



КОММЕНТАРИЙ • ЭКОНОМИКА

Пугало девальвации

Правительству не нужно обесценивать рубль: деньги все-таки есть, что бы там ни говорили в кулуарах ВЭФ



Фото: Анатолий Жданов / Коммерсантъ

13:31, 6 сентября 2025,

Дмитрий Прокофьев

редактор отдела экономики



Экономический форум в России — это не совсем форум (как место для дискуссий). Такое мероприятие — скорее наследник сталинской Всесоюзной сельскохозяйственной выставки, призванной продемонстрировать небывалые экономические достижения как доказательство успеха «генеральной политической линии». Продемонстрировать в первую очередь внешнему зрителю, потому что зритель внутренний должен все понимать сам. Лучший пример такого стиля — это, конечно, Петербургский международный экономический форум, но и Восточный создан по такому же образцу.

Однако справедливости ради надо сказать, что дискуссия об экономике там все-таки есть, причем проходит она по одному и тому же сценарию. В начале «экономический блок» рассказывает, что наряду с небывалыми успехами есть отдельные проблемы, во второй серии «бизнес» демонстрирует, что, несмотря на отдельные проблемы, успехов все-таки больше, ну а в третьей части политическое руководство подводит итоги и определяет новые задачи.

В этот раз сценарий тоже остался неизменным: один руководитель крупнейшего банка страны посетовал на охлаждение экономики и предложил снизить ключевую ставку, чтобы подстегнуть экономический рост. Другой руководитель другого крупнейшего банка предложил снизить курс рубля, поскольку «он сегодня высоковат и плохо отражается на бюджете» (механизма снижения курса банкир не предложил). Ну а министр экономического развития высказался в том смысле, что российская экономика охлаждается быстрее ожиданий, в связи с чем «в базовом сценарии ряд показателей по понятным причинам будет скорректирован по сравнению с апрельскими сценарными условиями».

Дело тут в том, что правительству надо верстать бюджет на ближайшие три года, и вопрос оценки экономического роста —

это на самом деле вопрос динамики налогооблагаемой базы: чем больше рост экономики, тем больше можно собрать денег с ее субъектов, людей и компаний. Но экономика сейчас разбалансирована так, что даже сокращение правительственные расходов не поможет закрыть дефицит бюджета — его проблемой сейчас являются не столько расходы, сколько падающие доходы.

По поводу возможностей «запуска экономики» через снижение ключевой ставки мы довольно подробно рассказали [раньше](#), а вот

девальвация рубля как средство наполнения бюджета — идея чрезвычайно популярная. Но что с ней не так и почему этого не хочет ни финансовый регулятор, ни правительство?

Считается, что «переукрепившийся» рубль ударил по доходам федерального бюджета сразу в нескольких направлениях: через сокращение нефтегазовых доходов, через сокращение сборов по налогу на прибыль из-за падения рентабельности экспортёров, через сокращение таможенных сборов в результате падения стоимости импорта в рублях.

В частности, Минфин сообщал, что за семь месяцев года нефтегазовые доходы бюджета значительно отклонились от заложенного Минфином прогноза, сократившись на 18,5% (до 5,52 трлн рублей) преимущественно из-за снижения средней стоимости нефти. Соответственно, в основе рассуждений о наполнении бюджета «через девальвацию рубля» лежит предположение, что если РФ продала один условный баррель нефти за один доллар, то при курсе в 50 рублей за доллар она заработала 50 рублей, а если доллар будет 100 рублей, то и

рублевый доход вырастет в два раза.



Восточный экономический форум, 2025 год. Фото: Анатолий Жданов / Коммерсантъ

Что не так с этим рассуждением?

Оно по умолчанию предполагает, что цены в РФ не будут изменяться на фоне снижения курса рубля. А цены изменяются, потому что снижение курса рубля и рост цен — это связанные вещи, это реакция экономики на правительственную политику. Пусть в бюджет поступит больше девальвированных рублей — какой в них толк, если так же вырастут в цене все товары/услуги, которые оплачивает бюджет?

Да, рублей будет больше, но это будут более дешевые рубли.

А поскольку в РФ структура экономики такова, что девальвация рубля по отношению к валюте означает ускорение роста цен, то высокая инфляция имеет неприятное свойство укореняться в ожиданиях людей и бизнеса, которые будут вести себя так, как будто рост цен — это навсегда (тут не до деловой активности и

не до серьезных трат).

