а самую меньшую цену платят иностранные экспортеры (18%), против которых и был введен этот тарифный эксперимент [27]. Считается, что в 2026 г. США могут увидеть рост инфляции, торможение экономики и общее снижение производительности.

Что касается воздействия на мировую экономику, то тарифная политика Трампа практически не отразилась на сокращении международных торговых потоков: уже к осени 2025 г. мировая торговля и логистика адаптировались к новой ситуации [28]. Ее негативные последствия заключаются в другом — в угрозе глобального возрастания неэффективности от подрыва правил и предсказуемости в мировой торговле.

Введенные Трампом пошлины направлены как против союзников, так и против противников, отражая его убеждение, что США несправедливо несут бремя гаранта мировой финансовой системы и международной безопасности. Однако отвергая два принципа ВТО — недискриминацию и взаимность (*non-discrimination and reciprocity*), Трамп инициировал односторонние решения в сфере тарифов на базе сило-

---

<sup>7</sup> Trump tariff blitz unleashes delayed shock to global economy. Bloomberg. 01.08.2025. <https://bloomberg.com/news/articles/2025-08-01/trump-s-tariff-blitz-unleashes-delayed-shock-to-global-economy> (дата обращения: 02.08.2025).

вого подхода, при котором крупные страны больше не ограничены правилами поведения, а могут использовать пошлины для экономического принуждения. Кроме того, в отличие от индустриальной эпохи, с ее классической промышленной политикой, современный поворот стран к протекционизму и самодостаточности происходит в условиях распределенной модели производства, когда две трети мировой торговли приходится на промежуточные товары, так что подъем тарифов повышает стоимость импортной промежуточной продукции во всех экспортных отраслях [29]. Наконец, в отличие от самоподдерживающегося цикла снижения тарифов в условиях длительной либерализации торговли (он начался с созданием ВТО в 1995 г.), инициативы Трампа порождают обратную спираль протекционизма: будучи однажды введенными, тарифы трудно отменить, что подталкивает мировую экономику к росту издержек и снижению производительности [14].

В результате торговой войны 2025 г. либеральный экономический порядок, начиная с системы международной торговли по правилам ВТО, оказался критически подорван и безвозвратно ушел в прошлое. Сама ВТО фактически утратила свою функциональность, а принцип наибольшего благоприятствования, требующий от торговых партнеров равного отношения друг к другу, был разрушен введением или угрозой введения Трампом повышенных импортных тарифов для десятков стран [26].

В части *двусторонних торговых сделок* заключенные Трампом соглашения не гарантируют США ни макроэкономической стабильности, ни стратегических конкурентных выигрышей [26]. А для остального мира эти соглашения, равно как и усилия самих стран по адаптации к новым тарифам, предотвратили худший сценарий геополитической фрагментации, связанный с резким сжатием мировой торговли и глобальной рецессией. Ценой уступок требованиям Трампа мир приостановил эскалацию торговой войны. Однако *зыбкие индивидуальные договоренности не снимают рисков дестабилизации системы международных отношений*. Двусторонние сделки очень далеки от реального мирового порядка, способного заменить прежний, создавая основы долгосрочной глобальной стабильности. Напротив, сделки будут неизбежно нарушаться, порождая у сторон соблазн взаимного давления, пока они не будут встроены в новый формат глобального экономического управления. Даже независимо от издержек по тарифам сам *переход мира от торговли по общепринятым правилам к двустороннему торгу с позиций силы* будет неизбежно усиливать неопределенность и структурные дисбалансы, подрывая инвестиционную активность бизнеса и оптимальные возможности развития наций.

\* \* \*

Трампономика выглядит апофеозом модели экономического национализма, значительно усилившим торговые барьеры, хаотичную перестройку потоков и риски раскола ранее связанного мира. Так, интегральный Индекс геополитической фрагментации мировой экономики взлетел с 2022 г. до максимума за последние полвека, что обозначило смену исторических эпох [30].

В то же время трампономика во многом представляет собой характерную для лидеров-популистов практику возведения внутренних структурных проблем экономики в ранг проблем национальной безопасности, порождаемых исключительно внешними факторами, – «несправедливым поведением» торговых партнеров, чрезмерной открытостью экономики, несовершенством правил ВТО или фундаментальными изъянами глобализации. Этот искусственный перенос внимания электората на внешние угрозы позволяет правительствам разных стран, как богатых, так и бедных (Китай, Индия, многие страны Глобального Юга), уходить от насущных, но политически непопулярных институциональных реформ. Однако в случае такой влиятельной страны, как США, выступающей для мира генератором технологического прогресса и главным центром промышленного спроса, разворот к экономическому национализму генерирует тиражирование практик принуждения и мощные глобальные риски.

Мы полагаем, что не только торговая политика США «Америка прежде всего», но и вся доктрина экономического национализма внутренне противоречива — ее институциональные ориентиры на продвижение национальных интересов без их гармонизации с интересами партнеров отстают от технологических вызовов времени. Массовый переход стран от принципов экономической открытости и коллективных правил игры к идеологии протекционизма и самодостаточности чреват дальнейшей вепонизацией экономических связей и накоплением глобальной неэффективности. Эта ситуация будет препятствовать успешному достижению странами тех целей стабильного и безопасного развития, ради которых они и совершили данный переход.

#### ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

1. Смородинская Н.В., Катукоев Д.Д. Курс на технологический суверенитет: новый глобальный тренд и российская специфика // Балтийский регион. 2024. Т. 16. № 3. С. 108–135. [Smorodinskaya N.V., Katukov D.D. Moving towards technological sovereignty: A new global trend and the Russian specifics // Baltic Region. 2024. Vol. 16. No. 3. Pp. 108–135. (In Russ.).] DOI: 10.5922/2079-8555-2024-3-6.
2. de Bolle M., Cohen-Setton J., Sarsenbayev M. The new economic nationalism. New York, NY: Columbia University Press, 2025.
3. Capri A. Techno-nationalism: How it's reshaping trade, geopolitics and society. Hoboken, NJ: Wiley, 2024.

4. *Farrell H., Newman A.* Underground empire: How America weaponized the world economy. New York, NY: Henry Holt and Co., 2023.
5. *Cha V.D.* Collective resilience: Deterring China's weaponization of economic interdependence // *International Security*. 2023. Vol. 48. No. 1. Pp. 91–124. DOI: 10.1162/isec\_a\_00465.
6. *Смородинская Н.В., Малыгин В.Е.* Экономическая безопасность и технологический суверенитет в современной промышленной политике // *Микроэкономика*. 2024. № 6. С. 94–103. [*Smorodinskaya N.V., Malygin V.E.* Economic security and technological sovereignty in modern industrial policy // *Microeconomics*. 2024. No. 6. Pp. 94–103. (In Russ.).] DOI: 10.33917/mic-6.119.2024.94-103.
7. *Suesse M.* The nationalist dilemma: A global history of economic nationalism, 1776–present. Cambridge: Cambridge University Press, 2023.
8. G20 trade policy factbook. 2025 edition. Global Trade Alert, 2025. <https://globaltradealert.org/reports/G20-Trade-Policy-Factbook-2025>.
9. *Катукоев Д.Д., Смородинская Н.В.* Технологический суверенитет и технологическое лидерство России: замыслы и внутренние ограничения // *Общество и экономика*. 2025. № 12. С. 38–59. [*Katukov D.D., Smorodinskaya N.V.* Russia's technological sovereignty and leadership: Strategic intentions and domestic constraints // *Society and Economy*. 2025. No. 12. Pp. 38–59. (In Russ.).] DOI: 10.31857/S0207367625120032.
10. *Blackwill R.D., Harris J.M.* War by other means: Geoeconomics and statecraft. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2017.
11. *Luo Y.* Illusions of techno-nationalism // *Journal of International Business Studies*. 2022. Vol. 53. No. 3. Pp. 550–567. DOI: 10.1057/s41267-021-00468-5.
12. *Aiyar S., Ilyina A., Chen J., Kangur A., Trevino J., Ebeke C., Gudmundsson T., Soderberg G., Schulze T., Kunaratskul T., Ruta M., Garcia-Saltos R., Rodriguez S.* Geo-economic fragmentation and the future of multilateralism // *IMF Staff Discussion Notes* No. SDN/2023/001. 2023. DOI: 10.5089/9798400229046.006.
13. *Reynolds E.B.* U.S. industrial transformation and the “how” of 21st century industrial strategy // *Journal of Industry, Competition and Trade*. 2024. Vol. 24. No. 1. Article 8. DOI: 10.1007/s10842-024-00420-x.
14. *Baldwin R.E.* The great trade hack: How Trump's trade war fails and the world moves on. Paris: CEPR Press, 2025.
15. *Grossman G.M., Sykes A.O.* Commandeering the customs: An economic and legal perspective on the president's “emergency” imposition of “reciprocal tariffs”. 2025.
16. *Mariotti S.* Firms as political forces for good: Navigating disorder and state interventionism in a multipolar world // *Thunderbird International Business Review*. 2025. DOI: 10.1002/tie.70014.
17. *Кнобель А.Ю., Пономарева О.В.* Торговая политика США: текущее положение и перспективы // *Мониторинг экономической ситуации в России*. 2025. № 15. [*Knobel A., Ponomareva O.* US trade policy: Current situation and prospects // *Monitoring of Russia's Economic Outlook*. 2025. No. 15. (In Russ.).] <https://ideas.repec.org/a/gai/monreo/monreo-2025-15-1434.html>
18. *Khong Y.F., Liow J.C.* Southeast Asia is starting to choose: Why the region is leaning toward China // *Foreign Affairs*. 2025. Vol. 104. No. 4. Pp. 151–161.
19. *Roberts A., Choer Moraes H., Ferguson V.* Toward a geoeconomic order in international trade and investment // *Journal of International Economic Law*. 2019. Vol. 22. No. 4. Pp. 655–676. DOI: 10.1093/jiel/jgz036.



20. Zenglein M.J., Gunter J. The party knows best: Aligning economic actors with China's strategic goals. Berlin: MERICS, 2023. <https://merics.org/en/report/party-knows-best-aligning-economic-actors-chinas-strategic-goals>.
21. Chan K., Czin J.A., Hass R., Heerman K., Kim P.M., O'Hanlon M.E., Rapp-Hooper M., Sisson M.W., Thornton S.A. What happened when Trump met Xi? // Brookings. 2025. <https://brookings.edu/articles/what-happened-when-trump-met-xi> (accessed: 06.11.2025).
22. Goodman M.P. The US must set limits on economic security // The Banker. 2025. <https://thebanker.com/content/d691d5d2-1053-4018-a36d-4ab50491165a> (accessed: 14.11.2025).
23. Froman M.B.G. After the trade war: Remaking rules from the ruins of the rules-based system // Foreign Affairs. 2025. Vol. 104. No. 5. Pp. 60–74.
24. Tobin L. America first vs. China's brute force economics // Lessons from the new Cold War: America confronts the China challenge / Brands H. (ed.). Baltimore, MD: Johns Hopkins University Press, 2025. Pp. 17–34.
25. Siripurapu N., Berman A. What are tariffs? // Council on Foreign Relations. 2025. <https://cfr.org/background/what-are-tariffs> (accessed: 02.04.2025).
26. Froman M. Trade-offs in Trump's trade policy // CFR. 2025. <https://cfr.org/article/trade-offs-trumps-trade-policy> (accessed: 02.08.2025).
27. Steil B. Who pays Trump's tariffs? // Council on Foreign Relations. 2025. <https://cfr.org/article/who-pays-trumps-tariffs> (accessed: 05.11.2025).
28. UNCTAD. Global Trade Update (October 2025): Global trade remains strong despite policy changes and uncertainty. 2025. <https://unctad.org/publication/global-trade-update-october-2025-global-trade-remains-strong-despite-policy-changes-and>
29. Antràs P., Chor D. Global value chains // Handbook of international economics / Gopinath G., Helpman E., Rogoff K.S. (ed.). Elsevier, 2022. Vol. 5. Pp. 297–376.
30. Fernández-Villaverde J., Mineyama T., Song D. Are we fragmented yet? Measuring geopolitical fragmentation and its causal effect // NBER Working Papers No. 32638. 2024. DOI: 10.3386/w32638.

Дата поступления рукописи: 16.10.2025 г.

Дата принятия к публикации: 18.11.2025 г.

#### СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРАХ

**Смородинская Наталия Вадимовна** – кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН, Москва, Россия  
ORCID: 0000-0002-4741-9197  
[smorodinskaya@gmail.com](mailto:smorodinskaya@gmail.com)

**Катуков Даниил Дмитриевич** – научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН, Москва, Россия  
ORCID: 0000-0003-3839-5979  
[dkatukov@gmail.com](mailto:dkatukov@gmail.com)

**Малыгин Вячеслав Евгеньевич** – старший научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН, Москва, Россия  
ORCID: 0000-0003-0545-6456  
[slavmal53@gmail.com](mailto:slavmal53@gmail.com)

#### ABOUT THE AUTHORS

**Nataliya V. Smorodinskaya** – Cand. Sci. (Econ.), Leading Researcher, Institute of Economics of the RAS, Moscow, Russia

ORCID: 0000-0002-4741-9197

smorodinskaya@gmail.com

**Daniel D. Katukov** – Researcher, Institute of Economics of the RAS, Moscow, Russia

ORCID: 0000-0003-3839-5979

dkatukov@gmail.com

**Vyacheslav E. Malygin** – Senior Researcher, Institute of Economics of the RAS, Moscow, Russia

ORCID: 0000-0003-0545-6456

slavmal53@gmail.com

#### TRUMPONOMICS AS THE APOTHEOSIS OF ECONOMIC AND TECHNOLOGICAL NATIONALISM

The paper describes, using the example of the US “America First” policy, a global trend of the 2020s — the revival of economic nationalism (EN). We demonstrate how security imperatives are becoming central to economic strategies, with the weaponization of countries’ economic interdependencies emerging as a distinctive policy instrument. We examine the contemporary model of EN, identifying its key features and instruments, with particular emphasis on technological nationalism as its core component. This analytical framework helps us to reveal the contradictory nature of Trumponomics (the President Trump’s course since 2025), the trap of irreconcilable technological rivalry between the US and China, and the risks of Trump’s ‘bilateral deals’ for the global economy. We find that nations’ transition under the EN doctrine from liberal principles of economic openness and free trade to protectionist and self-sufficiency ideologies entails the accumulation of economic inefficiencies. This trend can ultimately undermine countries’ ability to achieve those very goals of sustainable and secure development for which they have made this policy shift.

**Keywords:** *economic nationalism, technological sovereignty, weaponization of interdependencies, securitization, trade war, Trumponomics, US-China rivalry.*

**JEL:** F52, F50, F13.

---

## ФИНАНСЫ

---

Д.А. КОЧЕРГИН

доктор экономических наук, доцент,  
главный научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН

### ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИСКУССТВЕННОГО ИНТЕЛЛЕКТА В ФИНАНСОВОЙ СФЕРЕ

Статья посвящена исследованию направлений применения искусственного интеллекта в финансовой сфере. В ходе исследования рассмотрены основные понятия и элементы технологии искусственного интеллекта, определены основные области его применения в финансовой сфере, выявлены новые возможности и риски, обусловленные внедрением искусственного интеллекта. В результате исследования установлено, что внедрение искусственного интеллекта позволяет автоматизировать бизнес-процессы, оптимизировать использование ресурсов и времени, выполнять рутинные процессы и решать сложные задачи посредством анализа больших данных и распознавания закономерностей. Основными областями использования искусственного интеллекта в финансовом секторе являются: платежи, финансовое посредничество, страхование и управления активами. В этих областях применение искусственного интеллекта повысит эффективность предоставления финансовых услуг за счет снижения затрат на внутреннюю обработку транзакций, соответствия нормативным требованиям, выявления мошенничества и обслуживания клиентов. Вместе с тем, применение искусственного интеллекта генерирует новые источники киберрисков, обостряет проблемы предвзятости и дискриминации при принятии финансовых решений, что способствует росту юридических и операционных рисков.

**Ключевые слова:** искусственный интеллект, машинное обучение, нейронные сети, большие языковые модели, генеративный искусственный интеллект, агенты искусственного интеллекта, общий искусственный интеллект, применение искусственного интеллекта в платежах, кредитовании, страховании и управлении активами, риски внедрения искусственного интеллекта.

УДК: 336.71, 004.8

EDN: EQJOKW

DOI: 10.52180/2073-6487\_2025\_6\_147\_169

## Введение

Технология искусственного интеллекта (ИИ) наравне с другими новыми информационными технологиями, такими как блокчейн, Интернет вещей, аналитика больших данных, облачные вычисления и др. является критически важной для развития экономики в целом и финансовой сферы в частности на ближайшие десятилетия. Хотя концепция искусственного интеллекта известна по научно-фантастическим произведениям литературы и кинематографа на протяжении многих лет, лишь в последние годы отдельные разновидности и модели искусственного интеллекта стали широкодоступными экономическим агентам. Большие языковые модели и генеративный искусственный интеллект изменили способ взаимодействия людей с компьютерными алгоритмами.

Новейшие достижения в области искусственного интеллекта стали возможны благодаря накоплению огромных массивов данных и значительному росту вычислительной мощности аппаратного обеспечения, позволившим использовать большие массивы данных для программного обучения. Освоение моделей обработки естественного языка, больших языковых моделей и инструментов генеративного искусственного интеллекта экономическими агентами происходит со скоростью, значительно опережающей предыдущие волны технологических внедрений. Современные возможности применения искусственного интеллекта простираются от универсального использования в чат-ботах (ChatGPT, Google Gemini, Grok, DeepSeek и др.) и агентах искусственного интеллекта (AutoGPT, Devin и др.) до более специфического применения в кейсах по отмыванию денег, управлению цепочками поставок, прогнозированию инфляции, оценке объемов выбросов парниковых газов и др. Поэтому, компании во всех отраслях экономики, в том числе в финансовой сфере, стремятся внедрять различные инструменты и приложения ИИ, наиболее соответствующие их бизнес-задачам.

Статья посвящена исследованию основных направлений современного применения искусственного интеллекта в деятельности финансовых организаций и центральных банков. В ходе исследования рассмотрены основные понятия и элементы технологии искусственного интеллекта, определены основные возможности и риски применения ИИ в области платежей, финансового посредничества, страхования и управления активами.

## Основные понятия, элементы и модели искусственного интеллекта

Термин «искусственный интеллект» (artificial intelligence, AI) является широким понятием, обозначающим компьютерные системы, выполняющие задачи, требующие интеллекта, подобного челове-

скому [3]. Неразрывным образом с понятием ИИ связаны термины «генеративного искусственного интеллекта» и «общего искусственного интеллекта». Генеративный искусственный интеллект (generative artificial intelligence, GAI) представляет собой разновидность ИИ, имитирующую когнитивные процессы, которая позволяет создавать оригинальный контент, такой как текст, изображения, видео, аудио или программный код, в ответ на запрос пользователя на естественном языке. В то время как общий (универсальный) искусственный интеллект (artificial general intelligence, AGI) является разновидностью ИИ, которая наделена полноценными когнитивными возможностями подобными человеческим. Нужно понимать, что реальные инструменты ИИ, доступные сегодня в силу научно-исследовательских и технологических ограничений, сводятся к GAI. Создание подлинного AGI остается пока объектом мечтаний.

Истоки искусственного интеллекта лежат в 1930-1950-х гг., когда появились такие инновации как машина Тьюринга [32], алгоритмическая теория и первые электронные вычислительные машины, позволившие предлагать решения простейших задач, основанные на формализованных (программируемых) правилах. Этот исходный этап в эволюции ИИ принято называть этапом «вычислений» или «компьютейшен» (computation)<sup>1</sup>. Инновации, появившиеся на этом этапе, позволили компьютерам приступить к выполнению начальных «интеллектуальных» действий.

Последующие достижения в области машинного обучения (machine learning, ML)<sup>2</sup> и развития нейронных сетей (neural networks, NN)<sup>3</sup> в 1950–1990-х гг. – от создания теста Тьюринга [33], реализации первых обучающих систем ML<sup>4</sup> и изобретения первого прототипа нейронной сети перцептрона (perceptron)<sup>5</sup> [30] до расцветов алгоритмов обучения,

<sup>1</sup> Компьютейшен (computation) – это основополагающий этап в развитии ИИ, когда появилась возможность систематически обрабатывать информацию с помощью формальных правил.

<sup>2</sup> Машинное обучение (ML) – это собирательный термин, обозначающий методы, предназначенные для обнаружения закономерностей в данных и их использования для прогнозирования или принятия решений.

<sup>3</sup> Нейронная сеть (NN) – математическая модель, предназначенная для распознавания закономерностей и обучения на данных, которая принимает решения аналогично человеческому мозгу, используя процессы, имитирующие работу биологических нейронов.

<sup>4</sup> Программа, играющая в шашки и обучающаяся в процессе игры, разработанная Артуром Самуэлом (IBM) в 1952 г. Именно А. Самуэл первым в 1959 г. ввел в оборот термин «Machine Learning».

<sup>5</sup> Перцептрон (perceptron) – первая модель нейронной сети, в которой обоснована математическая модель создания искусственного нейрона. Термин «Perceptron» был впервые введен Фрэнком Розенблаттом в 1958 г.

таких как «обратное распространение ошибки» (backpropagation)<sup>6</sup>, «дерево решений» (decision trees)<sup>7</sup>, «метод опорных векторов» (support vector machine)<sup>8</sup>, «случайный лес» (random forest)<sup>9</sup> и др., – а также стремительное увеличение вычислительных мощностей компьютеров привело к значимому прогрессу в развитии технологий ИИ. Так компьютеры научились не только играть в шахматы и вести беседу, но и решать другие относительно интеллектуальные задачи.

Активное развитие нейронных сетей в 1980–2010-е гг., основным строительным блоком которых выступают искусственные нейроны (artificial neurons)<sup>10</sup> с последовательным наращиванием количества слоев позволило сформировать многослойные сети, характеризующиеся большой глубиной сети (network's depth)<sup>11</sup>. Чем больше количество слоев, тем более сложные взаимосвязи в данных улавливают нейронные сети. При этом, важное значение в нейронных сетях имеют так называемые веса, определяющие силу связей между различными нейронами и слоями, которые называются параметрами нейронной сети (NN's parameters). Эти параметры улучшают «обучение» сети итеративно в процессе своего функционирования. Развитие нейронных сетей позволило со временем реализовать различные цифровые приложения по распознаванию лиц и голосовым помощникам, которые нашли широкое применение в финансовой сфере.

<sup>6</sup> Обратное распространение ошибки (backpropagation) является ключевым алгоритмом/методом обучения нейронных сетей, позволяющим нейросети корректировать свои веса, чтобы уменьшить ошибку предсказания.

<sup>7</sup> Дерево решений (decision trees) – это один из основных алгоритмов машинного обучения в задачах классификации и регрессии. В этом алгоритме структура похожа на дерево: каждый внутренний узел – это условие на признак; каждая ветвь – результат условия; каждый лист – итоговое значение.

<sup>8</sup> Метод опорных векторов (support vector machine) – это алгоритм машинного обучения, который позволяет построить гиперплоскость для разделения данных на классы с максимальным зазором между ними. Этот метод используется в ситуациях, в которых требуется разделить данные на классы или предсказать числовое значение.

<sup>9</sup> Случайный лес (random forest) – это алгоритм машинного обучения, основанный на идее объединения множества деревьев решений для получения более точного результата. Он используется преимущественно в задачах классификации и регрессии.

<sup>10</sup> Искусственные нейроны – это вычислительные блоки, организованные в виде последовательности слоев, в которых нейроны первого слоя принимают входные данные и выводят значение активации, а последующие слои берут на входе выходные значения предыдущего слоя, преобразуют их и выдают новое значение чисел, готовых для анализа.

<sup>11</sup> Глубина сети – это количество слоев, которые позволяют нейронным сетям улавливать сложные взаимосвязи в данных. Глубокие сети с большим количеством параметров требуют больше данных для обучения, но и предсказывают точнее.

