



**ИНСТИТУТ КОМПЛЕКСНЫХ  
СТРАТЕГИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ**



**ИНСТИТУТ  
ЭКОНОМИКИ РОСТА  
ИМ. СТОЛЫПИНА П.А.**

***РОСТ КУРСА РУБЛЯ  
КАК УГРОЗА ДЛЯ  
РАЗВИТИЯ  
ЭКОНОМИКИ И  
ДОСТИЖЕНИЯ  
НАЦИОНАЛЬНЫХ  
ЦЕЛЕЙ***

***Декабрь 2025 г.***

## КРАТКОЕ РЕЗЮМЕ

- Рост курса рубля в 2025 году носит аномальный характер как по историческим меркам, так и в сравнении с другими валютами, приводя к существенному завышению реального эффективного курса, что создает макроэкономические дисбалансы и подрывает конкурентоспособность российской экономики.
- Ключевыми драйверами роста курса стали резкое наращивание продаж валюты из ФНБ и операций Банка России на внутреннем рынке, структурное сокращение оттока капитала, а также рост привлекательности рублевых активов на фоне сверхжесткой денежно-кредитной политики и высоких реальных процентных ставок.
- Санкционное давление и угрозы заморозки зарубежных активов вынудили крупнейших экспортеров репатриировать значительные валютные остатки и выручку в российскую юрисдикцию, усилив предложение валюты на внутреннем рынке и тем самым способствуя дополнительному росту курса рубля.
- Традиционный компенсирующий канал через импорт не сработал: логистические ограничения, рост транзакционных издержек, дорогой кредит и слабый внутренний спрос не позволили укреплению курса трансформироваться в рост импорта, что усилило внутреннее переукрепление рубля и закрепило структурные дисбалансы.
- Чрезмерно сильный рубль ведет к падению рублевой выручки экспортеров и сворачиванию инвестиционных программ, что повышает риск снижения физических объемов добычи, переработки и экспорта и формирует долгосрочную угрозу утраты внешних рынков и технологического отставания.
- Рост курса рубля усиливает давление импорта на производителей, ориентированных на внутренний рынок, стимулируя рост ввоза поддержанного оборудования и консервируя технологическую отсталость, что в перспективе усиливает риски деиндустриализации и зависимости от внешних цепочек поставок.
- Рост курса рубля на фоне высоких ставок ведет к ухудшению финансового состояния компаний, росту долговой нагрузки и процентных платежей, увеличению рисков дефолтов и банкротств, что создает угрозу для занятости, банковской системы и социальной стабильности, особенно после завершения СВО.
- Завышенный курс рубля приводит к системному недополучению доходов федерального и региональных бюджетов и ФНБ, ограничивая возможности для финансирования развития, стимулируя вынужденное повышение налоговой нагрузки и расширение госзаимствований, что усиливает давление на финансовый рынок и стоимость капитала для бизнеса.

- На фоне высокой стоимости энергоресурсов и труда в пересчете на доллар при текущем курсе Россия фактически теряет свои естественные конкурентные преимущества энергетической державы, обеспечивая зарубежным потребителям более выгодные условия, чем собственным производителям, и ухудшая инвестиционную привлекательность экономики.
- Параллельно нарастает риск намеренной девальвации доллара США как инструмента решения долговых проблем, что в сочетании с ожидаемым мирным соглашением и снижением глобальных цен на сырье способно резко ухудшить внешние условия для российского сырьевого и несырьевого экспорта при уже переукрепленном рубле.
- В этих условиях завышенный курс рубля становится фактором прямой угрозы экономическому суверенитету и национальной безопасности, поскольку подрывает производственную базу, бюджетную устойчивость и инвестиционный потенциал страны, повышая уязвимость страны к внешним шокам и мерам экономической политики других государств.
- Для снижения рисков и восстановления конкурентоспособности предлагается комплексный пакет мер: ускоренное смягчение денежно-кредитной политики, сокращение операций по продаже валюты и переход к ее приобретению, стимулирование импорта технологий и зарубежных инвестиций, выпуск специальных инструментов для нерезидентов и переход к более гибкому курсовому режиму с целевым ослаблением рубля до уровней, обеспечивающих устойчивый рост и стратегическую устойчивость экономики.

# 1. ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ С РОСТОМ КУРСА РУБЛЯ

## 1.1. Рост курса рубля в 2025 году является аномально высоким по историческим меркам

Российская валюта переживает самый интенсивный период укрепления в своей истории. По итогам ноября 2025 года темпы роста курса рубля к доллару США составили 37,7% по отношению к аналогичному периоду предыдущего года – и это абсолютный максимум за последние 20 лет, не считая периода аномального роста курса после введения финансовых санкций в 2022 году. В отдельные месяцы 2025 года (особенно в начале года) изменение курса рубля за месяц составляло 50% и более в годовом выражении.

