Александр ИСАКОВ,
руководитель Центра макроэкономических исследований, Сбербанк

Национальное бюджетное правило: пять контраргументов и механизм реформы

Российское бюджетное правило выполняет две разные функции: задает прозрачную формулу для предельных федеральных расходов и ограничивает волатильность реального курса рубля за счет валютных операций, связанных с нефтегазовыми доходами и Фондом национального благосостояния (ФНБ). Первая функция остается базовой. Вторая требует переосмысления: курс рубля теперь определяется не только нефтью, но и ставкой, импортом, всем экспортным портфелем, внешним геоэкономическим фоном.

Фискальные правила нужны экономикам со значительным сырьевым экспортным сектором больше, чем остальным

Мы предлагаем **разделить фискальный якорь и управление валютным рынком.** Формула предельных расходов сохраняется. Банк России получает больше свободы в выборе времени и объема операций на валютном рынке, но действует по заранее объявленным принципам. Правительство сохраняет ориентир в виде предельных федеральных расходов, а ликвидная часть ФНБ пополняется рублевыми активами.

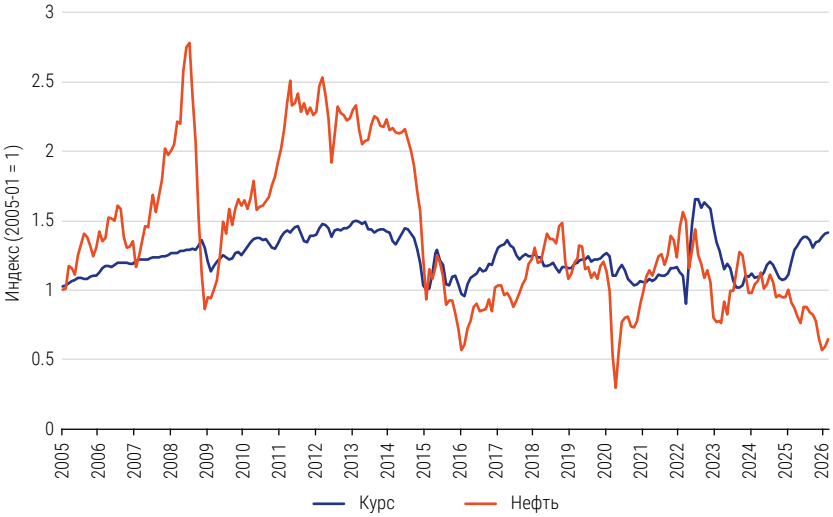
ПОЧЕМУ ПРАВИЛО НЕОБХОДИМО МОДЕРНИЗИРОВАТЬ

Фискальные правила нужны экономикам со значительным сырьевым экспортным сектором больше, чем остальным. По оценке Всемирного банка, бюджетная политика сырьевых развивающихся стран за последние десятилетия была примерно на **30% более процикличной и на 40% более волатильной,** чем у других развивающихся экономик. Рост сырьевых цен постепенно превращается в расходы: увеличение цен на 1% через пять лет повышает и доходы, и первичные расходы примерно на 0.4%[1]. Конъюнктурные доходы капитализируются в обязательства, а не сберегаются, поэтому правило — как механизм

[1] World Bank (2026), Fiscal Policy in Commodity Exporters: A Balancing Act; Arroyo Marioli & Vasishtha (2025), Fiscal Policy Procyclicality and Volatility in Commodity-Exporting EMDEs. См. также Arezki, Imam, Kpodar & Le-Van (2025): страны, сталкивающиеся с сырьевыми шоками, вводят фискальные правила как форму «макроэкономической осмотрительности».

Рисунок 1
Ослабление связи реального курса рубля с ценой нефти

Источник: Банк России, Bloomberg, Сбер



принудительных сбережений — остается актуальным.

Российская конструкция решает две задачи одновременно: базовая цена нефти ограничивает расходы и сберегает конъюнктурные доходы, а та же формула определяет покупки и продажи валюты. Такое соединение было оправдано, пока нефтяной экспорт доминировал и в валютных потоках, и в структуре создания добавленной стоимости. Сегодня связь ослабла.

