



**ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА  
И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ**

Тел.: +7(499)129-17-22, e-mail: [mail@forecast.ru](mailto:mail@forecast.ru), <http://www.forecast.ru>

---

# **Курс российского рубля: в поисках баланса**

**Олег Солнцев  
Эмиль Аблаев  
Кирилл Михайленко**

при участии  
**Веры Панковой  
Ильи Медведева  
Дениса Ломоносова**

**Март 2026**

**Влияние  
обменного курса:**

- уровня
- темпа изменения
- волатильности

1. Краткосрочные темпы эконом. роста

2. Долгосрочные темпы эконом. роста

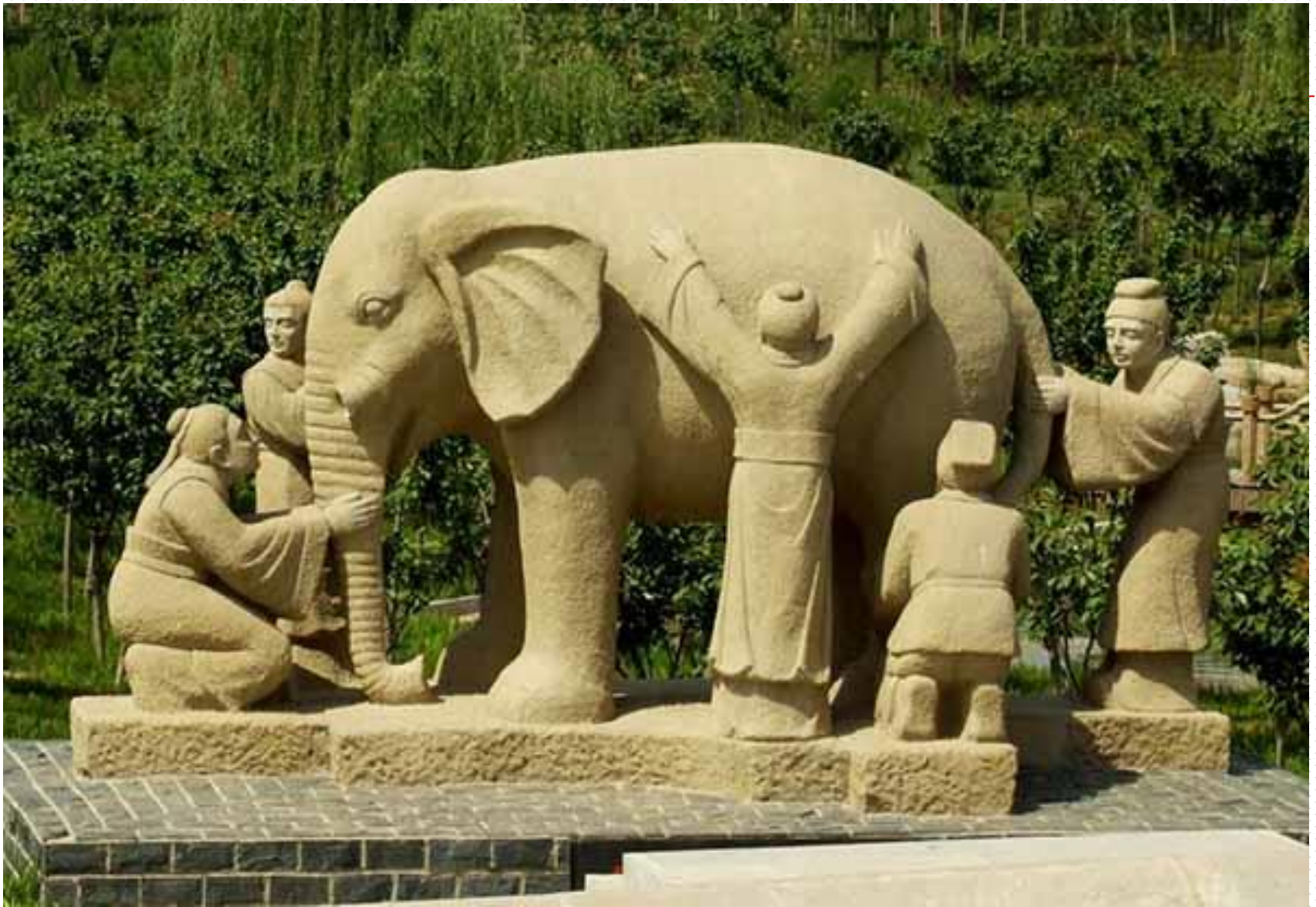
3. «Качество», структура эконом. роста

4. Волатильность эконом. роста

5. Ценовая стабильность

6. Финансовая стабильность

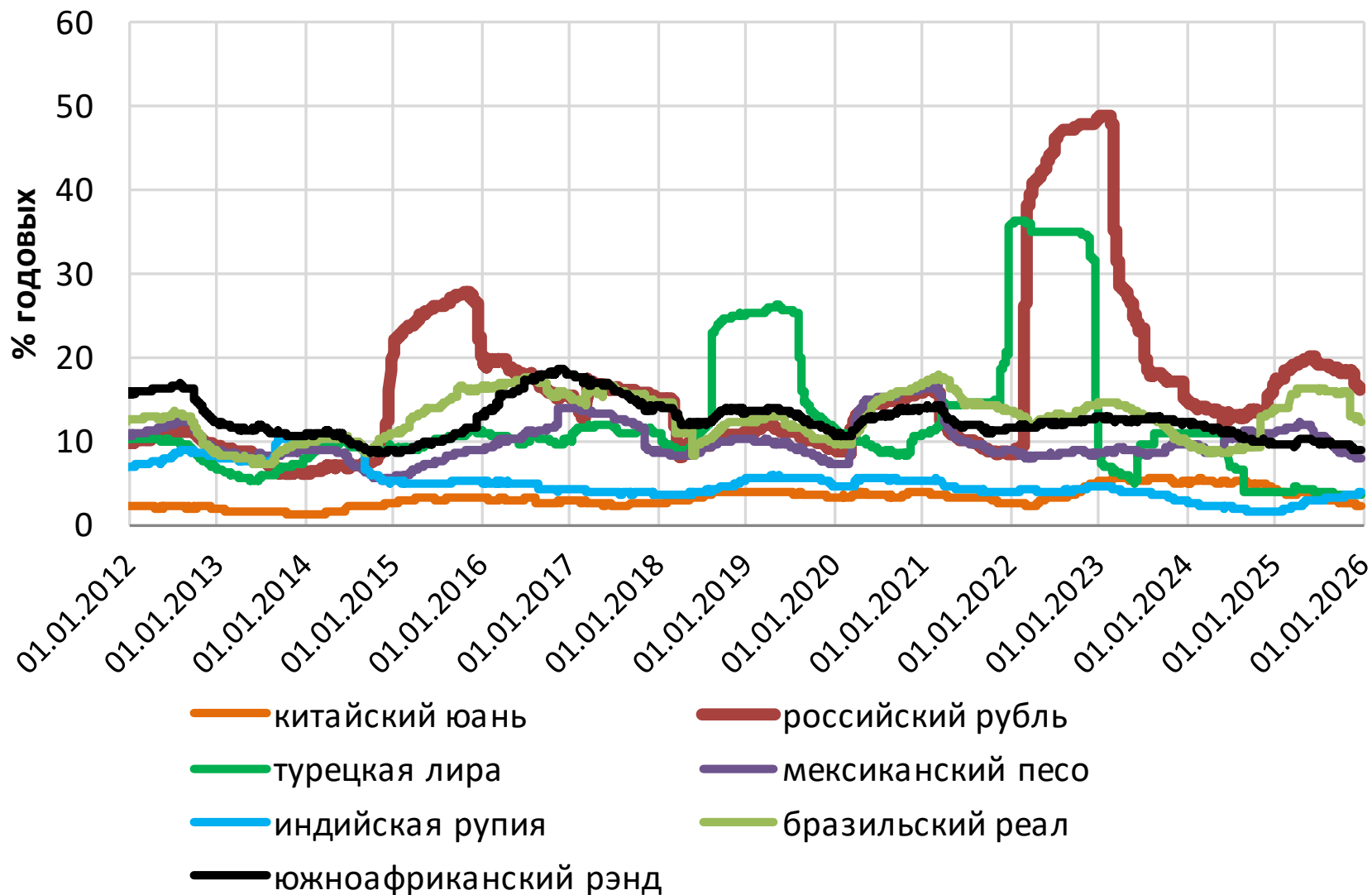
7. Способ интеграции страны в мировую экономику