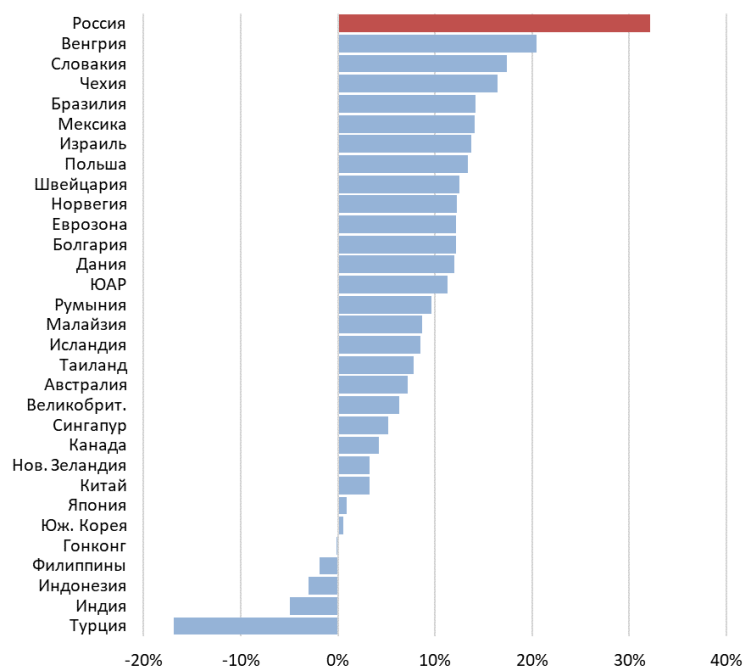


*Источник: расчеты на основе данных Банка России*

## 1.2. Рост курса рубля выглядит аномальным не только по собственным историческим данным, но и в сравнении с другими валютами

Темпы роста курса рубля к доллару США в 2025 году намного опередили показатели основных мировых валют, в том числе стран БРИКС. Так, при росте курса рубля на 32,1% с начала года, курс евро вырос по отношению к американской валюте на 12,2%, бразильский реал – на 14,2%, китайский юань – на 3,3%, курс индийской рупии за этот период снизился к доллару на 4,9%.

## Изменение курса национальных валют к доллару США с начала года, %



Источник: расчеты на основе данных ЕЦБ

### 1.3. Рост курса рубля в 2025 году привел к тому, что национальная валюта к текущему моменту достигла такого уровня, который далек от фундаментальных значений

Одним из индикаторов этого является то, что показатель реального курса рубля к доллару США, который учитывает разницу в инфляции между странами, существенно отклонился от своего среднего уровня за последние годы. По оценкам, индекс реального курса рубля к доллару вырос до 105% при среднем значении индекса за последние 10 лет в размере 95%. С учетом разницы в инфляции между Россией и США для возврата показателя к этому среднему значению необходимо снижение курса как минимум на 13% (примерно до 90 рублей за доллар) и это только для компенсации переукрепления рубля, произошедшего в 2025 году.

### Индекс реального курса рубля к доллару США дек. 97 г. = 100%



Источник: расчеты на основе данных Банка России

## 2. ПРИЧИНЫ РОСТА КУРСА РУБЛЯ

### 2.1. Нарастание продажи валюты Банком России

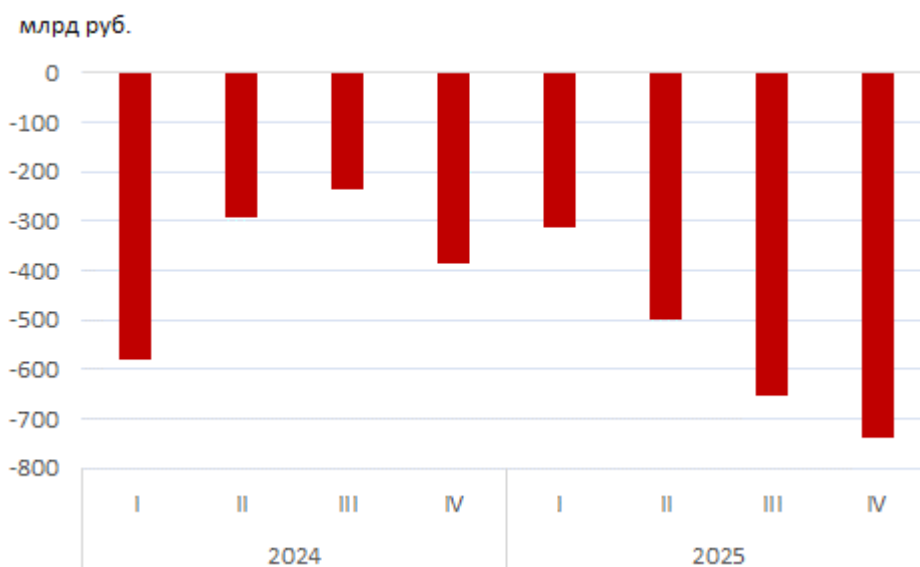
Банк России в соответствии с анонсированным порядком проводит операции на внутреннем валютном рынке, связанные с пополнением и использованием средств Фонда национального благосостояния (ФНБ). В 2024-2025 гг. Банком России в этих целях в соответствии с бюджетным правилом осуществлялись ежедневные продажи валюты.

Объем продаж валюты из ФНБ существенно вырос, начиная со II квартала 2025 года вследствие ухудшения ситуации с дефицитом федерального бюджета. В результате ежедневные продажи валюты выросли с 4,7 млрд руб. в январе 2025 года до 14,8 млрд руб. в декабре 2025 г. В целом объем продаж валюты в 2025 г. составит около 27 млрд долл. (в эквиваленте) по сравнению с 16 млрд долл. в 2024 г.

**Ежемесячные объемы продажи валюты из ФНБ в конце 2025 года выросли более, чем в три раза по сравнению с началом года**

Увеличение продаж валюты из ФНБ создало избыточное предложение на внутреннем рынке. В условиях относительно ограниченного спроса со стороны импортеров (на фоне структурных изменений в экономике и умеренного восстановления импорта) это привело к устойчивому повышению спроса на рубли.

