



Банк России

# УСТОЙЧИВОСТЬ НА ТЕКУЧЕЙ ОСНОВЕ: ДОЛГОСРОЧНАЯ УСТОЙЧИВАЯ ЦЕНА НА НЕФТЬ

Аналитическая записка

С. Власов  
М. Неваленный  
Р. Сафиулин  
А. Хажгериева

2026

**Сергей Власов**

Банк России, Департамент исследований и прогнозирования

**Максим Неваленный**

Банк России, Департамент исследований и прогнозирования

**Ринат Сафиулин**

Банк России, Департамент денежно-кредитной политики

**Анастасия Хажгериева**

Банк России, Департамент исследований и прогнозирования

Содержание настоящей аналитической записки отражает личную позицию авторов. Результаты анализа являются предварительными и публикуются с целью стимулировать обсуждение и получить комментарии для возможной дальнейшей доработки материала. Содержание и результаты анализа не следует рассматривать, в том числе цитировать в каких-либо изданиях, как официальную позицию Банка России или указание на официальную политику или решения регулятора. Любые ошибки в данном материале являются исключительно авторскими.

Все права защищены. Воспроизведение представленных материалов допускается только с разрешения авторов.

Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В  
Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© **Центральный банк Российской Федерации, 2026**

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Резюме _____	4
Подходы к определению долгосрочно устойчивой цены на нефть _____	5
Зависимость долгосрочной равновесной цены на нефть от климатических сценариев _____	10
Последствия пересмотра базовой цены на нефть в бюджетном правиле _____	12
Заключение _____	15
Приложение _____	16
Список литературы _____	17

## Резюме

В аналитической записке обсуждается долгосрочно устойчивый уровень цены на российскую нефть. Это тот уровень, к которому цена нефти, вероятнее всего, будет тяготеть в долгосрочной перспективе. Потребность в его определении возникает по нескольким причинам. Во-первых, цена на нефть остается одним из ключевых экономических показателей российской экономики, определяющих экспорт, обменный курс рубля, прибыль, доходы и расходы бюджета, рост экономики в целом. Верное определение долгосрочно устойчивой цены на нефть может в значительной степени влиять на качество средне- и долгосрочного макроэкономического прогноза. Во-вторых, данный показатель играет особую роль для госфинансов – по существу в рамках конструкции бюджетного правила его эквивалентом выступает базовая цена на нефть.

Выбор базовой цены на нефть, которая максимально близка к долгосрочно устойчивому уровню цены, позволяет снизить процикличность бюджетной политики посредством ограничения влияния на нее конъюнктуры на сырьевых рынках. Это может при прочих равных снижать волатильность процентных ставок в экономике, так как уменьшает потребность в использовании инструментов денежно-кредитной политики (ДКП) для сглаживания циклов в экономике. Также это способствует поддержанию долгосрочной устойчивости госфинансов за счет сглаживания влияния сырьевых циклов через сбережение дополнительных нефтегазовых доходов в периоды благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры и траты их в неблагоприятные периоды.

Вместе с тем в научной литературе и мировой практике не сформировалось консенсуса при определении долгосрочно устойчивого уровня цены на нефть. В частности, оценка этого уровня может ощутимо варьироваться в зависимости от предпосылок в части фундаментальных факторов (экономических, технологических, климатических) и временного горизонта планирования/прогнозирования. В результате анализа мы приходим к выводу, что долгосрочно устойчивая цена на нефть марки Urals может находиться в широком диапазоне 54–72 долл. США / барр. при сохранении текущей климатической политики. В сценарии реалистичного ужесточения климатического регулирования указанный диапазон может снизиться до 43–48 долл. США / баррель.

С точки зрения обеспечения долгосрочной устойчивости госфинансов в условиях высокой неопределенности целесообразно устанавливать базовую цену ближе к нижней границе расчетного диапазона. Риски истощения Фонда национального благосостояния (ФНБ), связанные с завышением базовой цены нефти, существенно превышают риски ее занижения, которые нивелируются возможностью инвестирования «избыточных» сбережений ФНБ. Поэтому инициатива Минфина России в части более скорого снижения базовой цены нефти при приверженности строгому следованию бюджетному правилу видится разумным шагом для сохранения ФНБ как подушки безопасности. В будущем по мере реализации макроэкономических или климатических рисков вопрос о пересмотре базовой цены на нефть может стать вновь актуален.

## Подходы к определению долгосрочно устойчивой цены на нефть

В научной литературе и международной практике отсутствует консенсус как относительно возможных значений долгосрочно устойчивой цены на нефть, так и методологии расчета данного показателя. Однако можно выделить два ключевых подхода, выводящих на наиболее реалистичный диапазон его возможных значений, которые мы условно называем «макро» и «микро». Подход «макро» отталкивается от уровня цен, необходимых для поддержания макроэкономической устойчивости стран – экспортеров нефти, «микро» – от уровня цен для обеспечения прибыльности на уровне месторождений.

Подход «микро» заключается в получении агрегированных оценок кривой предложения мирового предложения нефти на основе анализа отдельных проектов по добыче нефти через их кривые безубыточности. Под безубыточностью проекта понимается такое сочетание рыночных цен на нефть (далее – цены безубыточности) и затрат на проект<sup>1</sup>, при котором приведенная стоимость будущих доходов от реализации проекта равна приведенной стоимости затрат на его исполнение. Массив точек безубыточности по отдельным проектам формирует глобальную кривую предложения нефти: чем выше рыночная цена на нефть, тем большее число проектов являются рентабельными и тем выше потенциальный объем добычи. Для получения итоговой оценки равновесной цены на нефть требуются предположения и о кривой мирового спроса на нефть: в соответствии с ожиданиями авторитетных международных организаций мы исходим из объема мирового потребления жидкого топлива в 2030 г. в диапазоне 106–113 (текущий объем – 104 млн б/с, МЭА, 2025; ОПЕК, 2025)<sup>2</sup>. При этом предполагается, что эластичность спроса по цене нефти очень низка. Это строгое предположение, но, как показывает история, оно вполне справедливо для достаточно широкого диапазона цен на нефть (Рисунок 1). Также мы исходим из того, что обострение на Ближнем Востоке будет временным и, что еще более важно, не приведет к выпадению каких-либо значимых объемов нефтедобывающих мощностей на среднесрочном горизонте.

