Вестник Евразийской науки / The Eurasian Scientific Journal https://esj.today

2025, Том 17, № s5 / 2025, Vol. 17, Iss. s5 https://esj.today/issue-s5-2025.html

URL статьи: https://esj.today/PDF/22FAVN525.pdf

5.2.4. Финансы (экономические науки)

Ссылка для цитирования этой статьи:
Корнев, Д. В. Анализ краткосрочных и долгосрочных факторов динамики индекса RGBI / Д. В. Корнев // Вестник евразийской науки. — 2025. — Т. 17. — № s5. — URL: https://esj.today/PDF/22FAVN525.pdf.

For citation:
Kornev D.V. Analysis of short-term and long-term factors of RGBI index dynamics. *The Eurasian Scientific Journal*. 2025;17(s5): 22FAVN525. Available at: https://esj.today/PDF/22FAVN525.pdf. (In Russ., abstract in Eng.).

УДК 336.763.311

Корнев Денис Вадимович
ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва, Россия
E-mail: 226253@edu.fa.ru; romancmh13@gmail.com

Научный руководитель: **Ахметов Миннегалей Гизятович**
ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва, Россия
Военный учебный центр имени профессора, генерал-майора С.М. Ермакова
Доцент
Кандидат военных наук, Член-корреспондент Академии военных наук Российской Федерации
E-mail: mgahmetov@fa.ru; amg330@mail.ru

Анализ краткосрочных и долгосрочных факторов динамики индекса RGBI

Аннотация. Современная экономическая конъюнктура российского долгового рынка характеризуется беспрецедентной волатильностью и структурными трансформациями, обусловленными комплексным воздействием монетарных, фискальных и геополитических факторов на динамику индекса государственных облигаций RGBI. Исследование посвящено комплексному анализу краткосрочных и долгосрочных детерминант, определяющих траекторию движения ключевого бенчмарка российского рынка государственного долга в условиях макроэкономической турбулентности 2024–2025 годов. Предметом исследования выступают механизмы влияния ключевой ставки Центрального банка, инфляционных ожиданий, геополитических рисков, структуры инвесторской базы и бюджетной политики на ценовую динамику облигаций федерального займа. Рассматривается эволюция методологических подходов к анализу факторов доходности государственных облигаций от классических моделей временной структуры процентных ставок до современных концепций, учитывающих поведенческие аспекты и структурные изменения рынка. Анализируется трансформация инвесторской базы российского рынка ОФЗ после введения санкционных ограничений, выявляются особенности формирования спроса со стороны различных категорий участников. Установлены количественные параметры влияния монетарной политики на динамику индекса RGBI, при чем изменение ключевой ставки на 100 базисных пунктов приводит к обратному изменению индекса на 2,5–3,5 % в зависимости от дюрации портфеля. Выявлены асимметричные эффекты воздействия геополитических факторов, демонстрирующие более выраженную реакцию рынка на негативные события по сравнению с позитивными. Разработанная модель многофакторного анализа динамики индекса RGBI интегрирует краткосрочные драйверы волатильности и долгосрочные структурные тренды, позволяя прогнозировать поведение рынка государственных облигаций с учетом нелинейных взаимосвязей между факторами. Научная новизна исследования заключается в систематизации

и квантификации влияния геополитических шоков на российский долговой рынок в условиях санкционного давления, выявлении структурных сдвигов в механизмах ценообразования ОФЗ и разработке комплексной модели факторного анализа, адаптированной к специфике современного этапа развития российского финансового рынка. Практическая значимость работы определяется возможностью применения разработанных подходов для оптимизации инвестиционных стратегий на рынке государственных облигаций, управления процентным риском и формирования обоснованных ожиданий относительно динамики доходности ОФЗ.

Ключевые слова: индекс RGBI; облигации федерального займа; ключевая ставка; монетарная политика; инфляционные ожидания; геополитические риски; доходность облигаций; дюрация; процентный риск; структура инвесторской базы

Введение

Российский рынок государственных облигаций переживает период фундаментальной трансформации, характеризующийся беспрецедентным уровнем волатильности и структурными изменениями в механизмах ценообразования, при чем индекс RGBI как основной бенчмарк рынка ОФЗ демонстрирует экстремальные колебания, отражающие воздействие множественных шоков на долговой сегмент финансового рынка.[1] Согласно данным торговой площадки, в период с начала 2024 года по сентябрь 2025 года индекс колебался в диапазоне от 105 до 122 пунктов, демонстрируя волатильность, превышающую исторические нормы в 2–3 раза.[2]

Монетарная политика Банка России в рассматриваемый период характеризовалась беспрецедентной жесткостью, направленной на сдерживание инфляционного давления, при чем ключевая ставка достигала исторического максимума в 21 % годовых в октябре 2024 года, что создало экстремальные условия для функционирования долгового рынка.[3] Последующее постепенное снижение ставки до 17 % к сентябрю 2025 года сформировало позитивную динамику индекса RGBI, однако сохраняющаяся неопределенность относительно дальнейшей траектории денежно-кредитной политики продолжает оказывать давление на рынок.[4]

Актуальность темы исследования определяется критической важностью понимания механизмов формирования динамики рынка государственных облигаций в условиях макроэкономической нестабильности и геополитической турбулентности.