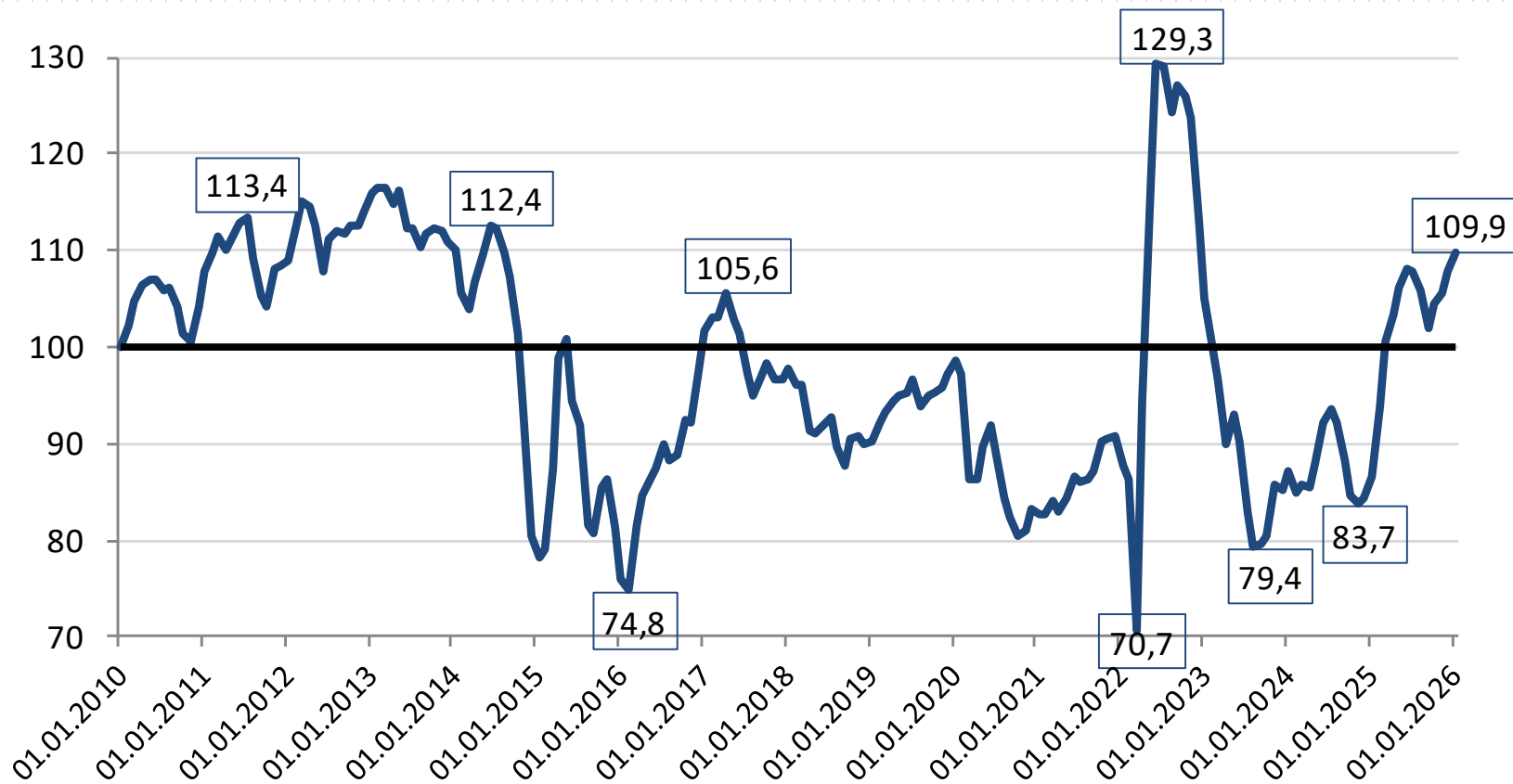
Источник - <https://adolfoaraujo.com/2020/01/02/cuento-sobre-diferentes-perspectivas-de-la-realidad/>

# **Общая характеристика ситуации**

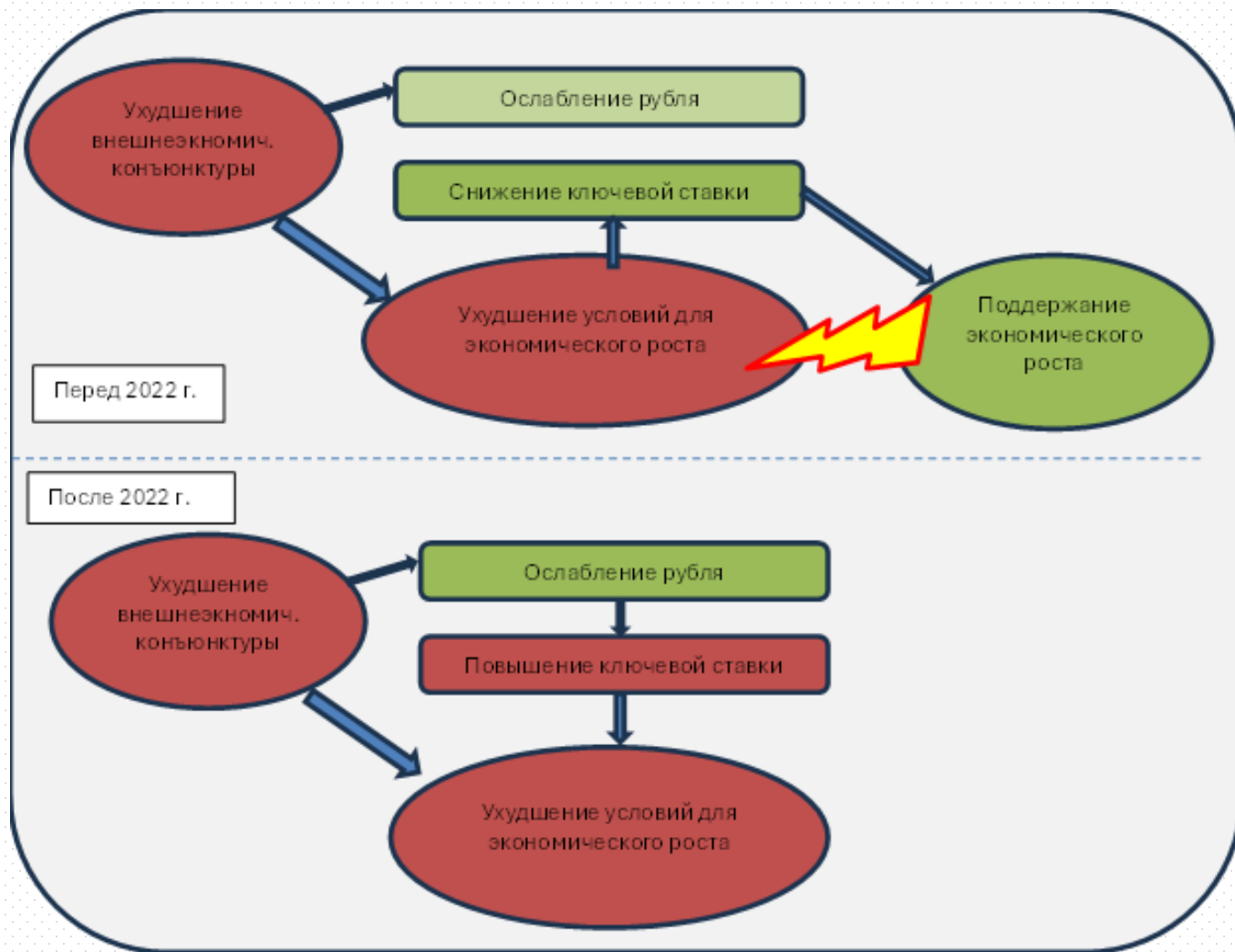
# Волатильности курсов валют стран с развивающимися рынками (за скользящий год)