Построение кривой предложения нефти на практике – крайне сложная задача из-за закрытости и сложности регулярного обновления данных о профиле добычи и издержках на уровне отдельных проектов. В данной работе мы представляем два варианта таких оценок. Первый вариант – агрегированные оценки аналитической компании Rystad Energy, чьи модели пользуются доверием благодаря детальной базе данных по проектам во всем мире (Rystad Energy, 2023)<sup>3</sup>.

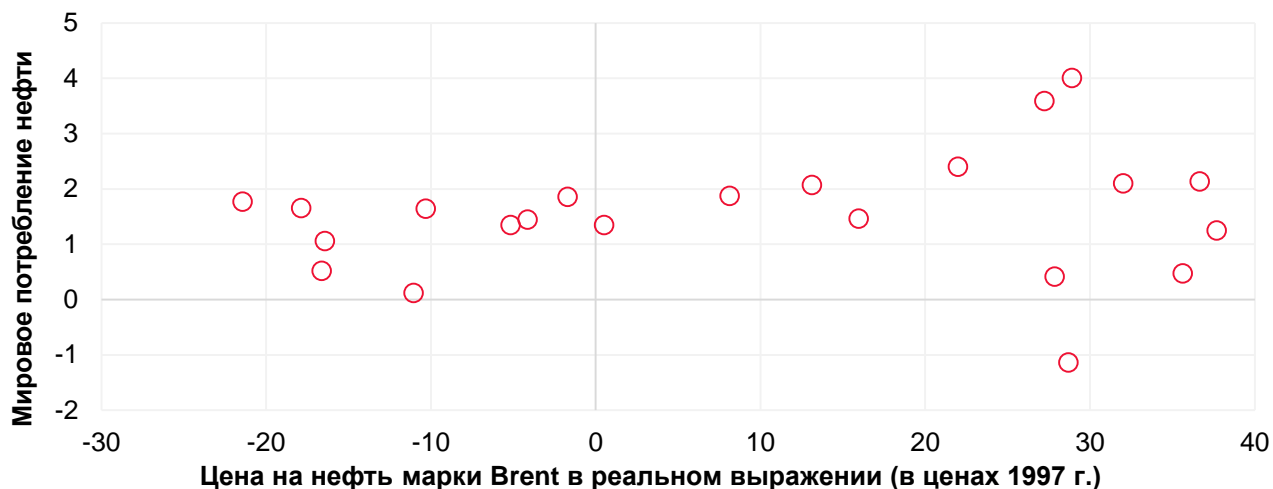
---

<sup>1</sup> В соответствии с распространенной практикой мы используем цены безубыточности по полному кругу затрат (включая все капитальные и операционные затраты, в том числе налоги, на геологоразведку, подготовку месторождения и сопутствующей инфраструктуры и разработку месторождения), что представляется наиболее целесообразным для оценок на долгосрочном горизонте (Kleinberg et al., 2018).

<sup>2</sup> Используются базовые сценарии прогноза указанных организаций, где не предполагается дополнительного ужесточения климатического регулирования.

<sup>3</sup> Оценки кривой безубыточности рассчитывают и другие аналитические центры, но они не являются публично доступными.

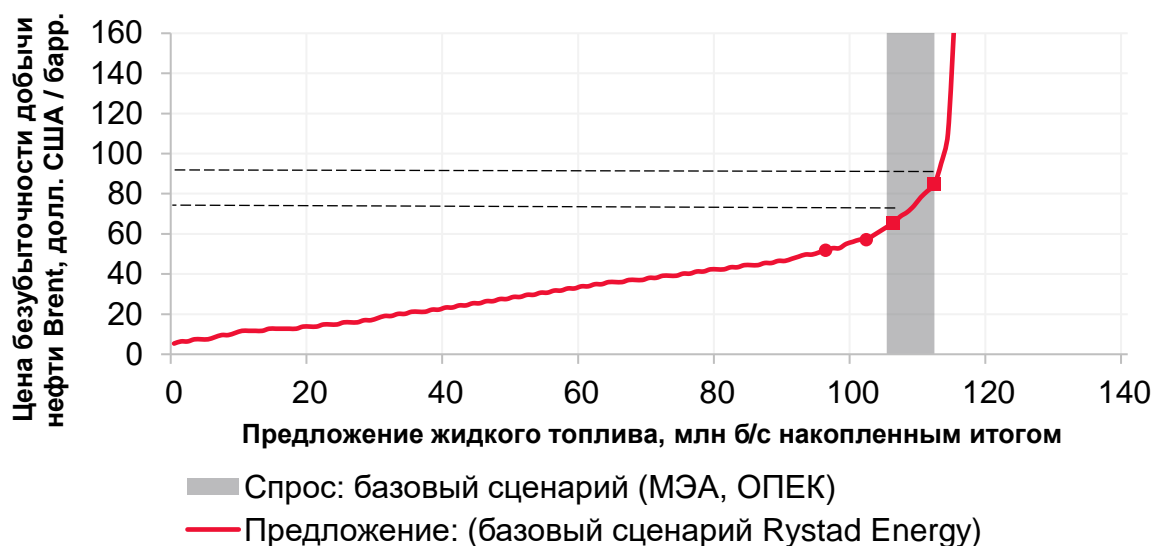
Рисунок 1. Изменение цены на нефть марки Brent и мирового потребления нефти\*, % / г



\* Среднегодовые данные за 1998–2025 гг., за исключением статистических выбросов 2000, 2009, 2015, 2021 годов.  
Источники: Минэнерго США, Sbonds, расчеты Банка России.

Кривая предложения построена по данным Rystad Energy и предполагает отказ от ограничений добычи странами ОПЕК+ и выход ее объемов на предельно допустимые мощности<sup>4</sup> (Рисунок 2). Сопоставляя ее с оценками спроса, можно определить вероятный диапазон значений долгосрочно устойчивой цены на нефть марки Brent в 63–85 долл. США / барр. (здесь и далее – в ценах 2025 г.).

