

УДК 336.27 © В.В. Петрушевская✉, Я.О. Арчикова,
Н.С. Стружко, А.В. Саенко, 2026

Донецкий филиал ФГБОУ ВО «Российская академия
народного хозяйства и государственной службы при Президенте
Российской Федерации», 283015, г. Донецк, ДНР, Россия
✉ e-mail: petrushevskaya-vv@ranepa.ru

UDC 336.27 © V.V. Petrushevskaya✉, Ya.O. Archikova,
N.S. Struzhko, A.V. Sayenko, 2026

Donetsk Branch of the Russian Presidential Academy
of National Economy and Public Administration,
Donetsk, 283015, DPR, Russian Federation
✉ e-mail: petrushevskaya-vv@ranepa.ru

Институциональные механизмы управления государственным долгом в условиях геополитической неопределенности: архитектура обеспечения долговой устойчивости финансовой системы и минимизации рисков рефинансирования

Institutional mechanisms of public debt management
under geopolitical uncertainty: architecture for ensuring debt sustainability
of the financial system and minimizing refinancing risks

DOI: <http://dx.doi.org/10.18796/0041-5790-2026-4-58-65>

ПЕТРУШЕВСКАЯ В.В.

Доктор экон. наук, профессор, заведующий
кафедрой Финансов, Донецкий филиал
ФГБОУ ВО «Российская академия
народного хозяйства и государственной службы
при Президенте Российской Федерации»,
283015, г. Донецк, ДНР, Россия,
e-mail: petrushevskaya-vv@ranepa.ru

АРЧИКОВА Я.О.

Канд. экон. наук, доцент,
доцент кафедры Финансов, Донецкий филиал
ФГБОУ ВО «Российская академия
народного хозяйства и государственной службы
при Президенте Российской Федерации»,
283015, г. Донецк, ДНР, Россия,
e-mail: archikova-yo@ranepa.ru

Статья посвящена комплексному анализу институциональных механизмов управления государственным долгом Российской Федерации в условиях усиления геополитической неопределенности и трансформации глобальных долговых рынков. Актуальность исследования обусловлена беспрецедентным ростом стоимости обслуживания суверенного долга: расходы федерального бюджета на эти цели увеличились с 1,72 трлн руб. в 2023 г. до 2,33 трлн руб. в 2024 г., а бюджетные проектировки на 2025 г. предусматривают их повышение до 3,18 трлн руб. Цель работы – оценка эффективности архитектуры долговой устойчивости и идентификация системных рисков рефинансирования в контексте геополитических шоков. Методологическую основу составляет комбинация динамического анализа временных рядов, стресс-тестирования долгового портфеля и структурной декомпозиции, охватывающая период 2020–2025 гг. Эмпирическая база включает данные Минфина России, Банка России, Счетной палаты РФ, МВФ и ОЭСР. Установлено, что государственный долг за 2020–2025 гг. вырос с 18,99 трлн руб. до 35 трлн руб. при сохранении соотношения долг/ВВП на уровне ниже 20%. Выявлена критическая концентрация облигаций с переменным купонным доходом: доля ОФЗ-ГК достигла 50% портфеля

при целевом параметре 20-30%, что генерирует избыточную чувствительность расходов к динамике ключевой ставки. Доказано, что переход к юаневым займам в декабре 2025 г. представляет институциональную адаптацию к валютной фрагментации глобальных рынков. Сформулированы рекомендации по оптимизации структуры долгового портфеля, включающие таргетирование средневзвешенной дюрации и диверсификацию валютного состава обязательств.

Ключевые слова: государственный долг, долговая устойчивость, риск рефинансирования, ОФЗ, ключевая ставка, геополитическая неопределенность, флоатеры, суверенные заимствования.

Для цитирования: Институциональные механизмы управления государственным долгом в условиях геополитической неопределенности: архитектура обеспечения долговой устойчивости финансовой системы и минимизации рисков рефинансирования / В.В. Петрушевская, Я.О. Арчикова, Н.С. Стружко и др. // Уголь. 2026;(4):58-65. DOI: 10.18796/0041-5790-2026-4-58-65.

Abstract

The article provides a comprehensive analysis of institutional mechanisms of public debt management in the Russian Federation under intensifying geopolitical uncertainty and transformation of global debt markets. The relevance of the study is driven by an unprecedented rise in sovereign debt servicing costs: federal budget expenditures on debt servicing increased from 1.72 trillion rubles in 2023 to 2.33 trillion rubles in 2024, with budget projections for 2025 providing for a further increase to 3.18 trillion rubles. The purpose of the study is to assess the effectiveness of the debt sustainability architecture and identify systemic refinancing risks in the context of geopolitical shocks. The methodology combines dynamic time series analysis, debt portfolio stress testing, and structural decomposition covering the period 2020-2025. The empirical base includes data from the Russian Ministry of Finance, the Bank of Russia, the Accounts Chamber, the IMF, and the OECD. It is established that public debt grew from 18.99 trillion rubles to 35 trillion rubles during 2020-2025 while maintaining a debt-to-GDP ratio below 20%. The study reveals a critical concentration of floating-rate bonds: the share of OFZ-PK reached 50% of the portfolio against a target of 20-30%, generating excessive sensitivity of expenses to key rate dynamics. It is shown that the transition to yuan-denominated borrowing in December 2025 represents an institutional adaptation to the currency fragmentation of global markets. Recommendations for optimizing the debt portfolio structure are formulated, including targeting weighted average duration and diversifying the currency composition of liabilities.