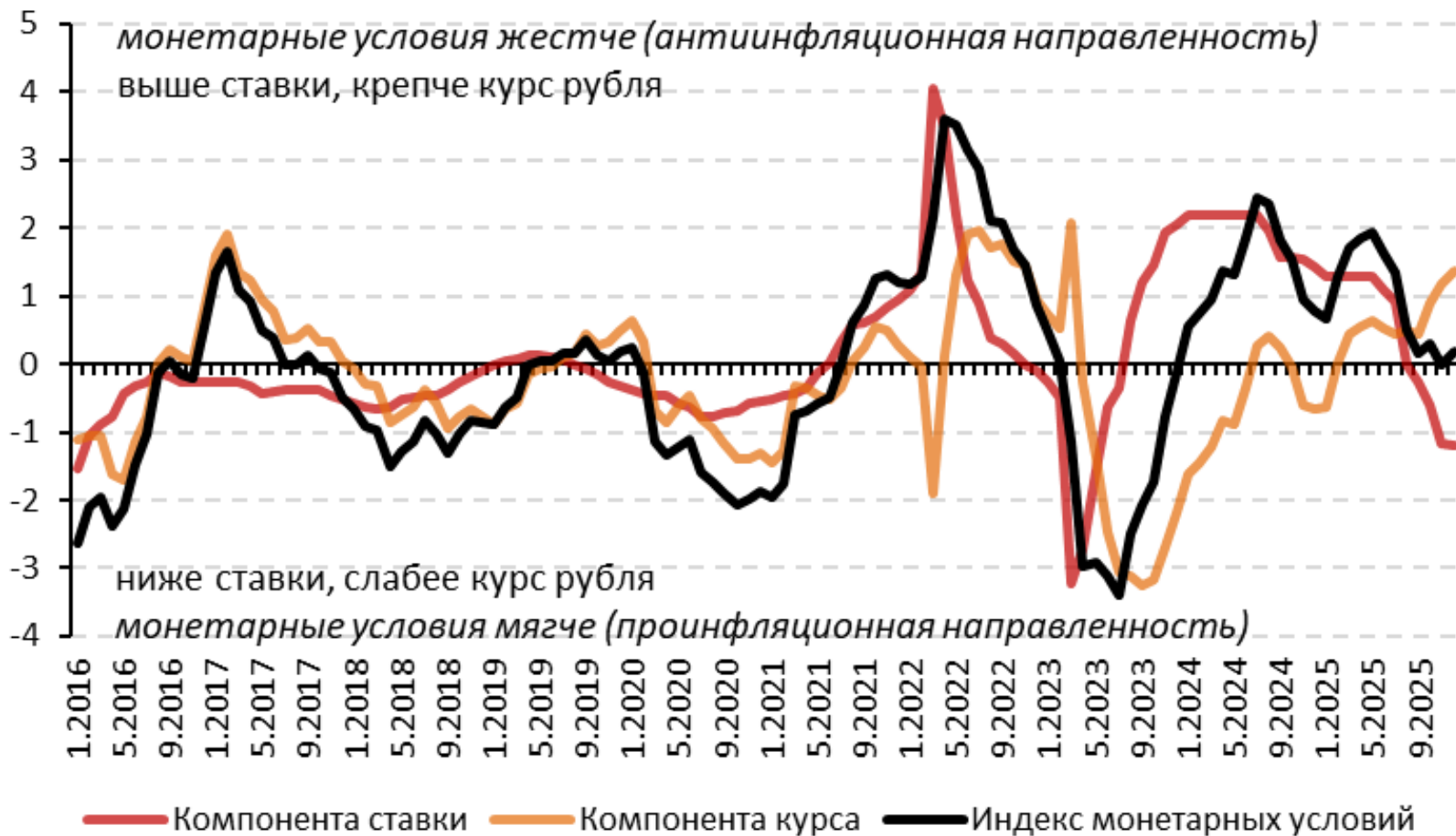
# Реальный эффективный курс рубля (янв. 2010 г. = 100%)



# Изменение взаимосвязи между процентной политикой, курсом рубля, внешне- и внутриэкономической конъюнктурой



# Индекс монетарных условий\* (ставка, курс) и его компоненты (% к аппг)



\* Повышение индекса соответствует ужесточению монетарных условий (рост ставки, укрепление рубля), снижение - смягчению

# Индекс монетарных условий\* (ставка, курс) и экономический рост (% к аппг)



\* Повышение индекса соответствует ужесточению монетарных условий (рост ставки, укрепление рубля), снижение - смягчению

# Основные статьи платежного баланса (млрд долл.)

	2024	2025	Δ
<b>Счет текущих операций</b>	62.6	41.5	-21.1
<b>Торговый баланс</b>	132.1	116.8	-15.3
<i>Экспорт</i>	433.6	419.4	-14.2
<i>Импорт</i>	-301.5	-302.7	-1.1
<b>Баланс услуг</b>	-38.4	-48.6	-10.2
<i>Экспорт</i>	43.1	46.6	3.5
<i>Импорт</i>	-81.5	-95.2	-13.7
<b>Баланс оплаты труда</b>	-6.4	-7.2	-0.9
<b>Баланс инвест. доходов (проценты, дивиденды)</b>	-21.1	-14.6	6.5
<b>Баланс текущих трансфертов</b>	-3.6	-4.8	-1.2
<b>Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами</b>	-56.8	-46.1	10.7
<b>Счет операций с капиталом (капитальные трансферты)</b>	-0.3	-0.4	-0.1
<b>Финансовый счет (кроме резервных активов)</b>	-56.6	-45.7	10.8
<b>Обязательства ('+' - рост, '-' - снижение)</b>	9.2	10.1	0.8
<i>Федеральные органы управления</i>	-5.3	2.2	7.5
<i>Банки</i>	5.5	4.3	-1.3
<i>Нефинансовые предприятия</i>	9.0	3.7	-5.3
Прямые инвестиции	-8.7	14.1	22.8
Портфельные инвестиции	-2.3	0.0	2.3
Ссуды и займы	-7.4	-4.2	3.2
Прочие обязательства	27.4	-6.3	-33.7
<b>Активы, кроме резервных ('+' - снижение, '-' - рост)</b>	-65.8	-55.8	10.0
<i>Федеральные органы управления</i>	-4.1	-3.5	0.6
<i>Банки</i>	6.4	-28.9	-35.2
<i>Нефинансовые предприятия и домашние хозяйства</i>	-68.1	-23.5	44.6
Прямые и портфельные инвестиции	1.7	-2.3	-4.0
Наличная иностранная валюта	3.4	2.9	-0.5
Торговые кредиты и авансы	-44.4	-24.0	20.4
Прочие активы	-28.8	-0.1	28.7
<b>Чистые ошибки и пропуски</b>	-9.6	-13.9	-4.3
<b>Изменение валютных резервов ('+' - снижение, '-' - рост)</b>	3.8	18.5	14.7