Рисунок 2. Цена безубыточности добычи (кривая предложения) нефти марки Brent и мировой спрос на нефть в 2030 г. в базовом сценарии, в ценах 2025 года



Источники: Rystad Energy, ОПЕК, МЭА, NGFS, расчеты Банка России.

Представленная кривая характеризует предложение нефти по наиболее актуальным из открытых данных, при этом ее положение может меняться со временем. Она может сдвинуться вправо при снижении расходов за счет внедрения новых

<sup>4</sup> За исключением Саудовской Аравии, сохраняющей свободные мощности около 1 млн б/с. Другие допущения, лежащие в основе базового сценария Rystad Energy, представлены в таблице 1 в приложении.

технологий или оптимизации затрат компаний. И наоборот, кривая безубыточности может сдвинуться влево как результат повышения себестоимости производства из-за роста издержек на труд, налогов, ужесточения климатического регулирования.

Альтернативным открытым источником данных о ценах безубыточности выступают опросы об уровне цен, требуемых для прибыльности добычи сланцевой нефти, проводимые с 2014 г. на регулярной основе ФРБ Даллас и Канзас-Сити, двух крупнейших по объему добычи сланцевой нефти округов США<sup>5</sup>.

Данные этих опросов представляют особый интерес потому, что производители сланцевой нефти уже на протяжении многих лет являются маргинальными производителями на нефтяном рынке: они могут относительно быстро реагировать на изменение нефтяных цен, сокращая или увеличивая добычу. Процесс запуска добычи на новых сланцевых скважинах занимает в среднем 5 месяцев вместо нескольких лет на традиционных месторождениях. Например, в ответ на повышение цен на нефть сланцевые компании увеличили добычу нефти в США за короткий период с мая по декабрь 2018 г. сразу на 1,5 млн б/с.

Во второй половине 2010-х гг. в условиях нахождения фактической цены на нефть близко к цене прибыльности добычи сланцев компании повышали эффективность добычи и сокращали операционные расходы. Цена прибыльности добычи сланцев несколько снизилась. Значительный рост нефтяных цен и буровой активности в начале 2020-х гг. вызвал рост средних расходов и цены прибыльности добычи сланцевых производителей. Возврат нефтяных цен примерно к уровню прибыльности добычи сланцев в 2025 г. спровоцировал новую оптимизацию издержек компаний. Таким образом, сланцевые компании быстро реагируют на изменение нефтяных цен, и эта реакция стимулирует возврат нефтяных цен к уровню прибыльности добычи сланцев в среднесрочный период.

Цена прибыльности добычи сланцевой нефти демонстрирует относительно высокую устойчивость к шокам спроса и предложения, изменяясь в узком диапазоне, и мы не ожидаем существенных колебаний в дальнейшем (Рисунок 3). По данным опросов за IV квартал 2025 г., цена прибыльности бурения составляла 61 долл. США / барр. нефти марки WTI, что соответствует 65 долл. США / барр. нефти марки Brent в текущих ценах.

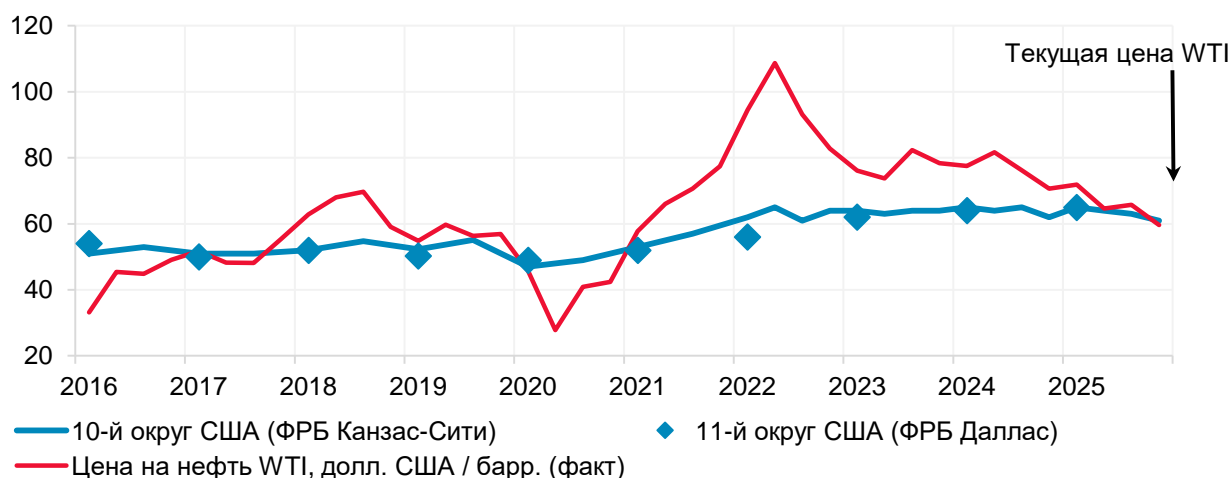
Поскольку издержки добычи сланцевой нефти в среднем<sup>6</sup> выше, чем у других производителей, но их реакция на изменение цен на нефть более быстрая, оценки прибыльность добычи сланцевых компаний могут выступать хорошим ориентиром для «оценки снизу» долгосрочно устойчивой цены на нефть. Действительно, цена безубыточности сланцев близка к нижней границе диапазона, полученного выше на основе кривых мирового спроса и предложения нефти (63–85 долл. США / барр. для нефти марки Brent).

---

<sup>5</sup> В этих округах добывается примерно 4/5 сланцевой нефти и около половины всей нефти США.

<sup>6</sup> Сланцевые производители распределены по кривой безубыточности, но по большей части сосредоточены ближе к ее правой части.

Рисунок 3. Цена на нефть марки WTI, обеспечивающая прибыльность добычи сланцевой нефти, долл. США / баррель



Источники: ФРБ Даллас, ФРБ Канзас-Сити, Минэнерго США, Investing.com.

