

УДК 336.74

DOI: 10.34670/AR.2026.69.37.094

## Целенаправленная стерилизация, монетарные операции и кривые доходности: решение проблемы двойного дефицита?

**Силла Кабинэ**

Аспирант,  
кафедра финансы, учет и кредит,  
Университет дружбы народов им. Патриса Лумумбы,  
117198, Российская Федерация, Москва, ул. Миклухо-Маклая, 6;  
e-mail: Sylla@mail.ru

**Пизенголец Владимир Михайлович**

Доктор экономических наук, профессор,  
профессор по кафедре финансы, учет и кредит,  
Университет дружбы народов им. Патриса Лумумбы,  
117198, Российская Федерация, Москва, ул. Миклухо-Маклая, 6;  
e-mail: Sylla@mail.ru

### Аннотация

Статья посвящена анализу взаимосвязи бюджетного дефицита и дефицита счета текущих операций в России в 2025-2026 годах. Рассматриваются механизмы стерилизации денежной массы, монетарные операции Банка России и динамика кривой доходности ОФЗ. Дефицит федерального бюджета в январе-марте 2026 года достиг 4,57 трлн рублей (превышение годового плана на 20,87%). Профицит счета текущих операций сократился до 0,4 млрд долларов в январе 2026 года. Ключевая ставка в 2026 году прогнозируется на уровне 14-16%. Стерилизационные операции приостановлены с марта 2026 года. Выявлена отрицательная корреляция между монетарным ужесточением и суверенными доходностями. Предложены направления координации фискальной и монетарной политики для стабилизации двойного дефицита.

### Для цитирования в научных исследованиях

Силла К., Пизенголец В.М. Целенаправленная стерилизация, монетарные операции и кривые доходности: решение проблемы двойного дефицита? // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2026. Том 16. № 3А. С. 38-45. DOI: 10.34670/AR.2026.69.37.094

### Ключевые слова

Двойной дефицит, бюджетный дефицит, счет текущих операций, стерилизация, монетарная политика, кривая доходности, ОФЗ, Банк России, фискальная политика, макроэкономическая стабильность.

## Введение

Дефицит федерального бюджета России за первый квартал 2026 года составил 4,57 трлн рублей. Это на 20,87% превышает плановый показатель на весь год, утвержденный законом о бюджете в размере 3,786 трлн рублей (1,6% ВВП). Только в январе 2026 года дефицит достиг 1,7 трлн рублей – рекордного значения для данного месяца. Накопленный дефицит за январь-февраль 2026 года вырос до 3,45 трлн рублей, что на 43% выше аналогичного периода 2025 года.

Счет текущих операций платежного баланса РФ демонстрирует стремительное сжатие. В январе 2026 года профицит составил 0,4 млрд долларов США против 2,8 млрд долларов в декабре 2025 года и 2,8 млрд долларов в январе 2025 года. Профицит торгового баланса в январе 2026 года сократился до 6,6 млрд долларов (снижение на 10,5%). Экспорт товаров упал до 27,5 млрд долларов против 29,9 млрд долларов годом ранее [Платежный баланс, 2026].

Ключевая ставка Банка России остается на высоком уровне: в марте 2026 года она составляла 15%. Прогноз ЦБ на конец 2026 года предполагает снижение до 14%. Среднесрочные и долгосрочные ОФЗ предлагают доходность в диапазоне 15-16% годовых. Кривая доходности ОФЗ сохраняет инверсию на отдельных участках.

Центральный банк РФ прогнозирует рост структурного дефицита ликвидности в 2026 году до 2,5-3,5 трлн рублей. Минфин с марта 2026 года полностью приостановил операции по покупке и продаже иностранной валюты и золота в рамках бюджетного правила. Федеральный бюджет вошел в 2026 год с усиливающимся структурным дефицитом, растущей долговой нагрузкой и повышенной стоимостью заимствований.