Развитие глубокого обучения (deep learning, DL)<sup>12</sup> с применением современных NN стало следующим большим шагом в развития ИИ в 1980–2010-е гг.<sup>13</sup> Вскоре на базе DL появилась такая область искусственного интеллекта как обработка естественного языка (natural language processing, NLP)<sup>14</sup>, лежащая в основе многих современных моделей ИИ. В период так называемого статистического NLP (statistical natural language processing) (1980-2010 гг.) основной акцент делался на применении моделей математической вероятности и анализе больших текстовых коллекций, на основании которых машинные модели извлекали статистические закономерности из данных. Это позволяло успешно применять статистическую NLP в машинном переводе, реализации поиска и ранжирования информации, классификации документов, автоматическом резюмировании и др. Однако статистическая обработка естественного языка имела ограниченное понимание глубокого контекстного смысла, контекст обрабатывался лишь локально, статистическая обработка плохо справлялась с нечасто встречающимися словами и неизвестными текстовыми структурами.

В период семантических векторных представлений (embeddings) (2013–2017 гг.) появилась возможность машинной обработки неструктурированных данных. Для реализации такой возможности визуальные или категориальные данные (слова, фразы, изображения) стали встраиваться в массивы чисел. Этот подход был впервые применен в модели Word2Vec<sup>15</sup> и позволил интерпретировать массивы чисел в виде точек в векторном пространстве. Расстояние между векторами указывает на измерение сходства, что позволяет проводить алгебраические обработки с исходно качественными данными. В экономическом смысле, концепция встраивания может использоваться для картирования пространства экономических идей, выявления скрытых точек зрения или методологических подходов, которые можно связать с конкретными экономическими решениями, например по ключевой ставке или валютному курсу [3].

Параллельно в (2014–2018 гг.) была реализована оригинальная архитектура NLP получившая название «последовательность в последовательность» с механизмом внимания (sequence-to-

<sup>12</sup> Глубокое обучение (DL) – это разновидность методов ML, использующая нейронные сети с большим числом слоев («глубоких» нейросетей), позволяющая автоматически извлекать сложные закономерности из текстовых, графических и аудиовизуальных данных.

<sup>13</sup> Для более подробного технического введения в ИИ см.: [31].

<sup>14</sup> Обработка естественного языка (NLP) – область применения ML для работы с языком, позволяющая машинам понимать лингвистику, определять значение контекста и самим генерировать смысловые фразы и предложения.

<sup>15</sup> См.: [18].

sequence + attention). Она была реализована в модели Seq2seq<sup>16</sup>, позволяющей преобразовать одну последовательность данных в другую, например, при переводе с одного языка на другой. В финансовой сфере Seq2seq может успешно применяться при прогнозировании временных рядов (цен на акции, объемы торгов активами и др.), обработки финансовых документов и автоматической генерации описания транзакций.

Логическим продолжением развития NLP стало появления нового этапа в развитии ИИ, который можно назвать этапом трансформеров (transformers). На этом этапе развития искусственного интеллекта появляются оригинальные модели, в основе которых лежат механизмы многоголового внимания (multi-headed attention)<sup>17</sup> и позиционного кодирования (positional encoding)<sup>18</sup>, применяемые для правильного определения контекста используемых слов [3]. Модели трансформеров (transformers models) предназначены для обработки последовательностей, в которых полностью отказались от работы с так называемыми рекуррентными слоями (RNN-layer)<sup>19</sup> в пользу механизмов многоголового внимания. За счет параллельной обработки информационной последовательности, эффективной работы с длинными зависимостями, хорошей масштабируемости и универсальности применения модели трансформеров легли в основу создания больших языковых моделей.

Большие языковые модели (large language models, LLM)<sup>20</sup> сыграли важную роль в современном развитии ИИ, являясь одной из наиболее продвинутых разновидностей NLP. Появление LLM позволило нейросетям получить доступ ко всему контексту слова, а не только к смеж-

<sup>16</sup> Seq2seq (sequence-to-sequence) представляет собой тип нейросетевой архитектуры в области NLP, используемый для преобразования одной текстовой последовательности в другую, который является наиболее эффективным в задачах, где длины входа и выхода текста различаются.

<sup>17</sup> Механизм многоголового внимания является ключевым компонентом моделей трансформеров, реализующим несколько слоев внимания, работающих параллельно, что повышает способность модели одновременно фокусироваться на различных частях входной последовательности данных.

<sup>18</sup> Механизм позиционного кодирования является важным компонентом моделей трансформеров, позволяющим включать информацию о положении элементов в последовательности, что имеет решающее значение для задач, связанных с последовательными данными, такими как NLP.

<sup>19</sup> Рекуррентный слой – это нейросетевой слой, который обрабатывает данные последовательно, сохраняя информацию о предыдущих шагах в памяти.

<sup>20</sup> Большие языковые модели (LLM) – это модели ИИ, обученные на значительном количестве параметров или огромных объемах данных, что делает их способными понимать и генерировать естественный язык и другие типы контента для выполнения широкого спектра задач.



ным словам в предложении и позволило улавливать нюансы текстового перевода или анализировать настроения текстов<sup>21</sup>. Большие языковые модели способны значительно более точно, чем их предшественники, понимать смысловые значения и генерировать точные ответы при минимальном количестве или полном отсутствии предыдущих примеров. В отличие от своих предшественников, большие языковые модели обладают способностью к обучению в процессе так называемых нескольких выстрелов (few-shot learning)<sup>22</sup> и демонстрируют значительную универсальность в спектре решаемых задач. В результате, большие языковые модели позволили широкому кругу пользователей посредством обычного языка, автоматизировать задачи, которые раньше выполнялись лишь узкоспециализированными моделями [3]. При этом, растущая доступность данных, играющая ключевую роль в обучении и совершенствовании больших языковых моделей, позволяла LLM с продвинутыми механизмами обучения и доступом к большим данным (Big Data) давать более точные прогнозы, чем традиционные параметрические модели<sup>23</sup>.

На базе больших языковых моделей в 2010-2020-е гг. возникает экосистема моделей GAI. Хотя понятия LLM и GAI часто используются в общем контексте, GAI является более широким понятием. Более обосновано рассматривать LLM как фундаментальный, но лишь один из составных элементов GAI. Если LLM специализируются преимущественно на генерации текстов, то GAI охватывают все креативные системы AI, направленные на создание нового контента – будь то текст, изображение, аудио, видео и др. Так, с помощью GAI можно сначала идентифицировать исходное изображение, после этого проанализировать подрисуночный текст, затем перевести его смысл и настроение и далее сгенерировать новый, улучшенный визуальный вариант изображения с учетом требуемых модификаций параметров. Современными примерами моделей GAI являются ChatGPT, DALL-E, Sora, Claude и др.

Поскольку основная задача GAI состоит в генерации контента разного типа, применение GAI в финансовой сфере может быть более широко востребованным, нежели LLM. Например, GAI могут применяться для генерации финансовых отчетов, составления обзоров о состоянии рынков, генерации торговых стратегий, анализа

<sup>21</sup> Подробнее см.: [26].

<sup>22</sup> Обучение в несколько выстрелов является системой машинного обучения, в которой модель ИИ учится делать точные прогнозы, тренируясь на очень небольшом количестве отмеченных примеров, благодаря пониманию простого языка.

<sup>23</sup> Согласно данным [21], вычислительные мощности оборудования удваиваются каждые шесть месяцев.



Рис. 1. Иерархия этапов эволюции технологий ИИ

настроек рыночных участников и формулирования гипотез, автоматизации комплаенса и нормативной отчетности, использования финансовых ИИ-ассистентов и др. Одними из наиболее известных примеров моделей GAI, применяемых в финансах, являются: BloombergGPT (языковая модель обученная на финансовых текстах), JPMorgan IndexGPT (внутренний GAI для анализа финансовых данных и клиентов), Alpaca, QuantConnect (кодовые помощники для трейдинга) и др.

На рис. 1 мы визуализировали эволюционную иерархию технологий ИИ.

Как видно из рис. 1, новейшим этапом в развитии технологий искусственного интеллекта и своеобразным подвидом GAI выступают ИИ-агенты (AI agents)<sup>24</sup>. ИИ-агенты представляют собой автономные системы, которые могут действовать самостоятельно. Они

<sup>24</sup> ИИ-агент – это автономная система, основанная на ИИ, способная воспринимать окружающую среду, анализировать ее, принимать решения и выполнять действия для достижения заданной цели.

имеют цель, адаптируются к изменениям среды и обучаются на основе полученных результатов. Таким образом, ИИ-агенты могут действовать для достижения среднесрочных и долгосрочных целей без вмешательства человека или подсказок, указывающих на то, как этих целей достичь. Можно ожидать, что ИИ-агенты уже в ближайшие годы смогут проводить высокочастотную обработку разнообразной финансовой информации и совершать автономные действия по анализу экономических данных, на порядки превосходя возможности человека. Современными примерами ИИ-агентов являются AutoGPT<sup>25</sup>, Devin (Cognition AI)<sup>26</sup>, OpenAI GPT Agents и др.

В финансовой сфере ИИ-агенты могут применяться для сбора данных, написания отчетов и запуска симуляций. ИИ-агенты представляют собой автономные системы, которые имеют цель (например, максимизировать доход при заданном уровне риска), умеют планировать и пошагово выполнять действия (например, проводят сделки, составляют отчеты, делают обзоры рынков и т.д.), обучаются и адаптируются на основе данных и полученных результатов. Наиболее перспективными направлениями применения ИИ-агентов в финансовой сфере являются алгоритмическая торговля и арбитраж, финансовое моделирование и прогнозирование, управление портфелем, обнаружение мошенничества и киберугроз, и др.

Несмотря на впечатляющую эволюцию, которую совершили технологии искусственного интеллекта в последние десятилетия, не следует забывать о значительной неопределенности в отношении долгосрочных возможностей LLM и GAI. Например, в ряде случаев большие языковые модели по-прежнему все еще не могут решать некоторые элементарные задачи логического мышления. Они также испытывают проблемы, когда их ставят перед лицом контрфактических рассуждений<sup>27</sup>. Например, как только LLM ставят перед логической головоломкой, требующей рассуждений о знаниях других людей, такие модели терпят неудачу<sup>28</sup>.

Современные LLM также страдают от проблемы галлюцинаций<sup>29</sup>. Подобные галлюцинации проявляются в том, что они могут выдавать фактически ошибочный ответ за верный и даже ссылаться на несущ-

<sup>25</sup> AutoGPT – первый массовый ИИ-агент с открытым исходным кодом на базе GPT, который самостоятельно разбивает задачи на последовательные шаги и выполняет их, руководствуясь поиском оптимального решения.

<sup>26</sup> Devin (Cognition AI) – первый «ИИ-разработчик», который сам пишет код, вводит в эксплуатацию и тестирует, выполняя функции виртуального инженера.

<sup>27</sup> Контрфактические рассуждения – это ментальные репрезентации альтернатив прошлым событиям, действиям или состояниям, характерные для моделей LLM.

<sup>28</sup> Подробнее см.: [28].

<sup>29</sup> См.: [8].

ществующие выдуманные информационные источники для подкрепления своих фиктивных утверждений. Это происходит потому, что LLM обучены предсказывать статистически правдоподобное слово на основе входной информации, но они не могут отличить лингвистически вероятное слово от фактически верного [3].

Хотя, GAI может выполнять задачи, требующие ограниченных когнитивных способностей, и даже развивать эмерджентные способности<sup>30</sup>, он не способен выполнять задачи, требующие логических суждений. По всей видимости, подобные проблемы LLM и GAI не могут быть связаны лишь с ограниченным набором данных и количеством параметров в используемых моделях. Они обусловлены более фундаментальными причинами. Дело в том, что знания машин, приобретаемые лишь посредством языка, в отсутствие других, нелингвистических источников знаний, которые можно приобрести только при активном взаимодействии с объектами реального мира, и которые лежат в основе человеческого опыта, остаются ограниченными<sup>31</sup>.

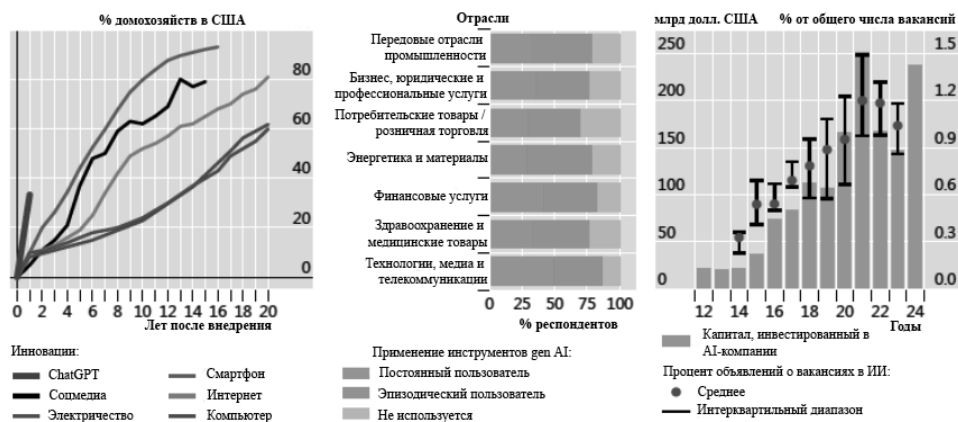
### **Применение ИИ в финансовой сфере: возможности и риски**

В ближайшие годы искусственный интеллект может стать одной из важнейших технологией общего назначения, которая окажет глубокое влияние как на общество в целом, так и на финансовую сферу в частности. К технологиям общего назначения относятся электричество, телефония, Интернет, компьютеризация и др., которые за счет сетевых эффектов, достигая широкого распространения, могут способствовать развитию смежных технологий. При этом, общая скорость повсеместного распространения технологий общего назначения с годами только увеличивается. Например, если для массового внедрения электричества потребовались десятилетия, то для универсального распространения смартфонов и социальных сетей – менее десяти лет. Простота использования ИИ в сочетании с незначительной стоимостью его применения, а также широкое использование искусственного интеллекта уже на ранней стадии внедрения как домохозяйствами, так и компаниями финансового сектора позволяют говорить о еще более крутой J-кривой (см. рис. 2).

Как показано на рис. 2, темпы внедрения ИИ (на примере ChatGPT) существенно превышают темпы внедрения персональных компьютеров, Интернета и смартфонов. В настоящее время более 35% домохо-

<sup>30</sup> Эмерджентные способности – это неожиданные качества, возникающие в результате взаимодействия отдельных элементов в ИИ без явного их программирования.

<sup>31</sup> Подробнее см.: [9].



Источник: [3].

Рис. 2. Темпы адаптации ИИ

жителей США активно используют чат-ботов с ИИ. При этом, финансовые услуги наравне с технологиями, медиа и телекоммуникациями являются отраслями с наиболее высоким уровнем применения GAI (более 80%). Опросы также показывают, что в последние годы наблюдается существенный рост инвестиций в модели ИИ для их адаптации к специфическим потребностям бизнеса, также, как и рост найма работников с навыками использования ИИ<sup>32</sup>.

В настоящее время применение ИИ может дополнять деятельность человека по следующим направлениям: 1) автоматизация бизнес-процессов и оптимизация ресурсов и времени, способствующие повышению производительности; 2) решение сложных задач посредством анализа больших объемов данных, позволяющего повысить эффективность принятия решений и распознавания закономерностей, которые при использовании других методов могут остаться незамеченными; 3) замещение в трудоемких процессах людей, что позволяет последним сосредоточиться на выполнении более интеллектуальных задач; 4) стимулирование инноваций, которые могут быть использованы в различных бизнес-процессах и др.

Возможности применения ИИ в финансовой сфере. Так как финансовая сфера относится к числу наиболее перспективных и рискованных областей применения ИИ, то из-за высокой доли когнитивно сложных задач и работы с большими массивами данных, важно определить наиболее значимые направления финансов, по которым применение искусственного интеллекта является наиболее оправданным. Такими направлениями, по мнению экономистов банка международных рас-

<sup>32</sup> См.: [2; 23].

четов (БМР), в настоящее время являются: 1) платежи; 2) финансовое посредничество; 3) страхование; 4) управление активами<sup>33</sup>.

*Применение ИИ в платежах.* В сфере платежей обилие данных на уровне транзакций позволяет моделям искусственного интеллекта совершенствовать процессы идентификации клиентов (KYC), противодействия в борьбе с отмыванием денег (AML), финансирования терроризма (CFT), а также и проверять клиентов на предмет нахождения в санкционных списках. Так, банки-корреспонденты в последние годы столкнулись с ужесточением требований KYC/AML/CFT, что сделало данный бизнес высокорискованным и низкодоходным<sup>34</sup>. Сокращение масштабов корреспондентской банковской деятельности является частью общей тенденции снижения рисков<sup>35</sup>. Поэтому, одним из важнейших направлений использования моделей ИИ является совершенствование процессов AML/CFT за счет повышения качества: оценки рисков, связанных с соблюдением нормативных требований и с репутацией клиентов; проверки контрагентов по сделке и выявления аномалий в различных платежных моделях. Модели ИИ позволяют анализировать данные о транзакциях (данные банковских счетов и кредитных карт) и неструктурированные данные (такие как электронная почта, текстовые и аудиоданные) для выявления признаков возможного отмывания денег, финансирования терроризма, взяточничества, уклонения от уплаты налогов, инсайдерской торговли, манипулирования рынком и других мошеннических или незаконных действий<sup>36</sup>.

*Возможности использования ИИ в финансовом посредничестве.* В области финансового посредства в целом и в вопросах кредитования в частности, искусственный интеллект может значительно улучшить качество выдаваемых кредитов за счет более комплексного кредитного скоринга. В отличие от кредитных баллов и коэффициентов, отражающих стоимость кредита и долга к доходу, на которых финансовые организации (ФО) традиционно основывают свои решения о выдаче кредита, инструменты ИИ позволяют кредиторам оценивать кредитоспособность с помощью дополнительных или альтернативных данных. Такими

<sup>33</sup> Подробнее см.: [3].

<sup>34</sup> Подробнее см.: [7].

<sup>35</sup> Так, с 2011 по 2023 гг. при неуклонном росте стоимости трансграничных платежей (на 40%) и объемов платежных сообщений (на 60%), количество активных банков-корреспондентов и платежных коридоров/каналов корреспондентских операций неуклонно снижалось (на 30% и 20% к 2011 г соответственно). В территориальном разрезе наибольшее сокращение произошло в Океании, странах Латинской Америки и Карибских островов. Наименьшее снижение – в странах Северной Америки. Подробнее см.: [29; 11; 17].

<sup>36</sup> См.: [35].

данными могут быть как финансовые, так и не финансовые показатели: операции по банковским счетам; данные о коммунальных платежах; информация об образовании заявителя; его семейное положение и др. Благодаря тому, что ИИ может выявлять закономерности в неструктурированных данных и обнаруживать невидимые праймы, ФО могут повысить качество прогнозирования дефолтов среди наиболее уязвимых слоев населения, что будет способствовать финансовой инклюзии<sup>37</sup>.

*Использование ИИ в страховании.* В страховании искусственный интеллект может широко использоваться при оценке рисков и ценообразовании на страховые услуги. Например, компании могут применять ИИ для автоматического анализа фотографий и видеозаписей, с целью оценки ущерба, нанесенного имуществу в результате стихийных бедствий, или для определения: соответствует ли заявление о возмещении финансовых потерь реальному ущербу. Андеррайтеры, актуарии и специалисты по урегулированию убытков могут также использовать искусственный интеллект для обобщения и синтеза данных, собранных в течение жизненного цикла претензий. Речь идет о стенограммах и записях звонков, а также о юридических и медицинских документах<sup>38</sup>.

*Возможности применения ИИ в управлении активами.* Различные модели искусственного интеллекта могут использоваться для прогнозирования доходности, оптимизации распределения инвестиционного портфеля и др. Например, LLM могут использоваться для выявления ненаблюдаемых характеристик финансовых данных (так называемых «вкраплений активов»). Это позволяет участникам рынка извлекать информацию (о предпочтениях инвесторов, характеристиках компаний и др.), которую сложно выявить в неструктурированных данных, что может способствовать росту качества оценки рисков и доходностей инвестиционных портфелей. Так, применение ИИ в алгоритмической торговле может позволить инвесторам получать более точную рыночную информацию и снижать комиссионные расходы [3]. Кроме того, GAI может предоставлять финансовые консультации индивидуальным инвесторам, на основе анализа их активов, структуры расходов, остатков по долгам и предыдущих коммуникаций<sup>39</sup>.

Применение технологий искусственного интеллекта в финансовой сфере не ограничивается указанными выше направлениями. Финансовые учреждения могут использовать GAI не только для автоматизации торговли ценными бумагами и деривативами, борьбы с незаконным финансированием, обнаружения киберугроз и их смягчения, приня-

---

<sup>37</sup> Подробнее см.: [13; 14].

<sup>38</sup> Подробнее см.: [3].

<sup>39</sup> О вложениях активов с применением моделей ИИ см.: [25; 34].

тия решений по выдаче кредитов и инвестициям, управления рисками дефолтов, но и для повышения качества обслуживания клиентов. Имитируя человеческое общение с помощью текстовых и голосовых команд, современные модели ИИ могут отвечать на вопросы клиентов, касающиеся остатков на банковских счетах и истории транзакций, инвестиционного портфеля, изменения адреса и сброса пароля. Они могут также принимать и обрабатывать торговые заказы в пределах определенных лимитов, инициировать открытие счетов, обрабатывать и сортировать звонки клиентов, а также классифицировать электронные письма клиентов в соответствии с ключевыми характеристиками и отвечать на электронные письма, содержащие общие запросы [35].

В 2024 г. около 70% всех финансовых компаний использовали искусственный интеллект для выявления уязвимых мест в системе безопасности платежных систем, улучшения прогнозирования денежных потоков и управления ликвидностью [4]. По оценкам Глобального института McKinsey (MGI) только в мировом банковском секторе применение GAI может ежегодно приносить от 200 до 340 млрд долл., что составляет от 2,8 до 4,7% от общей выручки банковской отрасли, за счет повышения производительности в предоставлении финансовых сервисов [22].

Новые источники рисков, связанные с применением ИИ. Зависимость от технологий искусственного интеллекта усиливает вероятность кибератак, которые являются одной из главных проблем финансовой сферы. Речь идет о возрастающих возможностях злоумышленников по рассылке фишинговых писем, содержащих вредоносный код (malware), активация которого позволяет злоумышленникам завладеть пользовательским устройством<sup>40</sup> и осуществить вредоносные атаки на другие цели<sup>41</sup>. GAI может значительно расширить возможности хакеров по написанию правдоподобных фишинговых писем, созданию вредоносного ПО и его использованию для кражи информации или шифрования файлов компании с целью получения выкупа, что увеличивает риск мошенничества как для финансовых учреждений, так и их клиентов.

Другим источником риска являются атаки с отравлением данных, позволяющие злоумышленникам вмешиваться в информационные массивы, на которых обучаются большие языковые модели, с целью изменения поведения модели<sup>42</sup>. Атаки с отравлением LLM позволяют внедрять вредоносное программное обеспечение, манипули-

<sup>40</sup> Фишинг учетных данных представляет собой кражу логина и пароля пользователя посредством маскировки под авторитетное или известное лицо в электронном письме, SMS-сообщении или другом способе коммуникации.

<sup>41</sup> См.: [15].

<sup>42</sup> Подробнее см.: [19].



руя процессом обучения системы ИИ, для нарушения ее целостности или функциональности. Поскольку все больше приложений используют данные, созданные самими моделями искусственного интеллекта, такие атаки могут повысить операционные риски финансовых учреждений.