Подход «макро» предполагает, что, действуя в определенной координации друг с другом, государства – крупнейшие нефтедобытчики могут управлять объемом предложения своей нефти, чтобы стремиться к достижению таких равновесных цен на нефть, которые сопоставимы с их задачами устойчивого развития и отсутствия дисбалансов в экономиках.

В рамках данного подхода исследователи зачастую прибегают к двум наиболее распространенным показателям – ценам, балансирующим сальдо государственного бюджета (далее – цены бюджетной сбалансированности), и счету текущих операций платежного баланса (далее – внешние цены) государств, добывающих нефть (см., например, Eyraud et al., 2023; Iradian, Burgara, 2023). В первом случае предполагается, что крупнейшие страны-экспортеры принимают свои решения в нефтяной сфере таким образом, чтобы избежать дефицитов госбюджетов на среднесрочном горизонте. Во втором случае под равновесной понимается цена, при которой стоимость экспорта покрывает импорт товаров и услуг (Setser, Frank, 2017; EIA, 2020).

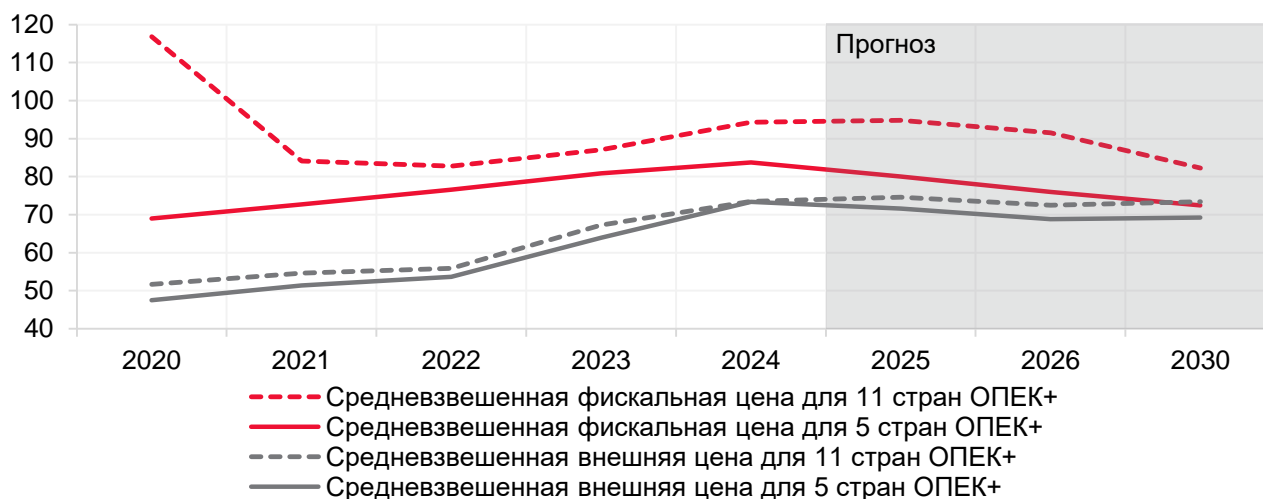
Международный валютный фонд (МВФ) на регулярной основе обновляет оценки обоих прокси-показателей для стран Ближнего Востока и Центральной Азии (МВФ, 2025). В их числе 11 стран ОПЕК+, обеспечивающих около 1/3 мирового предложения нефти<sup>7</sup>. Среднее взвешенное цен бюджетной сбалансированности по объемам добычи для этих стран может снизиться к 2030 г. до 82 с текущих 95 долл. США / барр., а аналогично усредненный показатель для цен внешнего равновесия – до 73 с текущих 75 долл. США / барр. (Рисунок 4). Если оставить в рассмотрении только крупнейших экспортеров нефти, обладающих свободными нефтяными мощностями и, вероятно, в большей мере влияющих на решения ОПЕК+, то средневзвешенная цена бюджетной сбалансированности снизится до порядка 70 долл. США / баррель. Это довольно близко к котировкам нефти Brent, которые наблюдались до шока предложения с Ближнего Востока. Даже если рассчитанные таким образом цены являются ориентиром для нефтедобытчиков, по-настоящему влиять на цену на нефть и подстраивать ее под

<sup>7</sup> Россия не входит в число этих стран.

государственный бюджет крайне сложно. В мире есть большое число производителей, в том числе частных компаний (прежде всего сланцевых), готовых оперативно реагировать на изменение цены на нефть изменением добычи.

Таким образом, показатели, полученные подходом «микро», целесообразно воспринимать лишь как возможные ориентиры и при этом скорее как оценки сверху для долгосрочно устойчивой цены на нефть.

**Рисунок 4. Цены на нефть, балансирующие государственные бюджеты и текущие счета платежных балансов стран ОПЕК+\*, долл. США / баррель**



\* 5 стран ОПЕК+: Саудовская Аравия, ОАЭ, Ирак, Оман, Кувейт.

Источники: МВФ, ОПЕК, расчеты Банка России.

При переходе от мировых цен на нефть к ценам на российскую нефть мы ориентируемся на исторические и текущие соотношения цен на российские сорта нефти к мировым бенчмаркам. Исторически нефть марки Urals (основная экспортируемая марка российской нефти) торговалась с дисконтом 1,5–3,0% к эталонному сорту Brent. Более низкая цена по сравнению с бенчмарком связана с более высокими затратами на переработку российской нефти из-за относительно высокого содержания серы. Однако с 2022 г. дисконт Urals к Brent расширился за счет геополитической риск-премии за транспортировку и страховые услуги и в последние годы был сравнительно устойчив на уровне около 15%. Усиление санкционного давления привело к росту дисконта Urals к Brent до 36% в декабре 2025 года. Однако при определении долгосрочной устойчивой цены на российскую нефть мы исходим из предпосылки о стабилизации дисконта на среднем уровне последних лет<sup>8</sup>.