И высокая инфляция заставит правительство себя «догонять», поскольку собранные в виде налогов рубли будут обесцениваться быстрее, чем правительство успеет их потратить.

Так что бюджет нельзя наполнить реальными ресурсами за счет искусственной девальвации рубля. Если в бюджете не хватает денег, то есть только два способа с этим справиться: либо занять их у кого-то, либо сократить расходы в соответствии со своими доходами. Все прочие методы (включая, кстати, рост налоговых изъятий) ведут к разрушающему росту цен. Иными словами, не ведут никуда.

Еще раз: проблема РФ-бюджета не в деньгах, а в ресурсах, которые распределяются с помощью бюджетных расходов. И сама по себе девальвация рубля не увеличивает объема доступных ресурсов никак.

Мне могут возразить, что в случае девальвации цены вырастут не так же, а меньше. Почему меньше? Потому что импорт закрывает не все внутреннее потребление. То потребление, что закрывается национальным производством, вырастет в цене на ту долю, которую в его себестоимости составляют импортные комплектующие или экспортные товары. Тот же бензин, скажем. А с экспортом бензина российские власти давно научились бороться квотами.

Это верно, полного переноса девальвации в цены не произойдет — импортеры конкурируют друг с другом и с «местным производителем» и резко поднимать цены не будут, какие-то товары производятся в РФ из местных компонентов, ну и всегда

найдутся те, кто думает, что шок курса временный и рубль укрепится снова.

Статистика показывает, что в России в нулевые годы снижение курса рубля на 10% приводило к росту общего уровня цен примерно на 3% в тот же месяц и на 6% в течение года. То есть мгновенный эффект переноса был равен 0,3, а долгосрочный эффект переноса — 0,6.

Но потом ситуация стала меняться — резкое снижение цен на нефть в 2014 году обернулось снижением курса рубля, которое, в свою очередь, внесло вклад в увеличение уровня инфляции с 6% в 2013 году до 16% в 2016-м.

Именно тогда, кстати, ЦБ РФ перестал «управлять курсом» и сосредоточился на подавлении инфляции. Объяснение здесь может быть вот какое: там, где центральные банки упираются в инфляцию, а не в курс, эффект переноса ниже.



Фото: Евгений Разумный / Коммерсантъ

Российский экономист Филипп Кartaев, завкафедрой математических методов анализа экономики экономического факультета МГУ, автор исследования «Влияние инфляционного таргетирования на эффект переноса валютного курса» (Вопросы экономики, № 11, 2018), объяснял это так: «Если центральный банк реализует режим таргетирования инфляции, то фирмы начинают иначе думать про будущее. Их инфляционные ожидания постепенно закрепляются на уровне целевого ориентира, заявленного центральным банком (такой процесс называется заякориванием ожиданий). Поэтому колебания валютного курса многими экономическими агентами воспринимаются как временные изменения, которые вряд ли скажутся на динамике цен в будущем. В результате фирмы не спешат пересматривать параметры своих долгосрочных контрактов в ответ на любое изменение курса».

Мысль верная, но надо помнить, что в исследовании речь шла об открытой экономике, в которой сокращение валютной выручки экспортёров — временное явление, которое вдобавок может быть компенсировано притоком иностранного капитала, а вот в полузакрытой экономике, какой сейчас является российская, эффект переноса девальвации в цены может оказаться значительно выше.

А сколько вообще должен был бы стоить рубль, курс которого в январе составлял более 100 рублей за доллар, а уже в сентябре — около 80 рублей? Что такого происходит с российской экономикой, что ее валюта так укрепляется?

Это высокие ключевые ставки ЦБ РФ — владельцы рублевых сбережений могут купить валюту или положить деньги на депозит и заработать даже больше реальной инфляции (не так много, как обещает реклама, но больше).

Если заняться математическими упражнениями (не пытайтесь повторить, это не инвестиционная рекомендация и не расчет несуществующего «справедливого курса», а всего лишь оценка диапазона колебаний рубля к доллару), то у нас получится следующее.

