

Научный журнал «Менеджер». 2026. № 3(117). С. 266-283.

Scientific Journal "Manager". 2026;(3/117):266-283.

Актуальные проблемы развития финансово-кредитной и банковской системы

Научная статья

УДК 332.1:336.74

JEL: G31, R11

EDN: EUAOGZ

ВАК 5.2.4. Финансы

## ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ РЕГИОНОВ В УСЛОВИЯХ ИЗМЕНЯЮЩЕЙСЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Петр Владимирович Егоров<sup>1</sup>, Елена Николаевна Демидова<sup>2</sup>

Донецкий государственный университет, Донецк, Донецкая Народная Республика, Россия

<sup>1</sup>1epv.epv@mail.ru, <https://orcid.org/0009-0002-5678-5006>

<sup>2</sup>demidova.dom@mail.ru, <https://orcid.org/0009-0006-7878-8362>

**Аннотация. Проблема.** На фоне санкционного давления и структурной перестройки экономики инвестиционный потенциал российских территорий серьезно меняется. Из-за повышения ключевой ставки Банка России возникла проблема асимметричного воздействия на субъекты Российской Федерации. В результате рыночные сигналы искажаются: пока в рыночном сегменте деловая активность рискует пойти на спад из-за дорогих кредитов, сектора с господдержкой продолжают привлекать значительные объёмы инвестиций. Это заметно усиливает пространственные диспропорции. **Методология.** Исследование опирается на структурно-логический метод. С его помощью регионы были разделены на три экономические модели (рыночную, сырьевую и госинвестиционную), что позволило оценить их реакцию на работу процентного канала. Дополнительно использовано концептуальное моделирование. Благодаря ему удалось теоретически обосновать новые категории: «инвестиционный иммунитет» и эффект «зашумления» сигналов регулятора из-за бюджетных вливаний. **Результаты исследования.** Анализ подтвердил, что региональная инвестиционная модель претерпела фундаментальные изменения. Оказалось, что регионы, где доминирует госсектор, военно-промышленный комплекс или добыча сырья, обладают «инвестиционным иммунитетом» и почти не реагируют на заградительную стоимость заёмного капитала. В то же время субъекты с развитой рыночной экономикой испытывают острый дефицит финансирования. Также зафиксирован эффект перекрёстного субсидирования: фактически именно рыночный сегмент компенсирует издержки на дешёвые льготные кредиты для приоритетных отраслей. **Практическое применение.** Результаты работы представляют практический интерес для Банка России, а также федеральных и региональных органов власти. Предложенные выводы помогут скорректировать инвестиционную политику, сгладить межрегиональное неравенство и повысить действенность трансмиссионного механизма за счёт его более точной синхронизации с бюджетными стимулами.

**Ключевые слова:** инвестиционная привлекательность регионов, денежно-кредитная политика, региональная экономика, ключевая ставка, инвестиционная активность, бюджетный импульс, льготное кредитование, структурная трансформация, трансмиссионный механизм

**Финансирование:** исследование выполнено в рамках фундаментальной научно-исследовательской работы «Стратегия управления финансовой безопасностью в современной России», номер государственной регистрации № 124122200008-0.

**Для цитирования:** Егоров П. В., Демидова Е. Н. Инвестиционная привлекательность регионов в условиях изменяющейся денежно-кредитной политики // Научный журнал «Менеджер». 2026. № 3(117). С. 266-283. EDN: EUAOGZ.



© Егоров П.В., Демидова Е.Н., 2026

Original article

## INVESTMENT ATTRACTIVENESS OF REGIONS UNDER CONDITIONS OF CHANGING MONETARY POLICY

Petr V. Egorov<sup>1</sup>, Elena N. Demidova<sup>2</sup>

Donetsk State University, Donetsk, Donetsk People's Republic, Russia

<sup>1</sup>1epv.epv@mail.ru, <https://orcid.org/0009-0002-5678-5006>

<sup>2</sup>demidova.dom@mail.ru, <https://orcid.org/0009-0006-7878-8362>

**Abstract. Problem.** Against the backdrop of sanctions pressure and the structural restructuring of the economy, the investment potential of Russian territories is undergoing significant changes. Due to the increase in the key rate set by the Bank of Russia, a problem of asymmetric impact on the constituent entities of the Russian Federation has emerged. As a result, market signals are distorted: while business activity in the market segment risks declining due to expensive loans, sectors with state support continue to attract substantial investment volumes. This significantly amplifies spatial imbalances. **Methodology.** The study relies on the structural-logical method. Using this approach, regions were categorised into three economic models (market-driven, commodity-based, and state-investment-focused), which enabled an assessment of their responses to the interest rate channel. Conceptual modelling was also employed. This allowed for the theoretical substantiation of new categories: "investment immunity" and the effect of "signal noise" in the regulator's signals caused by budget injections. **Research Results.** The analysis has confirmed that the regional investment model has undergone fundamental changes. It turned out that regions dominated by the public sector, the military-industrial complex (MIC), or raw material extraction possess "investment immunity" and exhibit minimal response to prohibitive borrowing costs. Meanwhile, regions with a developed market economy are experiencing an acute funding shortage. The effect of cross-subsidisation was also documented: in essence, it is the market segment that compensates for the costs of cheap preferential loans provided to priority sectors. **Practical Application.** The results of this work are of practical interest to the Bank of Russia as well as federal and regional authorities. The proposed conclusions can help refine investment policy, mitigate interregional disparities, and enhance the effectiveness of the transmission mechanism by better synchronising it with budgetary stimuli.

**Keywords:** investment attractiveness of regions, monetary policy, regional economy, key rate, investment activity, fiscal impulse, preferential lending, structural transformation, transmission mechanism

**Funding:** the study was carried out within the framework of the fundamental research work "Strategy for managing financial security in modern Russia", state registration number No. 124122200008-0.

**For citation:** Egorov, P. V., & Demidova, E. N. (2026). Investment attractiveness of regions under conditions of changing monetary policy. *Scientific Journal "Manager"*, 3(117), 266–283. (In Russian). EDN: EUAOGZ.

### Введение

В современной макроэкономической повестке сформировалось фундаментальное противоречие. Объективная необходимость сдерживания инфляции инструментами жёсткой денежно-кредитной политики (ДКП) вступает в прямой конфликт с критической потребностью регионов в сохранении притока инвестиций, без которого структурная перестройка территорий оказывается под угрозой. Банк России пытается влиять на цены через ключевую ставку в рамках единой политики. Однако из-за огромной территории и глубокой экономической разницы между субъектами РФ этот механизм срабатывает крайне неравномерно. На фоне беспрецедентных санкций и трансформации экономики данная проблема ощущается особенно остро. Всё это требует очень точной синхронизации официальных прогнозов социально-экономического развития с основными направлениями единой государственной денежно-кредитной политики [1, с. 19].



© Egorov, P.V., Demidova, E.N., 2026

Суть исследуемой проблемы можно разделить на следующие ключевые аспекты.

1. Финансово-инвестиционные «ножницы». Сейчас региональный бизнес оказался буквально зажат в тиски. Во-первых, из-за жёсткой монетарной политики коммерческие кредиты стали заградительно дорогими для тех рыночных компаний, у которых нет доступа к льготам. Во-вторых, с 2025 года в рамках налоговой реформы ставка налога на прибыль организаций возрастает с 20 % до 25 %. В итоге у предприятий остаётся гораздо меньше собственных денег, хотя исторически именно они служили главным источником капиталовложений. Налицо парадокс: стране требуются масштабные вложения в технологический суверенитет, но доступных финансовых ресурсов для этого становится всё меньше.

2. Структурная трансформация рынка капитала. Поскольку корпоративное кредитование замедляется, а безадресные льготные программы сворачиваются, регулятор призывает бизнес идти за финансированием на фондовый рынок. Но готовность региональных эмитентов к выходу на биржу совершенно неоднородна. Возникает серьёзный риск: территории со слабой финансовой инфраструктурой и низким качеством корпоративного управления могут и вовсе потерять доступ к капиталу, что неизбежно усилит экономический разрыв между регионами.

3. Риски замедления инвестиционной активности. Базовые макроэкономические прогнозы указывают на серьёзную угрозу для капиталовложений. Из-за жёстких денежно-кредитных условий и эффекта высокой базы накопленных инвестиций прошлых лет темпы прироста инвестиций в основной капитал рискуют не просто замедлиться, а показать отрицательную динамику по итогам 2026 года (ожидается спад до -0,5 %). Заёмный капитал стал слишком дорогим. Это уже давит на рыночный сегмент и ощутимо охлаждает деловую активность, что вполне закономерно тревожит предпринимательское сообщество [2, с. 144]. Под ударом оказались многие незаконченные региональные инвестпроекты. Ситуация может стать критической в случае реализации «рискованного» макроэкономического сценария, который предполагает глобальный кризис и резкий обвал нефтяных котировок.

Инвестиционная сфера сейчас переживает глубокую структурную перестройку. Период бурного восстановительного роста, державшегося на адаптации к санкциям и мощных бюджетных стимулах, подошёл к концу. На смену ему пришло закономерное инвестиционное охлаждение, спровоцированное жёсткими монетарными мерами. На практике регионы реагируют на эту ситуацию полярно. Субъекты с рыночной структурой экономики напрямую страдают от заградительных кредитных ставок. В то же время территории, где сконцентрированы оборонные предприятия и масштабные государственные стройки, полностью сохраняют свою привлекательность. Их развитие обеспечивается прямыми бюджетными вливаниями, на которые уровень ключевой ставки Банка России никак не влияет (таблица 1).

Изучение экономической литературы отчётливо показывает: правила игры в сфере региональных инвестиций кардинально изменились. Можно говорить о трёх ключевых сдвигах, формирующих новую реальность.

*Во-первых*, рыночный импульс к инвестированию исчерпан: при ставке 21 % коммерческие кредиты невыгодны, а темпы прироста капиталовложений за полтора года упали более чем вдвое.