С учетом рассчитанного таким образом уровня дисконта российской нефти к эталонным маркам получаем диапазон оценок долгосрочно устойчивой цены на российскую нефть Urals 54–72 долл. США / барр. в ценах 2025 года<sup>9</sup>.

Полученный диапазон является широким, что отражает высокую неопределенность оценок и зависимость от предпосылок, в особенности в части

<sup>8</sup> Среднее за III квартал 2023 г. – III квартал 2025 года.

<sup>9</sup> Поскольку нефть марки Urals имеет наибольшую долю в структуре экспорта нефти из России, при использовании аналогично рассчитанного дисконта для среднеэкспортной цены нефти диапазон оценок существенно не изменяется.

динамики мирового спроса. Выше мы обсуждали, что по ряду причин оценки, полученные в рамках подхода «микро», могут отклоняться от значений долгосрочно устойчивых цен на нефть. Тем не менее эти оценки находятся внутри диапазона, полученного в рамках подхода «макро». Также попадает в указанный интервал текущая траектория снижения базовой цены на нефть в бюджетном правиле (до 55 долл. США / барр. к 2030 г.).

С точки зрения практической значимости, в частности выбора базовой цены на нефть в бюджетном правиле, риски для устойчивости госфинансов от завышения оценки долгосрочной цены на нефть видятся более существенными, чем риски ее занижения.

Выбор высокого уровня базовой цены повышает риски исчерпания средств ФНБ из-за потенциально большой длительности периодов, когда цены находятся ниже базового уровня (чем он выше, тем, по определению, больше этот риск). ФНБ зарекомендовал себя как важный механизм сглаживания последствий масштабных бюджетных вызовов (как конъюнктурных, так и структурных).

Выбор низкого уровня базовой цены может привести к излишнему накоплению средств в ФНБ с точки зрения баланса между долгосрочным ростом экономики и рисками изменения внешних условий. Однако на практике избыточный объем может инвестироваться внутри страны, несколько нивелируя «ошибку» выбора низкого уровня базовой цены. Поэтому при определении базовой цены для бюджетного правила, по нашему мнению, целесообразно ориентироваться на нижнюю часть обсуждаемого диапазона долгосрочной устойчивой цены нефти. Риски ужесточения климатического регулирования, которые мы обсудим ниже, усиливают значимость нижней границы, так как оказывают скорее понижающее давление на диапазон оценок долгосрочной цены на нефть.

### Зависимость долгосрочной равновесной цены на нефть от климатических сценариев

Одним из основных рисков, который может оказать существенное влияние на оценки долгосрочной цены на нефть, является изменение климатической политики. Более активная декарбонизация, введение углеродного и климатического регулирования при прочих равных смещают равновесную цену вниз (IEA, 2021; Boer et al., 2023). Помимо этого, кризис в Персидском заливе усилил стремление стран к уменьшению энергозависимости от других стран и развитию своих, как правило, альтернативных энергетических источников. Активная климатическая политика, с одной стороны, вызывает сокращение спроса на нефть за счет перехода на альтернативные источники энергии, а с другой – негативно влияет на объемы добычи нефти из-за сокращения инвестиций. Эффект на стороне предложения менее значим, и для целей данной работы будем считать, что его влиянием на кривую предложения нефти можно пренебречь. Такая предпосылка видится реалистичной с учетом того, что в фокусе нашей записки прежде всего горизонт до 2030 года. Проекты, которые будут определять предложение нефти в эти годы, с высокой вероятностью или уже находятся в процессе реализации, или включены в инвестпрограммы нефтедобывающих компаний. В обоих случаях это ограничивает возможности изменения объема их финансирования. Эффект

на стороне спроса будет иметь намного большее влияние, так как бремя углеродного регулирования в виде платы за выбросы окажется в конечном счете переложено на покупателя. Это будет означать сдвиг кривой спроса влево вниз. При тех же ценах производителей цена для потребителя будет существенно выше, что станет уменьшать объем спроса. По мере сдвига кривой спроса влево точка равновесия также будет сдвигаться влево, а равновесие на рынке – достигаться при более низких объемах потребления и ценах на нефть (Рисунок 5).

Оценки снижения мирового спроса на нефть в случае ужесточения климатического регулирования варьируются в зависимости от широкого круга предпосылок – например, от возможности замещения традиционных источников энергии альтернативными, темпов технологического прогресса, эффективности климатической политики. В данной работе мы опираемся на оценки международных аналитических центров с наибольшей накопленной экспертизой – British Petroleum (далее – BP) и Network for Greening the Financial System (далее – NGFS).

Масштабы возможного снижения мирового спроса на нефть тем более существенны, чем более серьезно ожидаемое ужесточение климатического регулирования. Его мерилom и одновременно показателем, разграничивающим климатические сценарии, могут выступать показатели допустимого роста среднемировой температуры или обязательств по сокращению выбросов. При этом, поскольку предпосылки в основе расчетов BP и NGFS различаются, мы руководствуемся отклонениями в оценках мирового спроса относительно сохранения текущего уровня жесткости климатического регулирования. Далее мы называем такой сценарий базовым<sup>10</sup> и сопоставляем его со сценарием, рассмотренным в предыдущей части, в которой ужесточения климатического регулирования не предполагается.

Наиболее мягким из сценариев с ужесточением климатического регулирования является сценарий **Below 2°C BP**, предполагающий рост средней температуры к 2050 г. не более чем на 2°C. В своем обзоре BP (BP Energy Outlook 2025) ожидает в данном сценарии, что уровень мирового потребления нефти в 2030 г. составит около 100 млн б/с, что на 3% ниже, чем в базовом сценарии.

Количество сценариев NGFS велико. Мы выделили два, от которых можно оттолкнуться для определения границ диапазона возможного отклонения уровня спроса от базового сценария.