# Основные статьи платежного баланса (приросты аппг, млрд долл.)

	1 кв 2025	2 кв 2025	3 кв 2025	4 кв 2025
<b>Счет текущих операций</b>	-6.4	-12.2	1.9	-4.5
Торговый баланс	-4.5	-9.4	2.0	-3.4
Экспорт	-5.2	-5.9	-0.8	-2.4
Импорт	0.6	-3.5	2.7	-1.0
Баланс услуг	-0.8	-3.4	-2.4	-3.6
Экспорт	-0.4	2.0	1.3	0.7
Импорт	-0.4	-5.4	-3.8	-4.2
Баланс оплаты труда	-0.1	-0.4	-0.3	-0.2
Баланс инвестиционных доходов (проценты, дивиденды)	-0.7	1.7	3.9	1.5
Баланс текущих трансфертов	-0.2	-0.7	-1.3	1.1
<b>Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами</b>	12.5	6.8	-4.3	-4.2
Счет операций с капиталом (капитальные трансферты)	0.0	0.0	-0.1	-0.1
Финансовый счет (кроме резервных активов)	12.5	6.7	-4.3	-4.1
Обязательства ('+' - рост, '-' - снижение)	7.3	-1.0	-7.6	2.1
Федеральные органы управления	0.8	1.3	1.3	4.1
Банки	-2.7	-4.9	0.9	5.4
Нефинансовые предприятия	9.2	2.6	-9.8	-7.4
Прямые инвестиции	10.5	8.6	1.4	2.3
Портфельные инвестиции	0.4	0.0	1.9	-0.1
Ссуды и займы	2.9	0.2	-0.3	0.4
Прочие обязательства	-4.7	-6.2	-12.9	-9.9
Активы, кроме резервных ('+' - снижение, '-' - рост)	5.2	7.7	3.3	-6.3
Фед. органы управления и органы ДКП	0.2	0.2	-0.7	0.9
Банки	-5.8	-4.4	-16.1	-8.9
Нефин. предприятия и др	10.7	11.9	20.2	1.7
Прямые и портфельные инвестиции	-1.6	0.1	-3.9	1.4
Наличная иностранная валюта	0.0	-0.1	-0.3	-0.2
Торговые кредиты и авансы	7.7	2.3	7.4	2.9
Прочие активы	4.7	9.6	17.0	-2.5
<b>Чистые ошибки и пропуски</b>	-5.1	3.3	0.1	-2.6
<b>Изменение валютных резервов ('+' -снижение, '-' - рост)</b>	-1.0	2.1	2.4	11.2

**Оценка влияния шоков:  
бюджетное правило,  
цены на энергоносители**

# Основные предпосылки анализа

## Что варьируем

- Диапазон Urals: 40–70 долл./барр.
- Диапазон курса рубля: 70–105 руб./\$
- Диапазон цены отсечения: 40–70 долл./барр.
- ключевой фокус: 50 vs 59 долл. барр.

## Контрольные значения

Параметры 2026 г.:

- дефицит 3,8 трлн руб. в условиях Urals – 59 долл./барр., курсе - 92 руб./\$
- расходы по плану: 44.07 трлн руб.

## Что измеряем

- покупки / продажи валюты
- баланс бюджета без соблюдения БП
- баланс бюджета при цене отсечения 50 долл. барр.
- изменение расходов к плану и госдолг

## Оценки эластичностей:

НГД\* к \$1 нефти  
151.2 млрд руб.

НГД к 1 руб. курса  
96.9 млрд руб.

Импортные ННГД\*\*  
к 1 руб. = 73.5 млрд руб.

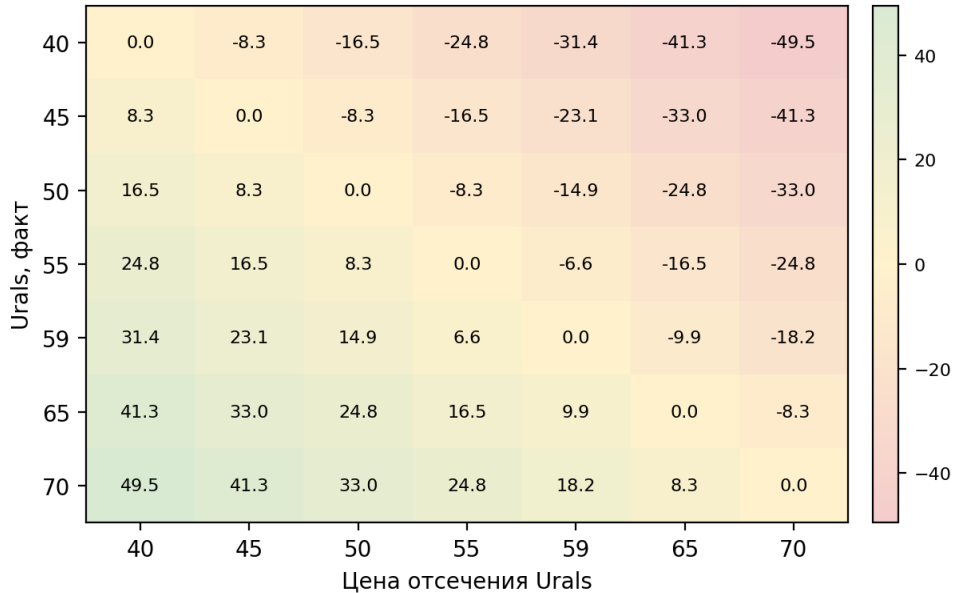
Дальше эти чувствительности раскладываются по матрицам и переводятся в последствия для валютного рынка, баланса бюджета, расходного потолка и объёма долга.