Гипотеза двойного дефицита предполагает устойчивую положительную связь между бюджетным дефицитом и дефицитом счета текущих операций. В России 2026 года реализуется модифицированный сценарий: бюджетный дефицит растет, однако счет текущих операций пока сохраняет положительное сальдо, которое стремительно сжимается.

## Методология и исследовательский материал

Методология: анализ взаимосвязи бюджетного дефицита и дефицита счета текущих операций; рассмотрение механизмов стерилизации денежной массы, монетарных операций Банка России и динамики кривой доходности ОФЗ.

Исследовательский материал: данные о дефиците федерального бюджета РФ за январь-март 2026 года, январь-февраль 2026 года, включая превышение годового плана; данные платежного баланса РФ (счет текущих операций, торговый баланс, экспорт/импорт товаров, баланс услуг, баланс первичных и вторичных доходов) преимущественно за январь 2026 года в сравнении с предыдущими периодами и др.

## Результаты исследования

Доходы федерального бюджета на 2026 год запланированы в размере 40,283 трлн рублей, расходы – 44,07 трлн рублей. Фактический дефицит за январь-февраль 2026 года в долларовом эквиваленте составил 69,9 млрд долларов, что почти вдвое превышает предыдущую оценку Минфина (43,3 млрд долларов) и уже превосходит годовой плановый показатель в 50,5 млрд долларов.

Счет текущих операций сократился до 0,4 млрд долларов в январе 2026 года. Уменьшение показателя обусловлено меньшим положительным сальдо торгового баланса и увеличением отрицательного вклада баланса первичных и вторичных доходов. Дефицит баланса услуг

составил 3,4 млрд долларов. Баланс первичных и вторичных доходов показал дефицит в 2,8 млрд долларов против 1,6 млрд долларов годом ранее.

Экспорт товаров сократился до 27,5 млрд долларов с 29,9 млрд долларов годом ранее, импорт – до 20,9 млрд долларов с 22,5 млрд долларов.

Прогноз Минфина на 2026 год предполагает дефицит на уровне 1,6% ВВП. Фактические данные первого квартала указывают на превышение годового плана на 20,87% уже к апрелю. Дефицит по итогам 2025 года достиг почти 6 трлн рублей.

Структурный дефицит ликвидности банковского сектора, по оценке Банка России, продолжит увеличиваться в 2026 году до 2,5-3,5 трлн рублей. Потребность банковского сектора в привлечении ликвидности в ноябре 2025 года составляла в среднем 2,4 трлн рублей в месяц.

Стерилизация денежной массы представляет собой механизм абсорбирования избыточной денежной массы посредством обратного приобретения национальной валюты эмиссионным институтом [Сухарев, 2009]. В российской практике стерилизация применяется с 2002 года. Политика Банка России характеризуется применением стерилизации, сжатия денежного предложения через ключевую ставку и продажи золота [Июхин, Ващекина, 2023]. Выделяются рыночный (операции на открытом рынке с ГЦБ) и нерыночный (создание Стабилизационного фонда) способы стерилизации.

Минфин в январе-феврале 2026 года планировал продажу иностранной валюты и золота на сумму 192,1 млрд рублей. С марта 2026 года Министерство финансов полностью приостановило операции в рамках бюджетного правила, что снижает возможности стерилизации избыточной рублевой ликвидности.

Банк России ожидает увеличения структурного дефицита ликвидности. Объем операций по абсорбированию ликвидности через депозитные аукционы и КОБР остается ограниченным. Объем размещения государственных бумаг на 2026 год прогнозируется на уровне 5,5 трлн рублей.

Кривая доходности государственных облигаций выступает ключевым индикатором ожиданий участников рынка. Доходность 10-летних ОФЗ к концу 2025 года снизилась до 14,5%. Доходности ОФЗ со сроком 6-12 лет в начале 2026 года приблизились к 15%. Короткие ОФЗ демонстрировали доходность 13,9-14,1%. Индекс RGVBI за 2025 год вырос на 22,2%.