**Квартальный объем продаж валюты Банком России**



Источник: расчеты на основе данных Банка России

## 2.2. Отсутствие реакции импорта на рост курса рубля

Укрепление курса в открытой экономике приводит к росту импорта. В России до 2022 г. доля импорта в ВВП была стабильной на уровне 20-21% ВВП, поэтому укрепление курса на 20% позволяло ожидать восстановления доли импорта в ВВП (с текущих 16-17% ВВП) за счет его роста примерно на 30%.

Однако в 2025 гг. разрыв связи между курсом рубля и импортом товаров стал ключевой аномалией российской экономики. Несмотря на ожидания, укрепление рубля с 92,4 руб. за долл. в среднем в 2024 году до 84,3 руб. за долл. в январе-октябре 2025 года в рост импорта не трансформировалось. За первые три квартала 2025 года объем импорта товаров составил 89,2 млрд долл. по сравнению со 100,5 млрд долл. в аналогичном периоде 2024 г.

**Динамика импорта товаров и курса доллара**



Источник: расчеты на основе данных Банка России

Причины такой динамики импорта многообразны. Однако среди наиболее значительных можно выделить следующие:

- **Логистические ограничения и санкционное давление.** Переориентация импортных потоков с прямых западных маршрутов на «серые» цепочки через третьи страны увеличила сроки доставки и логистические издержки, по оценкам, на 30-50%. Кроме того, сложности с проведением и страхованием международных расчетов и рост премий за риски увеличили транзакционные издержки для импортеров. Все это во многом нивелировало выгоду от более высокого курса рубля для конечных покупателей.
- **Дорогой кредит и сужение внутреннего спроса.** Сверхвысокий уровень ключевой ставки Банка России сделал рублевое кредитование, в том числе для пополнения оборотных средств импортеров, чрезвычайно дорогим, что также увеличивало стоимость импортных товаров. Одновременно высокие процентные ставки привели к сдерживанию потребления домохозяйств и инвестиций предприятий в оборудование, которое часто является импортным.

## 2.3. Санкции на экспортеров, вынудившие ввести валюту из-за рубежа внутрь России

В 2025 году ситуация с санкциями против российского экспорта вступила в новую, более агрессивную фазу, оказав значимое влияние на поведение экспортеров и структуру валютных потоков. Новые санкции, в частности, затронули Лукойл и Роснефть и угрожали заморозкой их иностранных счетов.

Столкнувшись с рисками блокировки активов и выручки за рубежом, компании предприняли ряд стратегических шагов по оптимизации своей валютной ликвидности, включая перевод валютных остатков из-за рубежа в российскую юрисдикцию, что также увеличивало предложение валюты за рубли.

## 2.4. Сокращение возможностей для вывоза капитала из России и рост доходности рублевых активов

С 2022 года произошло кардинальное изменение возможностей для вывоза капитала из России, что стало структурным фактором снижения его оттока и, соответственно, поддержки курса рубля.

До 2022 года частный сектор регулярно формировал чистый отток капитала, который в отдельные годы превышал 50-70 млрд долл. Однако после введения зарубежных санкций и контрмер со стороны Банка России, возможности для размещения средств за рубежом резко сузились. Чистый отток капитала сократился с 243 млрд долл. в 2022 году до 52 млрд в 2023 году и 47 млрд долл. в 2024 году. По оценкам, в 2025 году отток может еще значительно сократиться и составить лишь порядка 15-25 млрд долл.

**Чистый отток капитала на фоне санкций может сократиться в 10-15 раз по итогам этого года по сравнению с 2022 годом**

Таким образом, валютная выручка от экспорта, ранее частично оседавшая на зарубежных счетах, в больших объемах стала оставаться внутри российской банковской системы и поступать на внутренний валютный рынок. Снижение оттока капитала, по сути, превратилось в фактор, автоматически увеличивающий предложение иностранной валюты в экономике.

Дополнительным фактором, сдерживавшим отток капитала из России, стала сверхжесткая денежно-кредитная политика Банка России, обеспечившая высокие как номинальные, так и реальные ставки по рублевым вложениям (в том числе в банковские депозиты, ОФЗ). Высокая доходность вложений в российские активы также сдерживала рост спроса на валюту со стороны субъектов российской экономики, а также это привлекало и иностранных инвесторов, имеющих возможности для вложений в российские финансовые активы.



## 2.5. Ослабление доллара в глобальном масштабе

**Снижение курса доллара в мире в 2025 году – это не разовое движение, а начало долговременного тренда.** Большинство прогнозов в настоящий момент указывают на продолжение снижения курса американской валюты под влиянием циклических (замедление темпов роста экономики, тарифная политика, снижение ставки ФРС) и структурных факторов (состояние госфинансов и рост неопределенности).

Так, например, Morgan Stanley ожидает снижения доллара еще на 10% в 2026 г. на фоне того, что иностранные инвесторы начинают все активнее хеджировать зависимость своих портфелей от американских активов. Аналитики J.P. Morgan отмечают возможность длительного спада доллара, аналогичного периоду 2002–2008 гг.

**В целом уровень доверия к американской валюте снижается, а американские активы, и прежде всего долговые обязательства Правительства США, уже не рассматриваются в качестве безрисковой гавани.** Тревожным предупреждением для всех инвесторов в США звучат слова известного американского инвестора Рэя Далио о том, что американский денежный цикл подходит к концу. По его мнению, власти США не могут решить проблемы с бюджетом никаким другим способом кроме продолжения печатания денег.