Широкое использование ИИ поднимает также вопросы предвзятости и дискриминации. Особенно это касается защиты прав потребителей в вопросах доступа к финансовым услугам и обеспечения конфиденциальности. Модели искусственного интеллекта могут отражать предвзятость в данных, на которых они обучаются, что создает риск принятия несправедливых решений, связанных с исключением уязвимых групп населения из страхования и усиления неравенства в доступе к кредитам. Так, данные опросов американских домохозяйств свидетельствуют о более низком уровне доверия к GAI, чем к услугам, предоставляемым человеком<sup>43</sup>, в таких сферах как банковское дело и государственная политика, а также о наиболее низком уровне доверия к финансовым услугам, предоставляемым бигтех-компаниями<sup>44</sup>. При этом, обеспечение конфиденциальности и приватности данных является ключевой проблемой для пользователей при работе с системами ИИ, также, как и с другими системами, использующими большие данные<sup>45</sup>. В свете высоких стандартов кон-

---

<sup>43</sup> Подробнее см.: [2; 17].

<sup>44</sup> Недоверие к крупным технологическим компаниям в вопросах безопасной обработки данных по сравнению с традиционными финансовыми организациями существует во многих странах. Главной причиной подобного недоверия является возможность использования бигтех-компаниями дополнительных или альтернативных данных, которые коррелируют с определенными потребительскими характеристиками, которые традиционным ФО не разрешено использовать в процессе оценки кредитоспособности (например, пол, национальность, расовая принадлежность или сексуальная ориентация). Подробнее см.: [10].

<sup>45</sup> Например, отсутствие ясности в отношении защиты конфиденциальности данных пользователей в системах цифровых валют центральных банков (CBDCs) является одной из важных причин, сдерживающих их широкое внедрение/использование в развитых странах. Так, в странах ЕС подавляющее число респондентов (43%) указали, что конфиденциальность является главным требованием к цифровому евро со стороны потребителей [16]. В США работы над внедрением цифрового доллара [6] были приостановлены в 2025 г. [36], в том числе из-за опасений в отношении конфиденциальности и потенциального негативного влияния на существующую финансовую систему. В системе цифрового юаня, где реализуется концепция так называемой «контролируемой анонимности», несмотря на наличие нескольких уровней кошельков, обеспечивающих разный уровень конфиденциальности пользователей [27], Народный банк Китая (НБК) требует, чтобы для работы с системой использовались персональные идентификаторы. Поэтому даже при использовании кошелька самого низкого уровня экономическому агенту требуется указать номер телефона, который в Китае, будет соответствовать его реальному идентификатору, если SIM-карта была приобретена в Китае.

фиденциальности, которым должны соответствовать ФО, применение ИИ повышает юридические риски, особенно в условиях отсутствия объяснимости моделей искусственного интеллекта, а также их склонности к «галлюцинациям».

Один из важных операционных рисков при внедрении ИИ (риск зависимости от третьей стороны), возникает вследствие необходимости полагаться на ограниченное число поставщиков моделей искусственного интеллекта. Олигополия на рынке поставщиков AI ИИ обусловлена централизацией больших объемов данных в определенных местах и огромными затратами на разработку и внедрение LLM. Для создания хранилищ данных, найма и обучения персонала, сбора и очистки данных, разработки и совершенствования алгоритмов требуются значительные первоначальные инвестиции. Подобная централизация приводит к дальнейшему притяжению (гравитации) данных. Так, компании, которые уже имеют преимущество в сборе, хранении и анализе данных, могут предоставить более продвинутые модели ИИ. Следствием гравитации является то, что лишь немногие компании предоставляют LLM. Поэтому, любой сбой или кибератака на поставщиков моделей ИИ создает риски для их пользователей.

Кроме отмеченных выше рисков, зависимость участников рынка от узкого круга поставщиков LLM, вкуче с повсеместным внедрением ИИ в финансовую сферу и его способностью принимать решения автоматически, со скоростью, значительно превышающей аналитические возможности человека, создает риск нарушения финансовой стабильности. Поведение финансовых учреждений, использующих одинаковые алгоритмы, может усилить процикличность и волатильность рынка за счет эффекта стадности и стихийных распродаж активов. Применение схожих алгоритмов может привести также к скоординированным рекомендациям LLM или откровенному сговору, что противоречит нормам, запрещающим манипулирование рынком<sup>46</sup>.

Источником значительных системных рисков может также являться деятельность ИИ-агентов. Внимание следует уделять таким тревожным фактам как сильное коррелирование в поведении ИИ-агентов, трудно объяснимые действия агентов искусственного интеллекта, отсутствие надзора за их деятельностью или его несогласованность. Например, ИИ-агенты, созданные для эффективного распределения активов, могут использовать неэффективность рынка, что приведет к росту волатильности или системным дисбалансам. Эффект влияния на финансовую стабильность от широкого внедрения ИИ будет сильно

<sup>46</sup> Для более детального рассмотрения рисков финансовой стабильности, возникающих вследствие внедрения ИИ, см.: [25].

зависеть от темпов и масштабов внедрения ИИ не только в финансовую сферу, но и в реальные сектора экономики<sup>47</sup>.

При позитивном сценарии, при котором внедрение ИИ происходит планомерно и контролируемо, влияние искусственного интеллекта может выражаться в повышении производительности и экономическом росте без серьезных сбоев на макроэкономическом уровне, относительно безболезненным для финансового сектора, в трансформации рынка труда, ослаблении инфляционного давления и долгового бремени. Однако при более негативных сценариях, в которых высокоэффективные системы ИИ внедряются спонтанно и бесконтрольно, повсеместно автоматизируя человеческие функции, влияние ИИ может выражаться в девальвации рабочей силы<sup>48</sup>, перераспределении корпоративной выручки<sup>49</sup>, одновременном ускорении темпов экономического роста и инфляции<sup>50</sup>, сокращении налоговых поступлений, усилении разрыва в технологическом развитии между странами и др. Данные факторы могут подорвать финансовую стабильность посредством своих неотвратимых последствий и привести к резкому перераспределению доходов и богатства, значительному увеличению корпоративных и потребительских дефолтов, быстрому росту процентных ставок, ухудшению качества кредитов, сокращению государственных доходов, серьезным потерям в условиях торговли для менее развитых стран<sup>51</sup> и политической нестабильности<sup>52</sup> [1].

<sup>47</sup> Подробнее см.: [1].

<sup>48</sup> Недавно опубликованные исследования влияния GAI на рабочую силу показали, что премия за квалификацию, которую получают высокообразованные работники, снижается. В то время как стоимость аппаратного обеспечения, лежащего в основе технологий технологии генеративного искусственного интеллекта, быстро растет [24].

<sup>49</sup> Быстрый прогресс в ИИ может подорвать традиционный бизнес и перераспределить доходы корпораций в пользу новых компаний, созданных на исключительном применении ИИ. Например, по мнению Сэма Альтмана, генерального директора OpenAI, в скором времени мы увидим компании с триллионным оборотом, в которых не будет людей, и которые быстро захватят некоторые отрасли бизнеса [1].

<sup>50</sup> Значительное увеличение темпов экономического роста и инфляции ведут к быстрому росту процентных ставок, что ведет к резкому ухудшению качества кредитов и широкомасштабным дефолтам [12].

<sup>51</sup> Несмотря на то, что быстрые достижения во внедрении технологий ИИ могут стимулировать экономический рост в странах, находящихся на переднем крае технологического развития, они могут также ухудшить экономическое положение для менее технологически развитых стран, что приведет к серьезным потерям в условиях торговли [20].

<sup>52</sup> Подробнее см.: [5].

Таблица 1

**Возможности и риски внедрения ИИ в финансовой сфере**

|   | Платежи   | Финансовое<br>посредниче-<br>ство  | Страхование  | Управление<br>активами   |
|---|---|--|--|--|
| Общие воз-<br>можности                    | улучшение<br>внутреннего<br>процессинга<br>транзакций и<br>ускорение ско-<br>рости платежей   | внедрение<br>виртуального<br>ассистирования  | выявление<br>мошенниче-<br>ства, расшире-<br>ние возможно-<br>стей цифровых<br>помощников  | увеличение<br>скорости<br>обработки<br>информации<br>и улучшение<br>соблюдения<br>нормативных<br>требований  |
|   |   | автоматизированная разработка<br>и продажа новых финансовых<br>продуктов без участия человека  |  |  |
| Секторальные<br>возможности               | повышение<br>эффективности<br>управления<br>ликвидностью,<br>улучшение<br>процессов<br>KYC/ AML/CFT,<br>предотвраще-<br>ние мошенни-<br>чества  | улучшение<br>кредитного<br>скоринга, повы-<br>шение качества<br>анализа кредит-<br>ных рисков,<br>улучшение<br>поддержки<br>клиентов,<br>расширение<br>финансовой<br>доступности | более гибкое<br>ценообразо-<br>вание, повы-<br>шение качества<br>оценки рисков,<br>облегчение<br>процедур ком-<br>плаенса, повы-<br>шение качества<br>обработки<br>претензий | расширение<br>возможностей<br>алгоритмиче-<br>ской торговли,<br>внедрение<br>робот-консуль-<br>тирования,<br>формирование<br>более вари-<br>ативных инве-<br>стиционных<br>портфелей |
| Общие<br>проблемы                         | отсутствие объяснимости, изолированность данных, зависимость от третьих лиц, галлюцинации, риски кибербезопасности  |  |  |  |
| Секторальные<br>проблемы                  | проблемы<br>с ликвидностью,<br>мошенниче-<br>ство, кибера-<br>таки  | алгоритмическая дискримина-<br>ция, проблемы конфиденциаль-<br>ности   |  | гонка с нулевой<br>суммой, стад-<br>ность, алго-<br>ритмическая<br>координация   |
| Обеспечение<br>финансовой<br>стабильности | взаимосвязанность сетей, процикличность, наличие единой точки<br>отказа, возможность неверных решений, основанных на малых<br>выборках нерепрезентативных данных, неприспособленность<br>ИИ-агентов к пруденциальной политике |  |  |  |

Составлено по: [1; 3].

В табл. 1 обобщены проанализированные нами данные по возможностям и рискам, связанным с внедрением ИИ в финансовой сфере.

Как видно из табл. 1, в рассмотренных финансовых областях ИИ может существенно повысить эффективность и снизить затраты на внутреннюю обработку транзакций, соответствие нормативным требованиям, выявление мошенничества и обслуживание клиентов<sup>53</sup>, что

<sup>53</sup> Наглядным примером является улучшение процессов идентификации клиентов (KYC) за счет более быстрой обработки данных и улучшенной способности обнаруживать мошенничество, что позволяет ФО обеспечивать лучшее соблюдение регуляторных требований при одновременном снижении затрат. См.: [4].

может благотворно повлиять на экономические показатели финансовых учреждений, предоставляющих подобные услуги. Тем не менее, внедрение искусственного интеллекта имеет и обратную сторону, выраженную в наличии таких проблем как отсутствие объяснимости моделей ИИ, зависимость от третьих лиц, риски кибербезопасности и алгоритмической дискриминации, проблемы конфиденциальности и др. Кроме того, внедрение ИИ может негативно повлиять на финансовую стабильность посредством эффекта стадности, взаимосвязанности сетей и процикличности, наличия единой точки отказа, а также побочных эффектов от проблемного функционирования искусственного интеллекта в реальном секторе экономики.

Несмотря на имеющиеся риски, в 2024 г. около 70% всех финансовых компаний использовали искусственный интеллект для выявления уязвимых мест в системе безопасности платежных систем, улучшения прогнозирования денежных потоков и управления ликвидностью [4]. По оценкам Глобального института McKinsey (MGI) только в мировом банковском секторе применение GAI может ежегодно приносить от 200 до 340 млрд долл., что составляет от 2,8 до 4,7% от общей выручки банковской отрасли, за счет повышения производительности в предоставлении финансовых сервисов [22].

Хотя в настоящее время технологии ИИ все еще не могут выполнять задачи, требующие глубоких логических рассуждений, которые посильны лишь человеку, нынешние темпы развития искусственного интеллекта свидетельствуют о том, что его долгосрочное влияние на экономику в целом и финансовую сферу в частности будет неуклонно возрастать и недооценивать это было бы большой ошибкой.

## Выводы

В последние годы наблюдается стремительный рост технологий искусственного интеллекта, которые совершили гигантский скачок от общих моделей машинного обучения и первых прототипов нейронных систем до продвинутых моделей GAI и ИИ-агентов. Благодаря незначительной стоимости применения ИИ для конечных пользователей, а также широкой доступности генеративного искусственного интеллекта уже на ранней стадии внедрения для домохозяйств и компаний финансового сектора, темпы внедрения технологий ИИ значительно превышают скорость внедрения других технологий общего назначения. При этом, финансовые услуги наравне с технологиями, медиа и телекоммуникациями являются отраслями с наиболее высоким уровнем применения GAI.

Широкое применение LLM и GAI в последние годы привело к появлению разнообразных инструментов и приложений искусственного

интеллекта, которые активно внедряются в разных областях экономики и финансовой сферы. Внедрение технологий ИИ позволяет создать новые возможности для ведения бизнеса за счет автоматизации бизнес-процессов, оптимизации использования ресурсов и времени, анализа больших объемов данных, замены людей в трудоемких процессах, решения сложных задач посредством распознавания закономерностей, генерирования инноваций, находящих применение в бизнес-процессах финансовых учреждений.

Основными областями использования ИИ в финансовой сфере в настоящее время являются: платежи (управление ликвидностью, AML/KYC); финансовое посредничество (анализ кредитных рисков, обеспечение финансовой доступности); страхование (оценка рисков, ценообразование, обработка претензий); управление активами (распределение портфеля, алгоритмическая торговля и др.). Во всех перечисленных областях применение искусственного интеллекта способно повысить эффективность предоставления финансовых услуг за счет снижения затрат на внутреннюю обработку транзакций, соответствие нормативным требованиям, выявление мошенничества и обслуживание клиентов.

Вместе с тем применения ИИ повышает вероятность проведения с его помощью кибератак, генерирует новые источники киберрисков, обостряет проблемы предвзятости и дискриминации при принятии финансовых решений, что способствует росту юридических и операционных рисков как для финансовых учреждений, так и для их клиентов. Применение ИИ может оказать влияние на финансовую стабильность за счет эффекта стадности, взаимосвязанности сетей и процикличности, а также негативных побочных эффектов его применения в реальном секторе экономики.

#### ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

1. Aldasoro I., Gambacorta L., Korinek A., Shreeti V., Stein M. Intelligent Financial System: How AI Is Transforming Finance // BIS Working Papers. 2024. No. 1194, June. <https://www.bis.org/publ/work1194.pdf> (accessed: 10.08.2025).
2. Aldasoro I., Armantier O., Doerr S., Gambacorta L., Oliviero T. Survey Evidence on Gen AI and Households: Job Prospects Amid Trust Concerns // BIS Bulletin. 2024. No. 86, April. <https://www.bis.org/publ/bisbull86.pdf> (accessed: 10.08.2025).
3. Bank for International Settlements (BIS). Artificial Intelligence and the Economy: Implications for Central Banks // Annual Economic Report. 2024. June. Pp. 91–127. <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2024e3.pdf> (accessed: 10.08.2025).
4. Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). Digitalisation of Finance. 2024. May. <https://www.bis.org/bcbs/publ/d575.pdf> (accessed: 10.08.2025).
5. Bell S.A., Korinek A. AI's Economic Peril // Journal of Democracy. 2023. Vol. 34. No. 4. Pp. 151–161.

6. Board of Governors of the Federal Reserve System (BGoFRS). Money and Payments: The U.S. Dollar in the Age of Digital Transformation. 2022. January. <https://www.federalreserve.gov/publications/files/money-and-payments-20220120.pdf> (accessed: 10.08.2025).
7. Borchert L., De Haas R., Kirschenmann K., Schultz A. Broken Relationships: De-risking by Correspondent Banks and International Trade // EBRD Working Papers. 2023. No. 285. December.
8. Boyd D., Crawford K. Critical Questions for Big Data // Information, Communication & Society. 2012. Vol. 15. No. 5. Pp. 662–79. DOI: 10.1080/1369118X.2012.678878.
9. Browning J., LeCun Y. AI and the Limits of Language // Noema. 2022. 23 August.
10. Chen S., Doerr S., Frost J., Gambacorta L., Shin H.S. The Fintech Gender Gap // Journal of Financial Intermediation. Elsevier. 2023. Vol. 54. DOI: 10.1016/j.jfi.2023.101026.
11. Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI). CPMI Quantitative Review of Correspondent Banking Data, 2023. May. [https://www.bis.org/cpmi/paysysinfo/corr\\_bank\\_data.htm](https://www.bis.org/cpmi/paysysinfo/corr_bank_data.htm) (accessed: 10.08.2025).
12. Chow T., Halperin B., Mazlish J.Z. Transformative AI, Existential Risk, and Asset Pricing. Working Paper. 2023. [https://www.basilhalperin.com/papers/agi\\_emh.pdf](https://www.basilhalperin.com/papers/agi_emh.pdf) (accessed: 10.08.2025).
13. Cornelli G., Frost J., Gambacorta L., Rau R., Wardrop R., Ziegler T. Fintech and Big Tech Credit: Drivers of the Growth of Digital Lending // Journal of Banking and Finance. 2023. Vol. 148. March. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2022.106742.
14. Di Maggio, Ratnadiwakara M.D., Carmichael D. Invisible Primes: Fintech Lending with Alternative Data // NBER Working Papers. 2023. No. 29840.
15. Doerr S., Gambacorta L., Guiso L., Sanchez del-Villar M. Privacy regulation and fintech lending // BIS Working Papers. 2023. No. 1103. June. <https://www.bis.org/publ/work1103.pdf> (accessed: 10.08.2025).
16. European Central Bank (ECB). Eurosystem Report on the Public Consultation on a Digital Euro, 2021. April. [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Eurosystem\\_report\\_on\\_the\\_public\\_consultation\\_on\\_a\\_digital\\_euro-539fa8cd8d.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Eurosystem_report_on_the_public_consultation_on_a_digital_euro-539fa8cd8d.en.pdf) (accessed: 10.08.2025).
17. Federal Reserve Bank of New York. Survey of Consumer Expectations. 2024. <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2024/10/exposure-to-generative-ai-and-expectations-about-inequality/> (accessed: 10.08.2025).
18. Grand G., Blank I., Pereira F., Fedorenko E. Semantic Projection Recovers Rich Human Knowledge of Multiple Object Features from Word Embeddings // Nature Human Behaviour. 2022. Vol. 6. Pp. 975–987.
19. Hitaj D., Pagnotta G., Hitaj B., Mancini L., Perez-Cruz F. MaleficNet: Hiding Malware into Deep Neural Networks Using Spread-Spectrum Channel Coding. In: V. Atluri, R. Di Pietro, C. Jensen, W. Meng (eds.). Computer security – ESORICS 2022. Springer Cham, 2022. 23 September. DOI: 10.1007/978-3-031-17143-7\_21.
20. Korinek A., Stiglitz J.E. Artificial Intelligence, Globalization, and Strategies for Economic Development // NBER Working Paper. 2012. No. 28453. [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w28453/w28453.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w28453/w28453.pdf) (accessed: 10.08.2025).
21. Korinek A., Vipra J. Concentrating Intelligence: Scaling Laws and Market Structure in Generative AI // Institute for New Economic Thinking Working Paper Series. 2024. No. 228. April. <https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/5044496.pdf?abstractid=5044496&mirid=1> (accessed: 10.08.2025).

22. McKinsey & Company. Scaling Gen AI in Banking: Choosing the Best Operating Model, 2024. March. <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/scaling-gen-ai-in-banking-choosing-the-best-operating-model> (accessed: 10.08.2025).
23. McKinsey & Company. The State of AI in Early 2024: Gen AI Adoption Spikes and Starts to Generate Value, 2024. May. <https://www.mckinsey.com/capabilities/quantumblack/our-insights/the-state-of-ai-2024> (accessed: 10.08.2025).
24. Noy S., Zhang W. Experimental Evidence on the Productivity Effects of Generative Artificial Intelligence // *Science*. 2023. 381 (6654). Pp. 187–192. DOI: 10.2139/ssrn.4375283.
25. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). Generative Artificial Intelligence in Finance // OECD Artificial Intelligence Papers. 2023. No. 9. December. [https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2023/12/generative-artificial-intelligence-in-finance\\_37bb17c6/ac7149cc-en.pdf](https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2023/12/generative-artificial-intelligence-in-finance_37bb17c6/ac7149cc-en.pdf) (accessed: 10.08.2025).
26. Park T., Shin H.S., Williams H. Mapping the Space of Economic Ideas with LLMs // BIS Working Papers, 2024.
27. People's Bank of China (PBoC). Progress of Research & Development of E-CNY in China, 2021. July. <http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688172/4157443/4293696/2021072014364791207.pdf> (accessed: 10.08.2025).
28. Perez-Cruz F., Shin H.S. Testing the Cognitive Limits of Large Language Models // BIS Bulletin, 2024. No. 83, January. <https://www.bis.org/publ/bisbull83.pdf> (accessed: 10.08.2025).
29. Rice T., G. von Peter, Boar C. On the Global Retreat of Correspondent Banks // BIS Quarterly Review. 2020. March. Pp. 37–52. [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt2003g.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2003g.pdf) (accessed: 10.08.2025).
30. Rosenblatt F. The Perceptron: A Probabilistic Model for Information Storage and Organization in the Brain // *Psychological Review*. 1958. Vol. 65. No. 6. Pp. 386–408. DOI: 10.1037/h0042519.
31. Russell S., Norvig P. Artificial Intelligence: A Modern Approach. Pearson, 4th Edition, 2021.
32. Turing A.M. Computing Machinery and Intelligence // *Mind*. 1950. October. Vol. LIX. Issue 236. Pp. 433–460. DOI: 10.1093/mind/LIX.236.433.
33. Turing A.M. On Computable Numbers, with an Application to the Entscheidungsproblem // *Proceedings of the London Mathematical Society*. 1936. Series 2. Vol. 42. Pp. 230–265.
34. Zhu L., Wu H., Wells M. News-Based Sparse Machine Learning Models for Adaptive Asset Pricing // *Data Science in Science*. 2023. Vol. 2. No. 1.
35. United States Government Accountability Office (GAO). Artificial Intelligence: Use and Oversight in Financial Services. Report to Congressional Committees, 2025. May. <https://www.gao.gov/assets/gao-25-107197.pdf> (accessed: 10.08.2025).
36. White House. Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology. Executive Order 14178. 23.01.25. <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/01/strengthening-american-leadership-in-digital-financial-technology/> (accessed: 10.08.2025).

Дата поступления рукописи: 01.09.2025 г.

Дата принятия к публикации: 18.11.2025 г.



#### СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРЕ

**Кочергин Дмитрий Анатольевич** – доктор экономических наук, доцент, главный научный сотрудник ФГБУН Институт экономики РАН, Москва, Россия  
ORCID: 0000-0002-7046-1967  
kda2001@gmail.com

#### ABOUT THE AUTHOR

**Dmitry A. Kochergin** – Dr. Sci. (Econ.), Assistant Professor, Chief Researcher, Institute of Economics of the RAS, Moscow, Russia  
ORCID: 0000-0002-7046-1967  
kda2001@gmail.com

#### MAIN TRENDS IN THE USE OF ARTIFICIAL INTELLIGENCE IN THE FINANCIAL SECTOR

This article is devoted to researching the current applications of artificial intelligence in the financial sector. The study examines the basic concepts and elements of artificial intelligence technology, identifies the main areas of its application in the financial sector, and reveals new opportunities and risks associated with the introduction of artificial intelligence. The study found that the introduction of artificial intelligence allows for the automation of business processes, the optimization of resource and time use, the execution of routine processes, and the solution of complex tasks through big data analysis and pattern recognition. The main areas of application of artificial intelligence in the financial sector are: payments, financial intermediation, insurance, and asset management. In these areas, the use of artificial intelligence improves the efficiency of financial services by reducing the costs of internal transaction processing, regulatory compliance, fraud detection, and customer service. At the same time, the use of AI generates new sources of cyber risks and exacerbates problems of bias and discrimination in financial decision-making, which contributes to an increase in legal and operational risks.