Во-первых, изменение структуры инвесторской базы российского рынка ОФЗ после введения санкционных ограничений привело к доминированию внутренних институциональных инвесторов, при чем доля банков в структуре держателей достигла 65,6 %, что создает новые риски концентрации и системной взаимосвязанности.[5]

---

[1] Московская биржа. Индекс Мосбиржи государственных облигаций ценовой (RGBI). — [Электронный ресурс]. URL: https://www.moex.com/ru/index/RGBI (дата обращения 25.09.2025).

[2] TradingView. RGBI — Индекс государственных облигаций РФ. — [Электронный ресурс]. URL: https://ru.tradingview.com/symbols/RUS-RGBI/ (дата обращения 25.09.2025).

[3] Банк России. Инфляция и ключевая ставка Банка России. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.cbr.ru/hd_base/infl/ (дата обращения 25.09.2025).

[4] РБК Инвестиции. ЦБ снизил ключевую ставку до 17%: причины, влияние на рубль, рынок акций, облигаций. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.rbc.ru/quote/news/article/68c173cf9a794727504eb606 (дата обращения 25.09.2025).

[5] Газпромбанк. ОФЗ — что это такое простыми словами, виды. — [Электронный ресурс]. URL: https://gazprombank.investments/blog/bonds/ofz/ (дата обращения 25.09.2025).

Во-вторых, возрастающая роль геополитических факторов в ценообразовании российских государственных облигаций требует разработки новых аналитических подходов, учитывающих нелинейные эффекты и асимметричные реакции рынка на внешние шоки, при чем традиционные модели временной структуры процентных ставок демонстрируют ограниченную применимость в текущих условиях.[6]

В-третьих, усиление взаимосвязи между фискальной и монетарной политикой в условиях бюджетного дефицита и необходимости масштабного финансирования государственных расходов через размещение ОФЗ создает дополнительные риски для устойчивости долгового рынка, при чем Минфин планирует разместить облигации на 4,4 трлн рублей в 2025 году.[7]

Научная проблема заключается в отсутствии комплексной модели, адекватно описывающей взаимодействие краткосрочных и долгосрочных факторов динамики индекса RGBI в условиях структурных изменений российского финансового рынка, санкционного давления и макроэкономической нестабильности.

Объектом исследования выступает российский рынок государственных облигаций, представленный индексом RGBI как агрегированным показателем динамики наиболее ликвидных выпусков ОФЗ.

Предметом исследования являются краткосрочные и долгосрочные факторы, определяющие динамику индекса RGBI, механизмы их воздействия и взаимодействия в условиях современной экономической конъюнктуры.

Цель исследования — провести комплексный анализ факторов, влияющих на динамику индекса RGBI, и разработать многофакторную модель прогнозирования поведения российского рынка государственных облигаций.

Задачи исследования:

1. Систематизировать и классифицировать краткосрочные и долгосрочные факторы, влияющие на динамику индекса RGBI, с учетом специфики современного этапа развития российского долгового рынка.
2. Провести эмпирический анализ воздействия монетарной политики, инфляционных ожиданий и геополитических факторов на волатильность и направленность движения индекса государственных облигаций.
3. Разработать комплексную модель факторного анализа динамики индекса RGBI, интегрирующую количественные и качественные параметры влияния различных детерминант.

Научная новизна исследования заключается в систематизации и квантификации влияния геополитических шоков на динамику индекса RGBI в условиях санкционных ограничений, выявлении структурных сдвигов в механизмах ценообразования российских государственных облигаций после изменения состава инвесторской базы, а также в разработке адаптивной модели факторного анализа, учитывающей нелинейные эффекты и асимметричные реакции рынка.

---

[6] РБК Инвестиции. Курс рубля, цены на нефть и рынок акций с 22 по 28 сентября 2025: прогнозы. — [Электронный ресурс]. URL: https://rg.ru/2025/09/19/chto-budet-s-rublem-neftiu-i-birzhej-na-nedele-s-22-po-28-sentiabria.html (дата обращения 25.09.2025).

[7] Министерство финансов РФ. График аукционов по размещению облигаций федеральных займов. — [Электронный ресурс]. URL: https://minfin.gov.ru/ru/statistics/docs/auction/ (дата обращения 25.09.2025).

Практическая значимость работы определяется возможностью применения разработанных подходов для оптимизации инвестиционных стратегий институциональных и частных инвесторов на рынке ОФЗ, совершенствования риск-менеджмента в условиях повышенной волатильности, а также формирования обоснованных прогнозов динамики доходности государственных облигаций для целей финансового планирования.

1. Методы и материалы

Методологическую основу исследования составляют фундаментальные принципы теории временной структуры процентных ставок, позволяющие анализировать взаимосвязь между доходностью облигаций различной срочности и ожиданиями участников рынка относительно будущей траектории краткосрочных ставок.