К чему это приведет в перспективе – достаточно понятно, исходя из имеющихся исторических примеров – к инфляции, которая обесценивает все накопленные долги, и падению курса доллара. Конечно, никто точно не может предсказать, когда случится такое событие, но в текущее снижение доллара на мировом рынке закладывается и такой сценарий среди инвесторов.

## 3. ПОСЛЕДСТВИЯ РОСТА КУРСА РУБЛЯ

Высокий нерыночный курс российской валюты на фоне внешних ограничений и планового охлаждения экономики через жесткую денежно-кредитную политику сокращает бюджетные доходы в условиях проведения СВО, подрывает конкурентоспособность и возможности развития отечественного бизнеса, ограничивает инвестиции, необходимые для качественного экономического роста и развития «экономики предложения», ставит под риск выполнение экономических целей и поручений Президента, в том числе достижение национальных целей развития.

В частности, под угрозу ставятся такие системные задачи, поставленные Президентом РФ в рамках заседания Совета по стратегическому развитию и национальным проектам 8 декабря 2025 г. как немедленный старт реализации Плана структурных изменений в российской экономике до 2030 г. и изменение структуры внешней торговли в пользу увеличения экспортных поставок сложной продукции.

### **3.1. Падение выручки экспортеров и ограничение их возможностей по реализации инвестиционных проектов**

Чрезмерное укрепление рубля, наблюдаемое в 2024-2025 гг., ведет к системной эрозии финансовой устойчивости и инвестиционного потенциала экспортно-ориентированных компаний, формируя риски не только для роста, но и для стабильности всей экономики. Сокращение выручки экспортеров в рублевом выражении вследствие роста курса усугубляется санкционными издержками (премии за логистику, страхование, скидки для покупателей), которые в некоторых секторах достигают 20-30% от стоимости товара, а также внутренней инфляцией издержек (затраты на зарплаты, энергоресурсы и комплектующие номинированы в растущих рублевых ценах). В результате рентабельность экспортных операций резко снижается, приближая маржинальные проекты к точке безубыточности, а низкомаржинальные — к убыточности.

**Сжатие денежных потоков и падение рентабельности напрямую ведет к свертыванию или значительному сокращению инвестиционных программ.** Многие стратегические проекты по расширению добычи, модернизации производств или выходу на новые рынки были проработаны и утверждены в период иных макропараметров (при курсе доллара в 90-100 руб. за долл.) и при другой структуре издержек.

Сворачивание инвестиционных проектов в сырьевом и перерабатывающем секторах создает долгосрочный негативный эффект: сокращение инвестиций сегодня означает снижение производственных мощностей, технологического уровня и, в конечном итоге, потерю конкурентных позиций на глобальных рынках завтра, особенно на фоне активного инвестирования конкурентов из других стран (имеющих при этом принципиально более низкую стоимость финансовых ресурсов).

**Кульминацией этих процессов становится угроза снижения физических объемов производства и экспорта.**

### **3.2. Повышение давления со стороны импорта на производителей, ориентированных на внутренний рынок**

Укрепление рубля создает негативную ситуацию для российских производителей, ориентированных на внутренний рынок, формируя искусственные конкурентные преимущества для иностранных поставщиков. Рост курса рубля резко повышает ценовую привлекательность зарубежной продукции – от промышленного оборудования до потребительских товаров и комплектующих.

При этом у российских производителей отсутствуют симметричные стимулы для роста: их издержки, в значительной степени номинированные в рублях (зарплаты, энергия, кредиты), продолжают расти под влиянием инфляции и дорогих денег, а государственные меры поддержки (субсидии, льготные кредиты) носят точечный характер и не компенсируют системного ценового преимущества импорта.

**Рост курса рубля сильно бьет по российским производителям и на фоне стремительного роста издержек**

В результате ценовое давление на внутренних производителей усиливается, сжимая их маржинальность и рыночную долю. Этот процесс в отдельных отраслях происходит даже на фоне общей стагнации импорта.

**Российские производители новых машин оборудования и из-за курса рубля теряют ценовую конкурентоспособность по сравнению с импортом поддержанной техники**

Данный дисбаланс провоцирует структурные искажения в экономике, выражающиеся, в частности, в росте импорта поддержанной (б/у) техники и оборудования. Для многих предприятий, особенно в сельском хозяйстве, транспорте и строительстве, покупка бывшего в употреблении иностранного оборудования становится экономически более целесообразной, чем приобретение новой российской техники. По данным ФТС, импорт поддержанных машин и оборудования в 2024-2025 гг. вырос на 25-40% в годовом выражении. Это связано не только с более низкой ценой, но и с сохраняющимся разрывом в технологическом уровне и качестве.

Таким образом, укрепление рубля в условиях высокой стоимости кредитных ресурсов вместо стимулирования модернизации через закупку новых технологий, фактически законсервировало технологическую отсталость в ряде секторов, затопив рынок старыми активами и лишив внутренних производителей возможностей для инноваций и масштабирования.

В долгосрочной перспективе это формирует порочный круг: ослабление позиций внутренних производителей ведет к сокращению их инвестиций в развитие и НИОКР, дальнейшему отставанию и усилению зависимости от импортных цепочек. Это создает риски деиндустриализации в ряде секторов и, соответственно, риски для экономической безопасности в целом.

### **3.3. Негативные последствия для занятости, платежеспособности компаний и финансовой стабильности**

Чрезмерное укрепление рубля создает кумулятивный эффект, который последовательно подрывает финансовое состояние компаний и в конечном итоге угрожает социально-экономической стабильности.