- Сценарий **Below 2°C NGFS** предполагает, что ограничение на рост температуры на 2°C ставится на горизонте до 2100 г., но в период до 2030 г. действуют более жесткие, чем у BP, предпосылки: основное сокращение выбросов за счет снижения потребления нефти возможно именно в ближайшие годы. В данном сценарии мировой спрос к 2030 г. окажется ниже уровня базового сценария на 9%.
- Сценарий более строгого регулирования **Net Zero NGFS** предполагает чистый нулевой баланс выбросов CO<sub>2</sub> (когда объем выделяемого в атмосферу и поглощаемого из нее углекислого газа равны). В этом сценарии рост среднемировой температуры к 2050 г. не превысит 1,5°C, а мировое

---

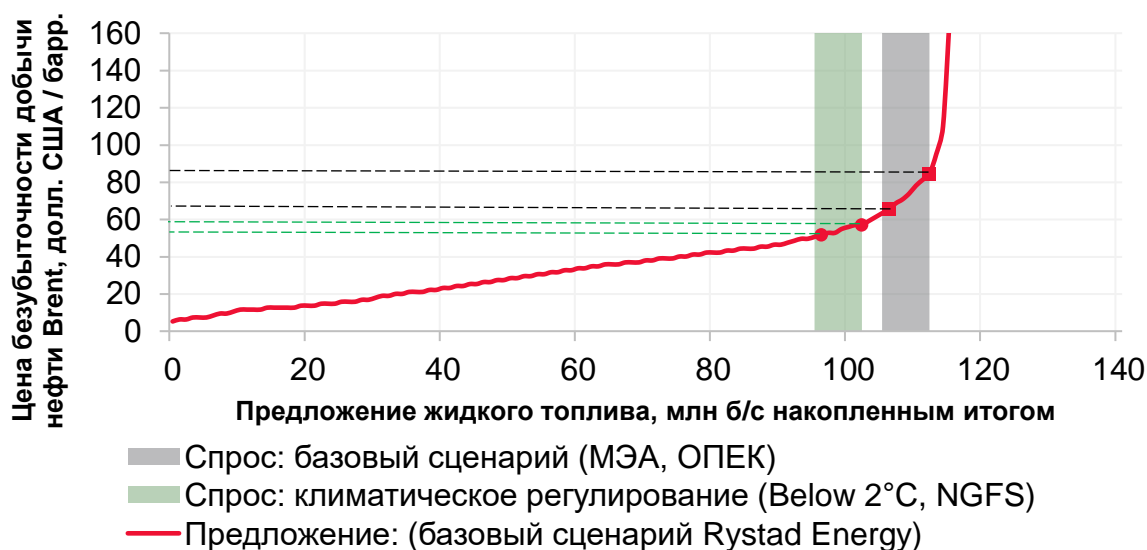
<sup>10</sup> В базовом сценарии предполагается рост средней температуры к 2050 г. на 3°C (оценка NGFS).

потребление нефти к 2030 г. может оказаться ниже, чем в базовом сценарии, на 18%. Реализация такого сценария потребует от стран мира согласованной и очень активной климатической политики, включая резкое повышение углеродного налога до 1,5 тыс. долл. США за тонну CO<sub>2</sub> к 2030 году.

Однако чем более амбициозен климатический сценарий, тем ниже вероятность его реализации в условиях сохраняющихся в мире противоречий в области климатической политики, поэтому мы расцениваем сценарий **Net Zero NGFS** как недостижимый. Оба сценария **Below 2°C NGFS** видятся нам возможными, при этом с учетом консервативных предпосылок в дальнейших рассуждениях отправной точкой для нас является более жесткий из реалистичных сценариев – сценарий **Below 2°C NGFS**.

Диапазон возможных оценок мирового спроса на нефть при реализации указанного климатического сценария мы определяем, закладывая полученные NGFS отклонения от базового сценария относительно наших оценок спроса в отсутствие ужесточения климатического регулирования, полученных в предыдущем разделе (Рисунок 5). Таким образом, вместо 106–113 млн б/с (оценки базового сценария) при ужесточении климатического регулирования мировой спрос к 2030 г. может оказаться в диапазоне 96–103 млн б/с. При используемой нами кривой мирового предложения это предполагает, что равновесная цена на нефть может сложиться в диапазоне 50–57 долл. США / барр. (вместо 63–85 долл. США / барр. в базовом сценарии) в эквиваленте Brent. В эквиваленте Urals<sup>11</sup> это равнозначно 43–48 долл. США / барр. (вместо 54–72 долл. США / барр. в базовом сценарии).

Рисунок 5. Цена безубыточности добычи (кривая предложения) нефти марки Brent и мировой спрос на нефть в 2030 г. в климатических сценариях, в ценах 2025 года



Источники: Rystad Energy, ОПЕК, МЭА, NGFS, расчеты Банка России.

## Последствия пересмотра базовой цены на нефть в бюджетном правиле

Проведение бюджетной политики на основе бюджетных правил обеспечивает ряд важных преимуществ для стран, богатых природными ресурсами, что подтверждает

<sup>11</sup> При предпосылке о стабилизации дисконта Urals к Brent на уровне, соответствующем среднему значению за III квартал 2023 г. – III квартал 2025 года.

российский опыт. В частности, отвязка расходов от конъюнктуры на сырьевых рынках способствует снижению процикличности бюджетной политики, предотвращая рост расходов в периоды высоких нефтяных цен и их снижение в неблагоприятные годы.

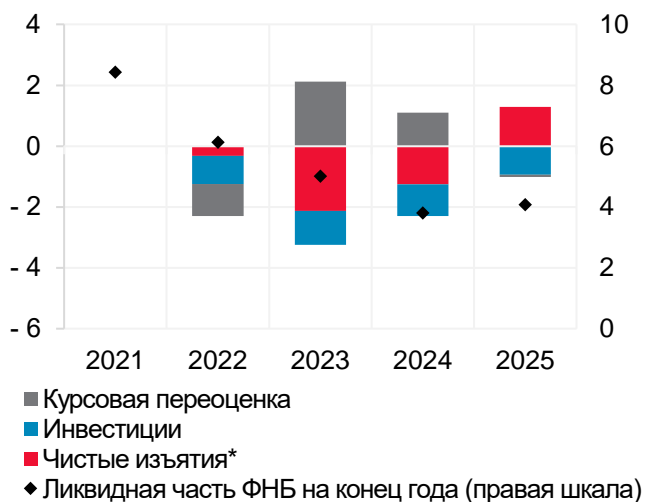
Сопутствующее повышение предсказуемости уровня расходов увеличивает прозрачность проводимой политики, упрощает прогнозирование и планирование для домохозяйств и фирм. Валютные операции в рамках бюджетного правила (закупки валюты при формировании дополнительных нефтегазовых доходов и продажи – при получении выпадающих) существенно ограничивают влияние внешней конъюнктуры на валютный курс и макропоказатели.