*Во-вторых*, приоритетные отрасли обрели «иммунитет» к жёсткой денежно-кредитной политике. Регионы с военно-промышленным комплексом и мегапроектами (Дальний Восток, Сахалин, Магадан) привлекают капитал за счёт бюджетных вливаний, не зависящих от уровня ставки, что создаёт эффект масштабного «зашумления» сигналов регулятора.

*В-третьих*, кардинально изменились критерии инвестиционной привлекательности. В 2025 году на первый план вместо рыночного потенциала и качества институтов вышли доступ к федеральным лимитам (инфраструктурный бюджетный кредит, механизмы технологического суверенитета) и наличие кадров, дефицит которых стал более серьёзным барьером для инвестиций, чем стоимость самого капитала.

Таблица 1 – Анализ исследований инвестиционной привлекательности  
 в условиях трансформации денежно-кредитной политики  
 Table 1 – Analysis of research on investment attractiveness in the context  
 of monetary policy transformation

| Авторы                                        | Направление исследования инвестиционной привлекательности                         | Ключевые выводы о смене тренда и роли нерыночных факторов                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|-----------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Шевелёв А. А.,<br>Квактун М. И.<br>[3, с. 47] | Влияние денежно-кредитной политики на инвестиции в регионах (теоретический базис) | Асимметрия реакции: подтверждено, что регионы с высокой долей обрабатывающей промышленности и строительства (рыночный сектор) сильнее сокращают инвестиции в ответ на рост ставки, чем сырьевые регионы                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Смирнов В. Д.<br>[4, с. 162]                  | Финансовая стабильность и экономическое развитие                                  | Противоречие целей: жёсткая денежно-кредитная политика обеспечивает стабильность банков, но тормозит реальный сектор. Ключевая ставка эффективна только против рыночного спроса, но бессильна против инфляции издержек и не влияет на компании, получающие субсидии                                                                                                                                                                                                            |
| Вдовин И. А.<br>[5, с. 45]                    | Трансформация инвестиционной политики                                             | Инвестиционная ловушка: при текущих ставках (безрисковая доходность ~18 %) окупаются только проекты с рентабельностью выше 130 %, что делает рыночные инвестиции в модернизацию невозможными без господдержки                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Зверева В. А.,<br>Демидова О. А.<br>[6, с. 3] | Влияние неравенства на трансмиссию денежно-кредитной политики                     | Фактор доходов: эффективность охлаждения спроса через ставку зависит от структуры доходов в регионе. Регионы с высоким неравенством реагируют сильнее. Это подтверждается микроданными: способность сглаживать потребление (и поддерживать спрос) при макро-экономических шоках существенно ниже у сельского населения и домохозяйств с исходно низкими доходами [7, с. 69]. Бюджетный канал (выплаты, зарплаты в военно-промышленном комплексе (ВПК)) искажает реакцию на ДКП |

### **Цель и задачи исследования**

Целью исследования является комплексный анализ трансформации инвестиционной привлекательности российских регионов в условиях действия эффекта «финансово-инвестиционных ножниц», вызванного ужесточением денежно-кредитной политики. Исследование направлено на выявление положительных и отрицательных сдвигов в моделях финансирования, характеризующихся формированием «двухконтурной» экономики, где на фоне охлаждения рыночного сегмента происходит рост приоритетных отраслей за счёт бюджетных импульсов и инструментов федеральной поддержки, нечувствительных к уровню ключевой ставки.

Для достижения поставленной цели определены следующие задачи:

выявление структурных сдвигов, ведущих к формированию «двухконтурной» экономики с асимметричной реакцией субъектов РФ на жёсткую денежно-кредитную политику;

оценка степени искажения («зашумления») трансмиссионного механизма регулятора под влиянием льготных программ и бюджетных импульсов;

анализ эффективности инструментов «Инфраструктурного меню» как механизма замещения недоступного рыночного кредитования, а также определение новой иерархии факторов развития, в которой способность региональных властей привлечь федеральные лимиты становится приоритетнее качества рыночных институтов.

### **Методы исследования**

Для достижения поставленной цели были использованы следующие методы исследования:

*системный подход*, реализованный через комплекс общенаучных и специальных методов экономического анализа: статистический анализ динамических рядов макроэкономических показателей (инвестиции, инфляция, промпроизводство) по данным Росстата и Банка России за 2020-2025 годы, что позволил выявить региональные диспропорции и дивергенцию трендов;

метод сравнительного анализа, который применялся для сопоставления стоимости и объёмов рыночных и бюджетных инструментов финансирования;

структурно-логический метод, который использовался для классификации регионов по типам экономических моделей («рыночная», «сырьевая», «госинвестиции») и оценки их чувствительности к процентному каналу;

концептуальное моделирование, которое обеспечило обоснование категорий «инвестиционный иммунитет» и «зашумление» сигналов регулятора.

**Использование искусственного интеллекта.** Авторы заявляют, что генеративные модели искусственного интеллекта не применялись при подготовке данной рукописи.

#### **Результаты исследования и их обсуждение**

Сегодня регулятор проводит подчеркнуто жёсткую денежно-кредитную политику. Главная цель понятна: нужно стабилизировать цены и снизить инфляционную неопределённость в обществе. Однако на практике эти меры быют по пространственному развитию страны совершенно неравномерно [8, с. 65]. Образуется явный перекося. С одной стороны, классический рыночный бизнес страдает от заградительно дорогих кредитов, а корпоративный долговой рынок постепенно исчерпывает свой запас прочности [9, с. 58]. С другой стороны, предприятия оборонного комплекса и участники стратегических госпроектов практически не замечают этих монетарных шоков. Такая полярная реакция провоцирует серьёзный разрыв в темпах экономического роста. Для количественного подтверждения выявленных диспропорций в исследовании применена типологизация субъектов РФ. Данный подход к классификации является оригинальной авторской разработкой, методологически опирающейся на фундаментальные принципы пространственной типологизации регионов Н. В. Зубаревич [10, с. 14-22], а также на концепцию выделения «регионов ресурсного типа» М. В. Курбатовой и соавторов [11, с. 95-99]. Разработанные количественные критерии отнесения территориальных экономик к одной из трёх базовых моделей систематизированы в таблице 2.

Таблица 2 – Количественные критерии классификации субъектов Российской Федерации по типам экономических моделей

Table 2 – Quantitative criteria for classifying the subjects of the Russian Federation by types of economic models

| Тип экономической модели          | Экономическое обоснование                                                                                                                                                           | Базовый интервал                                                                                       | Условие исключения                                                             |
|-----------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|
| «Сырьевая модель»                 | Доминирование добывающего сектора (формирующего ресурсную ренту), обеспечивающего приток ликвидности извне и снижающего зависимость бизнеса от коммерческого кредитования           | Доля добычи полезных ископаемых в структуре валового регионального продукта (ВРП): от 30,0 % до 75,0 % | Доля бюджетных средств в инвестициях в основной капитал: не более 20,0 %       |
| «Модель госинвестиций» (льготная) | Критическая зависимость инвестиционного цикла от нерыночного финансирования (прямых бюджетных ассигнований, трансфертов, инфраструктурных бюджетных кредитов)                       | Доля бюджетных средств в структуре источников финансирования инвестиций: от 40,0 % до 85,0 %           | Доля добывающих производств в структуре ВРП: не более 15,0 %                   |
| «Рыночная модель»                 | Высокая степень диверсификации экономики, развитый сектор малого и среднего предпринимательства (МСП) и подавляющее преобладание коммерческого (внебюджетного) фондирования бизнеса | Доля внебюджетных инвестиций: от 70,0 % до 95,0 %. Доля занятых в сфере МСП: от 30,0 % до 45,0 %       | Доля добычи в ВРП: не более 15,0 %. Доля бюджетных инвестиций: не более 20,0 % |

Если сравним индустриальные центры, сырьевые зоны и регионы с диверсифицированной экономикой, то увидим глубокую дивергенцию, которая наглядно прослеживается в динамике основных индикаторов (таблица 2). Итоги 2025 года наглядно демонстрируют, как именно жёсткие монетарные условия меняют привычные тренды. При средней ключевой ставке в 19,2 % общий рост инвестиций в основной капитал предсказуемо замедлился – с 7,4 % до 4,3 %. Но если взглянуть на ситуацию в региональном разрезе, картина оказывается глубоко асимметричной. Уральский макрорегион столкнулся с резким

спадом (-8,6 %), прямо пострадав от заградительной стоимости заёмных средств. Под заградительной стоимостью заёмного капитала понимается такой уровень рыночных процентных ставок, при котором обслуживание коммерческого долга становится экономически нецелесообразным. В этих условиях для покрытия издержек окупаются только проекты с рентабельностью свыше 130 %, что фактически лишает субъекты с рыночной моделью экономики традиционного инвестиционного фондирования. А вот Северо-Западный, напротив, выдал двузначный рост на уровне +17,0 %. Опираясь на столь полярные реакции территорий, представляется научно обоснованным и логичным ввести в исследовательский оборот новую категорию – «инвестиционный иммунитет». В рамках проводимого анализа под инвестиционным иммунитетом региона понимается специфическая способность территориальной экономики сохранять или даже наращивать объёмы капиталовложений в условиях высоких процентных ставок Банка России.

Основой для формирования подобной устойчивости является сугубо нерыночная природа фондирования. Недавние эмпирические оценки А. А. Шевелева и его соавторов подтверждают высокую региональную неоднородность трансмиссионного механизма. Расчёты показывают, что территории с доминированием добывающих отраслей или высокой концентрацией госзаказа демонстрируют минимальную (вплоть до нулевой) эластичность инвестиций по отношению к ключевой ставке [3, с. 46-47].

Кроме того, масштабная трансформация национальной инвестиционной политики привела к перехвату инициативы государством. Драйвером роста для целого ряда приоритетных отраслей стали прямые субсидии и инструменты «Инфраструктурного меню» [5, с. 45-48]. Как следствие, те субъекты РФ, которые ранее были классифицированы и отнесены к «модели государственных инвестиций», де-факто обретают вышеупомянутый инвестиционный иммунитет. Их экономическое развитие оказывается изолированным от процентного канала денежно-кредитной политики, поскольку стоимость заёмного капитала для приоритетных проектов искусственно фиксируется государством на комфортных, нерыночных уровнях.