**Keywords:** *artificial intelligence, machine learning, neural networks, large language models, generative artificial intelligence, artificial intelligence agents, general artificial intelligence, application of artificial intelligence in payments, lending, insurance and asset management, risks of artificial intelligence implementation.*

**JEL:** C63, G21, G22, O33.

**А.Е. СЕГАЛЬ**

глава практики корпоративных финансов  
на рынках акционерного капитала ПАО «Сбербанк»

**А.В. МАЛЬКОВ**

кандидат экономических наук,  
управляющий директор по рынкам капитала АО «Т-Банк»

**А.В. ОСАДЧЕВ**

менеджер управления рынков капитала АО «Т-Банк»

## **АНАЛИЗ СВЯЗИ РЫНОЧНЫХ НАСТРОЕНИЙ РОЗНИЧНЫХ ИНВЕСТОРОВ И ПЕРВОНАЧАЛЬНОЙ ДОХОДНОСТИ СДЕЛОК IPO В РОССИИ В «НОВОЙ РЕАЛЬНОСТИ» (с 2022 г.)**

На фоне трансформации российского фондового рынка после 2022 г. возрастает актуальность изучения факторов, влияющих на ценообразование акций при их первичном публичном предложении (IPO) на фондовом рынке. В данной статье представлены результаты первого этапа исследования – анализа связей между первоначальной доходностью сделок IPO на российском фондовом рынке за период 2022–2024 гг. и настроением розничного сегмента рынка (сентиментом), розничным спросом в денежном выражении, а также количеством инвесторов. Корреляционный анализ показал статистически значимую положительную связь между уровнем сентимента и доходностью первого дня торгов, в то время как розничный спрос в денежном выражении и количество инвесторов не демонстрируют значимой связи с доходностью сделок IPO. Также выявлена устойчивая поведенческая особенность – розничные инвесторы являются нетто-покупателями (то есть их сумма покупок превышает сумму продаж) в первый день торгов. Результаты исследования открывают перспективы для дальнейшего моделирования причинно-следственных связей между сентиментом, розничным спросом, количеством инвесторов и первоначальной доходностью IPO на расширенных выборках.

**Ключевые слова:** IPO, первоначальная доходность, сентимент, розничные инвесторы, розничный спрос, поведенческие финансы, российский фондовый рынок, поведение инвесторов.

**УДК:** 336.76, 330.131.7

**EDN:** IKYUDG

**DOI:** 10.52180/2073-6487\_2025\_6\_170\_191

## Введение

Изучению проблематики динамики котировок акций после проведения первичного размещения акций на бирже (IPO) уделено достаточно большое внимание в научной финансовой литературе. Как правило, *первоначальная доходность (underpricing или «недооценка»), выраженная в процентной разнице между ценой предложения IPO и ценой закрытия первого дня торгов, является в научной среде общепринятым индикатором эффективности проведенных первичных размещений.* Большинство исследователей объясняют это явление, среди прочего, на основе теории асимметрии информации (asymmetry information) и гипотезы «репутации» (reputation hypothesis). Учитывая наличие информационной асимметрии на рынках капитала, первая гипотеза предполагает, что эмитент лучше информирован о справедливой стоимости своих акций, чем инвесторы, которые в свою очередь требуют более низкую цену предложения, чтобы компенсировать риски неопределенности информации [1] и сформировать достаточный спрос для проведения размещения [2]. С другой стороны, гипотеза «репутации» постулирует существование агентского конфликта между эмитентом и банками-организаторами (андеррайтерами), у которых есть стимул устанавливать более низкую цену размещения, чтобы снизить риск провала IPO и удовлетворить спрос своих клиентов-инвесторов [3]. При этом, обе обозначенные гипотезы предполагают доминирующую роль эмитентов и банков-организаторов в обосновании первоначальной доходности и *не уделяют должного внимания настроению инвесторов (сентименту) на рынке в момент первичного размещения акций.*

В данной работе авторы исследуют связь между первоначальной доходностью сделок IPO и такими факторами, как сентимент (настроение рынка), розничный спрос в денежном выражении и количество инвесторов в новых условиях российского рынка акционерного капитала, сформировавшихся с 2022 г., когда международные фонды полностью прекратили инвестиции в новые сделки IPO, а роль частных инвесторов на рынке акций существенно возросла. Несмотря на значительное количество исследований, посвященных феномену недооценки на зарубежных рынках, научная литература в отношении связи настроений розничных инвесторов на и ценообразования IPO не так обширна. Поэтому представленные в статье результаты проведенного исследования вносят вклад в изучение проблематики ценообразования сделок IPO в России в современных условиях и существующих вызовов и ограничений для российского рынка.

Актуальность исследования различных аспектов IPO в России подтверждается недавними государственными инициативами по стиму-

лированию и поддержке российского фондового рынка, и в частности, IPO. Так, в октябре 2023 г., Президент Российской Федерации В.В. Путин поручил Правительству Российской Федерации принять дополнительные меры по поддержке публичного размещения акций (IPO) российских компаний и «совместно с Банком России установить, начиная с 2023 года плановые значения и обеспечить расчет фактических значений в отношении публичного размещения акций компаний на российском финансовом рынке»<sup>1</sup>. Более того, в мае 2024 г. был подписан Указ Президента от 07.05.2024 г. № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года», предполагающий рост капитализаций фондового рынка не менее чем до 66% валового внутреннего продукта к 2030 г. Проблематика ценообразования в рамках сделок IPO также имеет особое значение в свете планируемой приватизации ряда государственных предприятий через публичное размещение акций на фондовом рынке (например, 13 декабря 2024 г. принят закон, предусматривающий возможность приватизации единого института развития в жилищной сфере «ДОМ.РФ» через IPO с сохранением контролирующей доли государства<sup>2</sup>). В случае с приватизацией требуется особое внимание к вопросам ценообразования IPO, поскольку от корректности ценообразования зависит эффективность использования государственных активов и объем привлеченных средств.

Статья включает три основные части. Первая часть посвящена обзору релевантной научной литературы по вопросам влияния рыночных настроений на ценообразование IPO. Во второй части исследования рассматривается возросшая роль розничных инвесторов на российском рынке акционерного капитала. Третья часть включает формулирование гипотез, описание данных и методологии исследования, а интерпретацию полученных в результате корреляционного анализа результатов. Заключение содержит основные выводы и направления дальнейшей работы над проблематикой.

---

<sup>1</sup> Перечень поручений по итогам заседания Совета по стратегическому развитию и национальным проектам. <http://www.kremlin.ru/acts/assignments/orders/72467> (дата обращения: 13.11.2025).

Федеральный закон от 13.12.2024 г. № 464-ФЗ «О внесении изменений в статьи 2 и 5.1 Федерального закона «О содействии развитию и повышению эффективности управления в жилищной сфере и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». Закон предусматривает снижение доли участия государства – не менее 50% акций плюс одна обыкновенная акция, в том числе в случае приобретения АО ДОМ.РФ статуса публичного акционерного общества.

## Обзор литературы

Первые исследования зависимости между настроениями инвесторов и ценами акций появились в 1980-е годы. Они были направлены на объяснение неэффективности динамики котировок акций через возврат доходностей к среднему [4; 5], избыточную волатильность фондовых индексов, не оправданную фундаментальными показателями [6], а также предсказуемость доходности на основе оценочных коэффициентов [7; 8]. Эти работы показали, что классические модели рационального инвестора не объясняют наблюдаемую динамику цен, что послужило отправной точкой для формирования теории поведенческих финансов.

Позднее внимание исследователей [9] сосредоточилось на влиянии рыночных настроений, определяемых как общий оптимизм или пессимизм инвесторов, на IPO. Было показано, что высокая первоначальная доходность объясняется не только информационной асимметрией, но и переоценкой, вызванной настроениями инвесторов до и после начала торгов [10; 11; 12]. В своей работе А. Юнгквист, В. Нанда, Р. Сингх [13] показали, что часть доходности объясняется именно настроениями, а не только ценовой политикой эмитента. Также некоторые исследователи [14; 11; 15] отмечают, что восприятие качества и риска IPO зависит от ожиданий инвесторов. Некоторые специалисты [16; 17] в своих работах определяют настроения как «психологию толпы», подразделяемую на «бычий»<sup>3</sup> и «медвежий»<sup>4</sup> рынки и влияющую на цену IPO.

Исследований, посвященных изучению роли розничных инвесторов в ценообразовании IPO гораздо меньше, чем работ по исследованию роли институциональных инвесторов хотя участие первых в глобальной торговле превысило 20% [18]. Ранние работы в этой области рассматривали розничных инвесторов как «шумовых трейдеров» [19; 20; 21], чья активность снижает информативность цен. Однако более поздние исследования показали, что розничные инвесторы выполняют функции поддержания объемов торгов на рынке, обеспечивая ликвидность и сглаживая дисбалансы спроса и предложения [22; 23]. Несмотря на то, что часть исследований фиксирует их убыточность [24; 21], другие подчеркивают значимость: в своей работе Р. Каниэль, Г. Саар, Ш. Титман [25] показали, что торговые дисбалансы розничных инвесторов предсказывают краткосрочную доходность, а Э.К. Келли,

<sup>3</sup> Бычий рынок – состояние фондового рынка, характеризующийся положительной динамикой цен на акции и оптимистичными ожиданиями инвесторов.

<sup>4</sup> Медвежий рынок – состояние фондового рынка, характеризующийся отрицательной динамикой цен на акции и пессимистичными ожиданиями инвесторов.

П.К. Тетлок [23] отметили, что они могут извлекать выгоду из волатильности. Более того, розничные инвесторы обеспечивают устойчивость ликвидности на рынке даже в периоды неопределенности, выполняя компенсирующую функцию для снижения волатильности.

В своем исследовании Б.М. Барбер, Т. Одеан [26] выявили, что внимание розничных инвесторов до сделки служит индикатором спроса на вторичном рынке, подтвердив выводы других исследований [14; 13]. В своей работе Д. Дорн [11] показал, что IPO, активно покупаемые розничными инвесторами на этапе сбора заявок, поддерживаются ими и впоследствии. В работе Ф. Дерриен [14] пришел к выводу, что цена IPO зависит не только от справедливой стоимости, раскрытой институциональными инвесторами, но и от настроений розничных инвесторов. В своем исследовании А. Юнгквист, В. Нанда, Р. Сингх [13] предположили, что чрезмерный энтузиазм розничных инвесторов ведет к росту доходности в краткосрочной перспективе и ухудшению долгосрочных результатов. В своей работе [11] Д. Дорн на примере Германии подтвердил эту закономерность.

В работе [27], исследовав 486 IPO в 12 европейских странах, Ф. Корнелли, Д. Гольдрейх, А. Юнгквист показали, что цены на «сером» рынке, трактуемые как индикатор оптимизма, положительно коррелируют с доходностью первого дня и отрицательно с результатами на горизонте года. Эти данные важны тем, что «серый рынок» отражает поведение преимущественно розничных инвесторов и мелких институциональных инвесторов и потому служит ценным индикатором для оценки настроений. В работе Дж. Кларк и др. [28] на примере Индии подтвердили, что спрос со стороны розницы объясняет значительную часть первоначальной доходности, часто сильнее, чем преднамеренное занижение цены банками-организаторами. В исследовании [29] Э. Баджо, К. Раймондо выявили, что позитивный тон СМИ положительно влияет на доходность первого дня, а в исследовании Г.Т. Клифтон и др. [30] показали, что IPO в отраслях с высокой асимметрией привлекают больше розничных инвесторов, но демонстрируют худшие долгосрочные результаты.

Значимый методологический вклад внесло исследование [31], применившее инструменты Google Trends и Search Volume Index (SVI) как прокси интереса розничных инвесторов. Авторы зафиксировали рост поисковой активности за 2–3 недели до IPO, пик в неделю листинга и возвращение к исходному уровню через 2–3 недели. Такая динамика указывает на краткосрочность сентимента: розничный интерес носит всплесковый характер и быстро затухает. Важным преимуществом метода является то, что институциональные инвесторы используют профессиональные базы данных, тогда как Google чаще применяют именно индивидуальные. В работе [32] К.Дж.С. Лим, Д. Стридсберг

подтвердили корректность подхода. Эти исследования стали фундаментом для работ, рассматривающих поисковую активность как надежный индикатор поведения розницы, и получили широкое распространение в эмпирических исследованиях.

Современные исследования усилили внимание к влиянию СМИ и социальных платформ. В США позитивный тон документов S-1 и публикаций повышает недооценку IPO [33; 29]. В Китае, где в период «тишины» запрещено раскрытие новой информации, А.-М. Фуэртес и др. [34] показали, что пессимизм СМИ снижает спрос как институциональных, так и розничных инвесторов, усиливая эффект «низкого балла», предполагающего склонность инвесторов снижать ожидания по успеху потенциального размещения при негативном новостном фоне. Уникальность китайского рынка заключается в строгой регуляции и возможности прямого сравнения спроса по книгам заявок, что делает его «лабораторной средой» для анализа сентимента. А.-М. Фуэртес и др. отметили, что медиаоптимизм оказывает сильное влияние на розницу, тогда как институциональные инвесторы воспринимают его скептически, рассматривая скорее как маркетинговый сигнал.

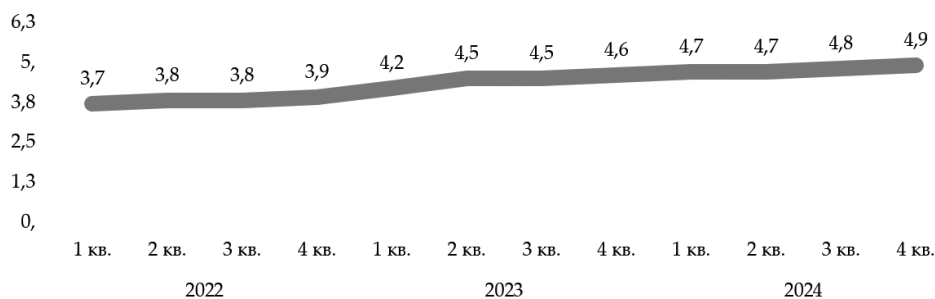
Дополнительный интерес представляет реакция инвесторов на тональность СМИ через призму «теории перспектив» [35]. Пессимистичный тон сильнее воздействует на институциональных инвесторов, склонных избегать потерь, что вынуждает эмитентов и банков-организаторов использовать эффект «низкого балла» для успешного размещения. Розничные инвесторы, напротив, более восприимчивы к позитивным сигналам: ограниченный доступ к информации и меньший опыт заставляют их интерпретировать оптимизм в медиа как подтверждение привлекательности IPO.

Растет также корпус работ, доказывающих уязвимость институциональных инвесторов к поведенческим искажениям. В своих работах [36; 37] исследователи выявили их подверженность «эффекту диспозиции» (disposition effect), который заключается в стремлении инвесторов продавать активы, которые приносят прибыль, и держать те активы, которые приносят убытки. В работе [38] Р.М. Эделен, О.С. Инс, Г.Б. Кадлек установили причинно-следственную связь между институциональным спросом и аномальной доходностью, подчеркнув, что даже профессиональные участники подвержены иррациональным паттернам. В исследовании [39] З. Ван, Д. Даксбери доказали, что настроения институциональных инвесторов искажают компромисс между риском и доходностью, подразумевающий, что более высокая доходность обычно связана с большим уровнем риска. Эти результаты ставят под сомнение традиционный тезис о полной рациональности профессиональных участников и обосновывают необходимость включения поведенческих факторов в модели ценообразования IPO.

Таким образом, выводы исследователей, отраженные в существующей литературе, подтверждают, что сентимент инвесторов, особенно розничных, является ключевым фактором формирования первоначальной доходности IPO.

## Роль розничных инвесторов на российском рынке

После февраля 2022 г. российский фондовый рынок претерпел существенные структурные изменения, одним из которых является возросшая роль розничных инвесторов на рынке [40]. За последние несколько лет число частных инвесторов значительно выросло, что подтверждается динамикой количества открытых брокерских счетов (см. рис. 1).



Источник: данные Банка России.

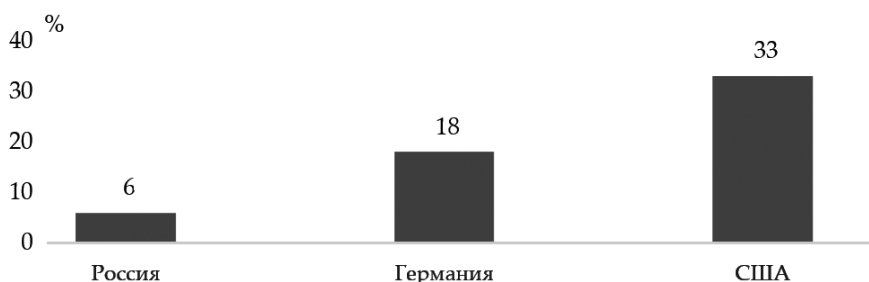
Рис. 1. Количество открытых счетов розничных инвесторов по данным брокеров (без пропущенных счетов), млн

Несмотря на замедление динамики фондирования брокерских счетов, общее количество инвесторов продолжит расти кратными темпами. Если сравнивать с международными бенчмарками, то доля экономически активного населения<sup>5</sup> с активными брокерскими счетами в России пока уступает таким странам, как США и Германия, что составляет значительный потенциал роста в РФ (см. рис. 2). Таким образом, уже в ближайшие несколько лет отечественный рынок может пополниться значимым числом розничных инвесторов, чему во многом будут способствовать макроэкономические факторы, в том числе снижение ключевой ставки ЦБ уже в текущем году и рост реальных располагаемых доходов населения.

Прямым подтверждением растущего влияния розничных инвесторов является их вес в торговой активности, поскольку после ухода иностранных фондов из России и заморозки активов недружественных

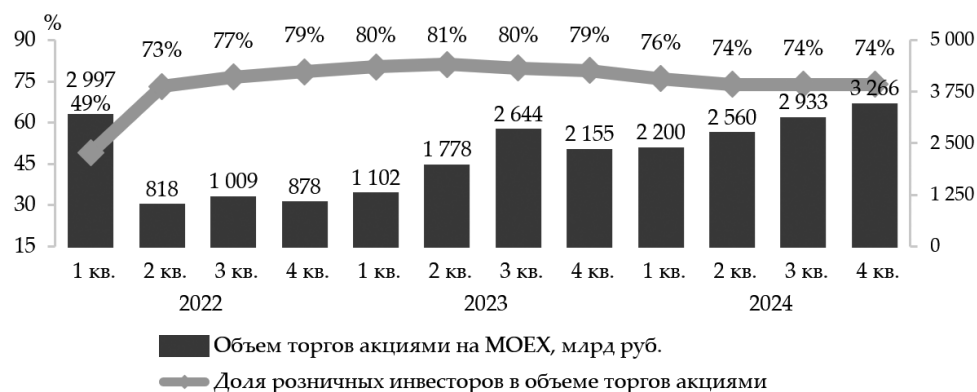
<sup>5</sup> Под экономически активным населением подразумевается занятые и безработные граждане в возрасте от 15 до 72 лет.





Источник: данные Банка России, Gallup, Schwab, Lords Library, Bundesbank.

Рис. 2. Доля экономически активного населения, имеющего брокерские счета по итогам 2024 г.



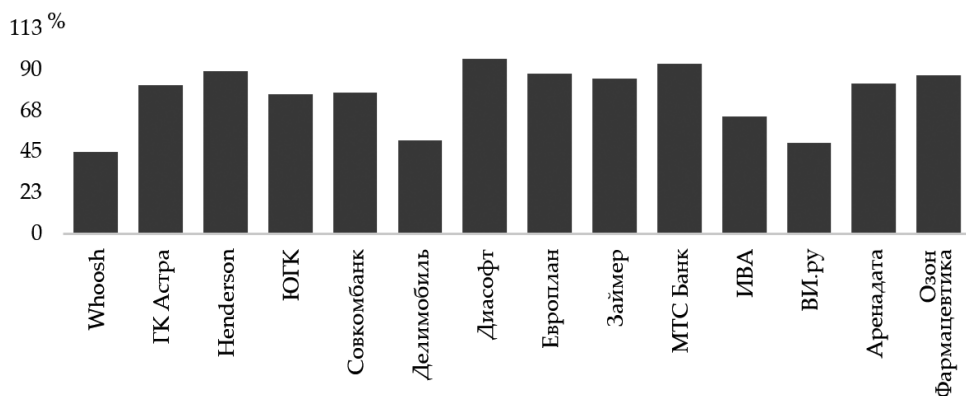
Источник: данные Московской Биржи.

Рис. 3. Доля розничных инвесторов в объеме торгов акциями

игроков на счетах типа «С», именно частные инвесторы стали формировать ликвидность на рынке акций (см. рис. 3).

Помимо роста влияния розничных инвесторов на ликвидность торгов, розничные инвесторы стали основным источником спроса на первичных размещениях: после 2022 г. медианная доля розничного спроса на IPO превышала 70% от общего спроса, что свидетельствует о критической зависимости размещений от участия розницы (см. рис. 4).

Важно подчеркнуть, что такое усиление влияния розничных инвесторов на российский рынок, начавшееся после 2020 г., было бы невозможно без стремительного развития социальных сетей, в том числе для инвесторов. Во многом благодаря таким социальным сетям как «Пuls», «Профит», «SmartLab» пользователи открыли для себя инвестиции. При этом еще одним фактором роста влияния розничных инвесторов на рынке стало удобство приложений для торговли. Например, в приложении «Т-Инвестиции» клиенты получили возможность совершать сделки с помощью одной кнопки, вывода денежных средства в тот же день, параллельно взаимодействуя с другими



Источник: расчеты авторов на основании данных банков-организаторов IPO.

Рис. 4. Средняя доля розничных инвесторов в общем объеме спроса на сделках IPO в 2022–2024 гг.

инвесторами в социальной сети «Пульс» в рамках одного приложения. Такая геймификация<sup>6</sup> позволила нарастить вовлеченность пользователей, что привело к существенному росту объема торгов. Аналогичная ситуация наблюдалась и в США, где свое активное развитие получило приложение Robinhood, что сподвигло некоторых авторов провести подробный анализ влияния розничных инвесторов Robinhood на финансовые рынки [41]. Авторы пришли к выводу, что платформа привлекает менее опытных инвесторов, которые склонны совершать сделки, руководствуясь в основном поведенческими мотивами. При этом инвесторы других платформ демонстрировали более контрциклическое поведение, часто покупая бумаги компании при падении котировок и создавая дополнительную ликвидность.

## Формирование гипотез и результаты их тестирования

С целью анализа связей между первоначальной доходностью сделок IPO на российском фондовом рынке за период 2022–2024 гг. и сентиментом, розничным спросом в денежном выражении, а также количеством инвесторов авторы формулируют следующие гипотезы:

- Гипотеза 1. Сентимент на сделке, измеренный в количестве запросов, положительно связан с первоначальной доходностью IPO.
- Гипотеза 2. Размер розничного спроса на сделке имеет положительную связь с первоначальной доходностью IPO.
- Гипотеза 3. Количество розничных инвесторов на сделке положительно связано с первоначальной доходностью IPO.

<sup>6</sup> Геймификация представляет собой применение игровых техник в приложении с целью привлечения пользователей.

- Гипотеза 4. Розничные инвесторы являются нетто-покупателями на российских IPO в первый день торгов.

В количественную выборку для тестирования Гипотезы 1 вошли все 16 IPO сделок после 2022 г. с участием институциональных инвесторов. Для Гипотез 2–4 была использована выборка из 14 наблюдений ввиду ограниченности данных по IPO ГК Элемент и IPO ГК Промомед. Данные были собраны вручную из непубличных данных банков-организаторов сделок, отчетов аналитиков на сделке, а также пресс-релизов эмитентов. Для оценки нетто-покупок розничных инвесторов были использованы данные одного из крупнейших российских брокеров. IPO финансовых институтов были также включены в выборку, несмотря на разницу в принципах учета. В работах [42; 43; 44; 40] отмечается, что инвесторы используют единую логику расчета финансовых метрик компаний, которые характеризуют темпы роста и прибыльность бизнеса, соответственно включение финансовых институтов в расчеты не повлечет за собой смещение выборки. Таким образом, авторами была получена пространственная выборка из 14 наблюдений. Целевой переменной является переменная Return, которая представляет из себя доходность 1-го дня торгов акциями компании, вышедшей на IPO.