Одновременное сокращение выручки на фоне роста издержек ведет к сокращению операционного денежного потока, что усугубляется ростом процентных расходов. По оценкам ЦМАКП, нагрузка со стороны процентных платежей на доходы компаний быстро увеличивается, и в 3 квартале 2025 года обновила исторический максимум, превысив 36% от прибыли.

**Кредитная нагрузка на российский бизнес достигла исторически рекордных значений**

Отношение долга и процентных расходов к EBITDA для ряда отраслей и компаний уже находится на уровне опасных значений, что ставит под угрозу способность компаний обслуживать свои обязательства. Следствием этого станет рост просроченной

задолженности перед банками и поставщиками, дефолты по облигациям и кредитам, сокращение числа рабочих мест.

Дефолты и банкротства, в свою очередь, будут создавать цепную реакцию, подрывая финансовое положение контрагентов закрывающихся предприятий и увеличивая кредитные риски для банковской системы. По сути, текущее укрепление рубля, будучи, видимо, изначально инструментом борьбы с инфляцией, трансформируется в фактор макрофинансовой дестабилизации.

Все это создает особые риски для социальной стабильности после завершения СВО, поскольку экономика будет не способна обеспечить высококачественными рабочими местами возвращающихся с фронта граждан.

### **3.4. Завышенный курс рубля приводит к искусственному сокращению доходов бюджетной системы и ФНБ.**

Изначально федеральный бюджет на 2025 г. формировался исходя из среднегодового курса 96,5 руб./долл. При внесении июньских поправок в бюджет оценка среднегодового курса рубля была повышена до 94,3 руб./долл., а при внесении ноябрьских поправок – до 86,1 руб./долл. Таким образом, разница между первоначальной и текущей оценкой среднегодового курса составляет уже 10,4 руб./долл.

**Ранее руководство Минфина оценивало, что изменение курса на 1 руб./долл. приводит к изменению доходов федерального бюджета на 100-130 млрд руб.** Исходя из этого, повышение курса на 10,4 руб./долл. должно вызвать более чем триллионные потери федерального бюджета, связанные прежде всего с сокращением нефтегазовых доходов (НДПИ на нефть и газ, а также вывозных пошлин на природный газ) и налога на прибыль, уплачиваемого экспортерами.

В условиях 2025 года, когда значительное укрепление рубля реализуется на фоне жестких ограничений на возможности импорта, потери бюджета фактически окажутся еще выше. К потерям, связанным с экспортом, добавляются потери, связанные с импортом: снижение «импортного» НДС и ввозных таможенных пошлин из-за снижения рублевой стоимости импорта. Так, в ноябре 2025 г. Минфин снизил план по сбору НДС на импортную продукцию на 1187,2 млрд руб. «в связи с сокращением рублевой стоимости импорта, а также роста доли льготного НДС». При этом план по ввозным таможенным пошлинам в связи со снижением рублевой стоимости импорта в течение года был снижен в общей сложности на 293,3 млрд руб.

**Потери от завышенного курса рубля несет не только федеральный бюджет, но и региональные бюджеты, а также Фонд национального благосостояния.** Для региональных бюджетов такие потери вызваны прежде всего снижением поступлений налога на прибыль из-за ухудшения финансовых результатов компаний-экспортеров. Потери Фонда национального благосостояния связаны с отрицательной курсовой разницей – сокращением рублевого объема Фонда из-за повышения курса рубля. По данным Минфина, в январе-октябре 2025 г. курсовая разница от переоценки активов ФНБ в валюте и золота составила -124,6 млрд руб.

**Сокращение доходов бюджета из-за завышенного курса рубля ограничивает возможности стимулирования развития экономики и негативно сказывается на бюджетной стабильности.** В частности, при разработке федерального бюджета на 2026 г. было заложено сокращение расходов на целый ряд госпрограмм по сравнению с планом на 2025 год: расходы на госпрограмму развития сельского хозяйства предлагается сократить на 24,3%, программу «Развитие энергетики» – на 22,1%, «Развитие авиационной промышленности» – на 17,9%, «Экономическое развитие и инновационная экономика» – на 10,8%. Сокращение предполагалось также по ряду программ социально-экономического развития регионов, в том числе Дальневосточного ФО и Арктической зоны.

Чем больше средств теряет бюджет в результате избыточного укрепления рубля, тем в большей степени это будет сказываться на его возможностях финансировать расходы (в том числе и по защищенным статьям, таким как социальные расходы и расходы на безопасность).

**Потери бюджетных доходов в результате завышения курса рубля – это одна из причин повышения налоговой нагрузки.** Например, решение о повышении НДС с 2026 года обосновывалось необходимостью ограничения дефицита бюджета. По данным Минфина, дополнительные поступления НДС в 2026 г. (от повышения основной ставки до 22%, расширения обложения малого бизнеса этим налогом и введения системы подтверждения ожидания товаров) должны составить 1438,0 млрд руб. Однако в условиях нормализации курса рубля и отсутствия триллионных потерь федерального бюджета от завышенного курса в 2025 году могло бы не возникнуть необходимости в этих мерах.