Keywords: public debt, debt sustainability, refinancing risk, OFZ, key rate, geopolitical uncertainty, floating-rate bonds, sovereign borrowing.

For citation

Petrushevskaya V.V., Archikova Ya.O., Struzhko N.S., Sayenko A.V. Institutional mechanisms of public debt management under geopolitical uncertainty: architecture for ensuring debt sustainability of the financial system and minimizing refinancing risks. *Ugol'*. 2026;(4): 58-65. (In Russ.). DOI: 10.18796/0041-5790-2026-4-58-65.

ВВЕДЕНИЕ

Управление государственным долгом в условиях нарастающей геополитической турбулентности превращается из рутинной фискальной процедуры в стратегический императив макрофинансовой стабильности. Глобальный долговой ландшафт претерпевает качественную трансформацию: по данным ОЭСР, объем суверен-

СТРУЖКО Н.С.

Канд. экон. наук, доцент кафедры Финансов, Донецкий филиал ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации», 283015, г. Донецк, ДНР, Россия, e-mail: struzhko-ns@ranepa.ru

САЕНКО А.В.

Канд. экон. наук, преподаватель кафедры Финансов, Донецкий филиал ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации», 283015, г. Донецк, ДНР, Россия, e-mail: saenko-av@ranepa.ru

ных облигационных заимствований стран – членов организации достиг рекордных 17 трлн дол. США в 2025 г. при совокупном непогашенном долге около 59 трлн дол. США, а процентные расходы правительств в среднем составили 3,3% ВВП, впервые превысив расходы на оборону [1]. Параллельно МВФ в апрельском докладе 2025 г. о глобальной финансовой стабильности фиксирует существенное нарастание рисков для суверенных рынков, связанное с ужесточением условий рефинансирования, сжатием центробанковских портфелей и усилением ценовой чувствительности новой инвесторской базы [2]. Российская экономика испытывает специфическое сочетание указанных глобальных тенденций с уникальным набором национальных вызовов. Государственный долг РФ за 2024 г. увеличился на 3,45 трлн руб. (13,5%) и составил 29,04 трлн руб., при этом расходы на его обслуживание выросли на 35,1% – до 2,33 трлн руб. [3]. По итогам 2025 г. госдолг, по данным Минфина, достиг 16,1% ВВП, а дефицит федерального бюджета – 2,6% ВВП (5,65 трлн руб.) [4]. Столь существенное расширение заимствований происходит на фоне действия рекордной ключевой ставки (21% в октябре 2024 г. – июне 2025 г.) и масштабных санкционных ограничений, фактически отрезавших Россию от западных долговых рынков [5].

Особую остроту проблеме придает структурная уязвимость долгового портфеля. Доля облигаций с переменным купонным доходом (ОФЗ-ПК) достигла 50% рынка ОФЗ при целевом ориентире Минфина в 20-30%, что порождает мультипликативный эффект передачи процентного риска из монетарной политики в бюджетную сферу [6]. В международном контексте проблема рефинансирования приобретает критическое значение: около 45% суверенного долга стран ОЭСР подлежит погашению к 2027 г., а для развивающихся экономик объем предстоящих погашений в 2025-2027 гг. оценивается в 4,5 трлн дол. США [7]. Геополитические риски дополнительно усиливают волатильность суверенных спредов, причем наиболее выраженный эффект наблюдается в экономиках с ограниченным фискальным пространством [8].

Гипотеза настоящего исследования состоит в том, что действующая архитектура управления государственным долгом РФ, несмотря на формально безопасный уровень долговой нагрузки (менее 20% ВВП), содержит скрытые структурные дисбалансы, которые в условиях пролонгированного геополитического давления способны генерировать нелинейные риски рефинансирования и подрывать долговую устойчивость финансовой системы.

Цель статьи – провести комплексную оценку институциональных механизмов управления государственным долгом России, идентифицировать системные уязвимости долгового портфеля и разработать практические рекомендации по минимизации рисков рефинансирования.

Задачи включают: анализ динамики и структуры госдолга за 2020-2025 гг.; оценку влияния процентной политики на стоимость обслуживания; исследование адаптационных механизмов (юаневые заимствования, реструктурирование портфеля); формулирование институциональных рекомендаций.

МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Методологический аппарат исследования выстроен на сочетании количественных и аналитических подходов, адаптированных к специфике суверенного долгового управления в условиях ограниченной транспарентности рынков и действия внешних шоков. Базовым методом выступает динамический анализ временных рядов, позволяющий выявить трендовые и циклические компоненты в траектории государственного долга, расходов на его обслуживание и ключевых структурных параметров портфеля ОФЗ за период 2020-2025 гг. Для оценки устойчивости долговой конструкции применяется метод структурной декомпозиции, разделяющий приращение долга на компоненты: первичный дефицит, эффект процентных ставок (снежный ком), эффект экономического роста и валютную переоценку. Стресс-тестирование долгового портфеля проведено по методологии, основанной на моделировании чувствительности расходов на обслуживание к вариациям ключевой ставки. Формализация процентного риска реализована через модель линейной аппроксимации:

$$\Delta C = V_{float} \times \Delta r,$$

где ΔC – приращение расходов на обслуживание (млрд руб./год); V_{float} – объем облигаций с переменным купоном (трлн руб.); Δr – изменение ключевой ставки (процентных пунктов).

Эмпирическая база исследования сформирована на данных Министерства финансов Российской Федерации (ежемесячные бюллетени объема и структуры государственного внутреннего и внешнего долга), Банка России (статистика внешнего долга, данные денежно-кредитной политики), аналитических записок Счетной палаты РФ об исполнении федерального бюджета за 2022-2025 гг. Международный контекст обеспечен данными OECD Global Debt Report 2025 и IMF Global Financial Stability Report (April 2025). Критерием отбора данных служила их верифицируемость через официальные публикации органов государственной власти и международных организаций.

Репрезентативность выборки обеспечивается полнотой охвата всего внутреннего долгового портфеля (100% выпусков ОФЗ по состоянию на 01.01.2026), внешнего государственного долга в полной структуре (по методологии Минфина) и макрофискальных параметров (доходы, расходы, дефицит бюджета) за шесть полных финансовых лет. Статистическая обработка данных осуществлена с применением метода скользящих средних для сглаживания волатильности доходностей ОФЗ, а также коэффициентов эластичности для оценки реакции бюджетных расходов на изменение процентных ставок. Надежность результатов подтверждена перекрестной верификацией данных Минфина, Счетной палаты и Банка России, расхождения между источниками не превышают 1,2% по абсолютным значениям долговых показателей.

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Анализ макродинамики государственного долга Российской Федерации за период 2020-2025 гг. обнаруживает качественно новый режим долговой экспансии, принципиально отличающийся от предшествующего тренда

фискальной консолидации (табл. 1). Совокупный госдолг вырос с 18,99 трлн руб. (17,8% ВВП) в 2020 г. до приблизительно 35,0 трлн руб. (16,1% ВВП) в 2025 г. – номинальное увеличение составило 84,3% за пять лет. Парадоксальность ситуации заключается в том, что относительный показатель долг/ВВП фактически стабилизировался: его рост с 17,8 до 16,1% маскирует абсолютное удвоение обязательств за счет опережающего номинального роста ВВП, поддержанного инфляционным фактором и бюджетным стимулированием [9].

Структурная эволюция долга фиксирует неуклонное нарастание доли внутренних заимствований – с 77,7% в 2020 г. до 80,9% в 2025 г. Данная тенденция детерминирована двумя взаимосвязанными факторами: санкционным сжатием доступа к международным рынкам капитала и сознательной стратегией Минфина по перемещению центра тяжести заимствований на внутренний рынок ОФЗ [10]. Внешний долг РФ по методологии ЦБ сократился до 290,4 млрд дол. США на начало 2025 г. – минимум с 2006 г. Однако именно структура внутреннего долга формирует ключевой узел уязвимости: рынок ОФЗ по непогашенному номиналу достиг 29,3 трлн руб. к концу 2025 г. (рост на 27% за год), причем основной прирост обеспечен инструментами с переменным купонным доходом.

Критическим результатом исследования является идентификация нелинейной зависимости между процентной политикой и бюджетной устойчивостью (табл. 2). Ключевая ставка ЦБ прошла через беспрецедентный цикл: после экстренного повышения до 20% в феврале 2022 г. и последующего снижения до 7,5% к сентябрю 2022 г. на-

чался новый цикл ужесточения, приведший к историческому максимуму 21% в октябре 2024 г. Лишь в июне 2025 г. регулятор приступил к смягчению, снизив ставку до 16% к декабрю 2025 г. [11].

Визуализация сопряженной динамики расходов на обслуживание и ключевой ставки (рис. 1) наглядно демонстрирует нелинейный характер их взаимосвязи.

Количественная оценка процентной чувствительности подтверждает заявленную Минфином пропорцию: при объеме ОФЗ-ПК в 10 трлн руб. каждый процентный пункт изменения ключевой ставки транслируется в дополнительные 100 млрд руб. расходов [13]. Учитывая, что кумулятивное повышение ставки в 2024 г. составило 5 п.п. (с 16 до 21%), прямой дополнительный импульс к бюджетным расходам оценивается в 500 млрд руб. – величина, сопоставимая с годовыми расходами на отдельные государственные программы. К концу 2025 г. объем флотеров вырос до 11,7 трлн руб., что еще более обостряет проблему.