Данные сами по себе не доказывают, что операции по бюджетному правилу повысили волатильность рубля: после 2014 года изменилась и амплитуда шоков. Но они не дают оснований говорить о том, что правило позволило изолировать экономику от волатильности сырьевых рынков. Стандартное отклонение месячного изменения реального курса составляло около 2% в 2011–2013 годах и 5.3% в 2017–2026 годах. Д. Меньших оценивает вклад валютных операций в равновесный реальный курс лишь примерно в 2 п. п.[1]. Модель Банка России показывает более общий результат: эффект правила зависит от его дизайна, контрактной жесткости и ограничений капитала[2].

НАЦИОНАЛЬНОЕ ПРАВИЛО: ТРИ ЭЛЕМЕНТА

1. Предел расходов сохраняется

Мы не предлагаем расходовать сырьевые сверхдоходы. Базовая цена нефти и среднесрочный потолок расходов остаются фискальным якорем. Его параметры следует делать консервативнее и оценивать независимым комитетом по аналогии с Чили. Это согласуется и с позицией Банка России: Набиуллина подчеркивала, что «важно так откалибровать бюджетное правило и цену отсечения, чтобы была обеспечена долгосрочная сбалансированность бюджета».

2. Рублевый буфер ФНБ

Наращивание рублевого компонента решает три задачи. Во-первых, позволяет финансировать часть дефицита без автоматической продажи валюты. Во-вторых, снижает потребность резко расширять заимствования в неблагоприятный момент. В-третьих, дает пространство для более тонкой денежной политики, сочетающей медленные процентные инструменты и быстрые валютные операции для стабилизации инфляции и ожиданий.

3. Объем валютных операций: от формулы к суждению

Отказ от автоматического зеркалирования не означает отказа от интервенций. Банк России сможет действовать при нарушении рыночной ликвидности, резком отклонении курса от фундаментальных факторов или угрозе финансовой стабильности, то есть там, где теория указывает на наибольшую отдачу от вмешательства государства.

ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ВЫРАСТЕТ, ДОВЕРИЕ УПАДЕТ? ПЯТЬ ТЕЗИСОВ «ПРОТИВ» И ОТВЕТЫ

- Волатильность курса вырастет при переходе к национальному бюджетному правилу.
- Действующее валютное правило обеспечивает согласованность операций Минфина России и Банка России.

Полностью изолировать денежный рынок от бюджетных потоков невозможно ни при каком правиле, пока доходы и расходы не синхронизированы идеально

[1] Меньших Д. Количественная оценка влияния бюджетного правила на равновесный курс рубля // Вопросы экономики. — 2021. — №2.

[2] Андреев М. Влияние бюджетного правила и предпосылок модели на отклик инфляции после шока условий торговли. — Банк России, 2023.

Рисунок 2
Бюджетное правило задает тренды и волатильность реального курса рубля

Источник: Банк России, Bloomberg, Сбер

Сигнал о том, что государство считает иностранную валюту более надежной формой сбережения, дестимулирует частные рублевые сбережения

- Новое правило потребует более активной денежной политики — вырастет изменчивость процентных ставок.
- Новое правило приведет к снижению доверия к рублю.
- Доходность нефтегазовых сбережений структурно выше в валюте — национальное правило снизит доходность.

Тезис 1: волатильность курса вырастет

Такого рода аргументы опираются на отдельные эпизоды, которые составляют небольшую, но поддерживающую тезис эмпирическую базу. Более широкая картина иная. Во-первых, в обоих случаях устойчивость курса была результатом не следования формуле, а активных и гибких решений Банка России с учетом складывающихся условий. В марте 2020 года Банк России вместо реализации валютной части правила решил «не осуществлять покупку иностранной валюты... в рамках механизма бюджетного правила» на 30 дней, а через 10 дней повысил интенсивность продаж за счет продажи валюты из ФНБ для оплаты приобретаемого пакета акций Сбербанка. Аналогично в 2022–2026 годах регулятор стремился вернуться к букве правила, но в случаях конфликта с другими целями адаптировал решения. Иначе говоря, устойчивость рубля к самым острым шокам была обеспечена отклонениями от правила, а не строгостью его исполнения.