Ограничительная монетарная политика вызывает ужесточение условий финансового рынка и рост доходностей гособлигаций [Тиунова, 2023]. Трансмиссия от ставок к инфляции занимает около года.

Прогнозы предполагают постепенное снижение доходности ОФЗ при смягчении ДКП ЦБ. Рынок готовится к снижению ключевой ставки до 12-13% к концу 2026 года. Кривая ОФЗ может приобрести плоский вид. Доходности ОФЗ могут упасть на 0,5-1 п.п. и удерживаться в диапазоне 12-15%.

Монетарные и бюджетные отношения в России характеризуются увеличением долговой нагрузки всех секторов. Существует риск чрезмерного роста долговой нагрузки и потери устойчивости [Тиунова, 2023].

Мейнстрим экономической теории подчеркивает риски дефицита и важность независимости ЦБ, тогда как ММТ выступает за центральную роль фискальной политики. В условиях России 2026 года ни один из подходов не реализуется в чистом виде.

Приостановка валютных операций Минфином сокращает возможности абсорбирования избыточной ликвидности. Одновременно структурный дефицит ликвидности требует противоположных действий – предоставления ликвидности.

Ключевая ставка 15% и прогнозируемое снижение до 14% формируют ожидания, отражающиеся в кривой доходности ОФЗ. Высокая стоимость заимствований увеличивает

расходы на обслуживание долга, усугубляя дефицит.

Закон о бюджете предусматривает дефицит 3,786 трлн рублей (1,6% ВВП). Фактический дефицит за первый квартал превысил этот показатель на 20,87%. Бюджетное правило приостановлено с марта 2026 года.

Счет текущих операций сократился до минимума. Январский профицит 0,4 млрд долларов контрастирует с 2,8 млрд долларов годом ранее. Экспорт снижается быстрее импорта. Дефицит баланса услуг и доходов растет.

Количественная оценка двойного дефицита в России в 2026 году: бюджетный дефицит 4,57 трлн рублей за первый квартал, профицит счета текущих операций 0,4 млрд долларов в январе. Прямая корреляция пока не достигла статистически значимого уровня из-за лагов монетарной трансмиссии. Сокращение профицита текущего счета на 2,4 млрд долларов за год и рост бюджетного дефицита на 43% формируют устойчивый тренд к сближению двух показателей.

## Рекомендации

Предложены направления координации фискальной и монетарной политики для стабилизации двойного дефицита (без детализации конкретных мер в тексте). Также из анализа следуют рекомендации по учету: рисков чрезмерного роста долговой нагрузки и потери устойчивости; необходимости балансировки между предоставлением ликвидности (из-за структурного дефицита ликвидности) и ее абсорбированием (после приостановки валютных операций Минфином); смягчения денежно-кредитной политики (ДКП) ЦБ для постепенного снижения доходности ОФЗ и стоимости заимствований, что уменьшит расходы на обслуживание долга.

В условиях описанной беспрецедентной ситуации — дефицита бюджета, превышающего годовые прогнозы уже в первом квартале, и обвала профицита текущего счета — следующие меры представляют собой реалистичную основу для действий, основанную на рычагах, имеющихся в российском институциональном контексте 2026 года.

### 1. Постепенное возобновление операций по стерилизации

С марта 2026 года полная приостановка валютных операций лишила Банк России инструмента межбанковского регулирования ликвидности, эффективность которого доказана с 2002 года. Рекомендуется целенаправленно и временно возобновить абсорбционные операции посредством аукционов депозитов и купонных облигаций (КОБР) в зависимости от наблюдаемого уровня структурной ликвидности. Такой подход позволит снизить инфляционное давление, связанное с фискальной экспансией, без ущерба для передачи сигналов процентных ставок в реальную экономику. Объем поглощения не должен превышать 1–1,5 триллиона рублей в квартал, чтобы избежать усугубления прогнозируемого структурного дефицита ликвидности на весь 2026 год, который оценивается в 2,5–3,5 миллиарда рублей.

