Сильный рубль как вызов для бюджетной и экономической политики

Владимир ЕРЁМКИН,
старший научный сотрудник лаборатории структурных исследований, ИПЭИ РАНХиГС

За 2025 год рубль укрепился к доллару на 23.1 % — это максимальный годовой прирост с 1990-х годов. Курс снизился с 103.4 руб. в середине января до 76.1 руб. в начале декабря, а к концу января 2026 года стабилизировался около 75.7 руб. Хотя по итогам 2025 года рубль стал одной из сильнейших валют мира с точки зрения годовой динамики, такое усиление национальной валюты является следствием серьезных аномалий и дисбалансов в экономике. Аналитики и исследователи не ожидали настолько мощного укрепления, а сохраняющиеся структурные проблемы экономики из-за этого зачастую лишь усиливаются.

Резкое укрепление рубля может создавать ложное ощущение сильной экономики, отвлекая внимание от фундаментальных дисбалансов

ВВЕДЕНИЕ: КРЕПКИЙ РУБЛЬ КАК ПРОБЛЕМА

Укрепившийся рубль является неплохим сдерживающим фактором для инфляции (через снижение цен на импортные товары и торможение импортируемой инфляции), риски ускорения которой были на повестке дня в течение прошлого года. Кроме того, снизилась стоимость промежуточного потребления, и российские компании экономят на сырье и комплектующих. Крепкий рубль также способствует достижению цели государства по дедолларизации экономики, поскольку население и бизнес предпочитают держать сбережения в национальной валюте, которая более стабильна. В теории, конечно, должно происходить стимулирование импорта инвестиционных товаров, когда оборудование и технологии дешевеют, что ускоряет модернизацию экономики, но в условиях жестких санкционных ограничений вряд ли представляется возможным в полной мере воспользоваться этим преимуществом.

Крепкий рубль стал одним из факторов охлаждения экономики. Доходы экспортеров снизились, так как российские товары стали дороже для иностранных покупателей, что в ряде случаев сократило валютную выручку компаний, работающих на внешний рынок. Страдают сырьевые отрасли (нефть, газ, уголь), а также несырьевой экспорт, снижается конкурентоспособность отечественных производителей, замедляется рост объемов выпуска и инвестиционных потоков в экспортоориентированные отрасли. Удешевление импорта из-за сильного рубля усиливает конкуренцию на внутреннем

Таблица 1. Факторы укрепления рубля

Источник: составлено автором

№	Фактор	Характер фактора	Суть и механизм воздействия	Влияние на курс рубля
1	Жесткая денежно-кредитная политика Банка России	Административно-регуляторный, фундаментальный	Высокая ключевая ставка повысила доходность рублевых активов, сделав их привлекательными для сбережений, и сдержала внутренний спрос, в том числе на импорт	Укрепление. Снижение спроса на валюту для импорта и рост спроса на рубли для сбережений
2	Бюджетное правило и продажа валюты	Административно-регуляторный	Для финансирования дефицита бюджета Минфин и Банк России нарастили продажи валюты из Фонда национального благосостояния, создавая искусственное предложение на рынке	Укрепление. Прямое увеличение предложения иностранной валюты на внутреннем рынке
3	Валютное регулирование и репатриация выручки	Административно-регуляторный, конъюнктурный	Административный контроль движения капитала и рыночное давление на экспортеров (налоги, возросшие внутренние издержки) способствуют репатриации и конвертации валютной выручки	Укрепление. Формирование структурного избытка предложения валюты от экспортеров
4	Структурные изменения в расчетах	Фундаментальный, структурный	Переход на расчеты в рублях и валютах дружественных стран (юань, дирхам, рупия) сократил спрос на доллар и евро в торговых операциях	Укрепление. Снижение операционного спроса на традиционные резервные валюты
5	Значительное положительное торговое сальдо	Фундаментальный, конъюнктурный	Экспорт устойчиво превышает ограниченный импорт, создавая чистый приток валюты в страну	Укрепление. Базовое давление со стороны платежного баланса
6	Ослабление доллара на мировом рынке	Внешний, конъюнктурный	Глобальное снижение спроса на доллар США усилило тенденцию к росту курса рубля к доллару	Укрепление. Внешний усилитель внутренних трендов

рынке, вынуждая местные предприятия корректировать цены и сокращать маржу. В структуре импорта происходит некоторый сдвиг в пользу потребительских товаров. Наконец, из-за укрепления курса рубля сокращаются нефтегазовые доходы бюджета, что увеличивает его дефицит и вынуждает государство наращивать займы и использовать накопленные ранее резервы.