Тезис 2: текущее правило согласует операции Минфина России и Банка России

С одной стороны, неттирование операций Минфина России и Банка России мало связано с макроэкономическими эффектами: валютный рынок ежедневно балансирует потоки множества участников. Экономия транзакционных издержек — реальный, но малый эффект.

С другой стороны, арифметическое зеркалирование само может создавать дисбаланс. Пусть Правительство выделяет эквивалент $1 млрд из ФНБ на инфраструктурный проект. Проект генерирует спрос на валюту, но этот спрос меньше объема финансирования: скажем, индуцированный спрос составит около 25%: 20% даст импорт оборудования и еще 5% — потребительский импорт от оплаты труда на проекте. Нейтральными для курса были бы операции объемом $250 млн. Однако правило требует продать дополнительные $750 млн сверх фактического спроса — и эти избыточные продажи укрепляют курс в номинальном и реальном выражении, что и показывает опыт 2024–2025 годов.

Тезис 3: вырастет изменчивость денежных условий

Во-первых, полностью изолировать денежный рынок от бюджетных потоков невозможно ни при каком правиле, пока доходы и расходы не синхронизированы идеально. Минимизация эффектов достигается активным управлением остатками Казначейства и системой управления ликвидностью Банка России.

Во-вторых, национальное правило не прекращает интервенций. Напротив, переход к нему освобождает пространство для их проведения не по жесткой формуле, а в том времени и объеме, которые оптимальны для ценовой стабильности: теория указывает, что выигрыш от интервенций максимален, именно когда они учитывают состояние рынка, а не стабилизируют текущие потоки по правилу. При корректной калибровке эти операции снизят волатильность финансовых условий и будут работать в тандеме со ставкой.

Тезис 4: понизится доверие к рублю

Доверие к рублю как средству сбережения вряд ли сводится к волатильности курса. Иначе действующее правило было бы главным инструментом его повышения, хотя куда более сильным инструментом было бы возвращение к управляемому курсу. Факты говорят об обратном: стандартное отклонение месячного изменения курса в 2005–2014 годах было на 40% ниже, чем после 2017 года; при этом доля валютных депозитов физических лиц снизилась с 18% в 2012 году до 4.5% в 2026 году. Волатильность росла — доверие к рублевым сбережениям укреплялось. Его определяют предсказуемость бюджетной политики, инфляционная динамика и работающие финансовые рынки; разделение бюджетной и валютной функций усиливает именно эти факторы.

Тезис 5: сократится доходность сбережений

Во-первых, доходность — важный, но не единственный показатель качества активов. Не менее важны ликвидность, сохранность и риск. Доходность валютных активов реализовывалась в узком наборе сценариев девальвации: такие резервы являются ставкой на ослабление рубля, что противоречит цели формирования доверия к нему. Сигнал о том, что государство считает иностранную валюту более надежной формой сбережения, дестимулирует частные рублевые сбережения: резервы государства могут сгладить шоки, но не отменить их. Во-вторых, высокая рублевая доходность — отражение премии за риск и высокой реальной ставки в период стабилизации. В-третьих, международный опыт говорит, что выбор между суверенным фондом и золотовалютными резервами — это выбор конфигурации страховки, а не поиск максимальной доходности: их оптимальные размеры определяются совместно и отрицательно связаны.

ВЫВОД

Модернизация должна сохранить главное достижение российского бюджетного правила — отделение расходов от сырьевого цикла — и отказаться от предположения, что одна формула способна оценить объемы, необходимые для управления валютным рынком. Такое национальное правило не ослабляет дисциплину. Оно модернизирует систему — с единственной формулы на механизм взаимосвязанных фискальных и денежных якорей.