Все эти факты говорят о фундаментальной трансформации самой инвестиционной модели развития российских территорий. Период бурного восстановительного роста, который мы наблюдали в 2023-2025 годах, остался позади. На смену ему пришла фаза управляемого охлаждения инвестиций, причём для её комплексного понимания необходимо обязательно учитывать эффекты макропруденциальной политики [12, с. 340]. Подняв ключевую ставку до 21 %, Банк России реализовал классический контрциклический сценарий. Оценивать его успешность, безусловно, стоит с оглядкой на специфику сопутствующих фискальных стимулов [13, с. 172]. Тем не менее, регулятору удалось сбить избыточный спрос, за которым уже физически не поспевало производство. Такие меры немедленно скорректировали экономическое поведение домашних хозяйств [14, с. 6-7]. Кроме того, жёсткая политика помогла сдерживать риски финансовой неустойчивости у тех домохозяйств, которые подошли к макроэкономическим шокам с высокой долговой нагрузкой [15, с. 76].

Однако на местах влияние жёстких денег оказалось колоссально неравномерным (таблица 3). Это подтверждает наш тезис о высокой региональной асимметрии трансмиссионного механизма.

Субъекты с рыночным профилем (малый и средний бизнес, строительство) теряют инвестиции из-за дорогих кредитов, в то время как регионы с военно-промышленным комплексом легко переживают кризис за счёт госзаказа и бюджетных вливаний. Недоступность коммерческого финансирования вывела на первый план федеральную поддержку (программы «Инфраструктурного меню», списание госдолга) – государство де-факто стало главным инвестором в инфраструктуру. Сейчас главным препятствием является не стоимость денег, а дефицит ресурсов. Рекордно низкий уровень безработицы (2,1-2,4 %) и предельная загрузка мощностей означают достижение «потолка» предложения, при котором накачка экономики дешёвыми деньгами приведёт лишь к разгону инфляции. Следовательно, инвестиционная привлекательность регионов в будущем будет зависеть от их способности адаптироваться к нехватке кадров за счёт автоматизации производств. Сбалансированный рост возможен только при синхронизации бюджетной и денежно-кредитной политики: снижение инфляции до целевых 4 % позволит уменьшить ставки и возобновить рыночный инвестиционный цикл, однако успех этой синхронизации пока осложняется сильными диспропорциями в реакции разных регионов на единые меры Банка России.

Таблица 3 – Динамика ключевых макроэкономических показателей в разрезе федеральных округов РФ (2020-2025 гг.)<sup>1,2</sup>  
Table 3 – Dynamics of key macroeconomic indicators by federal districts of the Russian Federation (2020-2025)

| Показатель / Макрорегион                                     | 2020 г. | 2021 г. | 2022 г. | 2023 г. | 2024 г. | 2025 г. |
|--------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <i>Инвестиции в основной капитал (темпы прироста, % г/г)</i> |         |         |         |         |         |         |
| Российская Федерация                                         | -0,1    | 8,6     | 6,7     | 9,8     | 7,4     | 4,3     |
| Центральный ФО                                               | 1,2     | 14,5    | 1,9     | 8,2     | 4,1     | 6,3     |
| Северо-Западный макрорегион                                  | -1,6    | 3,6     | -2,2    | 8,7     | 15,6    | 17,0    |
| Волго-Вятский макрорегион                                    | -1,5    | 5,5     | 4,7     | 17,9    | 6,2     | 7,6     |
| Южный макрорегион                                            | 0,9     | -0,3    | 8,7     | 11,4    | 7,8     | 5,2     |
| Уральский макрорегион                                        | 0,4     | 0,7     | 10,0    | 5,6     | 8,8     | -8,6    |
| Сибирский макрорегион                                        | 1,0     | 11,4    | 8,1     | 6,9     | 4,7     | 9,6     |
| Дальневосточный макрорегион                                  | -7,5    | 13,8    | 14,5    | 20,6    | 9,1     | 3,8     |
| <i>Инфляция (индекс потребительских цен, %)</i>              |         |         |         |         |         |         |
| Российская Федерация                                         | 4,9     | 8,4     | 11,9    | 7,4     | 9,5     | 8,0     |
| Центральный ФО                                               | 4,7     | 8,3     | 12,5    | 7,4     | 9,9     | 7,1     |
| Северо-Западный макрорегион                                  | 4,8     | 8,5     | 11,9    | 7,1     | 9,3     | 8,8     |
| Волго-Вятский макрорегион                                    | 5,5     | 8,6     | 12,4    | 7,1     | 9,6     | 9,0     |
| Южный макрорегион                                            | 5,5     | 9,2     | 11,7    | 7,8     | 9,6     | 8,1     |
| Уральский макрорегион                                        | 4,4     | 7,7     | 11,0    | 6,7     | 9,0     | 8,2     |
| Сибирский макрорегион                                        | 4,9     | 9,3     | 12,7    | 8,2     | 9,5     | 8,4     |
| Дальневосточный макрорегион                                  | 5,0     | 6,7     | 11,9    | 8,0     | 8,5     | 8,2     |
| <i>Промышленное производство (индекс, % г/г)</i>             |         |         |         |         |         |         |
| Российская Федерация                                         | -2,1    | 6,3     | 0,7     | 4,3     | 5,6     | 0,5     |
| Центральный ФО                                               | 10,2    | 19,8    | 9,2     | 16,1    | 14,7    | -3,0    |
| Северо-Западный макрорегион                                  | -2,6    | 5,2     | 0,5     | 5,3     | 8,4     | -1,9    |
| Волго-Вятский макрорегион                                    | -2,0    | 8,7     | 3,0     | 8,9     | 8,3     | 1,3     |
| Южный макрорегион                                            | -0,2    | 5,2     | 5,3     | 4,3     | 3,8     | 0,3     |
| Уральский макрорегион                                        | -2,2    | 4,2     | 0,0     | 2,8     | 1,9     | -1,5    |
| Сибирский макрорегион                                        | -3,7    | 3,0     | 1,2     | 0,9     | 2,2     | -3,6    |
| Дальневосточный макрорегион                                  | -4,5    | 3,0     | -4,2    | 6,3     | 3,4     | -4,2    |
| Ключевая ставка ЦБ РФ (средняя за год, %)                    | 5,1     | 5,7     | 10,6    | 9,9     | 17,5    | 19,2    |

Проведение единой денежно-кредитной политики (ДКП) в масштабах России постоянно наталкивается на серьёзное препятствие – глубокую структурную неоднородность территорий. Из-за этого любые колебания ключевой ставки доходят до регионов с совершенно разной скоростью и силой [16, с. 3]. На практике трансмиссионный механизм лучше всего срабатывает там, где экономика хорошо диверсифицирована: в таких субъектах спрос реагирует на действия ЦБ практически сразу. А вот территории, живущие за счёт добычи сырья или бюджетных вливаний, остаются крайне инертными. Заметнее всего от ужесточения ДКП страдает бизнес в регионах с высокой долей обрабатывающих производств (особенно в машиностроении) и развитым строительством. Причина кроется в прямой работе процентного канала. Компании из этих отраслей жизненно зависят от постоянного притока заёмных денег, чтобы пополнять оборотные средства и запускать инвестиционные программы. Как только ключевая ставка идёт вверх, коммерческие кредиты становятся неподъёмными, рентабельность падает, а инвестиции приходится экстренно урезать. Показательный пример – строительный сектор и производители стройматериалов. На фоне роста рыночных ставок и сворачивания массовой льготной ипотеки спрос здесь остыл моментально.

<sup>1</sup> Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2026 год и период 2027 и 2028 годов. Центральный банк Российской Федерации. Москва, 2025. URL: <https://www.cbr.ru/>.

<sup>2</sup> Федеральная служба государственной статистики (Росстат): официальный сайт. URL: <https://rosstat.gov.ru/>.

Совершенно иная картина складывается в субъектах с сырьевой специализацией. Они почти не реагируют на решения финансового регулятора, поскольку их главная опора – это экспортная выручка. Отдельного внимания заслуживают территории, через которые проходит международный транспортный коридор «Север – Юг» [17, с. 150]. В итоге видна ярко выраженная пространственная асимметрия монетарных эффектов, которую подтверждает анализ текущих данных. Рисунок 1 наглядно демонстрирует это расхождение трендов: пока «рыночно-промышленные» округа резко тормозят, в «сырьевых» зонах, напротив, наблюдается явное ускорение [18, с. 101].