\* - нефтегазовые доходы

\*\* - ненефтегазовые доходы

# Валютный рынок: как пересмотр «цены отсечения» меняет операции Минфина

Покупка / продажа валюты, млрд \$



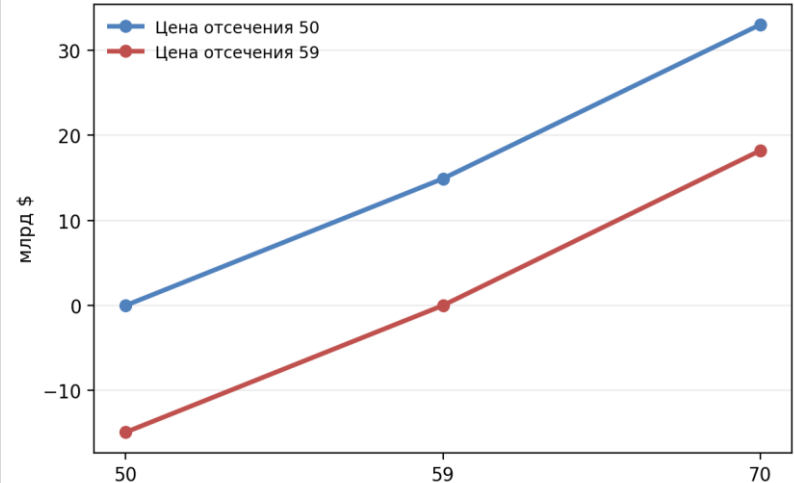
## Рассматриваемые сценарии

Покупка / продажа валюты, млрд \$

Цена Urals, факт	Цена отсечения	
	50	59
50	0.0	-14.9
59	14.9	0.0
70	33.0	18.2

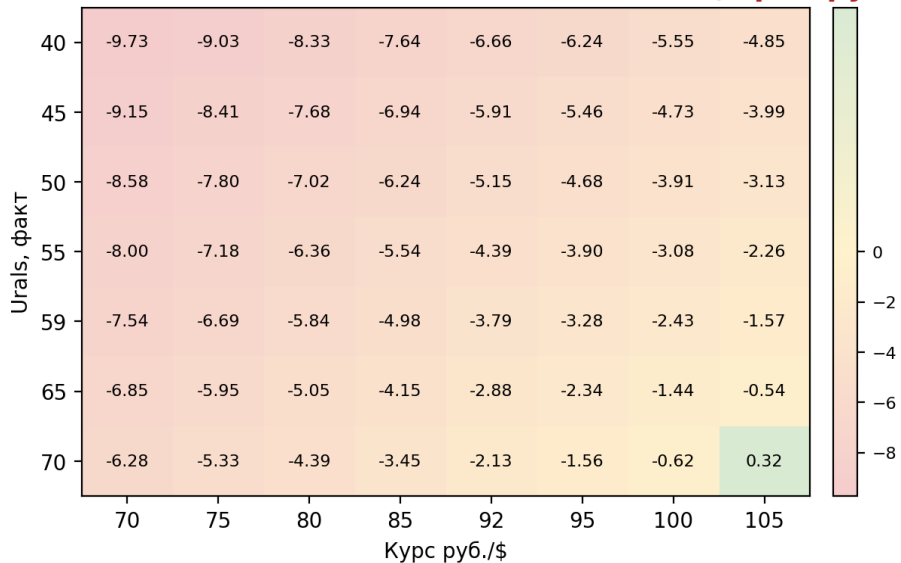
- при фактической Urals 59 долл./барр. снижение цены отсечения до 50 долл./барр., переводит режим из нейтрального в покупки валюты на 14.9 млрд \$
- при фактической Urals 70 долл./барр. объём покупок возрастает до 33.0 млрд \$ при цене отсечения 50 и 18.2 млрд \$ при цене отсечения 59
- именно валютный рынок первым почувствует жёсткий пересмотр правила

Валютные операции по ключевым сценариям



# Баланс бюджета: при фиксированных расходах /соблюдении БП

**Баланс бюджета без соблюдения БП, трлн руб.**



**Баланс бюджета при соблюдении БП, трлн руб.**



## Рассматриваемые сценарии

**Баланс без соблюдения БП, трлн руб.**

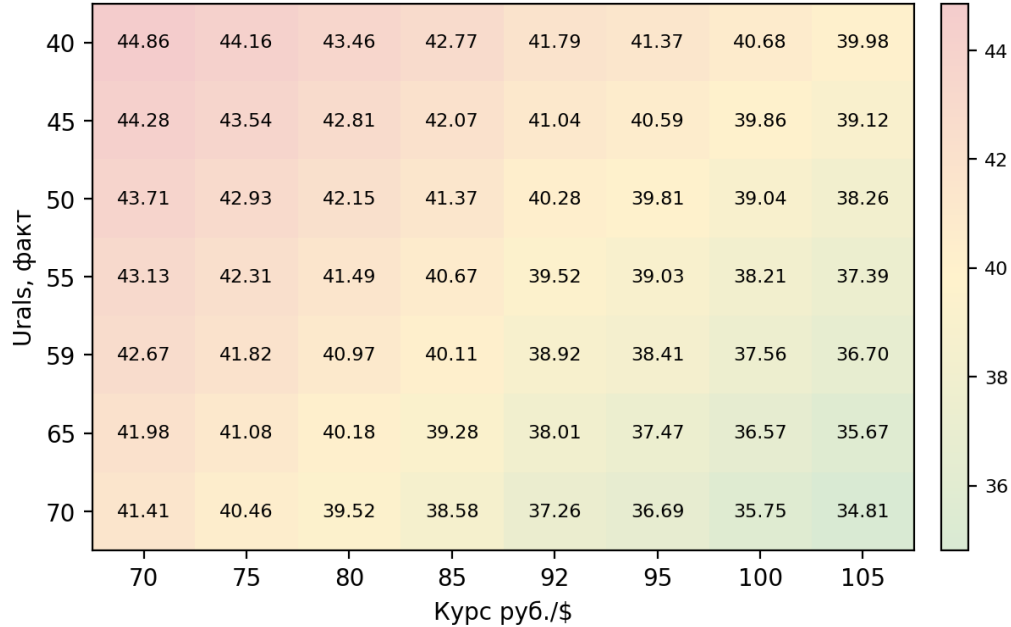
Цена Urals, факт	Курс доллара к рублю		
	85	92	100
50	-6.24	-5.15	-3.91
59	-4.98	-3.79	-2.43
70	-3.45	-2.13	-0.62

**Баланс при соблюдении БП, трлн руб.**

Цена Urals, факт	Курс доллара к рублю		
	85	92	100
50	-4.87	-3.78	-2.54
59	-3.62	-2.42	-1.06
70	-2.08	-0.76	0.75

# Сценарии объёма госдолга на конец 2026 года

Госдолг на конец 2026 года, трлн руб.



## Предпосылка

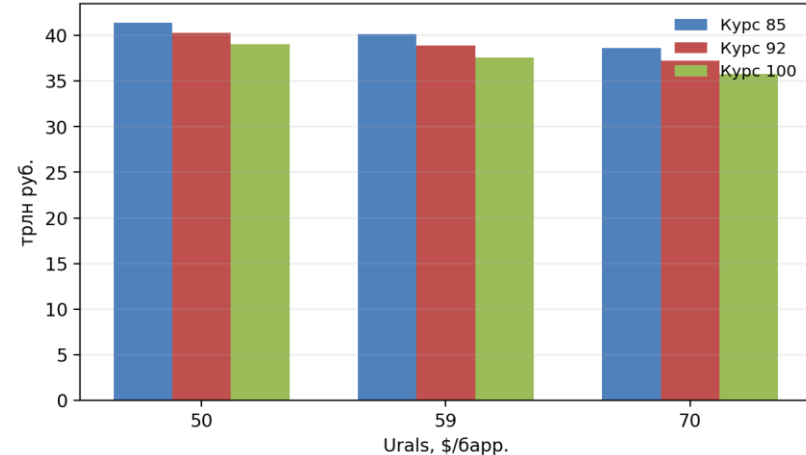
Дефицит полностью конвертируется в прирост долга. Стартовый уровень на 01.01.2026 – 35.13 трлн руб. Поэтому различия между сценариями Urals и курса быстро переводятся в различия по объёму госдолга на конец 2026 г.

## Рассматриваемые сценарии

Госдолг на конец 2026, трлн руб.