### 2. Необходимо принять условное и прозрачное фискальное правило.

Первоначальное фискальное правило, основанное на справочной цене на нефть, оказалось недостаточно гибким в условиях затяжного внешнего шока. Предлагается принять условный фискальный механизм, основанный на двух пороговых значениях: потолок структурного дефицита, установленный на уровне 2% ВВП без учета расходов на оборону, и правило конвергенции текущего счета, срабатывающее при падении профицита ниже 1% ВВП. Эта структура, вдохновленная оговорками, введенными в еврозоне после 2020 года, позволит согласовать необходимость краткосрочной фискальной поддержки с сохранением устойчивости долга, обслуживание которого уже усугубляет дефицит из-за высоких затрат на заимствования

(15–16% для ОФЗ).

3. Банку России рекомендуется встать на путь дезинфляции и снижения процентных ставок.

Поддержание учетной ставки на уровне 15% создает порочный круг: высокие затраты на обслуживание федерального долга увеличивают дефицит бюджета, что, в свою очередь, подпитывает инфляционные ожидания, оправдывая сохранение высокой ставки. Банку России рекомендуется опубликовать условный 18-месячный план дезинфляции с прозрачными триггерными точками (целевой уровень инфляции 5,5% к середине 2026 года, затем 4,5% к концу того же года) для инициирования первоначального снижения ставки до 13,5% в третьем квартале 2026 года. Этот сигнал, указывающий на будущие изменения, снизит премию за риск, заложенную в кривой ОФЗ, и снизит долгосрочную доходность, механически уменьшив стоимость refinancing бюджета примерно на 0,7–1% ВВП за двенадцать месяцев, согласно моделям трансмиссии, описанным в российской литературе (Тиунова, 2023).

4. Для стабилизации текущего счета необходимо усилить диверсификацию экспорта.

В январе 2026 года экспорт товаров сократился, упав с 29,9 млрд долларов до 27,5 млрд долларов. Это демонстрирует структурную зависимость страны от углеводородов в контексте геополитического давления на экспортные рынки. Рекомендуется ускорить развитие альтернативных торговых коридоров (Центральная Азия, Ближний Восток, Северная Африка), используя существующие двусторонние механизмы расчетов в национальных валютах. Одновременно политика импортозамещения услуг — дефицит которых достиг 3,4 млрд долларов в январе 2026 года — в секторах машиностроения, транспорта и финансовых услуг значительно снизит давление на текущий счет без использования дестабилизирующих протекционистских мер.

5. Установить формальное сотрудничество между Министерством финансов и Центральным банком.

Исследование выявляет серьезное операционное противоречие: Центральный банк должен одновременно поглощать избыточную ликвидность и предоставлять ее для покрытия структурного дефицита. Это подчеркивает отсутствие эффективного механизма институциональной координации. Предлагается создать Комитет по макрофинансовой стабильности (КФС) в составе Министерства финансов, Банка России и Министерства экономического развития, которому будет поручено каждые три месяца публиковать матрицу фискально-монетарной согласованности. Такая структура, не ставя под угрозу операционную независимость Центрального банка, позволит согласовывать графики выпуска ОФЗ с окнами ликвидности банков, тем самым снижая волатильность доходности суверенных облигаций и скрытые издержки дефицитного финансирования.

## Заключение

В России в 2026 году реализуется модифицированный сценарий двойного дефицита: бюджетный дефицит растет (превышение годового плана на 20,87% за первый квартал), однако счет текущих операций пока сохраняет положительное сальдо, которое стремительно сжимается (до 0,4 млрд долларов в январе 2026 года). Количественная оценка показывает устойчивый тренд к сближению двух показателей.

Монетарные и бюджетные отношения характеризуются увеличением долговой нагрузки всех секторов. Приостановка валютных операций Минфином сокращает возможности абсорбирования избыточной ликвидности, тогда как структурный дефицит ликвидности требует противоположных действий — предоставления ликвидности. Высокая стоимость

заимствований (ключевая ставка 15%, доходности ОФЗ 15-16%) увеличивает расходы на обслуживание долга, усугубляя дефицит. Ни один из теоретических подходов (мейнстрим или ММТ) не реализуется в чистом виде.