Далее представлены переменные исследования:

- Sent – сентимент на сделке – количество запросов в месяц сделки в Яндекс.Вордстат
- Retail\_d – розничный спрос на сделке, в млрд руб.
- Retail\_q – количество розничных инвесторов на сделке, количество человек
- Netto\_Buy – нетто-покупки розничных инвесторов российского брокера в день IPO, в млрд руб.

На российском рынке акций новой реальности, который сформировался после февраля 2022 г., доходность первого дня торгов вышедших на IPO компаний была достаточно волатильна, что отчетливо видно из табл. 1. Стандартное отклонение доходности первого дня торгов составляет 14%, при этом медиана доходности остается в положительной зоне и достигает 3%. Среди профессионалов фондового рынка есть мнение, что такая динамика вызвана спекулятивной направленностью розничных инвесторов<sup>7</sup>, однако, на взгляд, авторов такая позиция не до конца корректна.

На рис. 5 представлен размер розничного спроса на сделках IPO с участием институциональных инвесторов. Нельзя сказать, что розничный спрос является драйвером положительной динамики котировок первого дня, однако можно точно заметить, что есть сильная связь

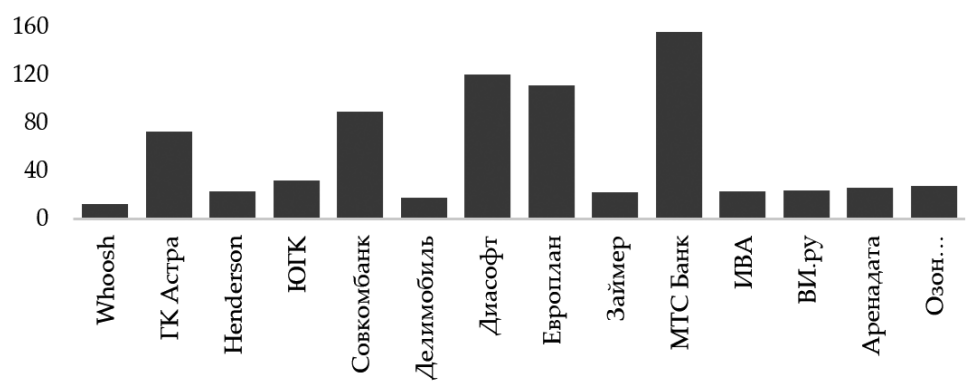
<sup>7</sup> Галиева Г., Андреев Р., Соколов Д. Бум IPO в России: эффект для рынков капитала. 27.03.24. [https://raexpert.ru/researches/ua/debt\\_market\\_2024](https://raexpert.ru/researches/ua/debt_market_2024) (дата обращения: 13.11.2025).

Таблица 1

Первоначальная доходность в рамках сделок IPO с участием институциональных инвесторов в 2022–2024 гг.

| Компания                           | Доходность<br>1-го дня торгов, % | Динамика iMOEX<br>в первый день торгов, % |
|------------------------------------|----------------------------------|---|
| Whoosh                             | 0,2                              | –0,7                                      |
| Группа Астра                       | 40,0                             | 0,6                                       |
| HENDERSON                          | –0,7                             | –0,3                                      |
| Южуралзолото Группа Компаний (ЮГК) | 3,82                             | 0,4                                       |
| Группа Совкомбанк                  | 8,7                              | 0,8                                       |
| Делимобиль                         | 6,8                              | 0,6                                       |
| Диасофт                            | 40,0                             | 0,2                                       |
| Европлан                           | 8,6                              | 0,6                                       |
| МФК Займер                         | 0,0                              | 0,5                                       |
| МТС Банк                           | 5,0                              | 0,3                                       |
| ГК Элемент                         | –2,92                            | –0,6                                      |
| IVA Technologies                   | –0,8                             | 1,4                                       |
| ВИ.ру                              | –0,5                             | 0,5                                       |
| ГК Промомед                        | 1,75                             | –0,6                                      |
| Группа Arenadata                   | 12,6                             | –1,5                                      |
| Озон Фармацевтика                  | –5,7                             | –0,7                                      |

Источник: данные Московской биржи.



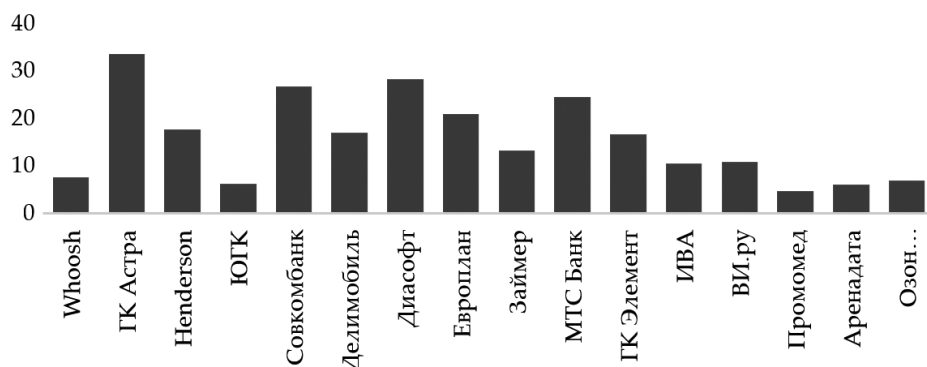
Источник: расчеты авторов на основании данных банков-организаторов IPO.

Рис. 5. Розничный спрос в рамках сделок IPO в 2022–2024 гг., млрд руб.

между существенным объемом розничного спроса и динамикой первого дня торгов, что является следствием занимаемой доли розничных инвесторов в общем объеме спроса. Согласно собранной авторами статистике, медианная доля розничного спроса на сделке от всего спроса превышает 70% после февраля 2022 г. Из этого следует, что розничные инвесторы являются основными драйверами роста переподписки размещения, так как институциональные инвесторы подходят к выставлению заявок более сдержанно и редко прибегают к использованию заемных средств брокера. Это совпадает с выводами других исследователей о роли розничного спроса в достижении кратной переподписки в размещениях (например, см.: [2]).

На рис. 6 отчетливо видно, что количество запросов во время сделки в поиске «Яндекса» во многом имеет схожую динамику с розничным спросом на сделке. Медианное число запросов на сделке составляет 13 тыс. шт., соответственно можно предположить, что все сделки с превышающим медиану числом запросов являются ажиотажными и наоборот. При этом также видно, что не всегда ажиотаж на сделке со стороны розничных инвесторов определяет динамику цены акции после размещения, что подтверждается IPO Henderson и IPO «ГК Элемент». В случае с Henderson такая динамика может объясняться частичным игнорированием ценовой чувствительности институциональных инвесторов, а также значительным объемом аллокации в пользу отдельных инвесторов. В случае с IPO «ГК Элемент» авторам была доступна только внешняя динамика сделки, но, несмотря на это ограничение, можно сделать вывод о превышающем рыночную емкость размере сделки, который привел к 100% аллокации для розничных инвесторов, что во многом объяснило последующую динамику торгов.

Ввиду относительной ограниченности числа наблюдений в данной работе был проведен исключительно корреляционный анализ, резуль-



Источник: расчеты авторов в Яндекс.Вордстат.

Рис. 6. Сентимент на сделках IPO в 2022–2024 гг.

Таблица 2

## Корреляции переменных с доходностью 1-го дня торгов

| Название переменной | Описание переменной   | Корреляционная матрица |        |          |          |           |         |
|---------------------|---|------------------------|--------|----------|----------|-----------|---------|
|                     |   | Return                 | Sent   | Retail_d | Retail_q | Netto_Buy | OverSub |
| Return              | Доходность 1-го дня торгов акциями компании после выхода на IPO   | 1,0                    | 0,7*** | 0,5*     | 0,4      | 0,2       | 0,9***  |
| Sent                | Сентимент на сделке, который считается как количество запросов в месяц сделки в ЯндексВорд-стат. Количество запросов по компаниям определяется исходя из их названий на русском и английском языках | 0,7***                 | 1,0    | 0,7***   | 0,7***   | 0,6**     | 0,8***  |
| Retail_d            | Спрос розничных инвесторов, Р млрд  | 0,5*                   | 0,7*** | 1,0      | 0,9***   | 0,6**     | 0,7***  |
| Retail_q            | Количество розничных инвесторов   | 0,4                    | 0,7*** | 0,9***   | 1,0      | 0,5*      | 0,6***  |
| Netto_Buy           | Нетто-покупки розничных инвесторов российского брокера, Р млрд  | 0,2                    | 0,6**  | 0,6**    | 0,5*     | 1,0       | 0,3     |
| OverSub             | Переподписка, $x$   | 0,9***                 | 0,8*** | 0,7***   | 0,6***   | 0,3       | 1,0     |

\*  $p < 0,1$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$ .

Источник: расчеты авторов на основании данных банков-организаторов IPO.

таты которого представлены в табл. 2. Для расчета значимости коэффициентов корреляции был использован двусторонний  $t$ -тест, нулевая гипотеза которого соответствует незначимости коэффициента.

Исходя из данных, представленных в корреляционной матрице, можно сделать вывод о значимой положительной (на 1% уровне значимости) связи между сентиментом и первоначальной доходностью IPO, следовательно, *Гипотеза 1 подтверждается*. При этом, сентимент также имеет сильную и значимую положительную связь с переподпиской (OverSub) и розничным спросом (Retail\_d), что может объяс-

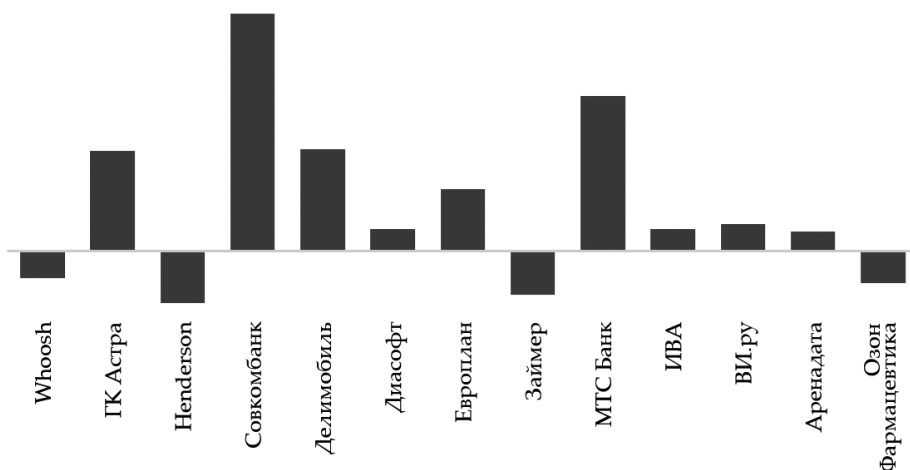
няться поведенческими факторами розничных инвесторов, которые стремятся участвовать в ажиотажных размещениях. Из этого следует, что для компании, находящейся в процессе маркетинга IPO, важно ее присутствие в СМИ, социальных сетях, в том числе для инвесторов, и других каналах коммуникации в течение всего периода маркетинга, так как это подогревает интерес к размещению, что в дальнейшем имеет прямую положительную связь с доходностью первого дня торгов. Данные выводы подтверждаются рядом исследований на эту тему, в том числе Н. Че-Яхья, Ю. Мацуура [45].

Согласно таблице, розничный спрос в деньгах не имеет значимой связи на адекватных уровнях значимости с первоначальной доходностью IPO, поэтому *Гипотеза 2 не принимается*. Это может объясняться важностью достижения факта переподписки как таковой, а не способом ее достижения. Розничный инвестор играет значимую роль в создании переподписки, однако этот эффект нивелируется итоговой аллокацией, которую банки-организаторы пытаются распределить равномерно между разными группами инвесторов, что подтверждается работой Л. Као, А. Чэнь, Ч.-С. Лу [46].

*Гипотеза 3 также не принимается*, так как число розничных инвесторов не имеет значимой связи с первоначальной доходностью IPO. Получается, что количество розничных инвесторов в первую очередь влияет на последующую ликвидность акций после IPO, а не на саму успешность сделки, что также сочетается с выводами в других исследованиях [47].

Авторы приходят к выводу, что сентимент имеет значимую положительную связь с первоначальной доходностью IPO, однако ключевые переменные, относящиеся к розничному спросу, не имеют значимой связи с данной переменной.

Другим важным выводом исследования является незначимость связи нетто-покупок розничных инвесторов с первоначальной доходностью российских IPO. Полученный результат весьма необычен, так как, например, нетто-покупки розницы в первый день торгов во многом объясняют положительную динамику котировки на корейском рынке IPO [2]. С.Ю. Чон, Дж. Ким, Дж. Пак отдельно подчеркивают, что розничные инвесторы на корейском рынке IPO являются нетто-покупателями, а институциональные инвесторы нетто-продавцами. При этом среди профессионалов российского фондового рынка существует мнение, что розница в большинстве своем подходит к инвестированию спекулятивно. Соответственно, следуя их логике, после IPO их доля в акциях компании должна существенно снижаться, а доля институциональных инвесторов расти. Ниже представлен подробный анализ проверки тезиса о нетто-покупках розницы на российском рынке IPO. На рис. 7 изображены нетто-покупки розничных инвесто-



Источник: данные банков-организаторов ИПО по одному из крупнейших российских брокеров.

Рис. 7. Нетто-покупки розничных инвесторов одного из крупнейших российских брокеров в первый день торгов в 2022–2024 гг., млрд руб.

ров одного из крупнейших российских брокеров в первый день торгов акциями российских компаний, вышедших на ИПО.

Представленные данные не опровергают тезис о спекулятивном характере розничных инвесторов, так как для этого потребуется полноценное эконометрическое исследование, в том числе с разделением розничных инвесторов на две группы – участвовавших и не участвовавших в ИПО, для которого пока не хватает данных. Тем не менее, анализируя базовую статистику видно, что в 71% сделок розничные инвесторы являлись нетто-покупателями. Для подтверждения этого тезиса был проведен Z-тест, нулевая гипотеза которого говорит о 50% вероятности нетто-покупок розничных инвесторов. В результате  $p$ -значение теста  $<0,05$ , что говорит об устойчивой поведенческой особенности нетто-покупок розничных инвесторов, в результате чего *Гипотеза 4 подтверждается на 5% уровне значимости*. Такое поведение может объясняться как более низкой аллокацией инвесторам на сделке, что ведет за собой потребность для инвестора приобрести бумагу на вторичном рынке, так и логикой упущенной выгоды – в случае снижения котировок у инвестора появляется возможность приобрести бумаги на вторичном рынке по более низкой цене, а в случае роста котировок – наоборот, у инвестора может появиться намерение приобрести бумагу сейчас, так как дальше цена акции будет еще выше.

При этом постепенное охлаждение рынка на фоне цикла повышения ставки Банком России начиная с ИПО «ГК Элемента», существенно повлияло на желание розничных инвесторов покупать акции, т. к. именно тогда Банк России начал ужесточать свою риторику в части



возможного повышения ставки, которое и произошло в июле 2024 г. Розничные инвесторы стали делать выбор в пользу инструментов с фиксированной доходностью, обращая меньшее внимание на рынок акций<sup>8</sup>. Также анализируя одновременно рис. 5 и рис. 7, видно наличие сильной связи между нетто-покупками розничных инвесторов и спросом розничных инвесторов на сделке (корреляция двух рядов – 0,6), что также может объясняться общим сентиментом на сделке (корреляция между нетто-покупками розничных инвесторов и сентимента – 0,6).

На рис. 8 отчетливо видно, что после IPO институциональные инвесторы продают свои бумаги как в первый день торгов, так и в последующие несколько дней после IPO. Позиция розничных инвесторов, купивших бумаги в день размещения, снижается чуть более стабильно относительно институциональных инвесторов, что может свидетельствовать о снижении качества инвестиционных стратегий российских институциональных инвесторов, некоторые из которых стали более спекулятивно подходить к участию в IPO. Однако получается, что все типы инвесторов, поучаствовавших в IPO, являются нетто-продавцами на протяжении 30 дней после IPO.

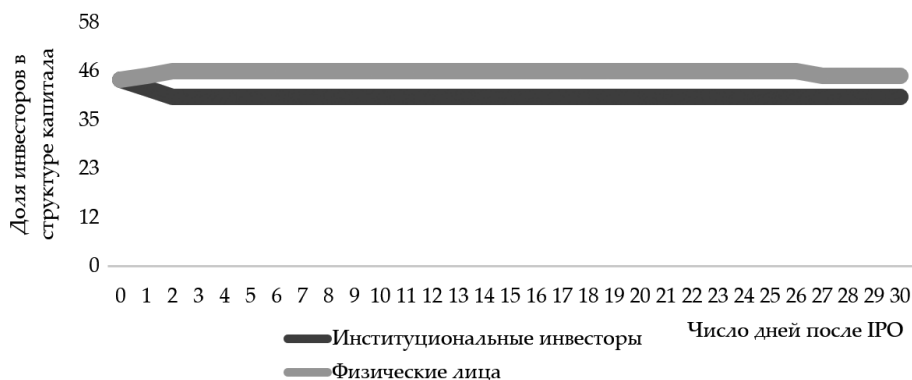


Рассчитано по: данные Банка России.

Рис. 8. Среднее изменение долей владения разных типов инвесторов, купивших акции в акционерном капитале вышедших на IPO компаний в 2024 г., %

Справедливо будет заметить, что пока одни инвесторы, купившие ценные бумаги на IPO, постепенно продают их на вторичном рынке, другие инвесторы, как розничные, так и институциональные, постепенно выкупают их пакет, что также демонстрируется на рис. 9. Однако

<sup>8</sup> Банк России. Обзор ключевых показателей брокеров. Информационно-аналитический материал. IV квартал 2024 года. [https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/55198/review\\_broker\\_Q4\\_2024.pdf](https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/55198/review_broker_Q4_2024.pdf) (дата обращения: 13.11.2025)



Рассчитано по: данные Банка России.

Рис. 9. Среднее изменение структуры держателей акций российских компаний после IPO в 2024 г.

также видно, что покупки только институциональных инвесторов в первые дни явно не могут заместить существенный объем распродаж среди институциональных инвесторов, которые поучаствовали в IPO. Таким образом получается, что ближе к концу первого месяца торгов доля розничных инвесторов в капитале компаний скорее увеличивается, а доля институциональных сокращается, что говорит о стремлении розничных инвесторов купить акции после IPO. Это может объясняться как возросшей ролью розничных инвесторов, как основной источник ликвидности на российском рынке, так и устойчивым «поведенческим паттерном», характеризующим розничных инвесторов как основных покупателей российских активов, что потенциально дает возможность со временем начать предсказывать их поведение.

## Заключение

Использование корреляционного анализа на основе собранной авторами доступной выборки по сделкам с 2022–2024 гг. позволило выявить ряд значимых взаимосвязей, имеющих как теоретическое, так и практическое значение.

Во-первых, в исследовании подтверждена значимая положительная связь между уровнем сентимента (измеряемого через частоту поисковых запросов в «Яндекс.Вордстат») и доходностью первого дня торгов, что соответствует выводам зарубежных исследований и подчеркивает поведенческую природу принятия инвестиционных решений розничными инвесторами. Таким образом, сентимент на сделке выступает важным фактором оценки формирования ажиотажного интереса и может служить инструментом прогнозирования успешности IPO в краткосрочном горизонте.

Во-вторых, размер розничного спроса, несмотря на доминирующую долю в общем объеме спроса при формировании книги заявок на сделках IPO, не продемонстрировал статистически значимой связи с доходностью первого дня. Это может свидетельствовать о том, что фактором роста котировок выступает не абсолютный объем участия розницы, а скорее качество и структура размещения или индивидуальные поведенческие характеристики участников. Похожим образом не была подтверждена гипотеза о влиянии количества розничных инвесторов, что указывает на необходимость дальнейших исследований с акцентом на структуру и мотивацию розничного поведения.

Наконец, в исследовании был зафиксирован устойчивый «поведенческий паттерн»: в большинстве IPO частные инвесторы выступали нетто-покупателями в первый день торгов, несмотря на общепринятое мнение о преобладающем спекулятивном характере розничного спроса. Это подтверждает тезис о том, что *даже в условиях краткосрочной неопределенности частные инвесторы склонны усиливать динамику рынка, что делает их влияние на цену не только значимым, но и потенциально предсказуемым.*

Полученные результаты позволяют рекомендовать эмитентам и банкам-организаторам активнее использовать инструменты управления ожиданиями розничных инвесторов — в первую очередь через медиаприсутствие в социальных сетях, специализированных инвестиционных платформах и поисковых системах. Повышение уровня сентимента и видимости бренда компании в информационном пространстве может способствовать росту спроса и улучшению ценовой динамики в первый день торгов. Кроме того, результаты подчеркивают необходимость взвешенного подхода к размещению, который должен учитывать структуру спроса и снижает риск волатильности за счёт более рационального распределения бумаг между категориями инвесторов.

Для более полноценного анализа связей, их причинно-следственной направленности и экономического содержания исследуемых процессов необходимы дальнейшие исследования, ориентированные на построение панельных и регрессионных моделей, что позволит установить наличие связей и меру взаимозависимости между сентиментом, розничной активностью и доходностью IPO. Перспективным направлением также представляется анализ поведения розничных инвесторов на более длительном горизонте (до 90 дней после размещения), с учетом макроэкономических факторов, характера отрасли, стратегии размещения и влияния институциональных игроков. Отдельного внимания заслуживает интеграция альтернативных источников данных — например, поведенческих метрик социальных платформ или

оценки тональности новостных публикаций с использованием методов NLP (Natural Language Processing)<sup>9</sup>.

Таким образом, в условиях трансформации российского фондового рынка в новой реальности и усиления значимости розничных инвесторов, изучение поведенческих факторов и рыночных настроений приобретает как научную, так и прикладную значимость, создавая обширное поле для дальнейших эмпирических и теоретических исследований.

#### ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

1. *Beatty R.P., Ritter J.R.* Investment Banking, Reputation, and Underpricing of Initial Public Offerings // *Journal of Financial Economics*. 1986. Vol. 15. Pp. 213–232.
2. *Chung C. Y., Kim J., Park J.* Individual Investor Sentiment and IPO Stock Returns: Evidence from the Korean Stock Market // *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*. 2017. Vol. 46 (6). Pp. 876–902. DOI: 10.1111/ajfs.12199.
3. *Beatty R.P., Welch I.* Issuer Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings // *Journal of Law and Economics*. 1996. Vol. 39. P. 545.
4. *Fama E.F., French K.R.* Permanent and Temporary Components of Stock Prices // *Journal of Political Economy*. 1988. Vol. 96 (2). Pp. 246–273.
5. *Poterba J.M., Summers L.H.* Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications // *Journal of Financial Economics*. 1988. Vol. 22 (1). Pp. 27–59.
6. *Shiller R.J.* Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends? // *American Economic Review*. 1981. Vol. 71 (3). Pp. 421–436.
7. *Campbell J.Y., Shiller R.J.* The Dividend–Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors // *Review of Financial Studies*. 1988. Vol. 1 (3). Pp. 195–228.
8. *Fama E.F., French K.R.* Business Conditions and Expected Returns on Stocks and Bonds // *Journal of Financial Economics*. 1989. Vol. 25 (1). Pp. 23–49.
9. *Brown G.W., Cliff M.T.* Investor sentiment and the near-term stock market // *Journal of Empirical Finance*. 2004. Vol. 11 (1). Pp. 1–27. DOI: 10.1016/j.jempfin.2004.04.001.
10. *Cook D. O., Kieschnick R., Van Ness R. A.* On the Marketing of IPOs // *Journal of Financial Economics*. 2006. Vol. 82 (1). Pp. 35–61.
11. *Dorn D.* Does Sentiment Drive the Retail Demand for IPOs? // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2009. Vol. 44 (1). Pp. 85–108.
12. *Song S., Tan J., Yi Y.* IPO initial returns in China: Underpricing or overvaluation // *China Journal of Accounting Research*. 2014. Vol. 7 (1). Pp. 31–49. DOI: 10.1016/j.cjar.2013.12.001.
13. *Ljungqvist A., Nanda V., Singh R.* Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing // *Journal of Business*. 2006. Vol. 79 (4). Pp. 1667–1702.
14. *Derrien F.* IPO Pricing in “Hot” Market Conditions: Who Leaves Money on the Table? // *Journal of Finance*. 2005. Vol. 60 (1). Pp. 487–521.