Резкое укрепление рубля может создавать ложное ощущение сильной экономики, отвлекая внимание от фундаментальных дисбалансов (низкие темпы роста инвестиций, санкции, дефицит импортных технологий и т. п.). В итоге дорогой рубль в 2025 году стал тормозом для экономики, нанеся ущерб экспортерам и обострив структурные проблемы. Это создает сложную дилемму для властей: как сохранить макроэкономическую стабильность, не допуская при этом чрезмерного укрепления национальной валюты, которое подрывает бюджетную устойчивость и конкурентоспособность экономики.

СТРУКТУРНЫЕ СДВИГИ И КОНЪЮНКТУРНЫЕ ФАКТОРЫ: ЧТО СТОИТ ЗА УКРЕПЛЕНИЕМ РУБЛЯ

Укрепление рубля в 2025 году произошло под воздействием совокупности макроэкономических, институциональных и внешних факторов. Его нельзя объяснить действием одной причины, поскольку речь идет об одновременном влиянии жесткой денежно-кредитной политики, особенностей валютного регулирования, ограничений трансграничного движения капитала, изменений в структуре внешнеторговых расчетов и динамики самого доллара США. При этом часть факторов носит фундаментальный характер, а часть — административно-регуляторный и конъюнктурный (Таблица 1).

ОЦЕНКА РАВНОВЕСНОГО КУРСА РУБЛЯ: НАСКОЛЬКО ИЗБЫТОЧНО РУБЛЬ УКРЕПИЛСЯ?

В условиях аномального укрепления рубля в 2025 году принципиальный вопрос заключается в том, насколько его текущий обменный курс отклоняется от своего фундаментального, или равновесного, значения. Для ответа на него можно использовать количественный подход и составить оценку на основе паритета покупательной способности (ППС) валют и произвести расчет реального эффективного курса (РЭК) рубля. Это позволит в некоторой степени отделить влияние краткосрочных спекулятивных и административных факторов от долгосрочных экономических тенденций.

Оценка через паритет покупательной способности рубля к доллару США

Данный метод основан на классической экономической теории, согласно которой в долгосрочной перспективе обменный курс должен уравнивать стоимость одинаковой корзины товаров в разных странах. В качестве точки отсчета выбран декабрь 2021 года. Этот период предшествовал началу масштабной геополитической напряженности и связанных с ней структурных сдвигов, что позволяет рассматривать его как относительно нормальный экономический этап. Среднее значение курса рубля к доллару США в декабре 2021 года принимается за базовое.

Для расчета индекса реального курса (ИРК)[1] рубля к доллару используем следующую формулу:

[1] Значения ИРК менее 1 указывают на фактическое избыточное укрепление рубля, а больше 1 — на избыточное ослабление.

В 2025 году существенно снизилась роль доллара и евро во внешнеторговых платежах России, тогда как юань стал ключевой валютой

$$ИРК = ИНК * \frac{ИПЦ_{США}}{ИПЦ_{России}},$$

где ИНК — это отношение текущего курса рубля к доллару к курсу в базовом периоде.

Теоретический (равновесный) курс по ППС определяется как отношение текущего курса к ИРК. Получается, что если инфляция в России за период превысила инфляцию в США, то, согласно теории ППС, рубль должен был обесцениться для сохранения паритета цен. И наоборот. Результаты расчетов ИРК и теоретического равновесного курса рубля к доллару представлены на Рисунке 1 ниже в сравнении с фактическими значениями курса рубля к доллару.

Сравнение фактического курса рубля к доллару на декабрь 2025 года с расчетным (теоретическим) курсом по ППС дает ключевую оценку. Поскольку фактический курс значительно крепче расчетного (почти на 10 руб.), это свидетельствует о серьезном избыточном укреплении рубля относительно доллара с фундаментальной точки зрения.

Ключевая задача властей — обеспечить контролируемое и плавное ослабление национальной валюты до более равновесного уровня

Расчет РЭК рубля к корзине валют

РЭК является комплексным показателем, отражающим конкурентоспособность страны в международной торговле. Для современной России наиболее релевантной является корзина валют, включающая доллар США (USD), евро (EUR) и китайский юань (CNY). Эти валюты представляют ключевые направления торговых потоков и платежных расчетов, в т. ч. в новых экономических условиях. Удельный вес каждой валюты в корзине пропорционален ее доле во внешнеторговом обороте России за последний доступный период.