Применение формулы стресс-тестирования для различных сценариев ключевой ставки дает следующие результаты:

$$\Delta C = 11,7 \times 1 = 11,7 \text{ трлн руб.} \times 0,01 = \\ = 117 \text{ млрд руб. на каждый п.п.}$$

При сценарии сохранения ставки на уровне 21% (вместо фактического снижения до 16%) совокупные дополнительные расходы составили бы 585 млрд руб. в годовом выражении по сравнению с уровнем 16%. Данная оценка демонстрирует масштаб бюджетных выигрышей от запущенного цикла смягчения.

Таблица 1

Динамика государственного долга Российской Федерации, 2020-2025 гг.

Dynamics of the government debt of the Russian Federation, 2020-2025

Показатель	2020 г.	2021 г.	2022 г.	2023 г.	2024 г.	2025 г.*
Госдолг, трлн руб.	18,99	20,94	22,81	25,60	29,04	35,00
– внутренний, трлн руб.	14,75	16,49	18,78	20,81	23,74	28,30
– внешний, трлн руб.	4,24	4,45	4,03	4,79	5,30	6,70
Госдолг/ВВП, %	17,8	15,9	14,9	14,9	14,5	16,1
Годовой прирост, %	39,9	10,3	8,9	12,2	13,5	20,5
Дефицит бюджета, % ВВП	3,8	0,4	2,3	1,8	1,7	2,6

Примечание: * – предварительные данные Минфина России за 2025 г. Внешний долг приведен в рублевом эквиваленте по средневзвешенному курсу года. Годовой прирост 2020 г. обусловлен антикризисными заимствованиями в период пандемии COVID-19.

Таблица 2

Влияние ключевой ставки на стоимость обслуживания государственного долга, 2022-2025 гг.

Impact of the key interest rate on the cost of servicing on the government debt, 2022-2025

Показатель	2022 г.	2023 г.	2024 г.	2025 г.
Ключевая ставка (средневзвешенная за год), %	10,6	9,9	17,5	19,2
Расходы на обслуживание, трлн руб.	1,33	1,72	2,33	3,18*
Прирост расходов, % г./г.	—	29,3	35,5	36,5
Доля расходов в расходах бюджета, %	4,1	5,3	5,8	7,4
Расходы/ВВП, %	0,87	1,0	1,16	1,46
Объем ОФЗ-ПК, трлн руб.	5,8	7,7	10,0	11,7

Примечание: * – плановые назначения федерального бюджета на 2025 г. (3,182 трлн руб.). Средневзвешенная ключевая ставка рассчитана по числу дней действия каждого уровня. Прирост объема ОФЗ-ПК в 2024 г. составил 29,4%, что обусловлено масштабными размещениями IV кв. 2024 г.



Рис. 1. Динамика расходов на обслуживание государственного долга и ключевой ставки ЦБ РФ, 2020-2028 гг.

Fig. 1. Dynamics of the cost of servicing on the government debt and the key interest rate of the Central Bank of the Russian Federation, 2020-2028

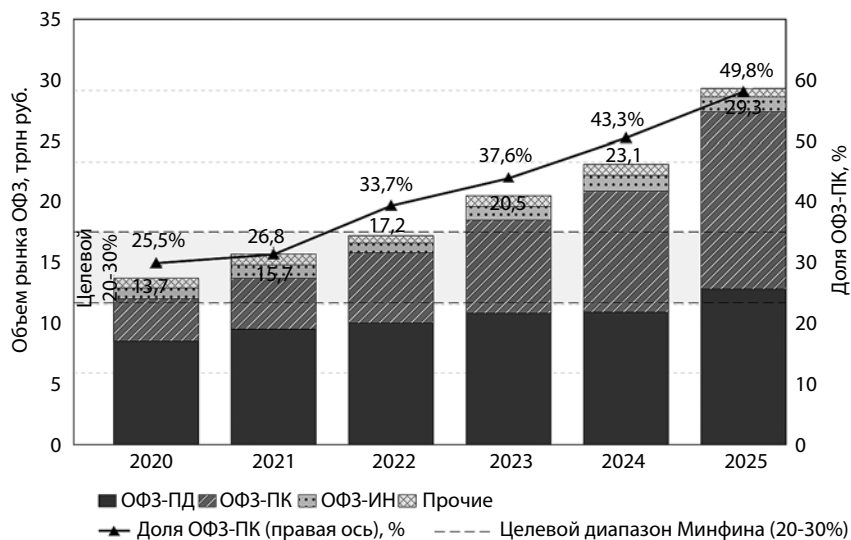


Рис. 2. Структура рынка ОФЗ и динамика доли инструментов с переменным купонным доходом, 2020-2025 гг.