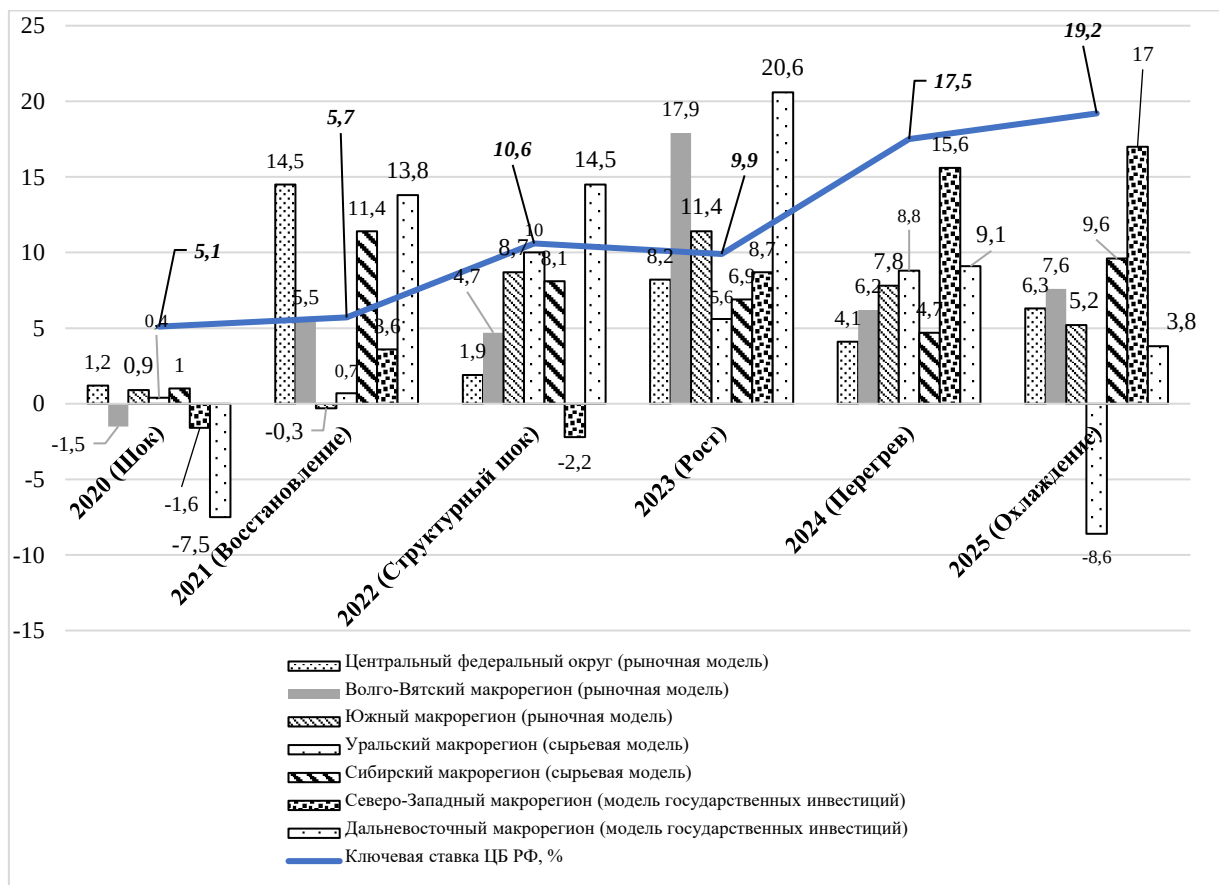


Рисунок 1 – Влияние ключевой ставки Центрального Банка России на инвестиционную активность в регионах с разной структурой экономики (2020-2025 гг.)<sup>1,2</sup>

Figure 1 – The impact of the key rate of the Central Bank of Russia on investment activity in regions with different economic structures (2020-2025)

Хронология макроэкономических циклов наглядно подтверждает эту нелинейность (рисунок 1). Ужесточение денежно-кредитной политики в 2023-2024 гг. (рост ставки до 17,5 %) усилило региональный дисбаланс. Макрорегионы рыночного профиля (Южное и Волго-Вятское ГУ) из-за дорогих кредитов резко замедлили рост инвестиций с 11-17 % до 6-7 %. Напротив, сырьевые и бюджетозависимые территории (Дальний Восток, Урал) проявили инерционность, поскольку их капиталовложения обеспечены экспортной выручкой и государственными программами, а процентный канал на них почти не влияет [19, с. 4].

В итоге перегрев 2024 года и последующее «управляемое охлаждение» 2025-го привели к четкой дивергенции: рыночные и сырьевые территории столкнулись с дефицитом ликвидности, в то время как регионы с высокой долей госзаказа (Северо-Запад) продолжили стабильный рост.

Механизм «инвестиционного иммунитета» основан на двух инструментах. Во-первых, прямые госзаказы и авансирование избавляют предприятия ВПК и участников мегапроектов от потребности в оборотных займах, обеспечивая стабильный рост капиталовложений независимо от ситуации на рынке. Во-вторых, беспрецедентные льготные программы

(инфраструктурные бюджетные кредиты (ИБК) под 3 % по «Инфраструктурному меню», промышленная ипотека, Фабрика проектного финансирования) жёстко не привязаны к рынку. В итоге, пока обычная ставка уходит за 20 %, приоритетные отрасли без проблем привлекают дешёвый капитал, что ведёт к сильнейшему искажению работы процентного канала [19, с. 6]. Подобная сегментация создаёт явный перекося: для проектов без льгот жёсткая политика Банка России выступает заградительной стеной, поскольку обслуживание коммерческого долга при ставках выше 20 % становится экономически нецелесообразным для большинства регионов.

Методы построения предлагаемых региональных индексов жёсткости монетарных условий ( $RCI_i$ ) для количественной оценки этого давления опираются на адаптацию классического уравнения И. Фишера к пространственной специфике. Индекс рассчитывается как оценка реальной процентной ставки для конкретной территории, учитывающая локальное инфляционное давление (таблица 4):

$$RCI_i = r_{m,i} - \pi_i, \quad (1)$$

где  $r_{m,i}$  – средневзвешенная номинальная ставка корпоративного кредитования в макрорегионе  $i$ ;

$\pi_i$  – фактический уровень региональной инфляции в рассматриваемом периоде.

Таблица 4 – Динамика регионального индекса жёсткости монетарных условий ( $RCI_i$ ) по макрорегионам РФ (2020-2025 гг.), %<sup>1,3</sup>

Table 4 – Dynamics of the regional Monetary conditions Rigidity Index ( $RCI_i$ ) by macro-regions of the Russian Federation (2020-2025), %

| Макрорегион / Показатель                                             | 2020 г. | 2021 г. | 2022 г. | 2023 г. | 2024 г. | 2025 г. |
|----------------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Базовая стоимость денег ( $r_m$ )<br>(Средняя ключевая ставка ЦБ РФ) | 5,1     | 5,7     | 10,6    | 9,9     | 17,5    | 19,2    |
| Центральный ФО                                                       |         |         |         |         |         |         |
| Региональная инфляция ( $\pi_i$ )                                    | 4,7     | 8,3     | 12,5    | 7,4     | 9,9     | 7,1     |
| Индекс жёсткости ( $RCI_i$ )                                         | 0,4     | -2,6    | -1,9    | 2,5     | 7,6     | 12,1    |
| Северо-Западный макрорегион                                          |         |         |         |         |         |         |
| Региональная инфляция ( $\pi_i$ )                                    | 4,8     | 8,5     | 11,9    | 7,1     | 9,3     | 8,8     |
| Индекс жёсткости ( $RCI_i$ )                                         | 0,3     | -2,8    | -1,3    | 2,8     | 8,2     | 10,4    |
| Волго-Вятский макрорегион                                            |         |         |         |         |         |         |
| Региональная инфляция ( $\pi_i$ )                                    | 5,5     | 8,6     | 12,4    | 7,1     | 9,6     | 9,0     |
| Индекс жёсткости ( $RCI_i$ )                                         | -0,4    | -2,9    | -1,8    | 2,8     | 7,9     | 10,2    |
| Южный макрорегион                                                    |         |         |         |         |         |         |
| Региональная инфляция ( $\pi_i$ )                                    | 5,5     | 9,2     | 11,7    | 7,8     | 9,6     | 8,1     |
| Индекс жёсткости ( $RCI_i$ )                                         | -0,4    | -3,5    | -1,1    | 2,1     | 7,9     | 11,1    |
| Уральский макрорегион                                                |         |         |         |         |         |         |
| Региональная инфляция ( $\pi_i$ )                                    | 4,4     | 7,7     | 11,0    | 6,7     | 9,0     | 8,2     |
| Индекс жёсткости ( $RCI_i$ )                                         | 0,7     | -2,0    | -0,4    | 3,2     | 8,5     | 11,0    |
| Сибирский макрорегион                                                |         |         |         |         |         |         |
| Региональная инфляция ( $\pi_i$ )                                    | 4,9     | 9,3     | 12,7    | 8,2     | 9,5     | 8,4     |
| Индекс жёсткости ( $RCI_i$ )                                         | 0,2     | -3,6    | -2,1    | 1,7     | 8,0     | 10,8    |
| Дальневосточный макрорегион                                          |         |         |         |         |         |         |
| Региональная инфляция ( $\pi_i$ )                                    | 5,0     | 6,7     | 11,9    | 8,0     | 8,5     | 8,2     |
| Индекс жёсткости ( $RCI_i$ )                                         | 0,1     | -1,0    | -1,3    | 1,9     | 9,0     | 11,0    |

Эмпирическая апробация предложенного метода на данных макрорегионов РФ за 2020-2025 гг. наглядно демонстрирует феномен пространственной асимметрии монетарной трансмиссии. Расчёты показывают, что при единой макроэкономической политике фактическое кредитное давление на реальный сектор кардинально различается. Так,

<sup>3</sup> Национальный рейтинг состояния инвестиционного климата в субъектах РФ. Агентство стратегических инициатив (АСИ): [официальный сайт]. URL: [https://asi.ru/government\\_officials/rating/](https://asi.ru/government_officials/rating/).

в 2025 году при номинальной средней ставке 19,2 % наибольший рецессионный удар принял на себя Центральный ФО, где индекс жёсткости (*RCIi*) достиг критических 12,1 % из-за более быстрого затухания локальной инфляции (7,1 %). В то же время для Волго-Вятского и Северо-Западного макрорегионов реальная жёсткость оказалась существенно ниже (10,2 % и 10,4 % соответственно) за счёт более высокой локальной инфляции, обесценивающей долговую нагрузку. Разрыв реальных ставок почти в 2 процентных пункта (12,1 % против 10,2 %) при одной и той же ключевой ставке математически доказывает, что монетарный сигнал транслируется в территории неравномерно, усугубляя диспропорции в инвестиционной активности и формируя у субъектов с низкой реальной ставкой и льготным финансированием более выраженный «инвестиционный иммунитет». Как итог, рыночные механизмы перестают работать. Чтобы заместить «выпавшее» банковское кредитование и обеспечить субъекты РФ ликвидностью, на первый план выходят государственные программы.