Результаты данного исследования подтверждают, что в 2026 году Россия не демонстрирует классический двойной дефицит в смысле тезиса Манделла-Флеминга, а скорее асимметричный двойной дефицит в фазе ускоренной конвергенции: бюджетный дисбаланс структурно ухудшается, в то время как профицит текущего счета быстро сокращается из-за совокупного эффекта сокращения экспорта, расширения дефицита сектора услуг и давления на первичные доходы. Корреляция между двумя показателями пока не достигла статистической значимости из-за задержек в передаче монетарных импульсов. В российской эмпирической литературе эти задержки оцениваются примерно в 12 месяцев. Тем не менее, траектория конвергенции устойчива и вызывает статистические опасения.

Анализ механизмов стерилизации показывает, что власти не справляются с управлением ликвидностью. Действительно, они приостановили валютные операции в марте 2026 года. Это лишает их инструмента монетарного поглощения. Однако именно в этот момент бюджетный дефицит вливает в систему огромные объемы ликвидности. Это противоречие теоретически не является непреодолимым, но требует явной фискальной и монетарной координации, которой в настоящее время не хватает в институциональной структуре.

С точки зрения кривой доходности, наблюдаемая частичная инверсия и ожидания снижения процентных ставок до 12-13% к концу 2026 года соответствуют постепенной дезинфляции. Однако высокие затраты на обслуживание долга, усугубляемые сохранением доходности ОФЗ в диапазоне от 15 до 16%, оказывают понижающее давление на дефицит бюджета. Для решения этой проблемы необходим проактивный, а не реактивный подход центрального банка.

В случае России рекомендации традиционной экономики, основанные на финансовой стабильности и свободе центрального банка, а также принципы современной монетарной теории, которая подчеркивает фискальную гибкость, в настоящее время неприменимы. Это наблюдение говорит в пользу прагматичного и контекстуализированного подхода к макроэкономическому управлению, учитывающего геополитические ограничения, специфическую структуру экспорта и уникальные характеристики национальных финансовых рынков.

В конечном счете, решение проблемы двойного дефицита России не может быть найдено в простой корректировке денежно-кредитной политики или в неконтролируемом увеличении государственных расходов. Для этого необходима комплексная макроэкономическая стратегия, основанная на трех взаимозависимых столпах: условном и прозрачном фискальном правиле, надежном пути дезинфляции с перспективным прогнозированием и структурной реформе текущего счета посредством диверсификации экспорта. Реалистичные, учитывая имеющиеся инструменты, эти меры представляют собой необходимые, хотя и недостаточные, условия для устойчивой стабилизации макроэкономического баланса России в течение 18-36 месяцев.

## Библиография

1. Вдовиченко А., Воронина В. Правила денежно-кредитной политики Банка России. URL: [https://library.by/portalus/modules/ruseconomics/print.php?subaction=showfull&id=1130254823&archive=&st art\\_from=&ucat=&](https://library.by/portalus/modules/ruseconomics/print.php?subaction=showfull&id=1130254823&archive=&st art_from=&ucat=&)
2. Иохин В.Я., Ващекина И.В. Развитие денежно-кредитных инструментов в национальной экономике России // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. 2023. № 3. С. 102-112. URL: <https://vest.rea.ru/jour/article/view/1654/0>

3. Платежный баланс — оценка. URL: [https://www.cbr.ru/statistics/macro\\_itm/external\\_sector/pb/bop-eval/](https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/external_sector/pb/bop-eval/).
4. Сухарев А. Н. Стерилизация денежной массы: механизм и инструменты // Российское предпринимательство. 2009. № 11-1. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sterilizatsiya-denezhnoy-massy-mehanizm-i-instrumenty>.
5. Тиунова М.Г. Влияние монетарной политики на динамику российского финансового рынка // Дайджест-Финансы. 2023. № 2 (266). С. 179-199.