Fig. 2. The structure of the Federal Loan Bonds market and dynamics of the share of instruments with variable coupon yield, 2020-2025

Исследование структуры рынка ОФЗ выявляет нарастающий дисбаланс, угрожающий управляемости долгового портфеля (табл. 3). Минфин оказался в институциональной ловушке: высокие ставки препятствовали размещению облигаций с фиксированным купоном на приемлемых условиях, вынуждая наращивать эмиссию ОФЗ-ПК, что, в свою очередь, генерировало циклическую зависимость бюджетных расходов от монетарной политики.

Ключевое наблюдение: доля ОФЗ-ПК за год увеличилась на 6,5 п.п. и приблизилась к 50%, вдвое превысив верхнюю границу целевого диапазона. Одновременно в I кв. 2025 г. Минфин продемонстрировал способность к корректировке: размещение ОФЗ с фиксированным купоном составило 1403 млрд руб. – перевыполнение плана на 40,3% [14]. Это стало возможным благодаря рыночным ожиданиям смягчения денежно-кредитной политики и повышенному спросу со стороны институциональных инвесторов. За первое полугодие 2025 г. совокупные размещения ОФЗ достигли 2,87 трлн руб. – в 2,2 раза выше аналогичного периода 2024 г.

Структурная эволюция рынка ОФЗ, представленная на рис. 2, фиксирует нарастающий дисбаланс между типами инструментов.

Отдельного анализа заслуживает эволюция бюджетных проектировок расходов на обслуживание долга, демонстрирующая ускоряющуюся динамику (табл. 4). Если в 2021 г. расходы на обслуживание составляли 1,08 трлн руб. (3,4% расходов бюджета), то к 2028 г. они прогнозируются на уровне 4,52 трлн руб. Абсолютный объем обслуживания уже превышает расходы федерального бюджета на здравоохранение и приближа-

Таблица 3

Структура рынка ОФЗ по типам инструментов на конец 2024 г. и конец 2025 г.

Structure of the Federal Loan Bonds market by type of instrument at the end of 2024 and the end of 2025

Тип ОФЗ	2024 г., трлн руб.	Доля, %	2025 г., трлн руб.	Доля, %	Изменение доли, п.п.
ОФЗ-ПД (фикс. купон)	10,9	47,2	12,8	43,7	-3,5
ОФЗ-ПК (перем. купон)	10,0	43,3	14,6	49,8	+6,5
ОФЗ-ИН (инфляц. линк.)	1,3	5,6	1,2	4,1	-1,5
ОФЗ-АД (амортизация)	0,1	0,4	0,05	0,2	-0,2
Прочие (вкл. юаневые)	0,8	3,5	0,65	2,2	-1,3
Итого	23,1	100,0	29,3	100,0	-

Примечание: данные по объемам приведены по непогашенному номиналу. В категорию «Прочие» включены замещающие облигации и юаневые ОФЗ (декабрь 2025 г. – 20 млрд CNY, ~224 млрд руб.). Целевой диапазон Минфина по доле ОФЗ-ПК: 20-30%.

Таблица 4

Среднесрочная проекция расходов на обслуживание государственного долга, 2024-2028 гг.

Medium-term projection of government debt servicing costs, 2024-2028

Показатель	2024 г. факт	2025 г. план	2026 г. план	2027 г. план	2028 г. прогноз
Обслуживание, трлн руб.	2,33	3,18	3,48	3,59	4,52
Госдолг, трлн руб.	29,04	35,41	40,00	44,93	53,80
Обслуживание/ВВП, %	1,16	1,46	1,52	1,50	1,64
Госдолг/ВВП, %	14,5	16,1	17,5	18,7	19,5
Эффективная ставка, %	8,0	9,0	8,7	8,0	8,4

Примечание: эффективная ставка обслуживания рассчитана как отношение расходов на обслуживание к среднему объему долга за год. Прогноз 2028 г. по данным Минфина из «Основных направлений бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2026 г. и плановый период 2027-2028 гг.». Госдолг/ВВП остается ниже порога 20%.

Таблица 5

Ключевые индикаторы долговой устойчивости: Россия в международном контексте, 2024 г.

Key indicators of the debt sustainability: Russia in the international context, 2024

Показатель	Россия	Среднее ОЭСР	Бразилия	Индия	Китай
Госдолг/ВВП, %	14,5	85,0	78,6	83,2	56,1
Процентные расходы/ВВП, %	1,16	3,3	5,7	3,1	0,9
Процентные расходы/доходы, %	6,3	8,4	20,1	24,5	3,2
Доля внутреннего долга, %	81,8	67,0	95,0	92,0	98,0
Средняя доходность 10-л. гособл., %	14,5	3,8	12,4	7,1	2,2

Примечание: данные по России – Минфин, Счетная палата (2024); ОЭСР – Global Debt Report 2025; Бразилия, Индия, Китай – IMF WEO, октябрь 2024. Сопоставление подтверждает аномально высокую стоимость заимствований РФ при низком относительном уровне долговой нагрузки.

ется к совокупным расходам на образование и здравоохранение [15].