В условиях недоступности рыночного капитала инвестиционный потенциал регионов обеспечивают бюджетные инструменты, которые спровоцировали эффект замещения и вытеснили коммерческие банки из сегмента долгосрочных инвестиций. Ключевыми рычагами стали инфраструктурный бюджетный кредит и инфраструктурный льготный кредит с беспрецедентной ставкой 3 % годовых на срок до 15 лет. Лимит инфраструктурного бюджетного кредита в 1 трлн рублей позволил 83 регионам запустить около 1 000 инфраструктурных проектов, а за счёт инфраструктурного льготного кредита (190 млрд руб.) 79 субъектов обновляют транспорт и ЖКХ. Дополнительным стимулом выступает конвертация госдолга в инвестиции: федеральный центр спишет регионам 2/3 задолженности (около 1,1 трлн руб. к 2030 году) при условии целевого направления высвободившихся средств исключительно на инфраструктуру и новые инвестиционные проекты. На практике, субъект РФ просто перестаёт возвращать долг в федеральную казну и целенаправленно реинвестирует эти средства, чтобы строить дороги, сети или технопарки. Такой манёвр даёт двойной эффект. Во-первых, средняя долговая нагрузка по стране падает с 19 % до 14 % от объёма собственных доходов. Во-вторых, территории могут резко нарастить капитальные вложения без оглядки на дорогие рыночные займы. Лучше всего эта схема работает там, где исторически накопился большой долг, но при этом ведётся активная инвестиционная политика (яркие примеры – Татарстан и Московская область). Списание долгов помогает им держать высокие темпы развития даже в условиях жёсткой ДКП.

Ввиду удорожания рыночных кредитов инструменты господдержки стали критически важными: долгосрочные инфраструктурные проекты теперь зависят исключительно от федеральных лимитов (таблица 5). Доступ к льготному финансированию превратился в главный водораздел, отделяющий растущие регионы от стагнирующих [5, с. 48]. Разрыв в стоимости фондирования усиливает территориальное расслоение на две полярные группы. Ситуация усугубляется масштабным бюджетным импульсом: рынок перестаёт адекватно реагировать на сигналы регулятора, вынуждая Банк России удерживать заградительные ставки дольше обычного.

В экономике закрепляется двухконтурная модель финансирования. В ней льготные программы соседствуют с жёсткими рыночными условиями, что радикально меняет долговые профили регионов и бьёт по макроэкономическому регулированию. Самая острая проблема кроется в искажении рыночных сигналов. Обилие субсидируемых кредитов лишает экономику чувствительности к мерам ЦБ. Для описания этой проблемы предлагается авторами использовать термин эффект «зашумления» сигналов регулятора. Экономический смысл данного феномена заключается в системном искажении трансмиссионного механизма: масштабные бюджетные вливания и квазифискальные интервенции выступают в качестве системной помехи, маскирующей монетарные импульсы Центрального банка. Из-за постоянного льготного фондирования целые отрасли перестают адекватно реагировать на удорожание кредитов. В результате процентный сигнал полностью поглощается фискальным шумом, дезориентируя рынок и вынуждая регулятор переносить всю тяжесть жёсткой политики на оставшийся сегмент рынка.

Способы количественной оценки данного искажения (эффекта «зашумления» трансмиссионного механизма) базируются на расчёте эффективной процентной ставки ( $r_{eff}$ ), учитывающей сегментацию кредитного портфеля:

$$r_{eff} = w_m \cdot r_m + w_{sub} \cdot r_{sub}, \quad (2)$$

где  $w_m$  и  $w_{sub}$  – доли кредитов, выданных на рыночных и субсидируемых условиях соответственно;  
 $r_m$  и  $r_{sub}$  – их средневзвешенные процентные ставки.

Сама степень «зашумления» ( $NE$ ) количественно определяется как разница (спред) между номинальной рыночной и эффективной ставками:

$$NE = r_m - r_{eff}. \quad (3)$$

Чем выше расчётное значение  $NE$ , тем сильнее искажён ценовой сигнал регулятора для территориальной экономики. Результаты расчётов представлены в таблице 5.

Таблица 5 – Динамика эффекта «зашумления» трансмиссионного механизма ( $NE$ ) по макрорегионам РФ (2020-2025 гг.), в процентных пунктах (п.п.)<sup>4,5</sup>

Table 5 – Dynamics of the "noise reduction" effect of the transmission mechanism ( $NE$ ) by macro-regions of the Russian Federation (2020-2025), in percentage points (percentage points)

| Макрорегион РФ / Показатель                                          | 2020 г. | 2021 г. | 2022 г. | 2023 г. | 2024 г. | 2025 г. |
|----------------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Средневзвешенная рыночная ставка ( $r_m$ ), %                        | 7,5     | 8,5     | 11,0    | 11,5    | 18,0    | 21,0    |
| Центральный ФО / рыночная модель, доля льгот $w_{sub} = 10$ %        | 0,35    | 0,45    | 0,70    | 0,75    | 1,40    | 1,70    |
| Волго-Вятский макрорегион / рыночная модель, $w_{sub} = 12$ %        | 0,42    | 0,54    | 0,84    | 0,90    | 1,68    | 2,04    |
| Южный макрорегион / рыночная модель, $w_{sub} = 11$ %                | 0,39    | 0,49    | 0,77    | 0,82    | 1,54    | 1,87    |
| Уральский макрорегион / сырьевая модель, $w_{sub} = 5$ %             | 0,18    | 0,23    | 0,35    | 0,38    | 0,70    | 0,85    |
| Сибирский макрорегион / сырьевая модель, $w_{sub} = 6$ %             | 0,21    | 0,27    | 0,42    | 0,45    | 0,84    | 1,02    |
| Северо-Западный макрорегион / модель госинвестиций, $w_{sub} = 35$ % | 1,22    | 1,57    | 2,45    | 2,62    | 4,90    | 5,95    |
| Дальневосточный макрорегион / модель госинвестиций, $w_{sub} = 45$ % | 1,57    | 2,02    | 3,15    | 3,38    | 6,30    | 7,65    |
| В среднем по Российской Федерации / доля $w_{sub} = 14$ %            | 0,49    | 0,63    | 0,98    | 1,05    | 1,96    | 2,38    |

В условиях роста процентных ставок амплитуда эффекта «зашумления» ( $NE$ ) кратно возросла по всей стране, однако пространственно она распределилась с беспрецедентной полярностью. Если в стабильном 2020 году искажение монетарного сигнала в среднем по РФ не превышало 0,5 п.п., то к 2025 году при достижении номинальными рыночными ставками уровня 21,0 % среднее зашумление превысило 2,38 п.п. На территориях сырьевой и рыночной моделей (например, в Уральском макрорегионе и Центральном федеральном округе) трансмиссионный механизм сохраняет работоспособность. Напротив, в субъектах «модели государственных инвестиций» (Северо-Западный и Дальневосточный федеральные округа) эффект зашумления достигает критических значений из-за высокой доли субсидируемых займов. Трансмиссионный механизм ДКП начинает давать сбой. Он переполняется нерыночными факторами, из-за чего Банку России приходится искусственно «пережимать» оставшуюся рыночную часть экономики.

Если обратиться к оценкам Банка России, картина выглядит так: более 14 % кредитного портфеля (что эквивалентно 7 % ВВП) сейчас обслуживается по субсидируемым ставкам (таблица 6). Они зафиксированы и не зависят от манёвров Центрального банка. Формируется эффект нечувствительности. Льготные заёмщики (сегменты АПК, МСП, ИТ и участники нацпроектов) продолжают наращивать спрос на ресурсы даже при сверхжесткой ДКП. Стоимость капитала для них остаётся низкой, что сводит на нет работу процентного канала и приводит к системным искажениям.

<sup>4</sup> Статистические показатели банковского сектора Российской Федерации. Центральный банк Российской Федерации (Банк России): [официальный сайт]. URL: <https://www.cbr.ru/statistics/>.

<sup>5</sup> Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2026 год и период 2027 и 2028 годов. Центральный банк Российской Федерации. Москва, 2025. URL: [https://www.cbr.ru/about\\_br/publ/ondkp/](https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/).

Таблица 6 – Сравнительный анализ стоимости и объёмов инструментов финансирования инфраструктуры (на конец 2025 года)<sup>4,6,7</sup>  
Table 6 – Comparative analysis of the cost and volume of infrastructure financing instruments (as of the end of 2025)

| Инструмент финансирования                               | Ставка для региона / инвестора (% годовых) | Срок финансирования | Распределённый объём средств (млрд руб.)       | Основные направления использования                                   |
|---------------------------------------------------------|--------------------------------------------|---------------------|------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|
| 1. Рыночный кредит / Облигации                          | 22,0-32,0 %                                | 1-5 лет             | Ограничен спросом                              | Пополнение оборотных средств, короткие проекты                       |
| 2. Инфраструктурные бюджетные кредиты (ИБК)             | 3,0 %                                      | до 15 лет           | 1 000                                          | Транспорт, инженерные сети, социальная инфраструктура                |
| 3. Казначейские инфраструктурные кредиты (КИК / СКК)    | 3,0 %                                      | до 15 лет           | 360                                            | Общественный транспорт, ЖКХ, инфраструктура и мастер-планы городов   |
| 4. Займы Фонда развития территорий (ФРТ / средства ФНБ) | 3,0 %                                      | до 25 лет           | 150 (доп. лимит 30 млрд руб. на 2024-2025 гг.) | Модернизация тепло- и водоснабжения, капремонт многоквартирных домов |

В итоге регулятору приходится повышать ставку сильнее и дольше, чем если бы масштабных льгот не существовало – только так можно охладить совокупный спрос. На фоне этого возникает эффект кросс-субсидирования. Отрасли, не имеющие льгот (торговля, коммерческий девелопмент, услуги), через налоги и дорогие кредиты фактически оплачивают низкие ставки для приоритетных секторов.

Количественная оценка эффекта кросс-субсидирования (CS), при котором издержки банковского сектора переносятся на обычных заёмщиков, осуществляется через расчёт дополнительной процентной премии (нагрузки) на рыночный контур по формуле:

$$CS = \frac{V_{sub} \cdot (r_m - r_{sub})}{V_m}, \quad (4)$$

где  $V_{sub}$  и  $V_m$  – объёмы льготного и рыночного кредитных портфелей соответственно.