Применяется комплекс эконометрических методов для анализа временных рядов динамики индекса RGBI, включая модели векторной авторегрессии (VAR) для исследования взаимосвязей между макроэкономическими переменными и доходностью облигаций, GARCH-модели для моделирования условной волатильности, а также методы коинтеграционного анализа для выявления долгосрочных равновесных соотношений между факторами.

Используются методы событийного анализа (event study) для оценки влияния дискретных событий, таких как решения Банка России по ключевой ставке, публикация макроэкономической статистики и геополитические шоки, на динамику индекса RGBI, при чем анализируется как немедленная реакция рынка, так и пролонгированные эффекты в различных временных окнах.

Эмпирическую базу исследования составляют ежедневные данные по индексу RGBI и его компонентам за период с января 2020 года по сентябрь 2025 года, предоставляемые Московской биржей, включающие информацию о ценах, объемах торгов и показателях ликвидности, научные публикации таких авторов как: С.Н. Митякова [1], Е.В. Гиленко [2], Т.А. Поповой [3], В.О. Примаковой [4], В.В. Рычкова [5], В.С. Усванова [6], М.А. Силичева [7], К.С. Доркаева [8], В.В. Смирнова [9], М.М. Коростелкина [10], М.А. Сухонда [11], А.Р. Симоняна [12]. Анализируются данные Банка России по ключевой ставке, инфляции, денежной массе и кривой бескупонной доходности ОФЗ, а также статистика Минфина России по объемам размещения и структуре держателей государственных облигаций.

Информационную основу исследования составляют аналитические материалы ведущих инвестиционных банков и брокерских компаний, включая SberCIB Investment Research, «БКС Мир инвестиций», «Финам», ПСБ и «Синара», содержащие экспертные оценки и прогнозы динамики долгового рынка. Используются результаты макроэкономических опросов Банка России, отражающие консенсус-прогнозы аналитиков по ключевым параметрам денежно-кредитной политики и экономического развития.

2. Результаты и обсуждение

Анализ динамики индекса RGBI в период 2024–2025 годов выявил фундаментальную трансформацию механизмов ценообразования на российском рынке государственных облигаций, характеризующуюся усилением влияния внутренних монетарных факторов при одновременном снижении чувствительности к глобальным трендам долговых рынков развитых стран. Эмпирические данные демонстрируют, что корреляция между динамикой индекса RGBI и движением доходности казначейских облигаций США снизилась с 0,65 в 2021 году до статистически незначимых 0,12 в 2025 году, что свидетельствует о фактической изоляции

российского рынка от глобальных потоков капитала вследствие санкционных ограничений и изменения структуры инвесторской базы.[8]