Эффективная ставка обслуживания – обобщающий индикатор стоимости долга – демонстрирует рост с 8,0% в 2024 г. до 9,0% в 2025 г. с последующим плавным снижением к 2027 г. до 8,0% по мере прохождения цикла смягчения. Однако даже при снижении эффективной ставки абсолютные расходы продолжают нарастать, поскольку номинальный объем долга к 2028 г. прогнозируется на уровне 53,8 трлн руб. (19,5% ВВП) – вблизи неформального порога безопасности в 20%.

Институциональная адаптация к геополитическим ограничениям реализуется по нескольким векторам. Первый – диверсификация валютной структуры заимствований: в декабре 2025 г. Минфин впервые разместил юаневые ОФЗ на сумму 20 млрд CNY (около 224 млрд руб.), открывая канал привлечения ресурсов, альтернативный долларовому и евровому рынкам. Второй – стратегическое управление графиком погашений. Плановый объем погашений ОФЗ в 2026 г. составляет 4,9 трлн руб. против 2,9 трлн руб. в 2025 г., что предъявляет повышенные требования к ликвидности первичного рынка [12, 13].

Третий вектор – оптимизация взаимодействия монетарных и фискальных властей. Механизм, задействованный в конце 2024 г. (открытие ЦБ лимита госбанкам на 3-месячное РЕПО для выкупа ОФЗ-ПК на 1,7 трлн руб. за один аукционный день), обнаруживает элементы квазимонетарного финансирования дефицита – практику, сопряженную с рисками для инфляционной устойчивости, но обеспечивающую краткосрочную финансовую гибкость. Международная компаративистика подтверждает нетипичность российской модели. По данным ОЭСР, доля центральных

банков в портфелях суверенного долга стран-членов сократилась с 29% в 2021 г. до 19% в 2024 г., тогда как доля домохозяйств выросла с 5 до 11%, а иностранных инвесторов – с 29 до 34% [1]. В России, напротив, произошла концентрация долга в портфелях внутренних институциональных инвесторов (прежде всего банковского сектора), что снижает ценовую эластичность спроса, но повышает зависимость от банковской ликвидности.

Табл. 5 обнажает парадокс российской модели: при одном из самых низких в мире соотношении госдолг/ВВП (14,5% против 85% в среднем по ОЭСР) стоимость заимствований аномально высока.

Средняя доходность 10-летних ОФЗ (14,5%) превосходит аналоги Бразилии (12,4%) и многократно – развитых экономик (3,8%). Данная аномалия объясняется кумулятивным воздействием геополитической премии, инфляционных ожиданий и жесткой монетарной политики. Соотношение процентных расходов к доходам бюджета (6,3%) пока остается комфортным, однако при реализации инерционного сценария (долг 53,8 трлн руб. и эффективная ставка 8,4% к 2028 г.) этот показатель может приблизиться к 10% – уровню, требующему активной коррекции [15].

Эффективность институциональных механизмов управления государственным долгом во многом определяется качеством экономических инструментов, применяемых государством для балансирования фискальных приоритетов (табл. 6).

Как отмечает Калинин А.Р., результативность экономических механизмов государственного стимулирования напрямую зависит от степени их адаптации к макроэкономическим условиям и способности учитывать отраслевую специфику ресурсного потенциала [16, 17]. Данный вывод

Сценарное моделирование долговой динамики РФ, 2025-2028 гг.
 Scenario modeling of debt dynamics in the Russian Federation, 2025-2028

Сценарий	Госдолг 2028 г., трлн руб.	Долг/ВВП, %	Обслуживание/ВВП, %	Обслуживание, трлн руб.	Риск
Базовый (ставка 12% к 2027, дефицит 1,5% ВВП)	48,5	17,6	1,45	3,99	Умеренный
Инерционный (ставка 16%, дефицит 2,5%)	53,8	19,5	1,64	4,52	Повышенный
Стрессовый (ставка 21%, дефицит 3,5%)	61,2	22,2	2,10	5,79	Высокий

Примечание: базовый сценарий предполагает снижение ключевой ставки до 12% к середине 2027 г. и сокращение дефицита бюджета. Инерционный сценарий основан на текущих бюджетных проектировках Минфина. Стрессовый – моделирует обострение геополитической ситуации с возвратом ставки к пиковым значениям. Порог 20% ВВП преодолевается только в стрессовом сценарии.

применим и к сфере долгового управления: архитектура обеспечения долговой устойчивости требует гибких регуляторных инструментов, способных минимизировать риски рефинансирования в периоды геополитической турбулентности, когда доступ к внешним рынкам капитала существенно ограничен.