<sup>9</sup> Natural Language Processing – обобщенное упоминание естественно-языковой обработки, применяемой для анализа новостей, соцмедиа, форумов, публикаций.

15. *Sha N., Ismail M.Y.* Behavioral Investor Types and Financial Market Players in Oman // Journal of Asian Finance, Economics and Business. 2021. Vol. 8 (1). 285–294. DOI: 10.13106/jafeb.2021.vol8.no1.285.
16. *Baker M., Wurgler J.* Investor sentiment in the stock market // Journal of Economic Perspectives. 2007. Vol. 21 (2). Pp. 129–152. DOI: 10.1257/jep.21.2.129.
17. *Anusakumar S.V., Ali R., Wooi H.C.* The Effect Of Investor Sentiment On Stock Returns: Insight From Emerging Asian Markets // Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance. 2017. 13 (1). Pp. 159–178. DOI: 10.2139/ssrn.2209026.
18. *McCabe C.* It Isn't Just AMC. Retail Traders Increase Pull on the Stock Market. <https://www.wsj.com/articles/it-isnt-just-amc-retail-traders-increase-pull-on-the-stock-market-11624008602> (accessed: 13.11.2025).
19. *Fischer B.* Noise // The Journal of Finance. 1986. Vol. 41. Pp. 529–543.
20. *Shleifer A., Summers L.H.* The Noise Trader Approach to Finance // Journal of Economic Perspectives. 1990. Vol. 4 (2). Pp. 19–33.
21. *Barrot J.-N., Kaniel R., Sraer D.* Are retail traders compensated for providing liquidity? // Journal of Financial Economics. 2016. Vol. 120. Pp. 146–168.
22. *Kaniel R., Liu S.M., Saar G., Titman Sh.* Individual investor trading and return patterns around earnings announcements // Journal of Finance. 2012. Vol. 67. Pp. 637–680.
23. *Kelley E.K., Tetlock P.C.* How wise are crowds? Insights from retail orders and stock returns // The Journal of Finance. 2013. Vol. 68. Pp. 1229–1265.
24. *Barber B.M., Odean T., Zhu N.* Do retail trades move markets? // The Review of Financial Studies. 2009. Vol. 22 (1). Pp. 151–186.
25. *Kaniel R., Saar G., Titman Sh.* Individual investor trading and stock returns // The Journal of Finance. 2008. Vol. 63. Pp. 273–310.
26. *Barber B.M., Odean T.* All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors // Review of Financial Studies. 2008. Vol. 21 (2). Pp. 785–818.
27. *Cornelli F., Goldreich D., Ljungqvist A.* Investor Sentiment and Pre-IPO Markets // Journal of Finance. 2006. Vol. 61 (3). Pp. 1187–1216.
28. *Clarke J., et al.* Sentiment traders IPO initial returns: The Indian evidence // Journal of Corporate Finance. 2016. Vol. 37. Pp. 24–37.
29. *Bajo E., Raimondo C.* Media sentiment and IPO underpricing // Journal of Corporate Finance. 2017. 46. Pp. 139–153.
30. *Green T.C., Hwang B.-H.* IPOs as lotteries: Skewness preference and first-day returns // Management Science. 2012. Vol. 58 (2). Pp. 432–444.
31. *Da Z., Engelberg J., Gao P.* In search of attention // The Journal of Finance. 2011. Vol. 66 (5). Pp. 1461–1499. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2011.01679.x.
32. *Lim K.J.S., Stridsberg D.* Feeling the Market's Pulse with Google Trends // International Federation of Technical Analysts' Journal. 2015. <https://ssrn.com/abstract=2502508>
33. *Loughran T., McDonald B.* When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks" // The Journal of Finance. 2011. Vol. 66 (1). Pp. 35–65.
34. *Fuertes A.-M., Coakley J., Shen Z.* IPO demand and media tone: Institutional versus retail investors. 2024. <https://ssrn.com/abstract=3971260> or DOI: 10.2139/ssrn.3971260.
35. *Tversky A., Kahneman D.* Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty // Journal of Risk and Uncertainty. 1992. Vol. 5. Pp. 297–323.

36. Ye P. Does the disposition effect matter in corporate takeovers? Evidence from institutional investors of target companies // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2014. Vol. 49. Pp. 221–248.
37. Andreu L., Ortiz C., Sarto J.L. Disposition effect in fund managers. Fund and stock-specific factors and the upshot for investors // *Journal of Economic Behaviour and Organization*. 2020. Vol. 176. Pp. 253–268.
38. Edelen R.M., Ince O.S., Kadlec G.B. Institutional investors and stock return anomalies // *Journal of Financial Economics*. 2016. Vol. 119. Pp. 472–488.
39. Wang Z., Duxbury D. Institutional investor sentiment and the mean-variance relationship: Global evidence // *Journal of Economic Behaviour and Organization*. 2021. Vol. 191. Pp. 415–441.
40. Сегаль А.Е. Особенности рынка IPO в России в «новой реальности» (с 2022 года) // Научные исследования экономического факультета. Электронный журнал. 2025. Т. 17 (1). С. 39–59. [Segal A.E. Features of the IPO market in Russia in the “new reality” (from 2022) // *Research of the Faculty of Economics. Electronic journal*. 2025. Vol. 17 (1). Pp. 39–59. (In Russ.).]
41. Eaton G.W., Green T.C., Roseman B.S., Wu Y. Retail trader sophistication and stock market quality: Evidence from brokerage outages // *Journal of Financial Economics*. 2022. Vol. 146 (2). Pp. 502–528. DOI: 10.1016/j.jfineco.2022.09.003.
42. Мальков А. Рынки капитала. Перегрузка. М.: Альпина PRO. 2025. [Malkov A. Capital Markets. Reload. M.: Alpina PRO. 2025. (In Russ.).]
43. Мальков А. Ценообразование IPO и SPO. На пути от старого рынка к новому. М.: Альпина PRO. 2024. [Malkov A. IPO and SPO Pricing: Transition from the Old Market to the New. M.: Alpina PRO. 2024. (In Russ.).]
44. Мальков А. IPO и SPO. Структурирование и ценообразование. М.: Манн, Иванов и Фербер. 2021. [Malkov A. IPO and SPO. Structuring and pricing. M.: Mann, Ivanov and Ferber. 2021. (In Russ.).]
45. Che-Yahya N., Matsuura Y. Does individual investors' sentiment explain Japanese IPO aftermarket performance? // *Journal of Asian Finance, Economics and Business*. 2021. Vol. 8 (4). Pp. 1079–1089. DOI: 10.13106/jafeb.2021.vol8.no4.1079.
46. Kao L., Chen A., Lu C.-S. Retail Investor Attention and IPO Prices with a Pre-IPO Market // *International Review of Economics & Finance*. 2022. Vol. 82. Pp. 416–432.
47. Jing R., Zhu H. Are Retail Investors Liquidity Providers? Evidence from the STAR and ChiNext Markets in China // *Pacific-Basin Finance Journal*. 2024. Vol. 83.

Дата поступления рукописи: 17.07.2025 г.

Дата принятия к публикации: 18.11.2025 г.

#### СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРАХ

**Сегаль Александр Евгеньевич** – глава практики корпоративных финансов на рынках акционерного капитала ПАО «Сбербанк», Москва, Россия  
ORCID: 0009-0004-1534-9376  
AESegal@sberbank.ru

**Мальков Антон Валерьевич** – кандидат экономических наук, управляющий директор по рынкам капитала АО «Т-Банк», Москва, Россия  
a.v.malkov@tbank.ru

**Осадчев Андрей Васильевич** – менеджер управления рынков капитала АО «Т-Банк», Москва, Россия  
a.osadchev@tbank.ru

#### ABOUT THE AUTHORS

**Alexander E. Segal** – Head of Corporate Finance Practice in Equity Capital Markets, PJSC Sberbank, Moscow, Russia  
ORCID: 0009-0004-1534-9376  
AESegal@sberbank.ru

**Anton V. Malkov** – Cand. Sci. (Econ.), Managing Director for Capital Markets, JSC T-Bank, Moscow, Russia  
a.v.malkov@tbank.ru

**Andrey V. Osadchev** – Manager of the Capital Markets Department, JSC T-Bank, Moscow, Russia  
a.osadchev@tbank.ru

#### THE ANALYSIS OF THE RELATIONSHIP BETWEEN RETAIL INVESTOR SENTIMENT AND INITIAL IPO RETURNS IN RUSSIA'S "NEW REALITY" (SINCE 2022)

Against the backdrop of the transformation of the Russian stock market after 2022, the relevance of studying the factors influencing the pricing of shares during their initial public offerings (IPOs) has increased. This article presents the results of the first stage of the research – an analysis of the relationships between the initial returns of IPOs on the Russian stock market during the period 2022–2024 and retail market sentiment, retail demand in monetary terms and the number of investors. The correlation analysis revealed a statistically significant positive relationship between the level of sentiment and first-day returns, while retail demand in monetary terms and the number of investors showed no significant relationship with IPO returns. The study also identified a persistent behavioral pattern: retail investors act as net buyers (their total purchases exceed their total sales) on the first trading day. The findings open up prospects for further modeling of causal relationships between sentiment, retail demand, the number of investors and initial IPO returns on extended datasets.

**Keywords:** *IPO, underpricing, sentiment, retail investors, retail demand, behavioral finance, Russian stock market, investor behavior.*

**JEL:** G14, G11, G32.

**Б.Д. КЛЮКИН**

аспирант Московского государственного университета  
имени М.В. Ломоносова; главный аналитик Фонда развития  
промышленности (Федеральное государственное автономное учреждение  
«Российский фонд технологического развития»)

## **КЛАСТЕРНЫЙ АНАЛИЗ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ФИНАНСОВЫХ СИСТЕМ ДЛЯ ОПРЕДЕЛЕНИЯ Пороговых значений их вклада в ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ**

В работе на базе кластерного анализа оценено влияние и пороговые значения показателей финансовой системы на темпы экономического роста 34 стран мира. Иерархический алгоритм кластеризации позволяет делать обоснованные предположения об оптимальных сочетаниях и уровнях показателей финансовой системы стран. В результате проведенного кластерного анализа были идентифицированы семь латентных групп, различающихся по показателям финансовой системы. Расчет для каждой из групп средневзвешенного темпа роста экономик позволил провести комплексный анализ взаимосвязи между финансовыми факторами и экономическим ростом. Анализ оборачиваемости фондового рынка выявил, что его рост связан с ускорением темпов экономического роста, однако направленность влияния еще предстоит установить. Автору удалось определить примерную нижнюю границу показателя оборачиваемости (~30%), ниже которой положительное влияние на экономику отсутствует. При исследовании относительного размера выдаваемых внутренних кредитов частному сектору были найдены аргументы в пользу наличия оптимального диапазона объема банковских кредитов (составляющему 75–125% ВВП), что согласуется с выводами других ученых. Проведенный анализ позволил выявить существование нижней границы объема кредита на уровне 25%.

Результаты исследования могут быть использованы при разработке и обосновании целевых показателей национальной экономической политики.

**Ключевые слова:** кластерный анализ, оборачиваемость фондового рынка, относительный размер кредитов, пороговые значения, экономический рост.

**УДК:** 338.001.36

**EDN:** GPARPU

**DOI:** 10.52180/2073-6487\_2025\_6\_192\_215



Проблема экономического роста разных стран и факторов, влияющих на него, – всегда является важной как с теоретической, так и с практической точки зрения. В условиях мировой нестабильности ее актуальность возрастает в разы. Что является драйвером экономического роста: банковская система? фондовые рынки? или оба эти фактора, но в какой степени каждый из них? Пытаясь ответить на эти вопросы, исследователи из разных стран создали обширный пласт научных работ о рыночных и банковских финансовых системах, их преимуществах и недостатках, а также о том, как они влияют на экономический рост. Но эта дискуссия как правило фокусируется на «англосаксонских» странах, таких как США и Великобритания, где фондовые рынки рассматриваются как центральный элемент инвестиционного финансирования и, как следствие, являются основными игроками, распределяющими капитал, управляющими рисками и следящими за корпоративным управлением. Также объектами исследования часто выступают страны континентальной Европы, такие как Германия, где аналогичные функции выполняют банки. В данной работе рассматривается более широкая группа стран и регионов, включающая в том числе Китай и Индию, а также 32 другие страны Африки, Азии, Европы и Ближнего Востока, в которых как фондовый рынок, так и банковская система различаются по степени развитости, глубине, институциональной организованности и соответственно финансовые факторы играют разные роли в росте экономик различных стран. Вследствие большого объема выборки стран с разным уровнем развития и степени влияния факторов на экономический рост автору удалось сделать обширный кластерный анализ и содержательно изучить полученные результаты для каждого из кластеров, что дает возможность использовать полученные результаты для формирования пула финансовых инструментов экономической политики разных стран.

## **Обзор литературы**

Со времени появления новаторских работ Й.А. Шумпетера [1] в 1934 г. и, позднее, Р.У. Голдсмита [2] в 1959 г., Р. МакКиннона [3] и Э.С. Шоу [4] в 1973 г. ведутся интенсивные дебаты относительно связи между развитием финансового сектора и экономическим ростом. Именно Э.С. Шоу, в свою очередь, обосновывает необходимость расширения и диверсификации финансовых институтов и инструментов для мобилизации сбережений и распределения кредита — процесса, который он назвал «финансовым углублением». Однако, вплоть до начала 2000 гг., многие работы по этой теме сосредоточены конкретно

на западных странах и идее о том, что более глубокая финансовая система способствует экономическому росту. Однако, после финансового кризиса 2007—2008 гг. список стран, изучаемых в литературе, расширился, а также сама идея о незыблемой и положительной связи финансовой глубины с экономическим ростом была поставлена под вопрос [5, с. 888].

И.Е. Греков провел анализ взаимосвязи между уровнем монетизации, измеряемой отношением средней широкой денежной массой за год к номинальному ВВП, и реальным ВВП на душу населения [6] и пришел к выводу, что увеличение уровня монетизации выше приблизительно 54% не влечет дальнейшего роста благосостояния граждан страны. Данный автор, повторно рассмотрев проблему оптимального уровня монетизации [7], утверждал, что существует тесная связь между уровнем монетизации и уровнем душевого ВВП, которая значительно ослабевает в периоды финансово-экономических кризисов. Д.В. Черемисинова аналогично изучила взаимосвязь между уровнями монетизации и экономическим развитием [8] и пришла к выводу, что высокий уровень монетизации экономики может быть при невысоких значениях инфляции, а монетизация является ключевым фактором решения проблем ускоренного экономического роста.

С.Г. Чеккетти и Э. Харруби исследовали, как финансовое углубление, измеряемое в данной статье как соотношение объема кредита предоставленному частному сектору экономики финансовыми организациями к ВВП, влияет на совокупный рост производительности [9]. Они показали, что уровень финансовой глубины оказывает положительное влияние на экономический рост, однако, после того как объем кредитов, предоставленных частному сектору экономики, превосходит 90% ВВП, дальнейший рост объема кредитования оказывает тормозящий эффект. Они объяснили данный феномен тем, что финансовый сектор конкурирует с остальной экономикой за дефицитные ресурсы, отбирая их у реального сектора.

С.Х. Лоу и Н. Сингх, раскрывая взаимосвязь между финансами и экономическим ростом [10] показали, что пороговый эффект относительного размера кредита частному сектору для экономического роста, достигается, когда первый составляет 88% ВВП. Таким образом, рост кредитования частного сектора благоприятно влияет на экономику до выявленного порога, а дальнейшее углубление отрицательно влияет на рост. Эти результаты подчеркивают, что «оптимальный» уровень финансовой глубины, измеряемой данным показателем, важен для содействия росту. Ж.Л. Аркан, Э. Беркес, У. Паницца исследовали существование порога, выше которого финансовая глубина не оказывает положительного влияния на экономический рост [11]. Они показали, что финансовая глубина, в качестве прокси которой исполь-

зовали объем кредитования частного сектора, начинает оказывать отрицательное влияние на рост производства, когда соотношение объема кредитов к ВВП находится в диапазоне 80–120%.

Исследователи из МВФ рассмотрели роль финансового развития, которые они определяют, как сочетание глубины (размера и ликвидности рынков), доступа (способности людей получать доступ к финансовым услугам) и эффективности (способности учреждений предоставлять финансовые услуги по низкой стоимости и с устойчивыми доходами, а также уровня активности рынков капитала), в содействии экономическому росту и стабильности [12]. Авторы пришли к ряду выводов, в частности, что влияние финансового развития на экономический рост имеет колоколообразную форму. Причиной ослабляющего эффекта является чрезмерное финансовое углубление, а не расширение доступа или повышение эффективности. Чрезмерное углубление финансовой системы негативно сказывается, прежде всего, на росте совокупной производительности факторов производства, а не на накоплении капитала.

Аналитики Банка России, с помощью эконометрических моделей оценили пороговые уровни разных сегментов финансового рынка, после достижения которых их дальнейшее расширение негативно сказывается на ключевых макроэкономических показателях [13]. Их результаты показали, что оптимальный объем кредита частному сектору для экономического роста это 96% ВВП.

С.Х. Лей исследует краткосрочные нелинейные воздействия объема кредитования частного сектора на экономический рост [14]. В выборке после Второй мировой войны автор обнаружил перевернутую U-образную зависимость между объемом кредитованием в экономике и определили пороговое значение в 135% от ВВП, после которого отдача от дальнейшего увеличения отрицательная. К. Грюндлер изучает механизмы, создающие исчезающий эффект финансовой глубины, показателем которой используется объем кредита частному сектору, на экономический рост [15]. Автор пришел к выводу, что финансовое углубление способствует росту в более бедных странах за счет повышения уровня образования и инвестиций, а также снижения рождаемости. Аналогичным образом, С.Х. Хо и Дж. Саадауи исследовали наличие пороговых значений между экономическим развитием и объемом банковских кредитов [16]. Используя модель динамической панели, авторы определили, что соотношение объема кредита к ВВП имеет пороговое значение 96,5%. Увеличение банковских кредитов имеет благоприятное влияние до порогового значения, но лишь незначительно или даже негативное после его достижения.

Автор также предпринимал попытку изучить взаимосвязь между темпами экономического роста не только с показателями банковского

сектора, но и с показателями фондового рынка [17]. Используя стандартную кластеризацию методом К-средних, автор показал, что максимальный положительный эффект от деятельности банковского сектора достигается при относительном размере депозитов и кредитов в экономике на уровне 100% ВВП, в то время как эффект от фондового рынка возникает при его оборачиваемости более 100% ВВП.

Одновременно с исследованиями пороговых значений имеются работы, в которых они отрицаются, хотя таких незначительное количество. Так в В.Р. Клайн опубликовал две статьи, посвященные теме предельных показателей финансовой системы. В своей первой статье он продемонстрировал, что ранее обнаруженные пороговые значения, за пределами которых большее финансирование снижает рост, являются ложными [18]. В то же время автор признает, что несколько случаев чрезмерного финансирования имели место, что как следствие вызывало кризисы. Во второй статье он продолжает свою критику [19]. Он исследует предлагаемый порог для кредитования частного сектора финансовыми учреждениями на уровне 60% ВВП. Автор приходит к выводу, что влияние дополнительного финансирования является положительным и статистически значимым, когда страна находится ниже рассматриваемого порогового значения, но не оказывает никакого влияния выше него. Однако несмотря на это, исследователь сохраняет скептическое отношение к существованию порогового значения. Сомневаются в его наличие и такие исследователи как К.Б. Люинтель, Г. Ли и М. Хан, которые анализируют наличие порогового значения около 100% ВВП для объема кредита частному сектору [5]. После серии оценок с использованием перекрестных и панельных данных, они пришли к выводу, что нет достаточных доказательств в поддержку порогового эффекта. В некоторых случаях авторам удалось рассчитать параметры моделей, но они не поддавались осмысленному экономическому объяснению.

Проведенные эмпирические исследования, упомянутые выше выявили ряд нерешенных вопросов и методологических ограничений. Большинство из них сосредоточены на анализе парных взаимосвязей. Подобный подход представляется недостаточно репрезентативным, поскольку финансовая система представляет собой сложный многокомпонентный механизм. В связи с этим возникает необходимость в разработке более комплексных моделей, учитывающих взаимовлияние этих компонентов. Особую актуальность приобретает исследование пороговых значений ключевых показателей финансовой системы, при превышении которых наблюдаются значимые изменения в экономической динамике. В то же время, если факторы, связанные с банковской системой, уже получили достаточное освещение в научной литературе, то вопросы определения кри-

тических уровней показателей фондового рынка, необходимых для влияния на экономический рост, остаются недостаточно изученными и требуют дальнейшего теоретического и эмпирического анализа.

## Цель

Целью исследования является анализ взаимосвязи между темпами экономического роста и ключевыми показателями финансовых систем 34 стран мира. В рамках работы предполагается рассмотреть и охарактеризовать данные, а также определить оптимальную структуру финансовой системы для экономического роста через выявление пороговых значений ее показателей в период после окончания холодной войны в условиях глобальной трансформации экономических и политических отношений.

## Данные

Для исследования использовались данные из двух открытых баз данных Всемирного банка, а именно из базы «Глобальное финансовое развитие»<sup>1</sup> и из базы «Показатели мирового развития»<sup>2</sup>. В ходе сбора данных выявлено, что по ряду показателей для отдельных стран в определенные временные периоды в указанных источниках данные отсутствовали. Возникла необходимость привлечения дополнительных источников информации, включая данные центральных банков соответствующих стран, а также открытые базы данных, такие как «Federal Reserve Economic Data» (FRED) и «Trading Economics». Недостающие данные были частично восстановлены путем расчетов на основе доступной информации. Тем не менее, несмотря на предпринятые усилия, восстановить полный объем данных не удалось, что может повлиять на репрезентативность результатов анализа для отдельных временных интервалов и стран. Данное ограничение требует учета при интерпретации выводов исследования и указывает на необходимость дальнейшего поиска альтернативных источников информации или разработки методов оценки недостающих данных.

Таким образом, в рамках исследования было собрано и рассчитано восемь различных показателей, которые могут быть систематизированы в три категории, где  $i$  – страна или кластер;  $t$  – год;

---

<sup>1</sup> Global Financial Development Database // World Bank. 2022. <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/global-financial-development-database> (дата обращения: 07.01.2025).

<sup>2</sup> World Development Indicators // World Bank. 2024. <https://datacatalog.worldbank.org/search/dataset/0037712/World-Development-Indicators> (дата обращения: 07.01.2025).

$n$  – количество членов в кластере. Первая категория включает показатели, характеризующие темпы экономического роста. Она состоит из двух показателей: первый отражает темпы роста валового внутреннего продукта (ВВП) для каждой отдельной страны, а второй предназначен для описания темпов роста ВВП на уровне кластеров. Данная категория показателей служит своего рода зависимой переменной для анализа взаимосвязи между развитием финансовых систем и экономическим ростом на различных уровнях агрегации.

1. Темп\_прироста\_подушевого\_ВВП(ППС, 2021) $_{i,t} = \frac{\text{Подушевой\_ВВП(ППС, 2021)}_{i,t}}{\text{Подушевой\_ВВП(ППС, 2021)}_{i,t-1}} - 1$ .
2. Средневзвешенный\_темп\_прироста\_подушевого\_ВВП(ППС, 2021) $_{i,t} = \frac{\sum_{i=1}^n [\text{ВВП(ППС, 2021)}_{i,t} * \text{Темп\_прироста\_подушевого\_ВВП(ППС, 2021)}_{i,t}]}{\sum_{i=1}^n \text{ВВП(ППС, 2021)}_{i,t}}$ .