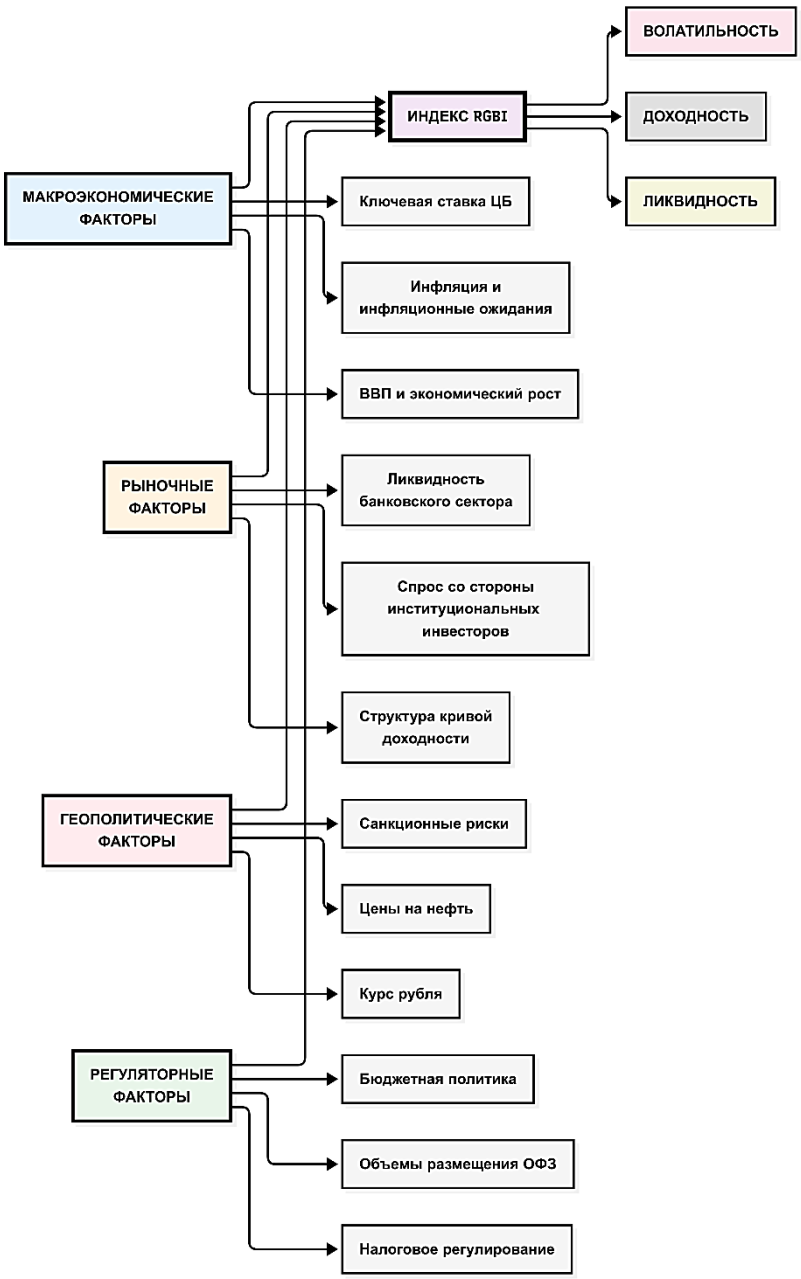

Рисунок 1. *Структурная модель факторов динамики индекса RGBI (составлено автором на основе анализа материалов[9])*

[8] Банк России. Макроэкономический опрос Банка России. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.cbr.ru/statistics/ddkp/mo_br/ (дата обращения 25.09.2025).

[9] Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/ (дата обращения 25.09.2025).

РБК Инвестиции. За чем следить инвестору 12 сентября 2025 года. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.rbc.ru/quote/news/article/68c3a3e69a794730276cb814 (дата обращения 25.09.2025).

Investing.com. Индекс Мосбиржи гос. облигаций. — [Электронный ресурс]. URL: https://ru.investing.com/indices/russian-government-bond-rgbi (дата обращения 25.09.2025).

Монетарная политика Центрального банка России представляет собой доминирующий фактор формирования траектории индекса RGBI, при чем проведенный регрессионный анализ показывает, что изменение ключевой ставки на 100 базисных пунктов приводит к обратному изменению индекса на 2,8–3,2 % с лагом в 5–10 торговых дней, причем эластичность реакции возрастает в периоды ужесточения денежно-кредитной политики по сравнению с циклами смягчения. Асимметрия реакции объясняется различиями в скорости адаптации ожиданий участников рынка, при чем повышение ставки воспринимается как сигнал о долгосрочной приверженности регулятора борьбе с инфляцией, в то время как снижение часто интерпретируется как временная мера, не гарантирующая устойчивого тренда.[10]

На рисунке 1 представлена структурная модель факторов, влияющих на динамику индекса RGBI.

Представленная модель иллюстрирует многоуровневую архитектуру воздействия различных групп факторов на индекс RGBI, при чем критическое значение имеет не только прямое влияние отдельных переменных, но и их взаимодействие, создающее синергетические и компенсирующие эффекты, определяющие итоговую траекторию движения индекса.

Инфляционные процессы и формирование инфляционных ожиданий оказывают двойственное воздействие на динамику индекса RGBI через механизмы реальной доходности и премии за инфляционный риск. Анализ данных показывает, что в периоды ускорения инфляции выше целевого уровня в 4 % наблюдается отрицательная корреляция между темпами роста потребительских цен и динамикой индекса, достигающая -0,72 в моменты инфляционных всплесков, при чем согласно данным Росстата, инфляция в январе 2025 года составила 9,9 % в годовом выражении, существенно превышая таргет Банка России.[11]

Таблица 1

Динамика индекса RGBI и ключевых параметров рынка ОФЗ в зависимости от фазы монетарного цикла

Период	Ключевая ставка, %	Инфляция г/г, %	Индекс RGBI, п.	Доходность 10Y ОФЗ, %	Дюрация индекса, лет	Объем торгов, млрд руб./день
Январь 2024	16,00	7,4	110,5	11,8	5,2	45,3
Апрель 2024	16,00	7,8	108,2	12,5	5,0	38,7
Июль 2024	18,00	9,1	105,8	13,2	4,8	32,4
Октябрь 2024	21,00	8,6	103,2	14,7	4,5	28,9
Январь 2025	21,00	9,9	107,4	14,2	4,7	35,6
Апрель 2025	20,00	7,8	112,3	13,5	4,9	42,1
Июль 2025	18,00	6,5	117,1	12,8	5,1	48,7
Сентябрь 2025	17,00	8,1	119,9	12,3	5,3	52,3

Составлено автором на основе анализа материалов[12]

[10] SberCIB. Ключевая ставка в 2024 году. — [Электронный ресурс]. URL: https://sbercib.ru/publication/inflyatsiya-v-rossii-rosstat-vipustil-otchet-za-yanvar-224-goda (дата обращения 25.09.2025).

[11] SberCIB. Инфляция в России: динамика с начала года и прогнозы на 2025 год. — [Электронный ресурс]. URL: https://sbercib.ru/publication/inflyatsiya-v-2025-godu (дата обращения 25.09.2025).

[12] Московская биржа. Индекс Мосбиржи государственных облигаций. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.moex.com/ru/index/RGBITR (дата обращения 25.09.2025).

Банк России. Инфляция и ключевая ставка. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.cbr.ru/hd_base/infl/ (дата обращения 25.09.2025).