**Снижение доходов бюджетной системы приводит к необходимости более активных бюджетных заимствований, что негативно сказывается и на бюджетной стабильности, и на условиях привлечения финансовых ресурсов бизнесом** (за счет вытеснения государственными займами корпоративных). В условиях сверхвысоких процентных ставок и необходимости наращивать заимствований по плавающим ставкам расходы бюджета на обслуживание госдолга выросли в несколько раз (план на 2025 г. составляет 3,9 трлн руб.). Необходимость нести все большие расходы на заимствования наносит ущерб стабильности бюджетной системы. Кроме того, расширенные заимствования Минфина, исчисляемые триллионами рублей, приводят к искажениям на достаточно узком российском фондовом рынке и усугубляют проблему высоких ставок.

### **3.5. Потеря конкурентных преимуществ российских производителей и снижение инвестиционной привлекательности российской экономики**

Из-за завышенного курса рубля снижается инвестиционная привлекательность российской экономики, что препятствует импортозамещению, встраиванию российского бизнеса в новые цепочки поставок и построению экономики предложения. Ведь чрезмерное укрепление рубля «убивает» многие конкурентные преимущества российских производителей, прежде всего, из-за резкого роста их издержек.

Так, цена на электроэнергию для предприятий в России уже выше, чем во многих странах G20. При курсе примерно в 77 руб. за доллар стоимость электроэнергии для российских производителей составляет около 0,117 долл. за киловатт-час, что выше, чем в Китае (0,11 долл.), Канаде и ЮАР (по 0,1 долл.), США, Турции и Аргентине (по 0,09 долл.), Саудовской Аравии (0,072 долл.) и Индонезии (0,067 долл.). Если же бы курс сохранялся на более адекватном уровне около 100 руб. и выше, то российские производители могли бы получать электроэнергию дешевле, чем в подавляющем большинстве стран G20 (кроме Саудовской Аравии и Индонезии).

**Цены на электроэнергию и энергоресурсы для российских производителей при текущем курсе рубля уже выше, чем у зарубежных конкурентов**

Аналогичная ситуация происходит и с прочими затратами. В частности, при текущем уровне курса примерно 77 руб. за долл. цены на природный газ для российских промышленных потребителей фактически сравнялись с ценами на газ для американских потребителей – 138 долл. за тыс. куб. м в сентябре 2025 г. в России против 149 долл. за тыс. куб. м в сентябре 2025 г. и 139 долл. за тыс. куб. м в среднем в 2024 г. в США. А при курсе в 100 руб. за долл. и выше природный газ для российских потребителей стоил бы примерно на 30% дешевле, чем для американских – 106 долл. за тыс. куб. м и ниже. Цены на бензин в США упали к 1 декабря текущего года до примерно 0,79 долл. за литр. В России же цена 1 л бензина составляет 0,84 долл. при курсе 77 руб. за долл., в то время как при курсе в 100 руб. бензин у нас стоил бы 0,65 долл.

**Получается, что преимущества мировой энергетической державы Россия в интересах своих производителей не использует.** Более того, на фоне высокого курса рубля наши энергоресурсы – национальное достояние – вывозятся сейчас по крайне низким ценам. В результате, компании из стран-импортеров наших энергоресурсов получают электроэнергию еще и дешевле, чем отечественные производители.

При текущем курсе рубля России также крайне сложно конкурировать и с производителями из ближайших стран. Например, средняя зарплата в Казахстане во II квартале 2025 г. составляла 897 долл. в месяц, в Белоруссии – 931,9 долл. в месяц. В России же – 1000 долл. в месяц при курсе 100 руб. и уже 1299 долл. при курсе 77 руб. И это тоже влияет на конечную цену продукции.

Учитывая еще и постоянный рост тарифов в России, который в последние годы и в ближайшем будущем будет происходить повышенными темпами, российские производители оказываются неконкурентоспособными и на мировом, и на внутреннем рынке.

### **3.6. Оценка потерь российской экономики от чрезмерного укрепления рубля**

Рост курса рубля приводит по сути к изъятию у отечественного производителя экспортной продукции (причем не только в добыче, но и, например, в сельском хозяйстве



или переработке) части произведенной стоимости в пользу иностранного потребителя, одновременно лишая производителей источника инвестиций в структурную перестройку и повышение уровня переработки, способствуя сохранению сырьевой ориентации экспорта.

Совокупные потери экспортных доходов за счет роста курса рубля в 2025 году составляют порядка 7-10 трлн рублей только за один год, что, например, составляет около половины сальдированного финансового результата бизнеса за 2024 год и существенно превышает ожидаемый дефицит федерального бюджета в текущем году.

**Предотвращение потерь экспортных доходов от текущего курса рубля могло бы решить проблему дефицита федерального бюджета и не допустить инвестиционную паузу в экономике**

Это фактически ставит вопрос о том, чье экономическое развитие финансируется за счет распродажи задешево наших национальных богатств – России или зарубежных стран, многие из которых являются откровенно недружественными? Потери от роста курса рубля – это непостроенные дороги, школы и детские сады, больницы и поликлиники, отставание в развитии науки и технологий, это потери рабочих мест и доходов, причем как текущих, так и будущих, поскольку потеря конкурентоспособности уже останавливает многие проекты развития. В этих условиях не только ставится под вопрос достижение национальных целей развития, а появляется и прямая угроза для поддержания национальной безопасности.

В 2025 году курс рубля вырос на 28,7% по сравнению с концом 2024 года, когда он составлял 101,7 рублей за доллар. При сохранении курса рубля условно на уровне 100 рублей за доллар в текущем году экспортная выручка была бы существенно выше. Объем недополученной в условиях роста курса экспортной рублевой выручки оценивается на уровне более чем в 7 трлн руб. Для сравнения, эта величина составляет более 40% от сальдированного финансового результата организаций в сфере сельского хозяйства и промышленности. Дефицит федерального бюджета на 2025 год также оценивается в существенно меньшую величину – 5,7 трлн руб.