Ключевое значение для реализации указанных преимуществ имеет сохранение конструкции бюджетного правила в неизменном виде в течение продолжительного периода. При этом выбор уровня базовой цены близко к долгосрочно устойчивому уровню является важным условием эффективного перераспределения благосостояния между периодами высокой и низкой сырьевой конъюнктуры и формирования необходимой подушки безопасности. Тем самым такой выбор выступит важным условием поддержания долгосрочной устойчивости госфинансов. При этом, как мы обсуждали выше, выбор высокой базовой цены нефти сопряжен прежде всего с рисками ускоренного исчерпания бюджетных резервов, в то время как выбор слишком низкой цены, хотя и связан с устойчиво более низким уровнем расходов и повышенным сбережением средств в ФНБ, но во многом может нивелироваться инвестированием средств ФНБ внутри страны. Таким образом, риски завышения базовой цены на нефть, вероятно, требуют более пристального внимания. Дополнительную актуальность этому вопросу придают изложенные выше последствия ужесточения климатического регулирования.

В последние годы бюджетная политика оказывала экономике необходимую в условиях структурной трансформации поддержку. Важным ресурсом, обеспечившим возможность проведения такой политики, стали резервы ФНБ, накопленные в периоды высоких нефтяных цен. За 2022–2025 гг. объем ликвидной части ФНБ сократился до 4,1 трлн с 8,4 трлн руб., то есть на поддержку российской экономики было направлено свыше половины ресурсов Фонда, накопленных к концу 2021 г. (Рисунок 6). Поэтому важно, чтобы базовая цена в бюджетном правиле обеспечивала возврат к постепенному накоплению бюджетных резервов в ФНБ. Для этого базовая цена должна ориентироваться на долгосрочный равновесный уровень, а лучше – быть немного ниже него.

Принятая в 2025 г. редакция бюджетного правила предполагала постепенное снижение базовой цены на нефть с 60 долл. США / барр. в 2025 г. на 1 долл. США / барр. ежегодно (в номинальном выражении). В результате базовая цена должна была выйти на нижнюю границу диапазона наших оценок устойчивой цены на нефть в 2028 году. С учетом вероятного нахождения цены на нефть на нисходящей стадии конъюнктурного цикла это могло бы вести к ощутимым выпадающим нефтегазовым доходам на всем среднесрочном горизонте. По нашим оценкам, в результате произошло бы обнуление ликвидной части ФНБ до конца 2028 г., даже при сокращении использования средств ФНБ на инвестпрограмму.

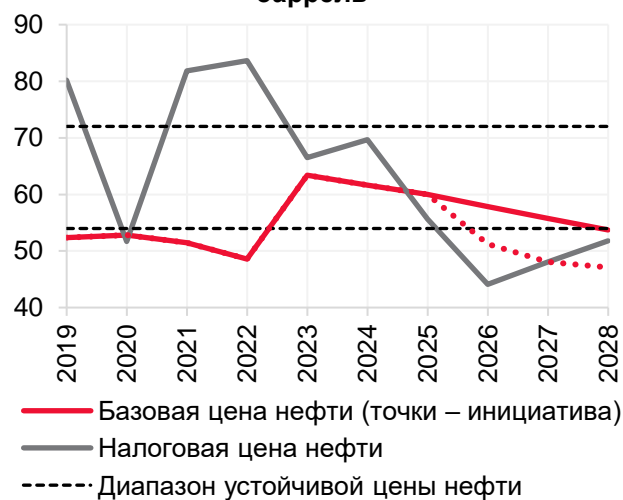
Рисунок 6. Ликвидная часть ФНБ и факторы ее изменения, трлн рублей



\* Поступления за вычетом изъятий. Не соответствует сумме дополнительных (выпадающих) нефтегазовых доходов предыдущего года.

Источники: Минфин России, Банк России.

Рисунок 7. Базовая цена на нефть в действовавшем бюджетном правиле и налоговая цена на нефть\*, долл. США / баррель



До 2022 г. – Urals, 2026–2028 гг. – среднесрочный макроэкономический прогноз Банка России, в качестве дефляторов используется индекс личных потребительских расходов в США.

Источники: Минфин России, Росказна, Росстат, расчеты Банка России.

Поэтому выдвинутая Минфином России инициатива о более значительном снижении базовой цены на нефть с 2027 г. в условиях строгого следования бюджетному правилу видится закономерным шагом для сохранения эффективности механизма ФНБ как подушки безопасности (Рисунок 7) даже на фоне резко улучшившейся конъюнктуры из-за событий на Ближнем Востоке. По нашим оценкам, даже при полной реализации программы инвестирования средств ФНБ (1,0 трлн руб. за 2026–2028 гг.) более активное снижение базовой цены на нефть, чем заложено в текущей версии бюджетного правила, позволит обеспечить достаточный размер ликвидной части Фонда в конце среднесрочного горизонта. В случае выхода на нулевой первичный структурный дефицит в соответствии с планами Минфина России его уровень (около 1,3% ВВП на конец 2028 г.) обеспечит возможность прохождения возможного периода пониженных нефтяных цен в будущем. Однако в дальнейшем в зависимости от реализации тех или иных рисков, в том числе климатических, вопрос пересмотра уровня базовой цены на нефть может стать вновь актуальным.