Вторая категория показателей посвящена анализу роли фондовых рынков в финансовой структуре экономики и включает три ключевых аспекта, каждый из которых имеет концептуальную аналогию с показателями, характеризующими банковский сектор. Первый показатель отражает размер фондового рынка. Данный показатель демонстрирует степень доверия экономических агентов к финансовой системе страны. Второй показатель служит для оценки степени развития фондового рынка. Этот показатель позволяет оценить активность и зрелость фондового рынка. Третий показатель характеризует ликвидность фондового рынка. Она отражает степень обеспеченности фондового рынка денежными средствами. Совокупность этих показателей позволяет комплексно оценить роль фондового рынка в экономике, учитывая его масштабы, уровень развития и способность обеспечивать эффективное перераспределение финансовых ресурсов. Такой подход обеспечивает многомерный анализ, который способствует более глубокому пониманию влияния фондового рынка на экономическую динамику.

1. Относительный\_размер\_рыночной\_капитализации $_{i,t} = \frac{\text{Рыночная\_капитализация}_{i,t}}{\text{ВВП}_{i,t}}$ .
2. Относительный\_размер\_объема\_торгов $_{i,t} = \frac{\text{Объем\_торгов\_акций}_{i,t}}{\text{ВВП}_{i,t}}$ .
3. Оборачиваемость\_фондового\_рынка $_{i,t} = \frac{\text{Объем\_торгов\_акций}_{i,t}}{\text{Рыночная\_капитализация}_{i,t}}$ .

Третья категория показателей описывает банковскую составляющую финансовой структуры каждой страны и включает три ключевых аспекта. Первый показатель демонстрирует способность банковской системы привлекать денежные средства, что отражает доверие к ней. Второй

показатель отражает потребность экономики в заемных средствах и возможности финансовой системы их предоставить, т.е. размер банковской системы и ее зрелость. Важно обозначить, что для этих двух показателей важную роль играют текущие условия, в первую очередь монетарная политика и инфляция, при которых происходит привлечение денег как банками, так и предпринимателями. Хотя эти два показателя во многом являются «двумя сторонами одной медали», в связи с текущими условиями может возникать дисбаланс. Это является важным сигналом о состоянии экономики и учитывается в модели т.к. оба показателя одновременно участвуют в анализе. Третий показатель отражает уровень монетизации экономики, характеризующий степень насыщенности экономики денежной массой. Эти показатели позволяют комплексно оценить банковский сектор с целью проверки его связи с экономическим ростом.

1. Относительный\_размер\_банковских\_депозитов<sub>*i, t*</sub> = 
$$\frac{\text{Объем\_банковских\_депозитов}_{i, t}}{\text{ВВП}_{i, t}}.$$
2. Относительный\_размер\_кредитов<sub>*i, t*</sub> = 
$$\frac{\text{Объем\_внутренних\_кредитов\_частному\_сектору}_{i, t}}{\text{ВВП}_{i, t}}.$$
3. Относительный\_размер\_широкой\_денежной\_массы<sub>*i, t*</sub> = 
$$\frac{\text{Объем\_широкой\_денежной\_массы}_{i, t}}{\text{ВВП}_{i, t}}.$$

Выбор показателей для анализа был продиктован целью исследования, которая заключается в изучении взаимосвязи между экономическим ростом, фондовым рынком и банковским сектором. Этот выбор также обоснован проведенным литературным обзором, в ходе которого были выявлены существующие пробелы в исследованиях, такие как недостаточное внимание к комплексному анализу роли финансовой системы в стимулировании экономического роста. Таким образом, отобранные показатели позволяют устранить указанные недостатки и обеспечить всесторонний анализ исследуемой проблематики. Такой многомерный подход способствует более точному определению вклада фондового рынка и банковского сектора в экономический рост и их и предельных значений.

Вышеуказанные данные были собраны для 34 стран за период с 1990 по 2021 гг., массив охватывает период с 1991 по 2021 год. Выбор временного промежутка обусловлен, в первую очередь, ограничениями доступности данных в их временном измерении, что накладывает определенные рамки на анализ. Выборка стран включает широкий круг государств и территорий, географически распределенных по различным регионам мира и находящихся на разных этапах социально-экономического развития. В выборку вошли страны с существенно различающимися характеристиками, такими как размер валового внутреннего продукта (ВВП), площадь территории, числен-

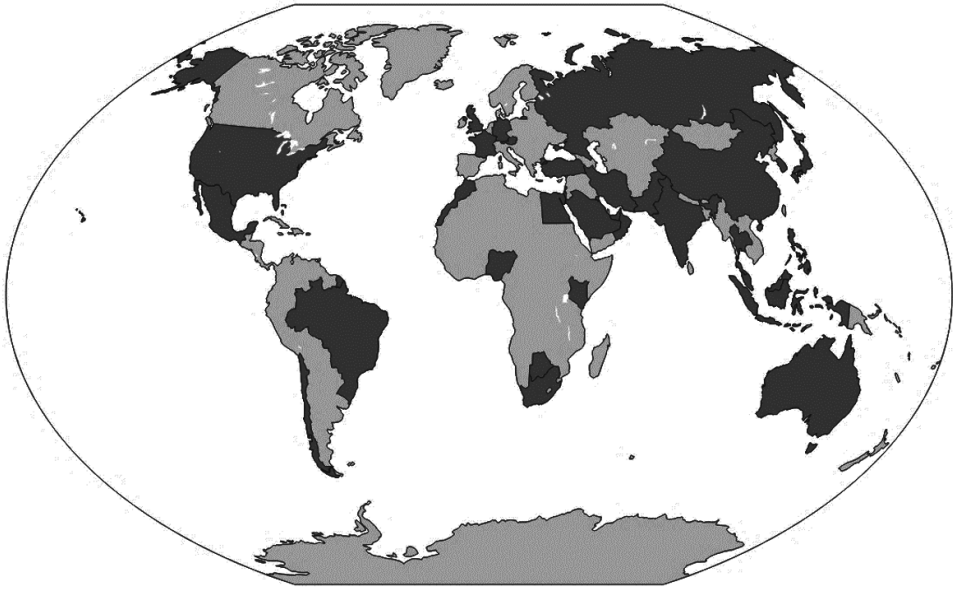


Рис. 1. Страны, включенные в анализ

ность населения и уровень интеграции в международные объединения, альянсы и организации. Такой разнообразный состав выборки позволяет обеспечить большую репрезентативность исследования и учесть влияние различных факторов на изучаемые процессы.

Однако несмотря на попытки, описанные ранее, из 8 704 точек данных (страны и годы), которые должны были образоваться, 232 остались пустыми, 543 получилось дополнить из обозначенных ранее источников и 7 929 точек данных присутствовали в исходных данных Всемирного банка. В рамках исследования рассмотрены: Австралия, Австрия, Ботсвана, Бразилия, Великобритания, Германия, Гонконг, Египет, Израиль, Индия, Индонезия, Иран, Кения, Китай, Кувейт, Малайзия, Марокко, Мексика, Нигерия, Объединенные Арабские Эмираты, Оман, Пакистан, Российская Федерация, Саудовская Аравия, Сингапур, США, Таиланд, Турция, Филиппины, Франция, Чили, Южная Африка, Южная Корея и Япония (см. рис. 1).

## Методология

Первичный анализ данных был произведен с использованием матриц точечных диаграмм и гистограмм частот. Для обобщения основных характеристик панели данных проводился корреляционный анализ. С данными в исходном виде использовался коэффициент Спирмена и рассчитаны корреляционные коэффициенты Пирсона,



предварительно нормализовав данные путем логарифмирования. Кроме коэффициентов были посчитаны Р-значения для определения их статистической значимости.

В связи с тем, что в процессе сбора, дополнения и расчета данных не получилось полностью восстановить недостающую информацию, необходимо обозначить некоторые методологические особенности их использования в кластерном анализе. Проведение кластерного анализа требует, чтобы в анализируемом массиве не было пустых значений, в связи с чем, в рамках данного исследования было решено исключать строки, в которых таковые имеются. Таким образом, в итоговую панель для кластерного анализа было включено только 5 586 точек данных из 8 704 гипотетически возможных. Это имплицитно создает предположение об отсутствующих данных, а именно, что выпадающие точки имеют те же характеристики, что и вся оставшаяся выборка. Для проведения корреляционного анализа использовался весь доступный массив, состоящий из 8 472 точек данных.

Основным методом исследования для обнаружения оптимальной структуры финансовой системы, способствующей экономическому росту, является метаанализ результатов кластеризации методом К-средних. В данной статье используется иерархический вариант кластеризации К-средних (Bisecting K-Means) для выявления скрытых структурных групп.

При определении количества кластеров, автор исходит из того, что страны можно разделить их исходя из структуры финансовой системы [20] и предполагает следующие группы: с развитой финансовой системой (крупные банковский сектор и фондовые рынки), со слабо развитой финансовой системой (малые банковский сектор и фондовые рынки), где развита только одна из частей финансовой системы, а вторая остается невостребованной, и три группы для разного рода аномалий. Таким образом с помощью алгоритма будет определено семь кластеров, у которых автор ожидает наличие вышеописанных характеристик.

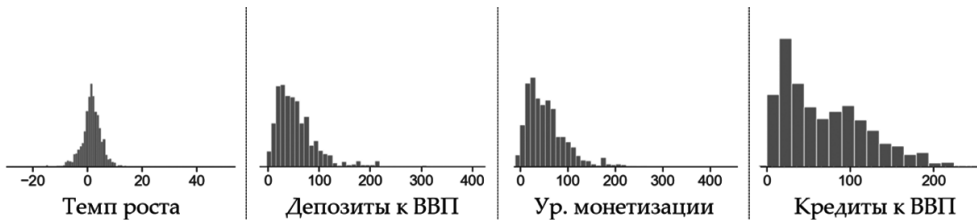
Данный вариант кластеризации К-средних, аналогично стандартному, предполагает, что скрытые структурные группы являются выпуклыми и изотропными, в связи с чем исходные данные необходимо было нормализовать логарифмированием. При интерпретации результата, данные были возвращены в исходное состояние. Такая конфигурация позволяет сократить влияние ключевых эконометрических проблем: мультиколлинеарности в показателях финансовой системы и их негауссового распределения.

Метаанализ включает в себя три этапа. Автор характеризует центроиды кластеров с помощью взвешенного темпа роста экономики. Далее проводится расчет регрессии второй степени для прокси-переменных каждого кластера с доверительным интервалом в 95%. Поли-

ном второй степени был выбран автором экспертно-аналитическим путем, как достаточным для описания наблюдаемого распределения кластеров. Последним шагом проводится визуализация полученных уравнений совместно с центроидами кластеров, по которым они были рассчитаны для их комплексного анализа.

## Обсуждение

Проведенный анализ распределения ключевых показателей (см. рис. 2) выявил существенную дифференциацию в характере распределения темпов экономического роста и параметров банковской системы. Данные о темпах роста ВВП демонстрируют приблизительно нормальное распределение со средним значением 2%, при этом 53% всех наблюдений попадают в диапазон  $\pm 2,16\%$  (или половину стандартного отклонения) от среднего значения.

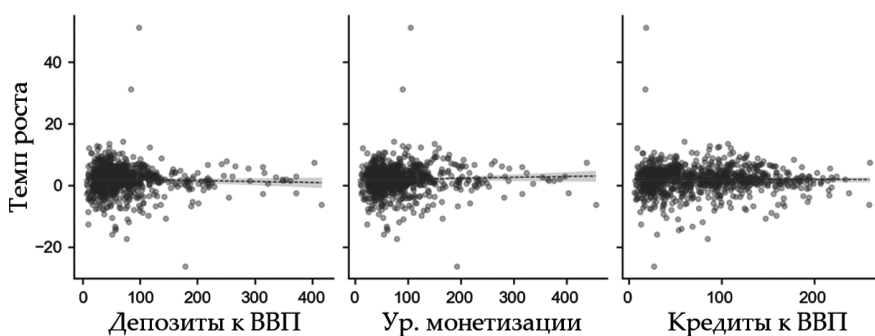


Рассчитано по: данные Всемирного Банка, FRED, Trading economics и центральных банков стран выборки.

Рис. 2. Гистограммы частот темпов экономического роста и показателей банковской системы 34 стран с 1991 по 2021 г.

В отличие от показателей экономического роста, распределения параметров банковской системы имеют значительную асимметрию и можно предположить, что выборка неоднородна и состоит из двух латентных групп. Одна группа включает страны со слабо развитой банковской системой, где рассматриваемые показатели банковской системой в среднем составляют около 50% ВВП; во вторую группу входят страны с более глубокой банковской системой со средним значением рассматриваемых показателей около 100% ВВП. Также примечательным является незначительное количество наблюдений с крайне высокими показателями, что совместно с наблюдаемым небольшим разбросом данных в двух группах показывает важность банковской системы для стран и уделяемое внимание ее развитию со стороны их правительств.

Рассмотрев классический источник финансирования для экономик и его влияние на их экономический рост (см. рис. 3), автор пришел к заключению об отсутствии очевидной связи между рассматриваемыми показателями банковской системы и экономическим

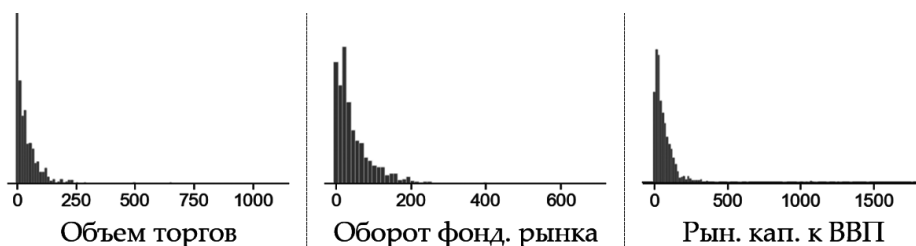


Рассчитано по: данные Всемирного Банка, FRED, Trading economics и центральных банков стран выборки.

Рис. 3. Точечные диаграммы взаимосвязи темпа экономического роста с показателями банковской системы 34 стран с 1991 по 2021 г.

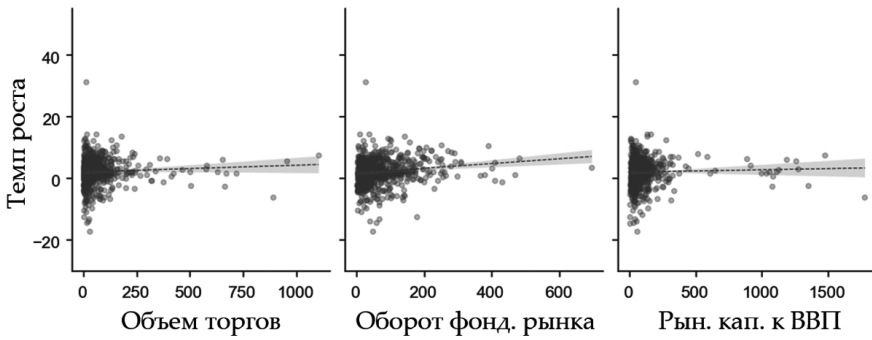
ростом рассматриваемых стран. Графики на рис. 3 наглядно это подтверждают: нет ярко выраженной взаимосвязи какой-либо направленности.

Проанализировав распределение показателей фондового рынка стран и регионов, включенных в панель (см. рис. 4), можно сделать ряд выводов. Во-первых, данные во всех трех случаях не распределены нормально, имеют асимметрию в виде правого перекоса и крайне длинные «хвосты». Во-вторых, у большинства рассматриваемых экономик размер и активность фондовых рынков значительно меньше ВВП, но при этом существуют отдельные значимые исключения. В-третьих, два из трех рассматриваемых показателей не имеют ярко выраженную связь с экономическим ростом (см. рис. 5). Исключением является показатель оборачиваемости фондового рынка, который имеет положительную, но незначительную связь. Полученные выводы совпадают с выводами исследователей, рассматривающих связь данного показателя с экономическим ростом в Европейских [21], Африканских [22] и Азиатских [23; 24] странах.



Рассчитано по: данные Всемирного Банка, FRED, Trading economics и центральных банков стран выборки.

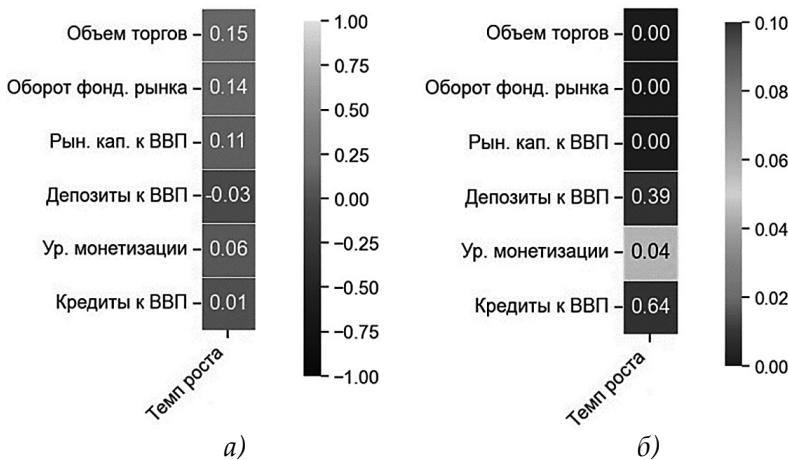
Рис. 4. Гистограммы частот темпов показателей фондового рынка 34 стран с 1991 по 2021 г.



Рассчитано по: данные Всемирного Банка, FRED, Trading economics и центральных банков стран выборки.

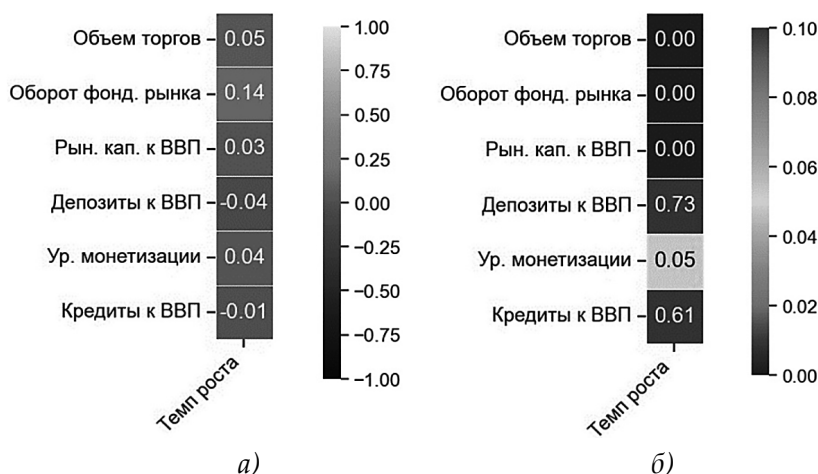
Рис. 5. Точечные диаграммы взаимосвязи темпа экономического роста с показателями фондового рынка 34 стран с 1991 по 2021 г.

Графический анализ обладает ограниченной статистической надежностью, поэтому был также проведен корреляционный анализ между темпами экономического роста и показателями финансовой системы, и, поскольку данные нельзя назвать нормально распределенными, были рассчитаны коэффициент ранговой корреляции Спирмена и его Р-значения (см. рис. 6). Между темпами роста и всеми показателями фондового рынка существует статистически значимая монотонная связь. Связь положительная, но по шкале Чеддока качественно характеризуется как слабая. Из трех показателей банковского сектора только уровень монетизации экономики показал статистически значимую, монотонную, положительную, но слабую связь.



Рассчитано по: данные Всемирного Банка, FRED, Trading economics и центральных банков стран выборки.

Рис. 6. Коэффициенты ранговой корреляции Спирмена экономического роста и показателей финансовой системы (а) и их Р-значение (б)



Рассчитано по: данные Всемирного Банка, FRED, Trading economics и центральных банков стран выборки.

Рис. 7. Коэффициенты корреляции Пирсона экономического роста и показателей финансовой системы (а) и их Р-значение (б)

Нормализованные данные были использованы для расчета коэффициента Пирсона и их Р-значения (см. рис. 7). Взаимосвязи показателей фондового рынка остались статистически значимыми, но их сила ослабла, а единственная связь между банковским сектором и темпами экономического роста утратила свою значимость.

Корреляционный анализ показал наличие значимой связи между всеми показателями фондового рынка и темпами экономического роста, в то время как показатели банковской системы в большинстве случаев статистически значимой связи не имеют. В случаях, когда связь была зафиксирована, она была весьма слабой.

В рамках кластерного анализа, дополненного взвешенными темпами роста (см. табл. 1), было сформировано семь кластеров, различающихся хотя бы по одному из исследуемых показателей. В первую очередь обращает на себя внимание «средний» кластер с наивысшими показателями по всем показателям финансовой системы, за исключением оборота фондового рынка. В него входит единственная страна – Гонконг и он включает его показатели с начала 2000-х годов.

В каждом кластере есть страны, которые оказывались в нем наибольшее количество раз и, как следствие, оказали наибольший вклад на формирование показателей цетроид (см. табл. 2). Для сверхвысокого кластера таковыми стали Турция, Германия, Южная Корея, Саудовская Аравия, Китай и Индия. Эти страны входили в данный кластер суммарно 90 раз из 117. Данный кластер, имеет темп роста 4,6% и самый высокий оборот фондового рынка в выборке. Это может служить аргументом в пользу первостепенной важности показателя лик-

Таблица 1

**Центроиды кластеров и их взвешенные годовые темпы  
экономического роста**

| Название кластеров<br>(исходя из<br>средневзвешенного темпа<br>прироста экономики) | Средневзвешенный темп<br>прироста экономики | Средний относительный<br>размер широкой<br>денежной массы | Средний относительный<br>размер банковских<br>депозитов | Средний относительный<br>размер внутренних<br>кредитов частному<br>сектору | Средняя относительная<br>рыночная капитализация<br>фондового рынка | Средний относительный<br>объем торгов на фондовом<br>рынке | Средняя относительная<br>оборачиваемость<br>фондового рынка | Количество наблюдений<br>в кластере |
|--|---|---|---|--|--|--|---|-------------------------------------|
| Сверхвысокий   | 4,6   | 60,1  | 44,2  | 51,6   | 34,5   | 49,2   | 142,5   | 117                                 |
| Высокий  | 2,7   | 77,2  | 65,6  | 75,1   | 68,2   | 30,3   | 44,4  | 181                                 |
| Средневысокий  | 2,7   | 122,4   | 104,5   | 134,9  | 125,3  | 85,4   | 68,2  | 225                                 |
| Средний  | 2,5   | 328,3   | 313,5   | 186,0  | 931,9  | 489,6  | 52,5  | 20                                  |
| Средненизкий   | 2,1   | 41,5  | 32,5  | 28,7   | 24,8   | 8,3  | 33,5  | 158                                 |
| Низкий   | 1,6   | 64,5  | 56,5  | 56,2   | 42,0   | 5,7  | 13,5  | 145                                 |
| Сверхнизкий  | 1,2   | 27,4  | 21,5  | 16,7   | 9,9  | 0,5  | 5,1   | 85                                  |

Рассчитано по: данные Всемирного Банка, FRED, Trading economics и центральных банков стран выборки.

Таблица 2

**Страны, наиболее повлиявшие на каждый кластер**

| Название кластеров   |          |                    |                  |                   |           |                  |
|----------------------|----------|--------------------|------------------|-------------------|-----------|------------------|
| сверх-<br>высокий    | высокий  | средне-<br>высокий | средний          | средне-<br>низкий | низкий    | сверх-<br>низкий |
| Турция               | Израиль  | Япония             | Гонконг<br>(САР) | Мексика           | Филиппины | Нигерия          |
| Германия             | Индия    | Малайзия           |                  | Индонезия         | Марокко   | Кения            |
| Южная<br>Корея       | Франция  | Сингапур           |                  | Россия            | Чили      | Ботсвана         |
| Китай                | Таиланд  | США                |                  | Египет            | Австрия   | Иран             |
| Саудовская<br>Аравия | Чили     | Австралия          |                  | Бразилия          | Оман      |                  |
| Индия                | Бразилия | Англия             |                  | Оман              | Иран      |                  |

Рассчитано по: данные Всемирного Банка, FRED, Trading economics и центральных банков стран выборки.