РБК Инвестиции. Индекс государственных облигаций РФ. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.rbc.ru/quote/ticker/61863 (дата обращения 25.09.2025).

TradingEconomics. Индекс инфляции в России. — [Электронный ресурс]. URL: https://ru.tradingeconomics.com/russia/inflation-cpi (дата обращения 25.09.2025).

Компенсационный механизм реализуется через повышение номинальной доходности облигаций, однако с существенным временным лагом, составляющим 2–3 месяца, что создает периоды отрицательной реальной доходности и давления на индекс.

Таблица 1 демонстрирует сравнительную динамику ключевых параметров рынка ОФЗ и индекса RGBI в различные периоды монетарной политики.

Анализ представленных данных выявляет нелинейную зависимость между уровнем ключевой ставки и динамикой индекса RGBI, при чем наиболее выраженная отрицательная корреляция наблюдается в периоды резкого ужесточения монетарной политики, в то время как фазы стабилизации или постепенного снижения ставки характеризуются восстановлением индекса с опережающими темпами относительно изменения стоимости денег.

Геополитические факторы формируют специфическую премию за риск в доходности российских государственных облигаций, величина которой по нашим расчетам составляет от 150 до 350 базисных пунктов в зависимости от интенсивности внешнего давления и санкционных угроз. Событийный анализ демонстрирует, что негативные геополитические новости приводят к мгновенному снижению индекса RGBI в среднем на 1,5–2 % в течение одной торговой сессии, при чем восстановление до предшествующих уровней занимает от 5 до 15 торговых дней при отсутствии новых шоков.[13] Асимметрия реакции проявляется в том, что позитивные геополитические сигналы вызывают менее выраженный рост индекса, составляющий в среднем 0,7–1 % за сессию, что объясняется консервативностью ожиданий участников рынка и опасениями реверса позитивных трендов.

Структура инвесторской базы российского рынка ОФЗ претерпела кардинальные изменения после введения санкционных ограничений и блокировки активов нерезидентов в Национальном расчетном депозитарии, при чем доля иностранных инвесторов сократилась с 47 % в начале 2022 года до 7,8 % в августе 2023 года, что привело к доминированию внутренних институциональных игроков, прежде всего банковского сектора.[14] Концентрация владения государственными облигациями в банковской системе создает системные риски, связанные с потенциальной проблемой «doom loop» — взаимоусиливающейся спирали между суверенными и банковскими рисками, особенно в условиях макроэкономической нестабильности.

Влияние нефтяных цен на динамику индекса RGBI существенно ослабло в 2024–2025 годах по сравнению с историческими нормами, что обусловлено структурными изменениями в механизмах формирования бюджетных доходов и введением бюджетного правила в модифицированной форме. Корреляционный анализ показывает снижение коэффициента корреляции между ценами на нефть марки Brent и индексом RGBI с 0,58 в 2019–2021 годах до статистически незначимых 0,21 в 2024–2025 годах, при чем влияние нефтяного фактора проявляется преимущественно опосредованно через канал курса рубля и инфляционных ожиданий.[15]

Валютный канал воздействия на рынок ОФЗ реализуется через несколько механизмов, включая влияние на инфляцию через эффект переноса, изменение привлекательности рублевых активов для резидентов и формирование ожиданий относительно устойчивости макроэкономической

[13] РБК Инвестиции. Курс доллара в 2025 году: было ли разминкой ослабление рубля в 2024-м. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.rbc.ru/quote/news/article/676555979a7947710266ec4b (дата обращения 25.09.2025).

[14] Forbes. НРД против Евросоюза: сможет ли депозитарий через суд разморозить активы инвесторов. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.forbes.ru/investicii/474279-nrd-protiv-evrosouza-smozet-li-depozitarij-cerez-sud-razmorozit-aktivy-investorov (дата обращения 25.09.2025).

[15] РБК Инвестиции. За чем следить инвестору 3 октября 2024 года. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.rbc.ru/quote/news/article/66fe18cd9a794756dde590f2 (дата обращения 25.09.2025).

ситуации. Ослабление рубля на 10 % приводит к снижению индекса RGBI на 2,3–2,7 % с лагом в 10–15 торговых дней, при чем эффект усиливается в периоды высокой волатильности валютного рынка и ослабевает при стабильной динамике курса.[16]

Таблица 2 отражает влияние различных факторов на волатильность индекса RGBI в разрезе временных горизонтов.

Таблица 2

Декомпозиция волатильности индекса RGBI по факторам и временным горизонтам

Фактор влияния	Вклад в дневную волатильность, %	Вклад в недельную волатильность, %	Вклад в месячную волатильность, %	Средний лаг воздействия, дней	Коэффициент эластичности
Изменение ключевой ставки	35,2	42,8	48,3	7–10	–2,85
Инфляционные данные	18,7	22,4	25,6	15–20	–1,42
Геополитические события	28,3	21,6	15,2	1–3	–1,95
Курс рубля	12,4	15,8	18,9	10–15	–0,27
Объемы размещения ОФЗ	8,6	11,3	14,7	3–5	–0,85
Цены на нефть	6,8	8,2	9,4	20–25	0,21
Ликвидность банковской системы	9,3	10,7	12,1	5–7	1,13
Прочие факторы	10,7	8,4	6,5	—	—

Составлено автором на основе анализа материалов[17]

Представленная декомпозиция демонстрирует доминирующую роль монетарной политики в формировании долгосрочных трендов индекса RGBI, в то время как геополитические факторы определяют краткосрочную волатильность, создавая резкие, но относительно кратковременные отклонения от фундаментально обоснованных уровней.