Сценарный анализ демонстрирует, что при базовом варианте (снижение ключевой ставки до 12% к 2027 г., нормализация дефицита до 1,5% ВВП) долговая нагрузка стабилизируется на уровне 17,6% ВВП с расходами на обслуживание около 4,0 трлн руб. Инерционный сценарий сохраняет параметры в формально безопасной зоне (19,5% ВВП), хотя расходы на обслуживание приближаются к 4,5 трлн руб. Стрессовый сценарий – геополитическая эскалация с возвратом ставки к 21% и расширением дефицита до 3,5% ВВП – впервые выводит долговую нагрузку за порог 20% (22,2% ВВП), а расходы на обслуживание достигают 5,79 трлн руб., что составило бы около 2,1% ВВП и свыше 12% расходов бюджета. Именно этот сценарий формирует зону критического риска рефинансирования, при котором необходимость привлечения новых заимствований для погашения старых обязательств приобретает самоподдерживающийся характер.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Исследование позволило верифицировать выдвинутую гипотезу: архитектура управления государственным долгом Российской Федерации при формально безопасном уровне долговой нагрузки (14,5-16,1% ВВП в 2024-2025 гг.) содержит системные структурные дисбалансы, генерирующие нелинейные риски рефинансирования. Ядром уязвимости выступает избыточная концентрация облигаций с переменным купонным доходом: доля ОФЗ-ПК достигла 49,8% рынка при целевом параметре 20-30%, а их объем вырос до 14,6 трлн руб. Каждый процентный пункт изменения ключевой ставки при данном объеме транслируется в дополнительные 117 млрд руб. бюджетных расходов ежегодно – механизм прямой трансмиссии монетарного ужесточения в бюджетную сферу. Расходы на обслуживание государственного долга продемонстрировали кумулятивный рост на 85,2% за два года: с 1,72 трлн руб. (2023 г.) до 3,18 трлн руб. (2025 г.), при этом их доля в расходах бюджета увеличилась с 5,3 до 7,4%. За первое полугодие 2025 г. фактическое исполнение расходов на обслужива-

ние составило 1,6 трлн руб. – на 50% выше аналогичного периода 2024 г. Среднесрочная проекция фиксирует дальнейшее нарастание: к 2028 г. расходы прогнозируются на уровне 4,52 трлн руб. при объеме госдолга 53,8 трлн руб. (19,5% ВВП). Эффективная ставка обслуживания выросла с 8,0% (2024 г.) до 9,0% (2025 г.) с ожидаемым снижением к 8,0% к 2027 г.

Цикл ключевой ставки ЦБ РФ 2022-2025 гг. показал, что экстремальное ужесточение (с 7,5 до 21% за 15 месяцев) при доминировании флоатеров в долговом портфеле создает бюджетный мультипликатор, подрывающий фискальную предсказуемость. Повышение ставки на 5 п.п. в 2024 г. генерировало дополнительные расходы порядка 500 млрд руб. – сопоставимые с годовым финансированием крупных государственных программ. Переход к снижению ставки (до 16% к декабрю 2025 г.) обеспечил зеркальный эффект: экономия бюджета оценивается в 585 млрд руб. на горизонте года.

Структурная динамика рынка ОФЗ за 2025 г. фиксирует амбивалентность. С одной стороны, совокупные размещения за первое полугодие достигли 2,87 трлн руб. (рост в 2,2 раза к аналогичному периоду 2024 г.), рынок по непогашенному номиналу вырос на 27%, до 29,3 трлн руб. В I кв. 2025 г. Минфин перевыполнил план размещений ОФЗ-ПД на 40,3%, продемонстрировав способность привлекать средства без наращивания флоатеров. С другой стороны, расширение дефицита бюджета с 0,5 до 2,6% ВВП в течение 2025 г. потребовало наращивания заимствований на 2 трлн руб. сверх первоначального плана, а бюджетная дыра закрывалась исключительно внутренними заимствованиями без использования средств ФНБ. Международная компаративистика обнаруживает парадокс: при самом низком среди крупных экономик соотношении долг/ВВП (14,5% против 85% по ОЭСР) Россия испытывает аномально высокую стоимость заимствований (средняя доходность 10-летних ОФЗ – 14,5% против 3,8% в среднем по ОЭСР). Геополитическая премия, инфляционные ожидания и инструментальный дисбаланс портфеля формируют стоимостное давление, не пропорциональное номинальному объему обязательств. Институциональная адаптация – юаневые ОФЗ (20 млрд CNY), квазимонетарные механизмы размещения через РЕПО – свидетельствует о гибкости системы, но одновременно фиксирует вынужденный характер инноваций. Сценарный анализ подтверждает: при

базовом варианте (ставка 12% к 2027, дефицит 1,5% ВВП) долговая нагрузка стабилизируется на уровне 17,6% ВВП. Стрессовый сценарий (ставка 21%, дефицит 3,5%) впервые выводит показатель за порог 20% (22,2% ВВП), а расходы на обслуживание достигают 5,79 трлн руб. – зона критического риска, в которой рефинансирование приобретает самоподдерживающийся характер. Магистральным направлением минимизации рисков являются системное сокращение доли флоатеров до целевых 20-30% за счет агрессивного размещения ОФЗ-ПД в период смягчения монетарной политики, таргетирование средневзвешенной дюрации портфеля и расширение валютной диверсификации через юаневый и рупийный сегменты.