ЗАДАЧКА

Вернемся мысленно в начало 2015 года, как раз в то время, когда ЦБ объявил о переходе к режиму таргетирования инфляции. Курс доллара вырос тогда

почти в два раза за полгода, а потом несколько лет колебался в диапазоне 60–70 рублей. Сравнительно низкая инфляция, более-менее стабильные цены на нефть, предсказуемая политика ЦБ — что еще надо национальной валюте, чтобы чувствовать себя спокойно? Но деньги с тех пор сильно обесценились, а экономические условия изменились. Неизменной осталась только роль РФ в мировой экономике: раньше сырьевой экспорт РФ обменивался на доллары и евро, а теперь — на юани (которые так же колеблются по отношению к доллару). Поэтому для оценки соотношения доллара и рубля можно попытаться посмотреть на динамику инфляции в обеих странах, а потом на динамику денежной массы.

Считая «через инфляцию»

- Росстат говорит: цены в России за 10 лет выросли в 2 раза.
- В США инфляция скромнее — 36%.
- Считаем: $60 \text{ рублей} \times (100\% + 100\%) / (100\% + 36\%) \approx 90 \text{ рублей за доллар.}$

Считая «через денежную массу»

- Рублевая денежная масса M2 (наличка + депозиты) увеличилась с 31 трлн до 118 трлн рублей — рост в 3,8 раза.
- В США денежная масса выросла скромнее: с \$11,7 трлн до \$22 трлн.
- Считаем: $60 \text{ рублей} \times (118 / 31) / (22 / 11,7) \approx 120 \text{ рублей за доллар.}$

120 рублей за доллар — это НЕ оценка «справедливого курса», а пример того, как по-разному могут оцениваться валюты. Но доллар сейчас стоит столько, сколько он стоил. И похоже, будет стоить столько до тех пор, пока ЦБ не начнет снижать ставку — тогда часть рублей, которая сейчас находится на «депозитах», может пойти на валютный рынок.

И вот тут есть один неочевидный момент, который мотивирует правительство не нажимать на финансовый регулятор с точки зрения снижения ставки.

Дело в том, что, несмотря на дефицит бюджета, у правительства по-прежнему очень много условно свободных денег. И это не Фонд национального благосостояния и даже не золото.

Об этих деньгах рассказал нам ЦБ РФ в своем [«Аналитическом обзоре банковского сектора за II квартал 2025 года»](#). Там регулятор указывает, какой объем средств федерального бюджета, регионов, государственных внебюджетных фондов и бюджетных учреждений лежит на их расчетных счетах в коммерческих банках. Понятно, что все они на что-то расписаны, но если потребуется, правительство может подвигать эти деньги из статьи в статью.

Так вот, денег этих на счетах очень много: на 30 июня 2024 года государственные средства на счетах в банковской системе составляли 12,6 трлн, а на 30 июня 2025 года — 10,9 трлн. С поправкой на рост ВВП и инфляцию это порядка 5% ВВП (навскидку).

Это много, а было еще больше. Летом 2021 года на счетах в

банках [лежало](#) 8,3 трлн государственных средств (тогдашний ВВП был 136 трлн, значит, это было более 6% ВВП).

Да, объем этих средств на счетах в банках сокращается — как в абсолютном выражении, так и в процентах от ВВП. Но резерв остается достаточно существенным, чтобы правительство могло им воспользоваться, если с доходами бюджета все пойдет совсем не так, как планируется.

И в этой ситуации правительство ведет себя как владелец рублевой наличности, заинтересованный в том, чтобы проценты по его вкладу обгоняли инфляцию.

Правда, кто-то за это должен будет заплатить, когда резервы окажутся исчерпанными. Но это будет не завтра.

ЧИТАЙТЕ ТАКЖЕ:



[Ждем китайцев, не летим, но, может, поплаваем](#)

Приморцы пережили юбилейный Восточный экономический форум. Что они думают про обещания властей, приезжающих к ним раз в год

12:26, 6 сентября 2025, Валерия Федоренко



[Картошка с мясом на бензине](#)

Почему настоящий рост цен в России еще впереди

12:26, 2 сентября 2025, Дмитрий Прокофьев



[Не без Грефа](#)

Стагнация или инфляция – что хуже. И кто оплатит все бюджетные расходы

11:19, 5 сентября 2025, Дмитрий Прокофьев