Данная формула позволяет количественно выразить величину «скрытого налога», который вынужден оплачивать рыночный сегмент для компенсации выпадающей процентной маржи.

Результаты расчётов этого показателя представлены в таблице 7.

Таблица 7 – Динамика эффекта кросс-субсидирования (CS), перекладываемого на рыночный сектор экономики (2020-2025 гг.), в процентных пунктах (п.п.)<sup>4,5</sup>  
Table 7 – Dynamics of the effect of cross-subsidization (CS) transferred to the market sector of the economy (2020-2025), in percentage points (percentage points)

| Показатель / Тип региональной экономической модели               | 2020 г. | 2021 г. | 2022 г. | 2023 г. | 2024 г. | 2025 г. |
|------------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Средневзвешенная рыночная ставка ( $r_m$ ), %                    | 7,5     | 8,5     | 11,0    | 11,5    | 18,0    | 21,0    |
| Ставка по льготным/ инфраструктурным программам ( $r_{sub}$ ), % | 3,0     | 3,0     | 3,0     | 3,0     | 3,0     | 3,0     |
| Процентный спред ( $r_m - r_{sub}$ ), п.п.                       | 4,5     | 5,5     | 8,0     | 8,5     | 15,0    | 18,0    |
| «Рыночная модель» (доля льгот $w_{sub} = 10$ %)                  | 0,50    | 0,61    | 0,89    | 0,94    | 1,67    | 2,00    |
| «Сырьевая модель» (доля льгот $w_{sub} = 5$ %)                   | 0,24    | 0,29    | 0,42    | 0,45    | 0,79    | 0,95    |
| «Модель госинвестиций» (доля льгот $w_{sub} = 40$ %)             | 3,00    | 3,67    | 5,33    | 5,67    | 10,00   | 12,00   |
| В среднем по экономике РФ (доля льгот $w_{sub} = 14$ %)          | 0,73    | 0,90    | 1,30    | 1,38    | 2,44    | 2,93    |

<sup>6</sup> Марат Хуснуллин: более 100 объектов и мероприятий завершено с привлечением казначейских инфраструктурных кредитов. Правительство России: [официальный сайт]. 2026. URL: <http://government.ru/>.

<sup>7</sup> Более 250 объектов инфраструктуры введено в России с 2022 года за счёт инфраструктурных бюджетных кредитов. Минфин России: [официальный сайт]. 2024. URL: [https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id\\_4=38998](https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=38998).

Как показывают расчёты, избыток льготного кредитования консервирует региональное неравенство: максимальный рост кросс-субсидирования зафиксирован в регионах – «модели государственных инвестиций», а минимальный – в «сырьевых».

Подобная асимметрия искажает мотивацию агентов, консервирует имущественное неравенство и увеличивает разрыв в моделях управления капиталом [20, с. 98]. В конечном счёте регионы, где сконцентрированы попадающие под льготы производства, искусственно выигрывают конкуренцию. Субъекты со сложной рыночной экономикой просто ставят инвестиции на паузу из-за запретительных ставок.

Данные таблицы 8 [7, с. 71-72] подробно раскрывают влияние таких льготных программ на инвестиционный профиль регионов и доказывают, что избыток нерыночного кредитования провоцирует рост структурных диспропорций в экономике, формируя очевидный эффект «кривого зеркала».

Таблица 8 – Влияние программ льготного кредитования на инвестиционную карту регионов (искажение рыночных сигналов)

Table 8 – Impact of preferential lending programs on the investment map of regions (distortion of market signals)

| Сектор / Программа поддержки                                                                                                   | Механизм искажения рыночных сигналов                                                                                                                                                                                                                                                   | Влияние на инвестиционную карту (регионы-бенефициары пострадавшие)                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. Агропромышленный комплекс (АПК) / Льготное кредитование Минсельхоза, лизинг                                                 | «Иммунитет» к ставке: ставки для аграриев (до 5-6 % или плавающие, но ниже рыночных) делают сектор нечувствительным к ужесточению ДКП. Даже при росте издержек (ГСМ, логистика) агрохолдинги продолжают инвестиционные циклы, опираясь на субсидии                                     | Бенефициары: аграрные регионы Юга и Черноземья (Краснодарский край, Ростовская, Белгородская, Тамбовская области). Здесь сохраняется высокая инвестиционная активность вопреки общим трендам.<br>Риск: концентрация ресурсов в агрохолдингах вытесняет малый бизнес в смежных отраслях, не имеющий доступа к льготам                   |
| 2. Малый и средний бизнес (МСП) / Инвестиционное кредитование, «зонтичные» поручительства                                      | Эффект замещения: компании, которые могли бы привлечь рыночное финансирование, переключаются на льготное (ставки 7,5-9 % или льготные периоды). Это не создаёт нового спроса, а лишь перекладывает нагрузку на бюджет и увеличивает дефицит лимитов для реальных стартапов             | Бенефициары: крупные экономические центры с развитым сектором МСП (Москва, Санкт-Петербург, Татарстан, Свердловская область). В Москве доля таких программ растёт, тогда как в большинстве регионов она снижается из-за исчерпания лимитов.<br>Риск: усиление разрыва между столицами и регионами с менее развитым банковским сектором |
| 3. ИТ-сектор и инновации / Льготное кредитование до 3-5 %, налоговые льготы, гранты                                            | Секторальная изоляция: высокотехнологичные компании получают финансирование по ставкам в 4-5 раз ниже рыночных, что стимулирует их развитие вне зависимости от макроэкономической конъюнктуры. Рыночная оценка эффективности проектов подменяется соответствием критериям господдержки | Бенефициары: регионы с существующими ИТ-кластерами (Москва, Татарстан (Иннополис), Нижегородская, Новосибирская области). Происходит «вымывание» кадров и компетенций из других регионов в эти центры.<br>Риск: гиперконцентрация инвестиций в нескольких точках роста, стагнация цифровизации в дотационных регионах                  |
| 4. Промышленность (Импортозамещение) / Кластерная инвестиционная платформа, Фонд развития промышленности, Промышленная ипотека | Административный отбор: доступ к дешёвым деньгам (3-5 % или 0,3-0,5 КС) получают проекты, включённые в перечни технологического суверенитета. Рыночная эффективность отходит на второй план по сравнению со стратегической значимостью                                                 | Бенефициары: индустриальные регионы (Пермский край, Челябинская, Тульская, Владимирская области). Рост инвестиций здесь определяется не рыночным спросом, а госзаказом и доступностью спецпрограмм.<br>Риск: формирование «планово-убыточных» производств, которые не выживут при нормализации ставок без субсидий                     |

Сегодня инвестиционная привлекательность субъекта РФ практически оторвана от реального качества бизнес-среды. Решающим фактором становится другое – насколько эффективно руководство региона и местный бизнес умеют встраиваться в распределение федеральных льготных лимитов. Поскольку Центробанк удерживает высокую ставку для подавления инфляции (кстати, для её точного прогнозирования в практике Банка России уже доказана эффективность алгоритмов машинного обучения [21, с. 58]), территории без сильного лобби или специфических отраслей (АПК, ВПК) оказываются в настоящей «инвестиционной яме». Заёмный капитал обходится им в запретительные 21-25 %, из-за чего проекты останавливаются, а рейтинги регионов ползут вниз. В итоге государственные механизмы поддержки в долгосрочной перспективе лишь консервируют неравенство между «рыночными» и «льготными» субъектами.

Классические рейтинговые модели (Национальный рейтинг состояния инвестиционного климата АСИ) в условиях текущей макроэкономической трансформации перестали адекватно отражать реальную динамику притока капиталовложений. Экспертные оценки измеряют преимущественно качество регуляторной среды, но методологически «не учитывают» объёмы прямого бюджетного финансирования и стоимость коммерческого фондирования. Для эмпирического подтверждения феномена «субъективно-объективной дихотомии» в исследовании был рассчитан коэффициент ранговой корреляции Спирмена ( $\rho$ ) между агрегированным положением макрорегиона в рейтинге АСИ и его фактическим темпом роста инвестиций в основной капитал по данным Росстата за 2020-2025 гг. Агрегированный ранг определён на основе плотности исторического вхождения субъектов округа в топ-20 рейтинга АСИ и представлен в таблице 9.

Коэффициент ранговой корреляции Спирмена ( $\rho$ ) рассчитывается по формуле:

$$\rho = 1 - \frac{6 \sum d^2}{n(n^2 - 1)}, \quad (5)$$

где количество пар наблюдений  $n = 7$ .

Интерпретация полученных результатов по коэффициенту Спирмена следующая:

2020 год (мягкая денежно-кредитная политика):  $\rho = 1 - 3366 \times 46 = 0,18$  (положительная связь);  
2021 год (восстановительный рост):  $\rho = 0,11$  (положительная связь);  
2022 год (шок, рост ставки):  $\rho = 1 - 3366 \times 94 = -0,68$  (сильная отрицательная связь);  
2023 год (адаптация):  $\rho = 0,14$  (положительная связь);  
2024 год (заградительные ставки):  $\rho = 1 - 3366 \times 70 = -0,25$  (отрицательная связь);  
2025 год (охлаждение):  $\rho = 0,21$  (слабая положительная связь с аномалиями: спад на Урале при росте на Северо-Западе).

Расчёты показывают искажение рыночных механизмов: если в 2020-2021 гг. при доступных кредитах инвестиции закономерно направлялись в регионы с лучшим инвестиционным климатом (ЦФО), то в 2022-2024 гг. резкий рост ключевой ставки полностью разрушил эту связь. Традиционные лидеры рынка теряют капитал из-за заградительной стоимости коммерческого долга. В то же время территории «модели государственных инвестиций» (Дальневосточный и Северо-Западный федеральные округа) вышли в абсолютные лидеры по темпам накопления капитала вопреки низким позициям в рейтингах. Этот рост обеспечен прямыми бюджетными вливаниями и инфраструктурными кредитами, не зависящими от высоких банковских ставок. Следовательно, классические рейтинговые модели перестали объективно отражать реальность: оценивая только удобство ведения бизнеса, они игнорируют колоссальные объёмы государственных средств, которые меняют инвестиционную карту страны в периоды жёсткой денежно-кредитной политики.