Наибольший объем недополученной экспортной выручки приходится на минеральное сырье (3,9 трлн руб.), металлы (1,3 трлн руб.) и продукцию сельского хозяйства (654 млрд руб.). Сектор машиностроения также лишился значительного объема экспортной выручки – 446 млрд руб., что составляет треть от показателя сальдированного финансового результата отраслей данного сектора в 2024 году.

Данные по экспорту вооружений и военной техники в основном учитываются в таможенной статистике по закрытым статьям, поэтому для оценки объемов экспорта можно руководствоваться только официальными данными или оценками профильных экспертов. По оценкам Центра анализа мировой торговли оружием (ЦАМТО), российский экспорт вооружений и военной техники в 2024 году составил 13,75 млрд долл. Исходя из допущений о неизменности поставок в 2025 году, объем недополученной рублевой экспортной выручки ВПК составляет 234 млрд руб.

## Оценка потерь экспортной выручки по группам товаров

	Экспорт в 2025 г. млрд долл. (оценка)	Недополученная экспортная выручка в рублях за счет роста курса рубля	
		млрд руб.	% от сальдир. финансового результата (2024)
<b>Всего</b>	<b>415</b>	<b>7 055</b>	<b>41%</b>
в том числе:			
Продовольственные товары и сельскохозяйственное сырье (кроме текстильного)	38	654	36%
Минеральные продукты	228	3 875	41%
Продукция химической промышленности, каучук	34	582	40%
Древесина и целлюлозно- бумажные изделия	11	184	71%
Текстиль, текстильные изделия и обувь	3	55	66%
Металлы и изделия из них	74	1 255	56%
Машины, оборудование и транспортные средства и другие товары	26	446	33%

Источник: расчеты на основе данных ФТС, Банка России и Росстата

### Примечания к таблице:

- Объем экспорта за 2025 год оценивается на основе данных по экспорту за 2024 год и имеющихся данных о темпах снижения за январь-октябрь 2025 года в размере 4,3% г/г.
- Объем недополученной рублевой выручки оценивается как объем экспорта за 2025 год в долларовом выражении, умноженный на разницу «оптимального» курса (100 руб./долл.) и фактического среднего курса за период (83 руб./долл.).

Учитывая чрезмерно крепкий рубль, курс которого к декабрю достиг 79 рублей за доллар, в настоящий момент только на экспорте основных сырьевых товаров российские компании теряют около 600 млрд руб. в месяц в виде недополученной экспортной выручки.

**Таким образом, складывается тревожная ситуация: на фоне дефицита долгосрочных финансовых ресурсов и потерь экспортных доходов от завышенного курса рубля экономика входит в период инвестиционной паузы при одновременном снижении конкурентоспособности отечественных производителей. Последствия этого процесса будут существенно сдерживать экономическое развитие страны и**



**препятствовать достижению национальных целей развития РФ, требующему наращивания инвестиций как за счет бюджетных, так и внебюджетных источников.**

## **4. РИСКИ ДЕВАЛЬВАЦИИ ДОЛЛАРА КАК ОСОБАЯ УГРОЗА ДЛЯ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ**

### **4.1. Будущая девальвация доллара как способ смягчения долговой проблемы США**

Основной проблемой мировой экономики в настоящий момент является чрезмерный накопленный объем долгов, прежде всего в государственном секторе, и хронический дефицит бюджета у большинства основных игроков. Очевидно, что в долгосрочной перспективе такая конструкция не выглядит жизнеспособной, что ставит на повестку дня вопрос о том, как разные страны, и прежде всего США, будут выпутываться из сложившейся ситуации.

Отбрасывая малореалистичные сценарии, вроде резкого сокращения расходов и ускорения экономического роста, можно отметить, что наиболее вероятным выходом из сложившейся ситуации, учитывая весь исторический опыт, станет сокращение объема обязательств за счет роста инфляции и снижения курса национальных валют.

Рост инфляции за счет эмиссионного финансирования бюджета может сам по себе приводить к ослаблению валюты, но денежные власти также могут проводить и целенаправленную политику по девальвации национальных валют для корректировки дисбалансов в экономике. Примером такой политики является Соглашение «Плаза», фактически инициированное США в 1985 г., в результате которого курс доллара снизился на 50% к основным мировым валютам. Как считается, именно укрепление иены к доллару США положило конец японскому экономическому чуду и привело к долгосрочной стагнации японской экономики.

С учетом того, что власти США во многих своих действиях возвращаются к прошлым практикам и стратегиям (протекционизм, Доктрина Монро и пр.), нельзя исключать, что Штаты могут для решения своих долговых проблем прибегнуть к намеренной девальвации доллара (фактически за счет всех остальных стран). На фоне общей концепции деятельности текущей американской администрации "Make America Great Again" и уже совершенных ею действий во внешней политике, вероятность реализации такого сценария довольно высока.

### **4.2. Мирное соглашение и возможности для девальвации доллара**

Особые условия для девальвации доллара создает скорое заключение мирного соглашения между Россией и Украиной и завершение СВО.

Заклучение мирного соглашения и остановка боевых действий – это прежде всего снижение премии за риск в международной торговле и на международном финансовом рынке. Особенно сильно это коснется рынков со значительной долей российского участия – включая энергоносители, металлы, продукция сельского хозяйства. Это приведет к снижению цен на данные группы товаров, создавая исключительно благоприятный момент для девальвации доллара, позволяя снизить курс валюты, сгладив инфляционные последствия данного шага.