Цена Urals, факт	Курс доллара к рублю		
	85	92	100
50	41.37	40.28	39.04
59	40.11	38.92	37.56
70	38.58	37.26	35.75

Госдолг на конец 2026: ключевые сценарии



# Каналы влияния изменения «цены отсечения» на экономику



## Прирост по отношению к базовому сценарию по отдельным макроэкономическим показателям в 2026 г.

	Сценарий снижения цены отсечения до 50 долл. за баррель	Сценарий высокой цены на нефть
Цена на нефть марки Urals, долл. за барр.	0.0	13.5
ВВП, ф.о., проц.пунктов	-0.1	0.9
Индекс потребительских цен, проц. пунктов		
декабрь к декабрю	0.40	-0.43
среднегодовой	0.15	-0.10
Курс доллара к рублю, руб.		
декабрь	6.3	-11.3
среднегодовой	3.8	-5.6
Реальный эффективный курс рубля, проц. пунктов		
декабрь	-5.6	12.1
среднегодовой	-3.8	6.4

# **Рекомендации на будущее**

**(с использованием результатов моделирования по полуструктурной новокейнсианской модели общего равновесия)**

# Сопоставление различных режимов ДКП в условиях стресс-сценариев

Режим 1: М

Режим 2: М + FXI

Режим 3: М + CFM

Режим 4: М + FXI + CFM

В качестве критерия оценки режимов политики используется функция потерь следующего типа:

$$L_0 = \sum_{t=0}^{\infty} (\lambda^+ \tilde{\pi}_t^+ + \lambda^- \tilde{\pi}_t^- + \lambda^+ x_t^+ + \lambda^- x_t^-)$$

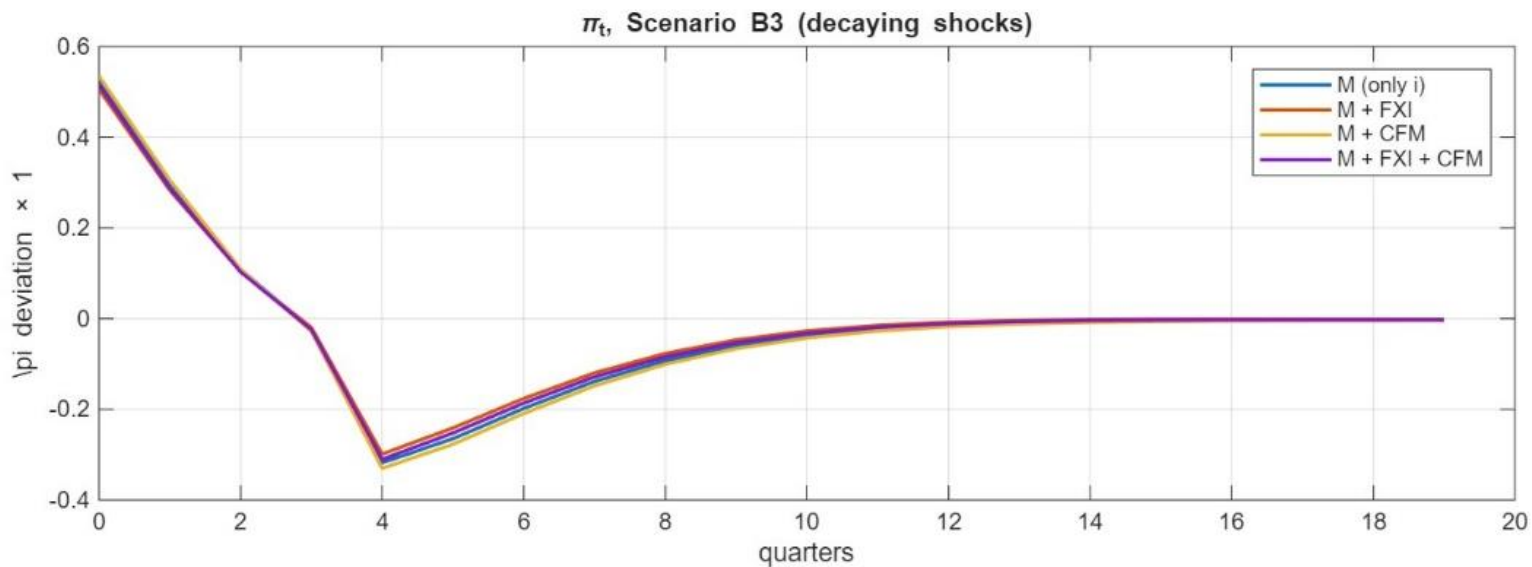
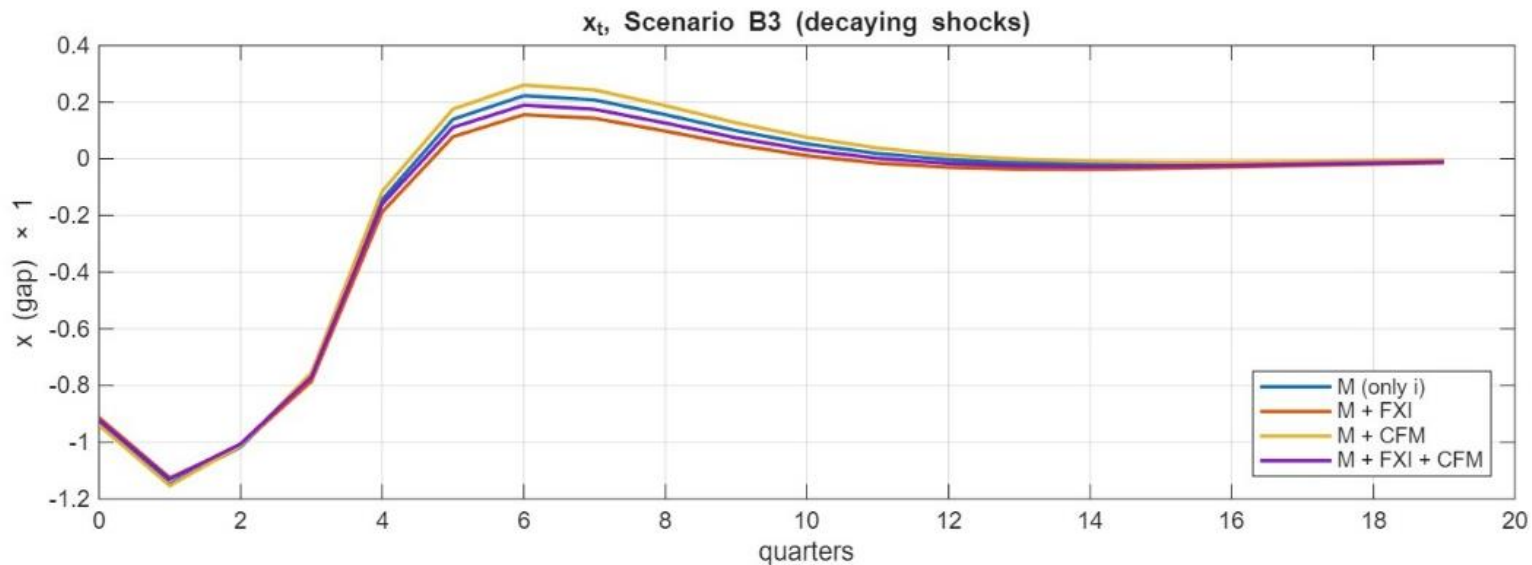
В функцию потерь включен показатель денежно-кредитных условий *MCI* (Monetary Conditions Index), прокси-мера потерь, связанных с финансовой нестабильностью:

$$L_1 = L_0 + vol(MCI)$$

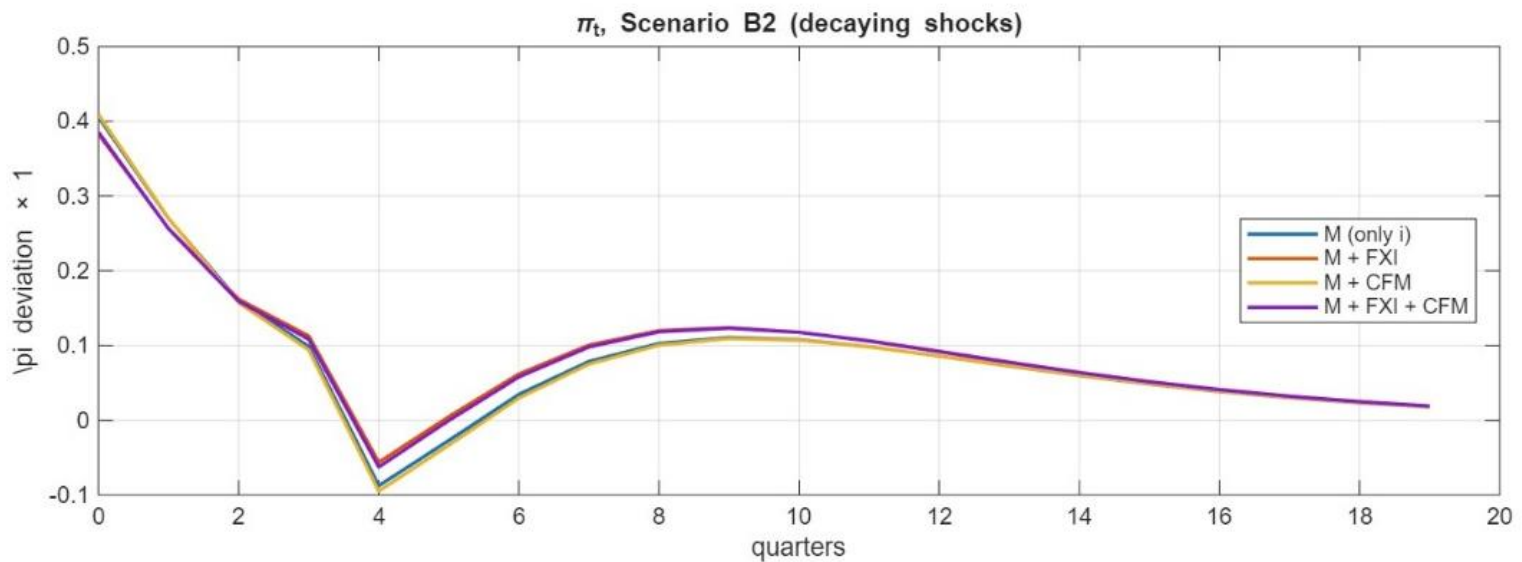
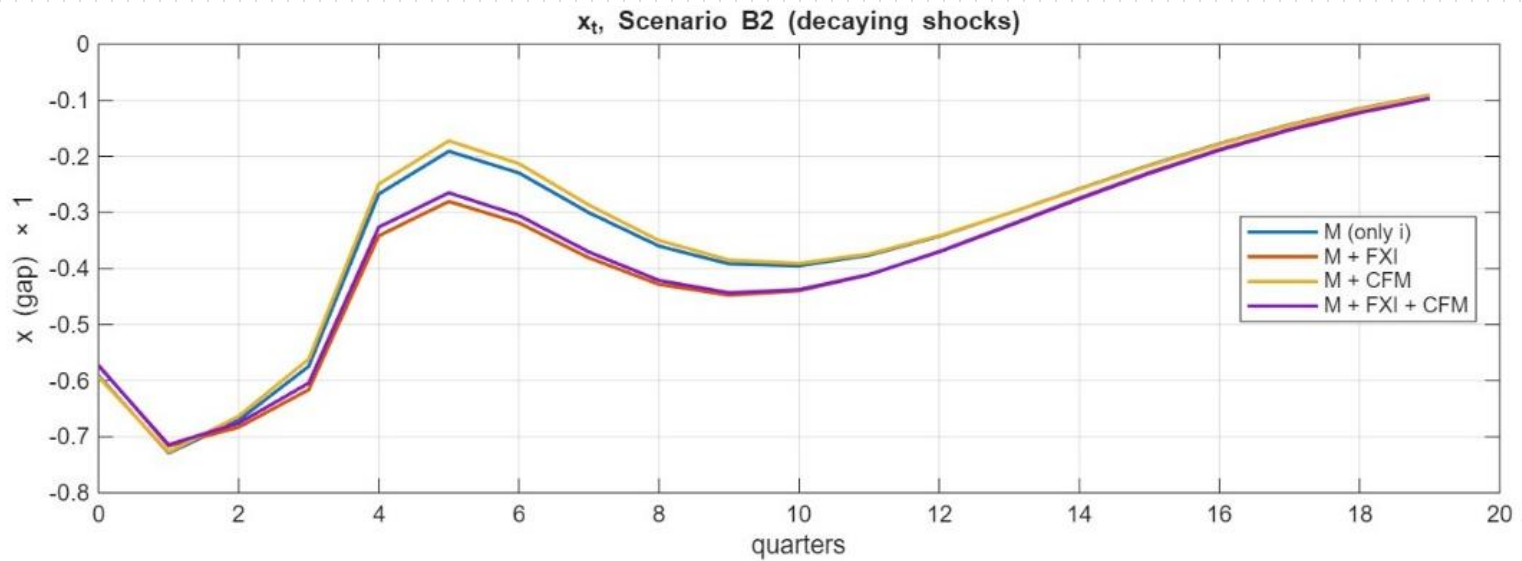
Процентные изменения значений функции потерь относительно режима 1

Режим ДКП/ Стресс	финансовый	нефтяной
1. Только ставка ДКП	0.00	0.00
2. Ставка и валютные интервенции	6.27	<b>-2.66</b>
3. Ставка и меры управления потоками капитала	<b>-1.42</b>	1.60
4. Ставка, интервенции и меры управления потоками капитала	5.02	<b>-1.72</b>

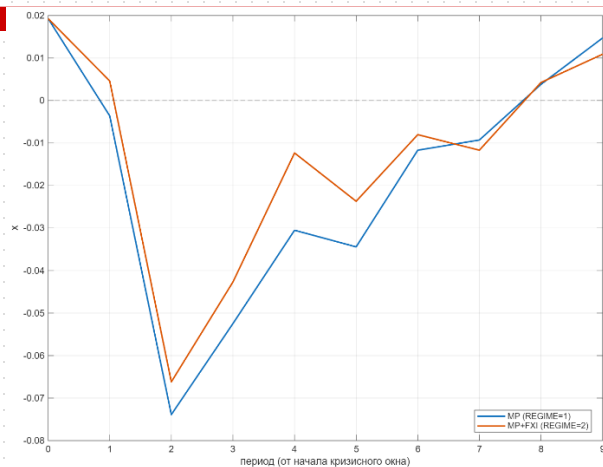
# Импульсные отклики для сценария шока нефтяных цен



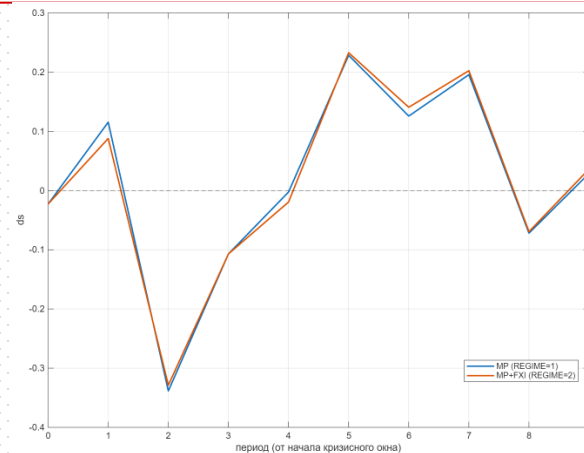
# Импульсные отклики для сценария шока потоков капитала