## Заключение

Долгосрочно устойчивый уровень цены на нефть – это ненаблюдаемый и в значительной степени теоретический показатель, имеющий большое практическое значение. Выбранный подход к его определению может оказать существенное влияние на точность макроэкономического прогноза, в особенности для стран, богатых нефтью, а также сыграть немаловажную роль в обеспечении долгосрочной устойчивости госфинансов. Однако консенсуса в определении данного показателя не сложилось ни в литературе, ни на практике. Кроме того, нет единогласия и в оценках будущей, в особенности долгосрочной, динамики глобального спроса и предложения нефти, которые напрямую определяют долгосрочно устойчивый уровень цены на нефть. Учитывая высокую неопределенность, мы ожидаем, что при сохранении текущей жесткости климатического регулирования долгосрочно устойчивая цена на нефть Urals может находиться в широком диапазоне 54–72 долл. США / барр. со смещением в нижнюю часть интервала. В случае ужесточения климатической политики (в масштабах, которые нам видятся реалистичными) сопоставимые оценки снижаются до 43–48 долл. США за баррель.

С точки зрения бюджетной политики в условиях высокой неопределенности видится более целесообразным выбор базовой цены на нефть ближе к нижней границе найденного нами широкого диапазона возможных значений долгосрочно устойчивой цены на нефть. Это означает более быстрое снижение базовой цены на нефть, чем принято в текущей редакции бюджетного правила от 2025 года. С учетом этого инициатива Минфина России по пересмотру базовой цены вниз видится целесообразным решением для возобновления накоплений средств в ФНБ и сохранения его роли как подушки безопасности. Если новая траектория базовой цены окажется занижена и ФНБ будет быстро пополняться, эффекты ужесточения бюджетного правила в части снижения поддержки экономике могут быть нивелированы за счет инвестирования части средств ФНБ сверх определенного уровня в российскую экономику. В будущем по мере реализации тех или иных рисков может встать вопрос о новом пересмотре базовой цены на нефть.

## Приложение

Таблица 1. Предпосылки базового сценария Rystad Energy прогнозирования цен безубыточности добычи нефти

<b>Предпосылки</b>
Профиль добычи нефти на традиционных активах строится на основе оставшихся технически извлекаемых ресурсов месторождений и стандартных профилей (фазы наращивания, плато, спада) при текущих неизменных налоговых режимах
Добыча сланцевой/трудноизвлекаемой нефти прогнозируется снизу вверх, начиная с оценки кривых добыч на отдельных скважинах исходя из размеров и распределения углеводородов в нефтеносных пластах, расстояния между скважинами и предположения нейтральности денег для будущего графика бурения
Цены безубыточности добычи нефти рассчитываются при NPV проектов = 0
На традиционных активах общий уровень затрат растет на 5–10% до 2030 г. с последующим снижением до среднего уровня 2017–2020 годов. Для сланцевой нефти общий уровень затрат снижается на 10–15% относительно текущих уровней из-за роста конкуренции в нефтесервисном секторе
Прогноз основан на текущих технологиях бурения и добычи
Полное снятие действующих ограничений на добычу нефти со стороны стран – членов ОПЕК+ в долгосрочной перспективе
Выход на предельно допустимые мощности добычи нефти всех стран ОПЕК+, за исключением Саудовской Аравии, традиционно сохраняющей свободные мощности (около 1 млн б/с)
Отсутствие ограничений пропускной способности инфраструктуры

## Список литературы

- Кулкаева А., Тайбекова А., Орлов К. (2024). Прогнозирование цен на нефть // Национальный Банк Казахстана, экономическое исследование № 2024-6.
- Boer L., Pescatori A., Stuermer M. (2023). Not all energy transitions are alike: Disentangling the effects of demand and supply-side policies on future oil prices // IMF Working paper No. 2023/160.
- BP (2025). Energy Outlook 2025.
- Clayton B., Levi M. A. (2015). Fiscal breakeven oil prices: Uses, abuses, and opportunities for improvement // Council on Foreign Relations.
- Eyraud L., Gbohoui W., Medas P.A. (2023). A new fiscal framework for resource-rich countries // IMF Working paper No. 2023/230.
- Federal Reserve Bank of Dallas (2025). Lingerin g pessimism, uncertainty further weigh on oil and gas activity // Dallas Fed Energy Survey, Fourth Quarter 2025.
- Federal Reserve Bank of Kansas City (2026). Tenth district energy activity fell sharply // Kansas City Fed Energy Survey, Fourth Quarter 2025.
- Gourinchas P.O. (2025). Global current account balances widen, reversing narrowing trend // IMF Blog.
- Haugom E., Mydland Ø., Pichler A. (2016). Long term oil prices // Energy Economics, No. 58.
- International Energy Agency (2021). Net Zero by 2050: A roadmap for the global energy sector. [\\_](#)
- International Energy Agency (2025). Oil 2025 Analysis and forecast to 2030. [\\_](#)
- International Energy Agency (2025). World energy outlook 2025.
- International Monetary Fund (2025). Charting a path through the Haze // Regional economic outlook: Middle East and Central Asia, May 2025.
- Iradian G., Burgara I. (2023). Hydrocarbon exporters: Breakeven oil prices are set to increase // Institute of International Finance.
- Kilian L., Zhou X. (2020). The econometrics of oil market VAR models // Federal Reserve Bank of Dallas, Working paper No. 2006.
- Kleinberg R. L., Paltsev S., Ebinger C. K. E., Hobbs D. A., Boersma T. (2018). Tight oil market dynamics: Benchmarks, breakeven points, and inelasticities // Energy Economics, No. 70.
- Network for Greening the Financial System (2024). Long-term climate scenarios.
- Organization of the Petroleum Exporting Countries (2025). World Oil Outlook 2050. [\\_](#)
- Rystad Energy (2023). Fossil fuel supply curves // Department for Energy Security and Net Zero.
- Rystad Energy (2024). Shale project economics still reign supreme as cost of new oil production rises further.
- S&P Global (2023). Saudi fiscal breakeven oil prices seen skewed by significant PIF spending.

Setser B.W., Frank C.V. (2017). Using external breakeven prices to track vulnerabilities in oil-exporting countries // Council on Foreign Relations.

U.S. Energy Information Administration (2020). Breakeven crude oil prices are one metric of the economic constraints facing OPEC+ members.