Таблица 9 – Динамика дисбаланса между качеством инвестиционного климата и притоком инвестиций по макрорегионам РФ (2020-2025 гг.)<sup>2,3,5</sup>

Table 9 – Dynamics of the discrepancy between the quality of the investment climate and the inflow of investments by macro-regions of the Russian Federation (2020-2025)

| Макрорегион<br>(федеральный округ)          | Качество инвестклимата<br>(Агрегированный рейтинг АСИ) | 2020 г.: Прирост<br>инвестиций, %<br>(Ранг по темпам роста / д <sup>2</sup> ) | 2021 г.: Прирост<br>инвестиций, %<br>(Ранг по темпам роста / д <sup>2</sup> ) | 2022 г.: Прирост<br>инвестиций, %<br>(Ранг по темпам роста / д <sup>2</sup> ) | 2023 г.: Прирост<br>инвестиций, %<br>(Ранг по темпам роста / д <sup>2</sup> ) | 2024 г.: Прирост<br>инвестиций, %<br>(Ранг по темпам роста / д <sup>2</sup> ) | 2025 г. (I полугодие):<br>Прирост инвестиций, %<br>(Ранг по темпам роста / д <sup>2</sup> ) |
|---------------------------------------------|--------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| Центральный                                 | 1                                                      | +1,2 %<br>(1 / 0)                                                             | +14,5 %<br>(1 / 0)                                                            | +1,9 %<br>(6 / 25)                                                            | +8,2 %<br>(5 / 16)                                                            | +4,1 %<br>(7 / 36)                                                            | +6,3 %<br>(4 / 9)                                                                           |
| Волго-Вятский                               | 2                                                      | -1,5 %<br>(5 / 9)                                                             | +5,5 %<br>(4 / 4)                                                             | +4,7 %<br>(5 / 9)                                                             | +17,9 %<br>(2 / 0)                                                            | +6,2 %<br>(5 / 9)                                                             | +7,6 %<br>(3 / 1)                                                                           |
| Северо-Западный                             | 3                                                      | -1,6 %<br>(6 / 9)                                                             | +3,6 %<br>(5 / 4)                                                             | -2,2 %<br>(7 / 16)                                                            | +8,7 %<br>(4 / 1)                                                             | +15,6 %<br>(1 / 4)                                                            | +17,0 %<br>(1 / 4)                                                                          |
| Южный                                       | 4                                                      | +0,9 %<br>(3 / 1)                                                             | -0,3 %<br>(7 / 9)                                                             | +8,7 %<br>(3 / 1)                                                             | +11,4 %<br>(3 / 1)                                                            | +7,8 %<br>(4 / 0)                                                             | +5,2 %<br>(5 / 1)                                                                           |
| Уральский                                   | 5                                                      | +0,4 %<br>(4 / 1)                                                             | +0,7 %<br>(6 / 1)                                                             | +10,0 %<br>(2 / 9)                                                            | +5,6 %<br>(7 / 4)                                                             | +8,8 %<br>(3 / 4)                                                             | -8,6 %<br>(7 / 4)                                                                           |
| Дальневосточный                             | 6                                                      | -7,5 %<br>(7 / 1)                                                             | +13,8 %<br>(2 / 16)                                                           | +14,5 %<br>(1 / 25)                                                           | +20,6 %<br>(1 / 25)                                                           | +9,1 %<br>(2 / 16)                                                            | +3,8 %<br>(6 / 0)                                                                           |
| Сибирский                                   | 7                                                      | +1,0 %<br>(2 / 25)                                                            | +11,4 %<br>(3 / 16)                                                           | +8,1 %<br>(4 / 9)                                                             | +6,9 %<br>(6 / 1)                                                             | +4,7 %<br>(6 / 1)                                                             | +9,6 %<br>(2 / 25)                                                                          |
| Сумма квадратов<br>разностей ( $\sum d^2$ ) |                                                        | 46                                                                            | 50                                                                            | 94                                                                            | 48                                                                            | 70                                                                            | 44                                                                                          |
| Коэффициент<br>Спирмена ( $\rho$ )          |                                                        | 0,18                                                                          | 0,11                                                                          | -0,68                                                                         | 0,14                                                                          | -0,25                                                                         | 0,21                                                                                        |

### Выводы

Инвестиционная модель регионов претерпела фундаментальные изменения, породив эффект «финансово-инвестиционных ножниц»: заградительная стоимость кредитов (около 21 %) и рост фискальной нагрузки критически сокращают объём рыночных инвестиций. В результате сформировалась «двухконтурная» система: территории с рыночной экономикой резко тормозят развитие, в то время как регионы с концентрацией ВПК и мегапроектами обрели «инвестиционный иммунитет», развиваясь за счёт бюджетных импульсов, не зависящих от ставок». Масштабные льготы (более 14 % кредитного портфеля) «зашумляют» трансмиссионный механизм и искажают рыночные сигналы. Невосприимчивость госсектора к решениям регулятора вынуждает Банк России дольше удерживать высокие ставки, что лишь усугубляет межрегиональное расслоение [22, с. 916]. В новой реальности качество институтов отходит на второй план, а инвестиционная привлекательность диктуется административным ресурсом – способностью властей привлекать инструменты федерального «инфраструктурного меню» (ИБК, списание госдолга), полностью заменившие классическое рыночное финансирование.

Выявленные в экономике структурные сдвиги диктуют совершенно новую повестку для будущих исследований. Очевидно, что на фоне жёсткой денежно-кредитной политики научный фокус в изучении региональной инвестиционной привлекательности должен сместиться на три ключевые проблемы.

1. *Пересмотр методологии оценки инвестиционного климата.* Классические рейтинговые модели больше не работают. Они опираются на рыночную рентабельность и доступность банковских кредитов, тогда как сегодня балом правят нерыночные факторы. Будущим исследователям предстоит разработать принципиально новые метрики. В частности, придётся научиться количественно оценивать «административную ренту»,

долю гособоронзаказа и то, насколько экономика конкретного региона зависит от федеральных спецпрограмм в период дорогих денег.

2. *Анализ фискальных рисков и долговой устойчивости регионов.* Масштабное вытеснение коммерческих займов бюджетными инструментами не пройдёт бесследно. Необходимо тщательно изучить долгосрочные последствия этого процесса. Главная задача – понять, не обернётся ли текущая модель «ручного управления» капиталом скрытыми долговыми дисбалансами на местах. Крайне важно оценить риски массового появления незавершённых проектов в том случае, если федеральный центр сократит поддержку или изменит правила реструктуризации госдолга.

3. *Исследование адаптации к дефициту труда через технологический суверенитет.* Поскольку экономика оказалась в жёсткой «кадровой ловушке», внимание учёных должно переключиться на качественную структуру региональных инвестиций. Самое перспективное направление сейчас – анализ того, как именно расходуются средства.

Анализ подтверждает фундаментальную трансформацию инвестиционной модели в регионах России. Эти сдвиги диктуют новые правила на фоне официальных макроэкономических прогнозов и жёсткой денежно-кредитной политики. Возникшие диспропорции привели к закреплению «двухконтурной» системы финансирования. В связи с этим дальнейшие научные поиски целесообразно направить на стык региональной экономики и механизмов ДКП. Выделим четыре вектора для дальнейшего исследования.

1. Анализ региональной неоднородности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики: оценка влияния отраслевой структуры на чувствительность к процентному каналу и расчёт пороговой доли льготного кредитования в валовом региональном продукте, блокирующей рыночные сигналы регулятора (эффект «зашумления»).

2. Оценка замещения рыночных кредитов бюджетными инструментами: макроэкономический анализ последствий использования механизмов «Инфраструктурного меню» и выявление новых региональных инфляционных рисков.

3. Создание региональных индексов «жёсткости» монетарных условий: разработка дифференцированных показателей реальной процентной ставки для объективной оценки инвестиционной привлекательности территорий.

4. Моделирование связи макропруденциальной политики и инвестиций: анализ влияния барьеров для рискованного кредитования на трансформацию региональной инвестиционной карты.

#### Список источников / References

1. Сенин В. Б., Хамидуллин Т. Р. Сравнительный анализ прогноза социально-экономического развития Российской Федерации и Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и плановый период 2025 и 2026 годов // Бизнес. Общество. Власть. 2025. № 56. С. 19-31. [Senin, V. B., & Khamidullin, T. R. (2025). Comparative analysis of the forecast of the socio-economic development of the Russian Federation and the main directions of the unified state monetary policy for 2024 and the planned period of 2025 and 2026. *Business. Society. Power*, 56, 19–31. (In Russian)] EDN: OEUGGY.

2. Андросов К. Г., Иванова Т. В., Скорина А. А. На что влияет ключевая ставка? Позиция бизнеса и власти // Бизнес. Общество. Власть. 2025. № 57. С. 144-155. [Androsov, K. G., Ivanova, T. V., & Skorina, A. A. (2025). What does the key rate affect? The position of business and government. *Business. Society. Power*, 57, 144–155. (In Russian)] EDN: MIWVSV.

3. Шевелев А. А., Квактун М. И., Вировец К. О. Влияние денежно-кредитной политики на инвестиции в регионах России // Деньги и кредит. 2021. Т. 80, № 4. С. 31-49. [Shevelev, A. A., Kvaktun, M. I., & Virovets, K. O. (2021). The impact of monetary policy on investments in Russian regions. *Money and Credit*, 80(4), 31–49. (In Russian)] <https://doi.org/10.31477/rjmf.202104.31>. EDN: IRCPAY.