Для расчета РЭК[1] рубля к корзине валют используем следующую формулу:

$$РЭК = ИРК^{B1}_{долл} * ИРК^{B2}_{евро} * ИРК^{B3}_{юань},$$

где для каждой валюты будем применять ее соответствующий торговый вес (B1, B2, B3) в конкретном периоде.

Значение РЭК, равное 1, означает, что реальная стоимость рубля по отношению к корзине торговых партнеров вернулась к принятому равновесному уровню декабря 2021 года. Значение ниже 1 указывает на избыточное удорожание (укрепление) рубля, что снижает ценовую конкурентоспособность российского экспорта и делает импорт относительно дешевле. Степень отклонения от 1 количественно измеряет масштаб аномалии.

Из данных, представленных на Рисунке 2, можно заметить, что степень избыточного укрепления рубля к корзине валют заметно отличается от степени укрепления к доллару. Основными причинами такой динамики являются трансформация внешней торговли России и рост значимости Китая как ключевого партнера. Кроме того, в 2025 году существенно снизилась роль доллара и евро во внешнеторговых платежах, тогда как юань стал ключевой валютой.

Китайская валюта частично управляется Банком Китая, который ограничивает свободное колебание ее курса. Как результат, юань может быть недооценен с точки зрения ИРК к доллару и евро, а также к рублю (официальная инфляция в Китае заметно ниже, чем в России, США или еврозоне, на рассматриваемом временном интервале). Это напрямую влияет на расчет РЭК для России, т. к. высокая доля юаня

[1] Значения РЭК менее 1 указывают на фактическое избыточное укрепление рубля, а больше 1 — на избыточное ослабление.

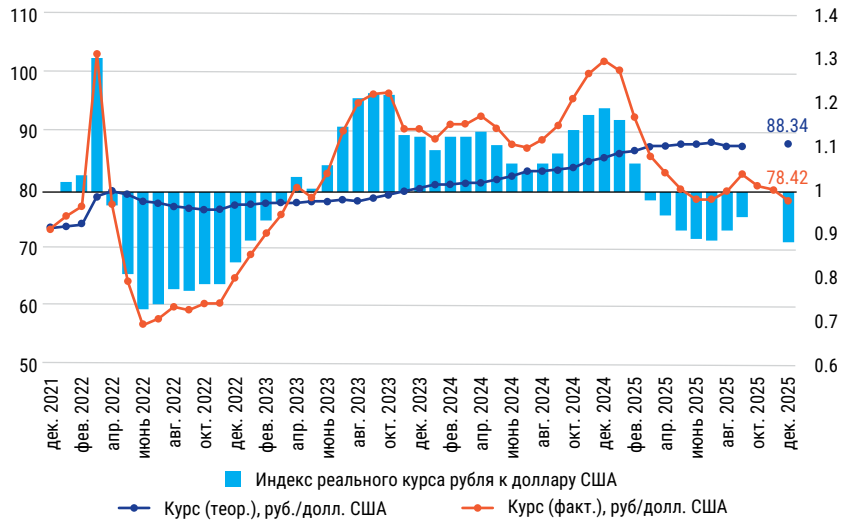


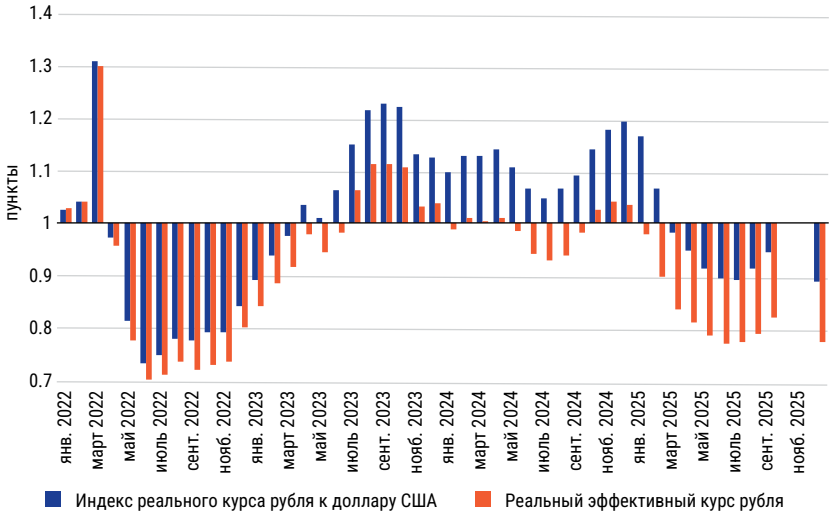
Рисунок 1
Индекс реального курса рубля к доллару США, теоретический курс рубля к доллару США, фактический курс рубля к доллару США (дек. 2021 г. — дек. 2025 г.)