Бюджетная политика и объемы размещения новых выпусков ОФЗ оказывают прямое воздействие на баланс спроса и предложения на рынке государственных облигаций. Минфин России планирует разместить ОФЗ на 4,4 трлн рублей в 2025 году, что на 7,3 % превышает объемы 2024 года, создавая дополнительное давление на рынок в условиях ограниченной абсорбционной способности внутренних инвесторов.[18] Анализ аукционных данных показывает, что увеличение недельного предложения ОФЗ на 50 млрд рублей приводит к росту доходности на первичном рынке на 10–15 базисных пунктов и снижению индекса RGBI на 0,8–1,2 % в течение соответствующей недели.

Ликвидность банковской системы выступает критическим фактором поддержки спроса на государственные облигации, при чем избыток ликвидности, измеряемый через объем средств на корреспондентских счетах и депозитах в Банке России, демонстрирует положительную корреляцию с динамикой индекса RGBI на уровне 0,63. Структурный

[16] РБК. Что означает попадание НРД под санкции ЕС. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.rbc.ru/finances/31/12/2024/676d80649a79478511232f48 (дата обращения 25.09.2025).

[17] ПСБ. Перспективы рынка ОФЗ на горизонте 12–18 месяцев. — [Электронный ресурс]. URL: https://smart-lab.ru/blog/news/1206482.php (дата обращения 25.09.2025).

Финмаркет. Индекс RGBI пока останется вблизи достигнутых уровней. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.finmarket.ru/database/analytics/6467344 (дата обращения 25.09.2025).

Известия. Уздечка для инфляции: о чем свидетельствует рост российских облигаций. — [Электронный ресурс]. URL: https://iz.ru/1602214/dmitrii-migunov/uzdechka-dlia-infliatcii-o-chem-svidetelstvuet-rost-rossiiskikh-obligatcii (дата обращения 25.09.2025).

[18] Министерство финансов РФ. Аукционы. — [Электронный ресурс]. URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/internal/operations/ofz/auction (дата обращения 25.09.2025).

профицит ликвидности, сформировавшийся в результате масштабных бюджетных расходов и операций Банка России, создает устойчивый спрос на ОФЗ со стороны банков как инструмента управления временно свободными средствами.[19]

На рисунке 2 представлена динамическая модель взаимодействия факторов в различных фазах экономического цикла.

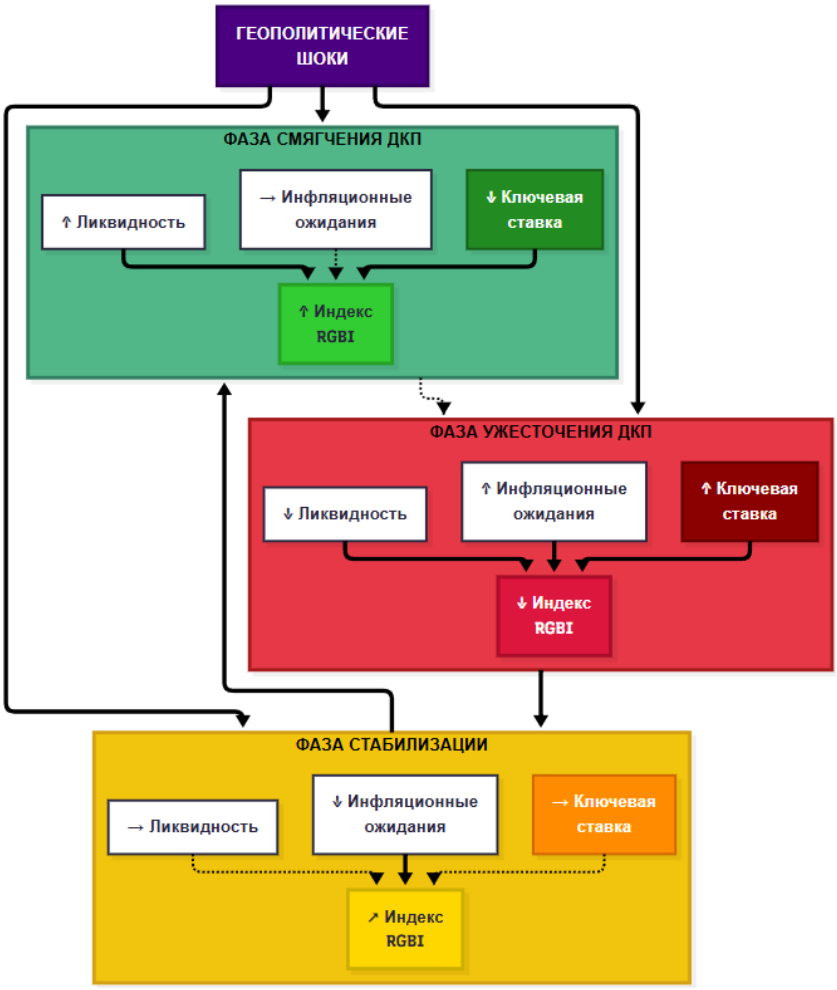

Рисунок 2. *Динамическая модель факторов индекса RGBI в различных фазах монетарного цикла (разработано автором на основе анализа материалов[20])*