видности фондового рынка для экономического роста. Дополнительным подтверждением могут служить кластеры «высокий» и «низкий», имеющие схожие показатели финансовой системы, за исключением показателя ликвидности, и, возможно, как следствие, более низкие темпы экономического роста.

Кластеры «высокий» и «низкий» имеют сопоставимые показатели банковской системы, но разную степень развития фондовых рынков, и поэтому, вероятно, кластер с более мелкими и менее активными биржами имеет более низкие темпы экономического роста. В кластер с высоким темпом прироста экономики самыми важными странами стали Израиль, Франция, Индия, Чили, Таиланд и Бразилия, составив 93 из 181 наблюдений. В кластере с низким темпом роста экономики основными являются Филиппины, Марокко, Австрия, Чили, Оман и Иран, на них пришлось 94 из 145 наблюдений. Наличие в обоих кластерах европейских стран дополнительно подтверждает тезис о важности фондовых рынков для стимулирования экономического роста, даже с учетом сопоставимого качества институтов.

Центроиды кластеров, за исключением «среднего», в который входит единственная страна – Гонконг, демонстрируют наличие пороговых значений в развитии банковского сектора: самые высокие темпы роста экономик наблюдаются не в кластере с самым высоким уровнем развития банковского сектора, но и не в кластере с самым низким. Вероятно, существуют как нижние, так и верхние пределы.

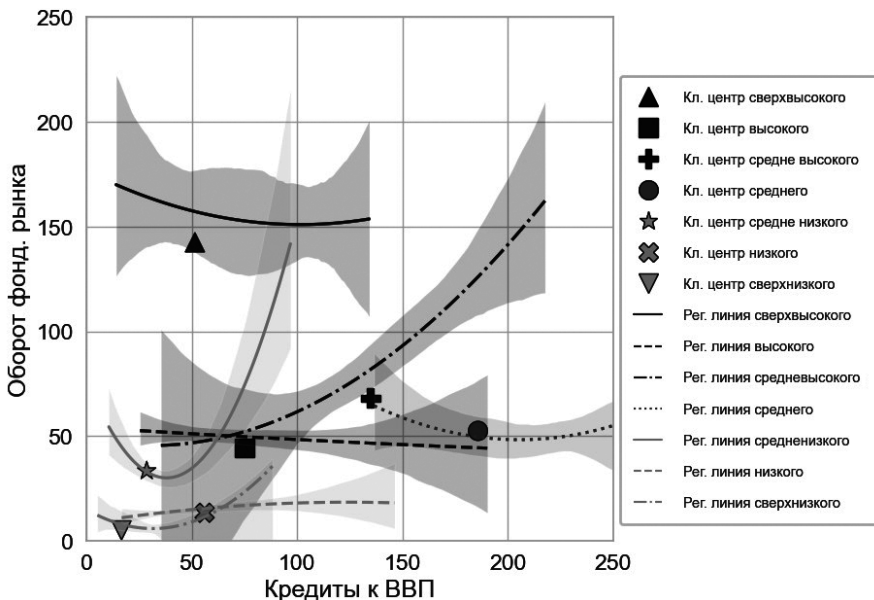
Кластер «средне низкий» демонстрирует, что финансовая система – не единственный фактор, определяющий темпы роста экономики. Этот кластер, имея одно из самых низких средних значений финансовых показателей, имеет темп роста +2,1%, что выше, чем у кластера «низкий», где среднее значение выше. В него вошли такие страны как Мексика, Индонезия, Россия, Египет, Бразилия и Оман, на которые пришлось 103 из 158 наблюдений. Об этом свидетельствуют и кластеры «высокий» и «средне-высокий», имеющие одинаковые средне-взвешенные темпы роста экономики, но разные средние значения показателей финансовой системы. Наиболее важные страны для кластера с высоким темпом прироста экономики были описаны выше, а на средневысокий кластер наибольшее влияние (150 из 225 наблюдений) оказали Япония, Малайзия, Сингапур, США, Австралия и Англия. Эти страны, за исключением Малайзии, являются развитыми, и для таких стран быстрый экономический рост в относительных величинах практически невозможен, а вследствие своего уровня развития, они имеют глубокие финансовые системы. Эти два фактора и могут создавать так называемый пропадающей эффект отдачи от финансовой глубины после ее определенного уровня.

Кластер со «сверх низким» темпом роста экономики демонстрирует важность наличия финансовой системы. Имея наименьшие показатели по глубине финансовой системы, он также имеет наименьшие темпы роста. В данный кластер вошло небольшое количество стран, при этом самое большой вес в нем имеют Нигерия, Кения, Ботсвана и Иран, эти страны составляют 68 из 85 наблюдений.

Таким образом, проведенный кластерный анализ выявляет взаимосвязь между уровнем развития финансовой системы и динамикой экономического роста. Превосходство фондовых рынков над банковским сектором в стимулировании роста подтверждается сравнением кластеров с сопоставимыми показателями банковской системы, но с разной степенью развития фондового рынка. Некоторые кластеры демонстрируют сопоставимые или более высокие темпы роста по сравнению с другими с такой же или менее развитой финансовой системой. Это свидетельствует о важности нефинансовых факторов экономического развития и необходимости комплексного подхода к анализу детерминант роста.

Прокси-переменные, необходимые для метаанализа двух рассматриваемых аспектов финансовой системы, были выбраны в соответствии с исследованиями других авторов, обсуждавшимися в обзоре литературы, работой Торстена Бека и Росса Левина [25] и с учетом проведенного выше анализа. Таким образом, для этой цели использовались относительный размер внутреннего кредита частному сектору как показатель общего развития банковского сектора и оборот фондового рынка как показатель характеризующий фондовые рынки.

Графическое представление (см. рис. 8) позволяет выделить ряд нюансов, не выявляемых при анализе центров кластеров. В отличие от анализа, основанного только на центроидах, на данном этапе можно



Рассчитано по: данные Всемирного Банка, FRED, Trading economics и центральных банков стран выборки.

Рис. 8. Диапазоны оборачиваемости фондового рынка и относительного размера внутренних кредитов частному сектору семи кластеров



выявить пересечения кластеров и их диапазоны определения. Большинство наблюдений группы «сверхвысоких» по обороту фондового рынка находятся в диапазоне от 100 до 200%, а по относительному размеру кредитов – от 25 до 130%. В этом диапазоне страны растут наиболее быстро, но имеются пересечения с другими кластерами с более низкими темпами экономического роста.

«Высокий» и «средневысокий» – это два кластера с одинаковыми темпами экономического роста, но с разной структурой финансовых систем. Многие страны, вошедшие в первый кластер, имеют небольшой разброс по обороту и широкий разброс по объему кредитов. В то же время страны кластера «средне высокий» имеют более широкий разброс по обоим показателям финансовой системы. Таким образом, вновь обнаруживаются аргументы в пользу аргумента о большем влиянии факторов, не связанных с финансовой системой, на экономический рост. Сравнивая группу «средневысокий» с кластером «сверхвысокий», можно увидеть подтверждения о наличии предельных значений показателей банковской системы. Более быстрорастущий кластер имеет относительно меньший размер внутренних кредитов частному сектору и схожий показатель фондового рынка; при прочих равных условиях это свидетельствует об отрицательном вкладе банковского сектора.

Особое внимание стоит уделить «средней» группе, которая целиком состоит из данных Специального административного района Китайской Народной Республики Гонконга. Он является одним из «Четырех азиатских тигров» который смог стать региональным финансовым центром, показатели которого во много раз превышают размеры самой экономики. Гонконг является феноменом мировой экономики, крайне отличающийся от большинства других стран, в связи с чем его необходимо рассматривать отдельно, что было сделано в процессе кластеризации – он был выделен в отдельную группу.

Группа «средний низкий» имеет наибольшее пересечение с другими группами, включая самую быстрорастущую. В этой группе большинство стран находятся в диапазоне от 15 до 95% по относительному размеру кредитов и от 30 до 150% по обороту фондового рынка. Данную группу стран удобно сравнить с предпоследней. Так, кластер «низкий» имеет более развитую банковскую систему (объем кредитов составляет от 20 до 150% ВВП), но менее развитый фондовый рынок (оборачиваемость фондового рынка составляет от 10 до 15%), и более низкие темпы экономического роста. Данный контраст позволяет аргументировать позицию о предельном объеме банковского кредитовании около 100% ВВП и указывает на большой вклад фондовых рынков в темпы экономического роста.

Особое внимание следует уделить завершающему кластеру, включающему «сверхнизкую» группу стран и регионов, поскольку, несмотря

на то, что координаты ее центроиды указывают на минимальное развитие ее финансовых систем, анализ диапазонов ее определения выявляет иную картину. Диапазон изменения показателя, характеризующего развитие банковского сектора, для большинства ее стран составляет от 20 до 80%, а фондового рынка – от 10 до 40%. Данная ситуация еще раз демонстрирует важность других факторов, поскольку в ряде случаев представители «сверхнизкого» кластера находятся на одном уровне развития финансовых структур со странами, темпы роста которых значительно выше.

Анализ межкластерных пересечений и диапазонов значений показателей финансовой системы выявляет ряд принципиальных закономерностей. Наблюдается существенная вариативность структурных характеристик финансовых систем в кластерах со схожими темпами экономического роста, что свидетельствует о неоднозначности влияния отдельных компонентов финансового сектора на экономическую динамику. При этом выявляется устойчивая связь между развитостью фондового рынка, прежде всего проявляющаяся в показателях оборачиваемости, и темпа роста, тогда как влияние банковского сектора демонстрирует нелинейный характер с возможным отрицательным эффектом при его чрезмерном развитии. *Важно отметить, что страны со сопоставимым уровнем развития финансовых институтов могут демонстрировать существенно различающиеся показатели экономического роста, что подтверждает значимость нефинансовых факторов развития.* Однако существует и зеркальная ситуация, когда у стран с разными уровнями развития финансовой системы одинаковые темпы роста.

## Заключение

Проведенное исследование взаимосвязи между темпами экономического роста и ключевыми показателями финансовых систем 34 стран мира позволяет сделать следующие выводы. *Существует взаимосвязь между экономическим ростом и глубиной фондового рынка, но связи с глубиной банковского сектора не наблюдается.* В тех случаях, когда такая связь обнаруживается, она характеризуется как слабая и положительная. Этот феномен может быть объяснен наличием развитых и развивающихся стран в одной выборке. Развитые страны обладают большой экономикой, что ограничивает их способность к быстрому росту, и развитой финансовой системой, что создает иллюзию отрицательного влияния углубления банковского сектора на фоне более быстро растущих малых экономик, имеющих неразвитые (неглубокие) финансовые рынки. Этот результат частично подтверждает вывод К. Грюндлера в его работе 2021 г.

Иерархический алгоритм кластеризации к-средних (Bisecting K-Means) выявил несколько групп по типу финансовой системы, с характеристиками, не совпадающими с ожиданиями автора. Из них наиболее быстрорастущими странами являются страны с высоколиквидными фондовыми рынками, что создает, на взгляд автора, крайне ложное впечатление того, что банковский сектор играет незначительную роль в экономическом развитии. Наиболее вероятным объяснением полученного результата является то, что *влияние банковского сектора ослабевает по мере повышения уровня финансовой глубины*, и это соответствует выводам исследователей МВФ.

После кластера, в который вошли страны с наиболее быстро растущими экономиками, следует группа из четырех кластеров, в которые входят страны с умеренными темпами роста, но крайне высокой дисперсией показателей финансовой системы, что указывает на то, что страны могут развиваться по-разному, ставить разные цели и приоритеты и формировать различающиеся финансовые системы, но при этом иметь схожие результаты. Наличие четырех структурно различных финансовых систем, приводящих к схожим темпам экономического роста, свидетельствует в пользу того, что *не только финансы определяют темпы экономического роста*.

Последняя группа, характеризующаяся медленными темпами экономического роста, включает кластеры, средний уровень развития показателей финансовой системы которых близок к минимальному. Это указывает на *важность функционирующих финансовых институтов для развития экономики этих стран*.

Оборот фондового рынка и относительный размер внутреннего кредита, выданный частному сектору, использовались в качестве прокси-переменных развития фондового рынка и банковского сектора соответственно. Анализируя кластеры с этой точки зрения, автор обнаружил значительные пересечения между ними, что затрудняет определение строгих пороговых значений и диапазонов для достижения высоких темпов экономического роста. Метаанализ показал, что потолок банковского кредитования достигается в диапазоне от 75 до 125% ВВП, что отражает выводы таких авторов, как С.Г. Чеккетти и Э. Харруби в 2012 г., Ж.Л. Аркан, Э. Беркес, У. Паницца в 2014 г., С.Х. Лей в 2020 г., С.Х. Хо и Дж. Саадауи в 2022 году. Все они согласны с тем, что существует потолок полезности кредитования внутреннего частного сектора, который находится на уровне около 100% ВВП. В тоже время находится аргумент в пользу выводов, сделанных У.Р. Кляйном в 2015 г. и К. Б. Лютелем, Г. Ли и М. Ханом в 2024 г. об отсутствии настоящего предельного значения в лице кластера с «средневысоким» темпом роста экономики. Однако объясняется это тем, что в данном кластере присутствуют крупные развитые

страны с глубокими финансовыми рынками, но без возможности для высоких темпов роста.

Более подробное изучение прокси-переменной глубины банковской системы выявляет нижнюю границу, ниже которой нет существенного влияния на экономический рост до ~25% ВВП. Ниже этого уровня роль банков как эффективных распределителей средств, вероятно, будет незначительна с точки зрения общей экономики.

Автор, проанализировав прокси-переменную глубины фондового рынка, не обнаружил верхнего предела, но зафиксировал, что увеличение оборота фондового рынка происходит одновременно с увеличением экономического роста. Однако, вероятно, существует нижний предел в 30%, до достижения которого положительный эффект отсутствует. Объяснение наличия такого порога, вероятно, аналогично нижнему порогу прокси-переменной банковского сектора: *вклад фондового рынка в экономику происходит после того, как его размер позволяет ему обслуживать экономику.*

В настоящем исследовании не утверждается, что финансовые факторы играют ключевую или, наоборот, незначимую роль в экономическом развитии. Результаты данного исследования указывают на то, что взаимосвязь между финансовыми факторами и экономическим ростом является более сложной, чем предполагают простые линейные модели или точно определенные точки перегиба, рассматриваемые как пределы эффективности различных показателей финансовой системы, и требует содержательного экономического анализа и дополнительных количественных исследований в дальнейшем.

#### ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

1. Schumpeter J.A. The Theory of Economic Development: An inquiry into Profit, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934. <https://cruel.org/books/hy/shortschumpeter/SchumpeterTheoryofEconDev.pdf>
2. Goldsmith R.W. Financial structure and development. New York, N.Y.: Woodhaven Press Corp., 1959. <https://www.nber.org/books-and-chapters/comparative-study-economic-growth-and-structure>
3. Mckinnon R.T. Money and capital for economic development. Washington, D.C.: Brookings Institution, 1973. <https://archive.org/details/moneycapitalinec00rona/page/n11/mode/2up>
4. Shaw E.S. Financial deepening of economic development, New York: Oxford University Press, 1973. [https://archive.org/details/financialdeepeni0000shaw\\_l8k4](https://archive.org/details/financialdeepeni0000shaw_l8k4)
5. Luintel K.B., Li G., Khan M. The Threshold Effect of Finance on Growth: Reassessing the Burden of Evidence // Open Economies Review. 2024. Vol. 35. Pp. 887–953. DOI: 10.1007/s11079-024-09757-6.
6. Греков И.Е. О совершенствовании подходов к определению монетизации экономики и обоснование ее оптимального уровня // Финансы и кредит. 2007. Т. 11. № 251. С. 60–70. [Grekov I.E. On improving approaches to determining the monetization of the economy and substantiating its optimal level // Finance and

- Credit. 2007. Vol. 11. No. 251. Pp. 60–70. (In Russ.)] <https://cyberleninka.ru/article/n/o-sovershenstvovanii-podhodov-k-opredeleniyu-monetizatsii-ekonomiki-i-obosnovaniye-ee-optimalnogo-urovnya>
7. Греков И.Е. Уровень финансового развития и темпы экономического роста // Финансы и кредит. 2013. № 3 (531). С. 2–9. [Grekov I.E. Level of financial development and rates of economic growth // Finance and Credit. 2013. No. 3 (531). Pp. 2–9. (In Russ.)] <https://cyberleninka.ru/article/n/uroven-finansovogo-razvitiya-i-tempy-ekonomicheskogo-rosta>
  8. Черемисинова Д. В. Монетизация экономики как драйвер экономического роста // Economics. 2015. Т. 6. № 7. С. 33–38. [Cheremisinova D.V. Monetization of the economy as a driver of economic growth // Economics. 2015. Vol. 6. No. 7. Pp. 33–38. (In Russ.)] <https://cyberleninka.ru/article/n/monetizatsiya-ekonomiki-kak-drayver-ekonomicheskogo-rosta>
  9. Cecchetti S.G., Kharroubi E. Reassessing the Impact of Finance on Growth // BIS Working Papers. 2012. No. 381. <https://www.bis.org/publ/work381.pdf>
  10. Law S. H., Singh N. Does too much finance harm economic growth? // Journal of Banking and Finance. 2014. Vol. 41. Pp. 36–44. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2013.12.020.
  11. Arcand J.L., Berkes E., Panizza U. Too much finance? // Journal of Economic Growth. 2015. Vol. 20. No. 2. Pp. 105–148. DOI: 10.1007/s10887-015-9115-2.
  12. Sahay R., et al. Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets // IMF staff Discussion Note. 2015. Vol. 2015. No. 08. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1508.pdf>
  13. Банк России. Влияние развития финансового сектора на экономический рост и его волатильность // Аналитическая записка. 2017. № 8. [Bank of Russia. The Impact of Financial Sector Development on Economic Growth and its Volatility // Analytical Note. 2017. No. 8. (In Russ.)] <https://www.cbr.ru/Content/Document/File/16747/03.pdf>
  14. Lay S. H. Bank credit and economic growth: Short-run evidence from a dynamic threshold panel model // Economics Letters. 2020. Vol. 192. DOI: 10.1016/j.econlet.2020.109231.
  15. Gründler K. The vanishing effects of finance on economic development // Macroeconomic Dynamics. 2021. Vol. 25. No. 2. Pp. 536–578. DOI: 10.1017/S1365100519000312.
  16. Ho S.H., Saadaoui J. Bank credit and economic growth: A dynamic threshold panel model for ASEAN countries // International Economics. 2022. Vol. 170. Pp. 115–128. DOI: 10.1016/j.inteco.2022.03.001.
  17. Клюкин Б.Д. О влиянии показателей финансовой системы на экономический рост в Китае, Индии и ряде других стран // Экономика и управление. 2025. Т. 31. № 3. С. 372–384. [Klyukin B.D. The impact of financial system indicators on economic growth in China, India and a number of other countries // Economics and Management. 2025. Vol. 31. No. 3. Pp. 372–384. (In Russ.)] DOI: 10.35854/1998-1627-2025-3-372-384.
  18. Cline W. R. Too much finance, or statistical illusion? // Peterson Institute for International Economics. 2015. Vol. 15. No. 9. <https://www.piie.com/sites/default/files/publications/pb/pb15-9.pdf>
  19. Cline W.R. Further statistical debate on ‘Too Much Finance’ // Peterson Institute for International Economics. 2015. Vol. 15. No. 16. <https://www.piie.com/sites/default/files/publications/wp/wp15-16.pdf>
  20. Шевченко Л.М. Классификация национальных финансовых систем // Промышленность: экономика, управление, технологии. 2013. № 3. С. 108–111.

- [Shevchenko L.M. Classification of national financial systems // Industry: economics, management, technology. 2013. No. 3. Pp. 108–111. (In Russ.).] <https://cyberleninka.ru/article/n/klassifikatsiya-natsionalnyh-finansovyh-sistem>
21. Boubakari A., Jin D. The Role of Stock Market Development in Economic Growth: Evidence from Some Euronext Countries // International Journal of Financial Research. 2010. Vol. 1. No. 1. Pp. 14–20. DOI: 10.5430/ijfr.v1n1p14.
  22. Ngare E., Nyamongo M., Misati R. Stock market development and economic growth in Africa // Journal of Economics and Business. 2014. Vol. 74. Pp. 24–39. DOI: 10.1016/j.jeconbus.2014.03.002.
  23. Zhou M., Shang Y. An Empirical Analysis of the Relationship Between China's Economic Growth and the Stock Market // Advances in Economics, Business and Management Research. 2018. Vol. 70. Pp. 218–221. DOI: 10.2991/icoeme-18.2018.44.
  24. Srinivasan P., Karthigai P. Stock Market Development and Economic Growth in India: An Empirical Analysis // International Journal of Finance & Banking Studies. 2014. Vol. 5. No. 3. Pp. 361–375. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2556144](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2556144)
  25. Beck T., Levine R. Stock markets, banks, and growth: Panel evidence // Journal of Banking & Finance. 2004. Vol. 28. No. 3. Pp. 423–442. DOI: 10.1016/S0378-4266(02)00408-9.

Дата поступления рукописи: 29.05.2025 г.

Дата принятия к публикации: 18.11.2025 г.

#### СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРЕ

**Клюкин Борис Денисович** – аспирант Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова; главный аналитик Фонда развития промышленности (Федеральное государственное автономное учреждение «Российский фонд технологического развития»), Москва, Россия

ORCID: 0009-0000-8038-6035

bdklyukin@gmail.com

#### ABOUT THE AUTHOR:

**Boris D. Klyukin** – Postgraduate Student at Lomonosov Moscow State; Chief Analyst, Industrial Development Fund (Federal State Autonomous Institution “Russian Fund for Technological Development”), Moscow, Russia

ORCID: 0009-0000-8038-6035

bdklyukin@gmail.com

#### CLUSTER ANALYSIS OF FINANCIAL SYSTEM INDICATORS TO DETERMINE THRESHOLD VALUES OF THEIR CONTRIBUTION TO ECONOMIC GROWTH

The paper estimates the impact and threshold values of financial system indicators on the economic growth rates in 34 countries. Bisecting K-Means allows for making reasonable assumptions about their optimal combinations and levels. The cluster analysis identified seven latent groups, each differing in their financial system indicators. Calculating the weighted average growth rate for each group allowed for a comprehensive analysis of the

relationship between financial factors and economic growth. An analysis of stock market turnover revealed that its growth is associated with accelerated economic growth, although the direction of this influence remains to be determined. The author also managed to roughly determine the lower limit of the turnover indicator (~30%), below which there is no positive impact on the economy. An analysis of the relative size of domestic loans to the private sector found arguments in favor of the existence of an optimal range of bank loans (75–125% of GDP) and thus a threshold, which is consistent with the findings of other authors. The analysis also suggested the existence of a lower limit on loan volume at 25%. The results of the study can be used in developing and substantiating target indicators for national economic policy.

**Keywords:** *cluster analysis, stock market turnover, relative credit size, threshold values, economic growth.*

**JEL:** F63, O57, P52.

---

Компьютерная верстка: Хацко Н.А.

Подписано в печать 10.12.2025

Формат 70×100/16. Объем 10 п.л. Тираж 250 экз.

Печать офсетная. Заказ № 6012-25

Адрес редакции: 117218, Москва, Нахимовский проспект, 32

Тел.: 8-499-724-13-91, e-mail: [vestnik-ieran@inecon.ru](mailto:vestnik-ieran@inecon.ru)

<https://vestnik-ieran.ru>

© НП

Редакция журнала «Вестник Института экономики Российской академии наук», 2025

Отпечатано в соответствии с предоставленными материалами в ООО «Амирит»,

410004, г. Саратов, ул. Чернышевского, 88

Тел.: 8-800-700-86-33 | (845-2) 24-86-33

E-mail: [zakaz@amirit.ru](mailto:zakaz@amirit.ru)

Сайт: [amirit.ru](http://amirit.ru)