Источник: составлено автором по данным Банка России, Росстата, Bureau of Labor Statistics

Примечание: данные об инфляции в США за октябрь и ноябрь 2025 года отсутствуют из-за приостановки расчетов вследствие того, что Конгресс США не утвердил вовремя бюджетное финансирование для Bureau of Labor Statistics.

Рисунок 2
Индекс реального курса рубля к доллару США, реальный эффективный курс рубля (дек. 2021 г. — дек. 2025 г.)

Источник: составлено автором по данным ЦБ РФ, Росстата, Bureau of Labor Statistics, National Bureau of Statistics of China, Eurostat



Примечание: данные об инфляции в США за октябрь и ноябрь 2025 года отсутствуют из-за приостановки расчетов вследствие того, что Конгресс США не утвердил вовремя бюджетное финансирование для Bureau of Labor Statistics.

в торговой корзине искусственно занижает РЭК, делая рубль избыточно переоцененным по сравнению с фундаментальным курсом.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ. ДАЛЬНЕЙШИЕ ШАГИ ГОСУДАРСТВА ДЛЯ СТАБИЛИЗАЦИИ КУРСА

Таким образом, аномальное укрепление рубля, как показали расчеты ИРК и РЭК, создало значительные дисбалансы, давя на бюджет и экспорт. Ключевая задача властей — обеспечить контролируемое и плавное ослабление национальной валюты до более равновесного уровня, избегая при этом резких девальвационных скачков, провоцирующих инфляцию и панические настроения. Основным и наиболее действенным инструментом в арсенале регулятора является снижение ключевой ставки. Именно жесткая ДКП является основной причиной избыточного укрепления рубля. Плавное снижение ставки до уровня около 10% и ниже сделает рублевые активы менее привлекательными, что приведет к закономерному оттоку части капитала в иностранную валюту и ослабит курс рубля. Этот процесс, однако, должен быть максимально синхронизирован с динамикой инфляции, чтобы не спровоцировать ее новый виток.

Параллельно требуется корректировка бюджетно-фискальной политики. Продажа валюты для обеспечения повышенного уровня расходов бюджета оказывает искусственную поддержку рублю. Смягчение бюджетного правила или даже тактический отказ от продаж валюты может стать эффективным механизмом прямого влияния на курс. Также на повестке дня стоит вопрос о стимулировании внутреннего спроса и импорта, что естественным образом увеличит спрос на валюту, оказывая умеренное ослабляющее давление на рубль. Например, увязка доступа к льготному финансированию или государственным гарантиям для импорта не потребительских, а инвестиционных товаров, технологий и комплектующих создаст полезный спрос на валюту, работающий на модернизацию.

Третьим направлением может стать точечное регулирование валютного контроля и потоков капитала. Поскольку основные каналы оттока капитала были ранее заблокированы, сейчас власти обладают значительным административным ресурсом. Например, возможны решения по стимулированию дивидендных выплат нерезидентам в иностранной валюте. Подобные меры точечно увеличат предложение иностранной валюты на рынке.

В конечном итоге стратегия государства должна быть нацелена на управляемое возвращение курса к диапазону 85–95 рублей за доллар, который, как показывают теоретические расчеты данной работы и оценивают большинство экспертов, является более равновесным. Это ослабит давление на бюджет и экспортеров, не подрывая достигнутой макроэкономической стабильности. Ключевым условием успеха станет переход от точечных реактивных интервенций к согласованной политике, где меры Банка России и Минфина будут направлены на единую цель. Синхронизированное снижение ключевой ставки и сворачивание валютных продаж по бюджетному правилу могут стать первым шагом. Их должна дополнить политика, направленная на перераспределение дополнительных нефтегазовых доходов, образующихся в результате ослабления рубля, на инфраструктурные и технологические инвестиции, а не только на текущие расходы. Таким образом, корректировка курса может стать не самоцелью, а элементом стратегии по улучшению структуры экономики.

Смягчение бюджетного правила или даже тактический отказ от продаж валюты может стать эффективным механизмом прямого влияния на курс рубля