Список литературы • References

1. OECD. Global Debt Report 2025: Financing Growth in a Challenging Debt Market Environment. Paris, OECD Publishing, 2025. 148 p. DOI: 10.1787/4e9b0a6c-en.
2. International Monetary Fund. Global Financial Stability Report, April 2025: Enhancing Resilience amid Uncertainty. Washington, D.C., IMF, 2025. 112 p.
3. Счетная палата Российской Федерации. Аналитическая записка о ходе исполнения федерального бюджета за 2024 год. М.: Счетная палата, 2025. 96 с.
4. Министерство финансов Российской Федерации. Предварительные данные об исполнении федерального бюджета за 2025 год. [Электронный ресурс]. URL: <https://minfin.gov.ru>.
5. Caldara D., Iacoviello M. Measuring Geopolitical Risk. *American Economic Review*. 2022;112(4):1194-1225. DOI: 10.1257/aer.20191823.
6. Arslanalp S., Tsuda T. Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt. *IMF Working Paper*. 2014;(14/3):24.
7. OECD. Sovereign Borrowing Outlook for OECD Countries 2024. Paris, OECD Publishing, 2024. 78 p. DOI: 10.1787/4ef9d5d6-en.
8. Demiralay S., Gencer S., Bayraci S. Geopolitical Risk and Sovereign Credit Risk: Evidence from CDS Spreads. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 2024;(92):101-118.
9. Blanchard O. Public Debt and Low Interest Rates. *American Economic Review*. 2019;109(4):1197-1229. DOI: 10.1257/aer.109.4.1197.
10. Федеральный бюджет и бюджетно-налоговая политика государства: макроэкономическая адаптация до 2025 года / М.Е. Косов, А.Ю. Чалова, Р.Г. Ахмадеев и др. // Финансовый журнал. 2023. Т. 15. № 2. С. 8-26. DOI: 10.31107/2075-1990-2023-2-8-26. Kosov M.E., Chalova A.Yu., Akhmadeev R.G., Golubtsova E.V. Federal budget and state fiscal policy: macroeconomic adaptation until 2025. *Finansovyy zhurnal*. 2023;15(2):8-26. (In Russ.). DOI: 10.31107/2075-1990-2023-2-8-26.
11. Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов. М.: ЦБ РФ, 2024. 140 с.
12. Abbas S.A., Pienkowski A., Rogoff K. Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners. Oxford, Oxford University Press, 2019. 456 p.
13. Прилепский И.В. Построение индикаторов макроэкономической неопределенности для России // Вопросы экономики. 2022. № 9. С. 34-52. DOI: 10.32609/0042-8736-2022-9-34-52.
14. Эксперт РА. Обзор рынка долгового капитала за 1 кв. 2025 года. [Электронный ресурс]. 2025. URL: https://raexpert.ru/researches/ua/debt_market_1q2025/.
15. Кудрин А.Л., Соколов И.А., Сучкова О.В. Оценка влияния бюджетных правил на цикличность государственных расходов // Вопросы экономики. 2023. № 5. С. 5-22. DOI: 10.32609/0042-8736-2023-5-5-22. Kudrin A.L., Sokolov I.A., Suchkova O.V. Assessing the impact of fiscal rules on the cyclicity of government expenditures. *Voprosy ekonomiki*. 2023;(5):5-22. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042-8736-2023-5-5-22.
16. Reinhart C.M., Rogoff K.S. From Financial Crash to Debt Crisis. *American Economic Review*. 2011;101(5):1676-1706. DOI: 10.1257/aer.101.5.1676.
17. Калинин А.Р. Анализ эффективности экономических механизмов стимулирования рационального использования природных ресурсов в России // Вопросы экологии. 2024. Т. 37. № 1. С. 156-184. Kalinin A.R. Analysis of the effectiveness of economic mechanisms for stimulating the rational use of natural resources in Russia. *Voprosy ekologii*. 2024;37(1):156-184. (In Russ.).

Authors Information

Petrushevskaya V.V. – Doctor of Economic Sciences, Professor, Head of the Department of Finance, Donetsk Branch of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Donetsk, 283015, DPR, Russian Federation, e-mail: petrushevskaya-vv@ranepa.ru

Archikova Ya.O. – PhD (Economics), Associate Professor, Associate Professor of the Department of Finance, Donetsk Branch of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Donetsk, 283015, DPR, Russian Federation, e-mail: archikova-yo@ranepa.ru

Struzhko N.S. – PhD (Economics), Associate Professor of the Department of Finance, Donetsk Branch of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Donetsk, 283015, DPR, Russian Federation, e-mail: struzhko-ns@ranepa.ru

Sayenko A.V. – PhD (Economics), Lecturer of the Department of Finance, Donetsk Branch of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Donetsk, 283015, DPR, Russian Federation, e-mail: saenko-av@ranepa.ru

Информация о статье

Поступила в редакцию: 01.03.2026

Поступила после рецензирования: 16.03.2026

Принята к публикации: 30.03.2026

Paper info

Received March 1, 2026

Reviewed March 16, 2026

Accepted March 30, 2026