4. Смирнов В. Д. Финансовая стабильность и экономическое развитие: расстановка приоритетов // Финансы: теория и практика. 2025. Т. 29, № 3. С. 148-165. [Smirnov, V. D. (2025). Financial stability and economic development: prioritization. *Finance: Theory and Practice*, 29(3), 148–165. (In Russian)] <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2025-29-3-148-165>. EDN: GUZDDY.

5. Вдовин И. А., Александров А. А., Косенко Е. А. Трансформация инвестиционной политики в России в условиях действующей денежно-кредитной политики (ЦБ) // Бизнес. Общество. Власть. 2025. № 57. С. 36-53. [Vdovin, I. A., Alexandrov, A. A., & Kosenko, E. A. (2025). Transformation of investment policy in Russia in the context of the current monetary policy (CB). *Business. Society. Power*, 57, 36–53. (In Russian)] EDN: LDVYKY.

6. Влияние внутрирегионального неравенства по доходам на работу трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Банка России / В. А. Зверева, О. А. Демидова, Д. А. Коршунов, А. А. Мясников // Деньги и кредит. 2024. Т. 83, № 1. С. 3-31. [Zvereva, V. A., Demidova, O. A., Korshunov, D. A., & Myasnikov, A. A. (2024). The impact of intraregional income inequality on the operation of the transmission mechanism of the monetary policy of the Bank of Russia. *Money and Credit*, 83(1), 3–31. (In Russian)] EDN: KBKTGM.

7. Мамедли М. О., Синяков А. А. Финансы домохозяйств в России: шоки доходов и сглаживание потребления // Вопросы экономики. 2018. № 5. С. 69-91. [Mammadli, M. O., & Sinyakov, A. A. (2018). Household finances in Russia: income shocks and consumption smoothing. *Voprosy Ekonomiki*, 5, 69–91. (In Russian)] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-5-69-91>. EDN: XMGGFV.

8. Детерминанты неопределённости инфляционных ожиданий (по результатам общероссийского опроса) / И. Н. Гуров, Д. А. Елицур, В. Е. Зуев [и др.] // Вопросы экономики. 2025. № 6. С. 63-93. [Gurov, I. N., Yelitsur, D. A., Zuev, V. E., Krotova, Yu. I., Ostrovskaya, E. A., & Penikas, G. I. (2025). Determinants of uncertainty in inflation expectations (according to the results of an all-Russian survey). *Voprosy Ekonomiki*, 6, 63–93. (In Russian)] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2025-6-63-93>. EDN: AMYWGG.

9. Галиева Г., Никонов М. Запас прочности истощается: обзор долгового рынка в 2024-2025 годах // Cbonds Review. 2024. № 4. С. 54-58. [Galieva, G., & Nikonov, M. (2024). The margin of safety is running out: a review of the debt market in 2024-2025. *Cbonds Review*, 4, 54–58. (In Russian)] URL: <https://review.cbonds.info/article/magazines/6391/>.

10. Зубаревич Н. В. Регионы России: неравенство, кризис, модернизация. Москва: Независимый институт социальной политики, 2010. 160 с. [Zubarevich, N. V. (2010). *Regions of Russia: inequality, crisis, modernization*. Moscow: Independent Institute of Social Policy, 160 p. (In Russian)] ISBN: 978-5-903599-10-3. URL: [https://gtmarket.ru/files/article/5279/Regions\\_of\\_Russia\\_2010\\_Natalia\\_Zubarevich.pdf](https://gtmarket.ru/files/article/5279/Regions_of_Russia_2010_Natalia_Zubarevich.pdf).

11. Регионы ресурсного типа в России: определение и классификация / М. В. Курбатова, С. Н. Левин, Е. С. Каган, Д. В. Кислицын // Terra Economicus. 2019. Т. 17, № 3. С. 89-106. [Kurbatova, M. V., Levin, S. N., Kagan, E. S., & Kislitsyn, D. V. (2019). Resource-type regions in Russia: definition and classification. *Terra Economicus*, 17(3), 89–106. (In Russian)] <https://doi.org/10.23683/2073-6606-2019-17-3-89-106>. EDN: GEJY TZ.

12. Лаптева Е. В., Пильник Н. П. О ключевых аспектах оценки эффективности макропруденциальной политики // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. 2025. Т. 41, № 3. С. 340-363. [Lapteva, E. V., & Pilnik, N. P. (2025). On the key aspects of evaluating the effectiveness of macroprudential policy. *St Petersburg University Journal of Economic Studies*, 41(3), 340–363. (In Russian)] EDN: COHFFH.

13. Гринь Р. И. Специфика фискальной политики в странах с формирующимся рынком: анализ через призму IS-LM // Экономика и управление: проблемы, решения. 2025. Т. 2, № 8(161). С. 170-181. [Grin, R. I. (2025). Specifics of fiscal policy in emerging market countries: an analysis through the lens of IS-LM. *Economics and Management: Problems, Solutions*, 2(8-161), 170–181. (In Russian)] <https://doi.org/10.36871/ek.up.p.r.2025.08.02.015>. EDN: XQIIGK.

14. Кузьминов Я. И., Овчарова Л. Н., Радаев В. В. Зачем (и как) измерять экономическое поведение домохозяйств: о проекте НИУ ВШЭ // Вопросы экономики. 2026. № 5. С. 5-16. [Kuzminov, Ya. I., Ovcharova, L. N., & Radaev, V. V. (2026). Why (and how) to measure household economic behavior: about the HSE University project. *Voprosy Ekonomiki*, 5, 5–16. (In Russian)] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2026-5-5-16>. EDN: PLQW XV.

15. Кузина О. Е., Моисеева Д. В. Финансовая (не)устойчивость домохозяйств в России: масштабы и траектории перехода // Вопросы экономики. 2026. № 5. С. 76-95. [Kuzina, O. E., & Moiseeva, D. V. (2026). Financial (non)sustainability of households in Russia: scales and trajectories of transition. *Voprosy Ekonomiki*, 5, 76–95. (In Russian)] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2026-5-76-95>. EDN: UCDIBT.

16. Напалков В., Новак А., Шульгин А. Различия в эффектах единой денежно-кредитной политики: на примере регионов России // Деньги и кредит. 2021. Т. 80, № 1. С. 3-45. [Napalkov, V., Novak, A., & Shulgin, A. (2021). Differences in the effects of a single monetary policy:

an example of Russian regions. *Money and Credit*, 80(1), 3–45. (In Russian)] <https://doi.org/10.31477/rjmf.202101.03>. EDN: YWTEPC.

17. Дегтерева Е. А., Бирюкова О. В., Сабанцев А. И. Международный транспортный коридор «Север – Юг» в условиях переориентации торговых потоков РФ на страны Глобального Юга // Вестник МГИМО-Университета. 2026. Т. 19, № 2. С. 149–171. [Degtereva, E. A., Biryukova, O. V., & Sabantsev, A. I. (2026). The international transport corridor "North–South" in the context of the reorientation of trade flows of the Russian Federation to the countries of the Global South. *MGIMO Review of International Relations*, 19(2), 149–171. (In Russian)] <https://doi.org/10.24833/2071-8160-2026-2-107-149-171>. EDN: XOKASK.

18. Зверева В. А. Асимметрия процентного канала денежно-кредитной политики: отраслевой и региональный аспекты // Вопросы экономики. 2026. № 4. С. 100–129. [Zvereva, V. A. (2026). The asymmetry of the interest rate channel of monetary policy: sectoral and regional aspects. *Voprosy Ekonomiki*, 4, 100–129. (In Russian)] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2026-4-100-129>. EDN: CCBBEZ.

19. Могилат А. Н. Обзор основных каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и инструментов их анализа в Банке России // Деньги и кредит. 2017. № 9. С. 3–9. [Mogilat, A. N. (2017). Review of the main channels of the monetary policy transmission mechanism and their analysis tools in the Bank of Russia. *Money and Credit*, 9, 3–9. (In Russian)] EDN: ZGFNMN.

20. Кручинская Е. В., Груздев И. А. Стратегии управления капиталом и потребительские паттерны высокодоходных россиян: эмпирический анализ // Вопросы экономики. 2026. № 5. С. 96–114. [Kruchinskaya, E. V., & Gruzdev, I. A. (2026). Capital management strategies and consumer patterns of high-income Russians: an empirical analysis. *Voprosy Ekonomiki*, 5, 96–114. (In Russian)] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2026-5-96-114>. EDN: JPEDIX.

21. Байбуза И. Прогнозирование инфляции с помощью методов машинного обучения // Деньги и кредит. 2018. № 4. С. 42–59. [Baibuza, I. (2018). Forecasting inflation using machine learning methods. *Money and Credit*, 4, 42–59. (In Russian)] <https://doi.org/10.31477/rjmf.201804.42>. EDN: YUZZKJN.

22. Гасанов О. С. Влияние бюджетной обеспеченности на конвергенцию неравенства доходов в регионах России // Экономика региона. 2024. Т. 20, № 3. С. 916–929. [Gasanov, O. S. (2024). The impact of budget provision on the convergence of income inequality in Russian regions. *Economy of Regions*, 20(3), 916–929. (In Russian)] <https://doi.org/10.17059/ekon.reg.2024-3-20>. EDN: JCHNWD.

#### **Информация об авторах**

П. В. Егоров – доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой «Финансы и банковское дело» ДонГУ;

Е. Н. Демидова – кандидат экономических наук, доцент кафедры «Финансы и банковское дело» ДонГУ.

#### **Information about the authors**

P. V. Egorov – Doctor of Economics, Professor, Head of the Department of Finance and Banking, DonSU;

E. N. Demidova – PhD in Economics, Associate Professor of the Department of Finance and Banking, DonSU.

**Вклад авторов:** авторы сделали эквивалентный вклад в подготовку публикации.

**Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.**

**Contribution of the authors:** the authors contributed equally to this article.

**The authors declare no conflicts of interests.**

Статья поступила в редакцию 09.05.2026; одобрена после рецензирования 29.06.2026; принята к публикации 08.09.2026.

The article was submitted 05/09/2026; approved after reviewing 06/29/2026; accepted for publication 09/08/2026.