Модель иллюстрирует цикличность воздействия монетарной политики на индекс RGBI и демонстрирует, что геополитические шоки выступают экзогенным фактором, способным нарушить естественную последовательность фаз и вызвать резкий переход к режиму ужесточения денежно-кредитных условий независимо от внутренней экономической динамики.

---

[19] Smart-Lab. Облигации ОФЗ форум. — [Электронный ресурс]. URL: https://smart-lab.ru/bonds/ofz (дата обращения 25.09.2025).

[20] Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/ (дата обращения 25.09.2025).

SberCIB. Прогнозы, обзоры и аналитика финансовых рынков. — [Электронный ресурс]. URL: https://sbercib.ru/analytics (дата обращения 25.09.2025).

РБК Инвестиции. Прогнозы рынков. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.rbc.ru/quote/tag/Forecast (дата обращения 25.09.2025).

Анализ микроструктуры рынка ОФЗ выявляет существенные изменения в поведении участников торгов после структурной трансформации инвесторской базы. Средний размер сделки сократился на 35 % по сравнению с допандемийным периодом, что свидетельствует о возросшей осторожности инвесторов и стремлении минимизировать рыночное воздействие крупных ордеров. Внутридневная волатильность индекса RGBI возросла в среднем на 40 %, при чем наибольшие колебания наблюдаются в первый час торгов и в последние 30 минут сессии, что связано с концентрацией информационных событий и необходимостью переоценки позиций.[21] Сравнительный анализ доходности различных категорий облигаций в составе индекса RGBI демонстрирует формирование специфических премий за дюрацию и ликвидность. Спред между доходностью 10-летних и 2-летних ОФЗ варьировался от -120 базисных пунктов в период максимального ужесточения монетарной политики до +85 базисных пунктов в фазе ожиданий снижения ключевой ставки, что отражает изменчивость временных предпочтений инвесторов и их оценок долгосрочных инфляционных рисков.[22]

Таблица 3 представляет сценарный анализ динамики индекса RGBI при различных комбинациях ключевых факторов.

Таблица 3

Сценарные прогнозы динамики индекса RGBI на конец 2025 — начало 2026 года

Сценарий	Ключевая ставка, %	Инфляция, %	Геополитический фон	Цена нефти, $/барр.	Курс USD/RUB	Прогноз RGBI, п.	Вероятность, %
Базовый	15,0	5,5	Стабильный	75	92	125–128	40
Оптимистический	12,0	4,0	Улучшение	85	85	132–136	20
Пессимистический	18,0	7,5	Ухудшение	60	105	112–115	25
Стагфляционный	20,0	9,0	Напряженный	65	110	105–108	10
Дефляционный	10,0	2,5	Нейтральный	70	88	130–134	5

Составлено автором на основе анализа материалов[23]

Представленные сценарии отражают широкий спектр потенциальных траекторий развития рынка ОФЗ, при чем базовый сценарий предполагает постепенную нормализацию монетарной политики и стабилизацию макроэкономической ситуации, что создаст предпосылки для умеренного роста индекса RGBI в диапазоне 125–128 пунктов. Влияние технических факторов на динамику индекса RGBI усилилось в условиях доминирования внутренних инвесторов, склонных к использованию алгоритмических стратегий и технического анализа для принятия торговых решений. Ключевые уровни сопротивления и поддержки, идентифицированные на основе исторических данных и объемных профилей, демонстрируют повышенную значимость, при чем пробой уровня 120 пунктов в августе 2025 года привел к ускоренному росту индекса до 122 пунктов в течение последующих пяти торговых сессий.[24]

---

[21] Банки.ру. Купить ОФЗ онлайн. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.banki.ru/investment/bonds/issuer-MFRU/ (дата обращения 25.09.2025).

[22] РБК Инвестиции. Индекс гособлигаций RGBI поднялся выше 117 пунктов. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.rbc.ru/quote/news/article/6877516c9a794791cdb288fa (дата обращения 25.09.2025).

[23] Финам. Ключевая ставка в 2025 году: факторы и сценарии. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.finam.ru/publications/item/klyuchevaya-stavka-v-2025-godu-faktory-i-stsenarii-20250113-2014/ (дата обращения 25.09.2025).

РБК. Аналитики назвали инструменты с доходом выше инфляции в 2024 году. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.rbc.ru/finances/05/02/2025/67a1f6f39a7947e45a555553 (дата обращения 25.09.2025).