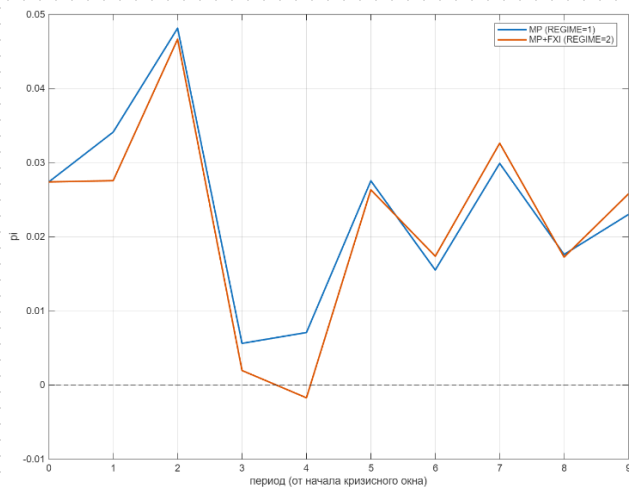
# Контрфактический анализ эффективности ДКП (2022-2023 гг.)



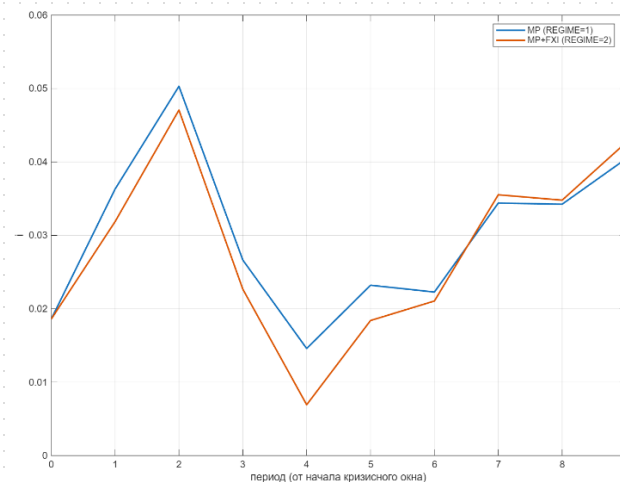
контрфактические траектории разрыва выпуска (п.п. от потенциального)



контрфактические траектории квартальных приростов курса доллара к рублю (очищенные от тренда ослабления по 2% в год)

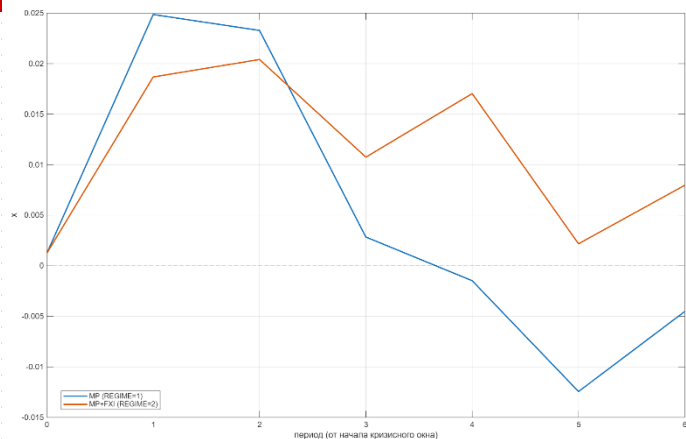


контрфактические траектории инфляции (п.п. в квартальном выражении)

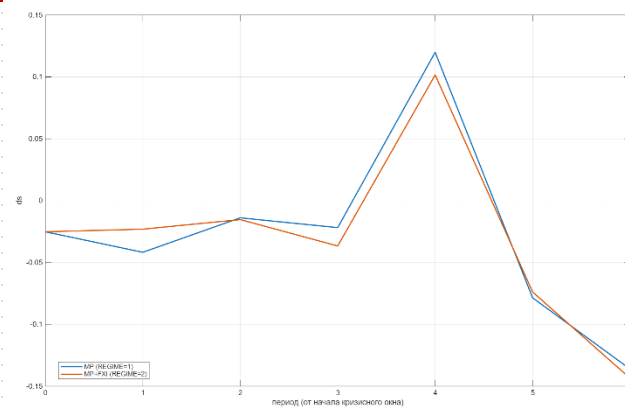


контрфактические траектории ключевой ставки (п.п. в квартальном выражении)

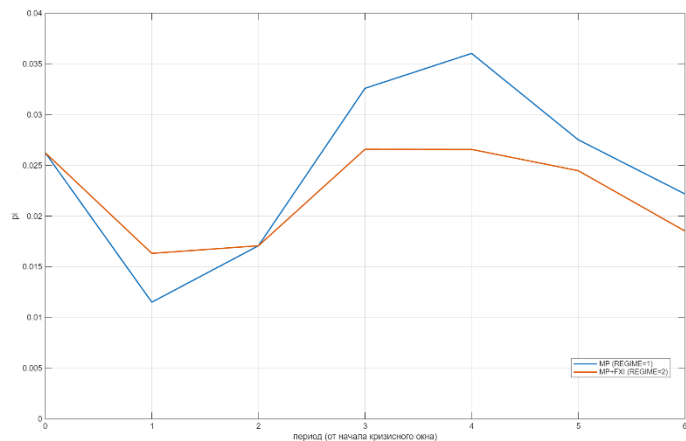
# Контрфактический анализ эффективности ДКП (2024 г.)



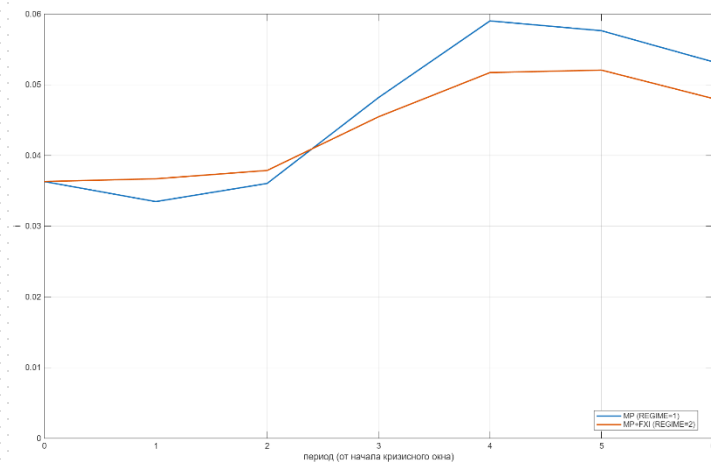
контрфактические траектории разрыва выпуска (п.п. от потенциального)



контрфактические траектории квартальных приростов курса доллара к рублю (очищенные от тренда ослабления по 2% в год)



контрфактические траектории инфляции (п.п. в квартальном выражении)



контрфактические траектории ключевой ставки (п.п. в квартальном выражении)

## Результаты сопоставления различных режимов ДКП

---

- При возникновении шоков **условий внешней торговли** целесообразно проведение интегрированной финансовой политики, комбинирующей управление процентной ставкой с **валютными интервенциями со стороны ЦБ**. Интервенции эффективны только в том случае, если у регулятора есть обоснованные ожидания, что происходящие на рынке нефти изменения являются относительно краткосрочным шоком, а не долгосрочным структурным сдвигом.
- При шоке, связанном с резким изменением направления трансграничных **потоков капитала**, уместно проведение интегрированной финансовой политики, комбинирующей управление процентной ставкой с использованием **мер капитального контроля и макропруденциальной политики**

---

***Спасибо за внимание!***