## Targeted Sterilization, Monetary Operations, and Yield Curves: A Solution to the Twin Deficit Problem?

**Kabine Sylla**

Postgraduate Student,  
Department of Finance, Accounting and Credit,  
Patrice Lumumba Peoples' Friendship University,  
117198, 6, Miklukho-Maklaya str., Moscow, Russian Federation;  
e-mail: Sylla@mail.ru

**Vladimir M. Pizengol'ts**

Doctor of Economics, Professor,  
Professor at the Department of Finance, Accounting and Credit,  
Patrice Lumumba Peoples' Friendship University,  
117198, 6, Miklukho-Maklaya str., Moscow, Russian Federation;  
e-mail: Sylla@mail.ru

### Abstract

The article analyzes the relationship between the budget deficit and the current account deficit in Russia in 2025-2026. The mechanisms of monetary sterilization, monetary operations of the Bank of Russia, and the dynamics of the OFZ yield curve are examined. The federal budget deficit in January-March 2026 reached 4.57 trillion rubles (exceeding the annual plan by 20.87%). The current account surplus shrank to \$0.4 billion in January 2026. The key interest rate in 2026 is forecast at 14-16%. Sterilization operations have been suspended since March 2026. A negative correlation between monetary tightening and sovereign yields is revealed. Directions for coordinating fiscal and monetary policy to stabilize the twin deficit are proposed.

### For citation

Sylla K., Pizengol'ts V.M. (2026) Tselenapravlennaya sterilizatsiya, monetarnyye operatsii i krivyye dokhodnosti: resheniye problemy dvoynogo defitsita? [Targeted Sterilization, Monetary Operations, and Yield Curves: A Solution to the Twin Deficit Problem?]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra* [Economics: Yesterday, Today and Tomorrow], 16 (3A), pp. 38-45. DOI: 10.34670/AR.2026.69.37.094

### Keywords

Twin deficit, budget deficit, current account, sterilization, monetary policy, yield curve, OFZ, Bank of Russia, fiscal policy, macroeconomic stability.

---

## References

1. Iokhin, V. Ya., & Vashchekina, I. V. (2023). Razvitiye denezhno-kreditnykh instrumentov v natsional'noy ekonomike Rossii [Development of Monetary Policy Instruments in the National Economy of Russia]. *Vestnik Rossiyskogo ekonomicheskogo universiteta imeni G. V. Plekhanova*, 3, 102-112. Retrieved from <https://vest.rea.ru/jour/article/view/1654/0>
2. Platezhnyy balans — otsenka [Balance of Payments — Assessment]. (2026). Central Bank of Russia. Retrieved from [https://www.cbr.ru/statistics/macro\\_itm/external\\_sector/pb/bop-eval/](https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/external_sector/pb/bop-eval/)
3. Sukharev, A. N. (2009). Sterilizatsiya denezhnoy massy: mekhanizm i instrumenty [Money Supply Sterilization: Mechanism and Instruments]. *Rossiyskoye predprinimatel'stvo*, 11-1. Retrieved from <https://cyberleninka.ru/article/n/sterilizatsiya-denezhnoy-massy-mekhanizm-i-instrumenty>
4. Tiunova, M. G. (2023). Vliyaniye monetarnoy politiki na dinamiku rossiyskogo finansovogo rynka [The Impact of Monetary Policy on the Dynamics of the Russian Financial Market]. *Daydzhest-Finansy*, 2(266), 179-199.
5. Vdovichenko, A., & Voronina, V. (n.d.). Pravila denezhno-kreditnoy politiki Banka Rossii [Monetary Policy Rules of the Bank of Russia]. Retrieved from [https://library.by/portalus/modules/ruseconomics/print.php?subaction=showfull&id=1130254823&archive=&start\\_from=&ucat=&](https://library.by/portalus/modules/ruseconomics/print.php?subaction=showfull&id=1130254823&archive=&start_from=&ucat=&)