### **4.3. Управляемая девальвация доллара и последствия для российской экономики**

Что будет означать реализация подобного сценария (снижение курса доллара на 50% и более) для российской экономики?

Экономика окажется под влиянием сразу нескольких негативных факторов. Во-первых, под ударом окажется добывающий сектор экономики из-за формирования избытка предложения на мировом рынке, в том числе на фоне наращивания добычи американскими компаниями, имеющими доступ к дешевому финансированию, в третьих странах. Во-вторых, рост курса рубля приведет к снижению конкурентоспособности и сокращению несырьевого экспорта, что будет усугубляться последствиями урезания инвестпрограмм и падения объемов производства. В-третьих, страны в мировой экономике могут начать конкурентную гонку девальваций, что спровоцирует общий рост нестабильности и наступление кризисов в других экономиках мира, например, в Европе или Китае.

В условиях активно идущего в настоящее время мирного переговорного процесса особенно важно уделять повышенное внимание вопросам стратегического характера, которые могут поставить под угрозу стабильность экономического развития. При этом обеспечение конкурентоспособности национального производства должно оставаться безусловным приоритетом как база для поддержания экономического суверенитета и достижения национальных целей развития.

## **5. ВЫВОДЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ**

При сохранении текущих тенденций в виде роста курса рубля на фоне высокой стоимости кредитных ресурсов охлаждение экономики уже в течение ближайших кварталов сменится стагнацией. Однако с учетом будущих изменений в мировой экономике на фоне заключения мирного соглашения возникает риск обрушения конкурентоспособности российского бизнеса и разворачивания полномасштабного кризиса, который не удастся быстро купировать традиционными мерами вроде снижения процентных ставок.

Соответственно, подготовиться к будущим условиям необходимо уже сейчас, и одно из принципиально важных направлений для действий – снижение курса рубля до значений, обеспечивающих конкурентоспособность российского бизнеса и макроэкономическую устойчивость экономики. В частности, к этим направлениям действий могут относиться следующие.

### **5.1. Смягчение денежно-кредитной политики и в принципе пересмотр установленных ориентиров**

Банк России мог бы начать постепенное снижение ключевой ставки более агрессивными темпами. Это способствовало бы снижению курса рубля сразу в рамках нескольких направлений:

- Снижение доходности рублевых активов и, соответственно, ослабление спроса на рубли
- Повышение спроса на импорт, в том числе технологий и оборудования и, соответственно, рост спроса на иностранную валюту

При этом целесообразно в целом рассмотреть возможность перехода к более «мягкому» режиму инфляционного таргетирования, при котором цель по инфляции будет повышена или будет введен интервал по инфляции, который допускает не одномоментное, а постепенное достижение цели по инфляции и, соответственно, не будет требоваться поддержание номинальных ставок на уровне значительно выше инфляции.

### **5.2. Сокращение или временное прекращение продаж иностранной валюты и переход к ее приобретению**

Целесообразно уменьшить продажи валюты со стороны Минфина мог бы уменьшить объемы продажи иностранной валюты на внутреннем рынке, в том числе из средств ФНБ. Полная приостановка таких операций позволила бы сократить спрос на рубли.

Более того, целесообразно перейти к покупкам иностранной валюты со стороны Банка России с переходом к ее продаже только в экстренной ситуации (например, при падении рынка нефти до 30 долл. за баррель).

### **5.3. Стимулирование импорта и приобретения зарубежных активов**

Целесообразно обеспечить реализацию следующего комплекса мер:

- Расширение программ субсидирования процентных ставок по кредитам на импорт технологий и оборудования со стороны Правительства РФ

- Формирование специального валютного фонда за счет средств Банка России (посредством размещения части валютных резервов) для финансирования проектов, связанных с импортом технологического оборудования, критических технологий, финансирования инфраструктурных проектов и инвестиций в дружественные юрисдикции (Индия, Индонезия и др.), а также с целью приобретения акций промышленных активов для открытия каналов поставок [критического оборудования и технологий]. Размер фонда на начальном этапе может составить до 100 млрд долл. с последующей докапитализацией, а средства данного фонда будут предоставляться через уполномоченные банки.
- Обеспечение возможностей выпуска крупнейшими российскими компаниями рублевых инвестиционных облигаций на общую сумму порядка 100 млрд долл. с обязательством конвертации привлеченных средств в иностранную валюту для закупки иностранного оборудования, комплектующих, приобретения иностранных активов, в том числе инфраструктурных. Размещение данных облигаций должно производиться по ставке не выше 5% годовых на срок до 10 лет, при этом Банк России для поддержания их ликвидности должен обеспечить включение таких облигаций в Ломбардный список и запустить программу выкупа части их эмиссии.
- Сокращение неналоговой нагрузки на бизнес для высвобождения средств для наращивания импорта технологий и оборудования. В первую очередь – сокращение избыточных технических и экологических требований для производственных предприятий.

#### **5.4. Вербальные интервенции и изменение курсового режима**

Банк России мог бы использовать коммуникационную политику, дав рынку сигнал о готовности допустить ослабление рубля для поддержки экономики. В более радикальном варианте имеет смысл рассмотреть возможность перехода к управляемому плаванию в рамках более широкого валютного коридора или даже к целевому ослаблению номинального курса для поддержки конкурентоспособности отечественного бизнеса.