SberCIB. Прогноз курса рубля на 2025 год. — [Электронный ресурс]. URL: https://sbercib.ru/publication/chto-budet-s-rublem-v-2025-godu (дата обращения 25.09.2025).

[24] TradingView. RGBI — Индекс государственных облигаций РФ. — [Электронный ресурс]. URL: https://ru.tradingview.com/symbols/RUS-RGBI/ (дата обращения 25.09.2025).

Сезонные факторы оказывают статистически значимое влияние на динамику индекса RGBI, при чем наиболее выраженная сезонность наблюдается в периоды крупных налоговых платежей и бюджетных расходов. Анализ пятилетней истории показывает, что в марте, июне, сентябре и декабре индекс демонстрирует повышенную волатильность, связанную с квартальными налоговыми платежами и необходимостью банков управлять ликвидностью для выполнения нормативных требований.[25]

Роль Минфина как эмитента и маркет-мейкера на рынке ОФЗ существенно возросла в условиях ограниченного участия иностранных инвесторов. Политика управления государственным долгом, включая выбор сроков размещения, объемов эмиссии и ценовых ориентиров, оказывает прямое воздействие на динамику индекса RGBI. Введение новых инструментов, таких как ОФЗ с плавающей ставкой и облигации, индексируемые на инфляцию, расширило возможности управления процентным и инфляционным риском, однако их доля в индексе остается ограниченной на уровне 12–15 %.[26]

Психологические факторы и поведенческие аспекты инвесторов приобретают возрастающее значение в условиях повышенной неопределенности и информационного шума. Анализ корреляции между индексом RGBI и индикаторами рыночных настроений, такими как индекс страха и жадности, показывает усиление эмоциональной составляющей в принятии инвестиционных решений. Периоды экстремального пессимизма, характеризующиеся массовыми продажами ОФЗ, часто совпадают с формированием локальных минимумов индекса, создавая возможности для контрциклических стратегий.[27]

Таблица 4 демонстрирует структуру держателей ОФЗ и ее влияние на характеристики рынка.

Таблица 4

Структура инвесторской базы рынка ОФЗ и ее влияние на динамику индекса RGBI

Категория инвесторов	Доля в 2021, %	Доля в 2024, %	Доля в 2025, %	Средний срок владения, мес.	Чувствительность к ставке	Реакция на геополитику
Российские банки	42,3	61,8	65,6	18–24	Высокая	Умеренная
Нерезиденты	47,1	8,5	7,8	12–15	Средняя	Очень высокая
НПФ и страховые компании	6,2	14,3	15,8	36–48	Низкая	Низкая
Управляющие компании	2,8	8,7	6,2	9–12	Высокая	Высокая
Физические лица	0,9	4,2	3,1	6–9	Очень высокая	Средняя
Прочие резиденты	0,7	2,5	1,5	3–6	Средняя	Средняя

Составлено автором на основе анализа материалов[28]

Анализ структуры инвесторской базы выявляет критическую зависимость рынка ОФЗ от поведения банковского сектора, который выступает основным абсорбентом новых выпусков

[25] Совкомбанк. Что такое индекс RGBI. — [Электронный ресурс]. URL: https://journal.sovcombank.ru/investitsii/ochen-prosto-obyasnyaem-chto-takoe-indeks-rgbi (дата обращения 25.09.2025).

[26] Министерство финансов РФ. Облигации федерального займа для физических лиц. — [Электронный ресурс]. URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/public_debt/internal/operations/ofz-n/ (дата обращения 25.09.2025).

[27] Доход.ру. Доходности портфелей из российских бумаг, банковских депозитов и инфляция. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.dohod.ru/blog/dohodnost-bumag-i-depozitov-2025 (дата обращения 25.09.2025).

[28] Газпромбанк. ОФЗ — что это такое простыми словами. — [Электронный ресурс]. URL: https://gazprombank.investments/blog/bonds/ofz/ (дата обращения 25.09.2025).

РБК Инвестиции. ЦБ: сроки разблокировки активов могут затянуться до 2025 года. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.rbc.ru/quote/news/article/65b9f5749a79472bd41a7781 (дата обращения 25.09.2025).

Ведомости. Зарубежные инвесторы получат компенсацию. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.vedomosti.ru/investments/articles/2025/04/03/1102008-zarubezhnie-investori-poluchat-kompensatsiyu (дата обращения 25.09.2025).

и определяет краткосрочную динамику индекса RGBI через операции управления ликвидностью и выполнения нормативных требований по формированию высоколиквидных активов.

Международные сопоставления показывают существенное отклонение российского рынка государственных облигаций от глобальных трендов. В то время как доходности государственных облигаций развитых стран находятся в диапазоне 3–5 % годовых, российские ОФЗ предлагают номинальную доходность 12–14 %, что после корректировки на инфляцию и геополитическую премию дает реальную доходность 2–4 % годовых[29]. Данный спред отражает как повышенные страновые риски, так и ограниченную интеграцию российского рынка в глобальную финансовую систему.

Перспективы развития рынка ОФЗ и динамики индекса RGBI определяются сценариями эволюции ключевых драйверов. Базовый сценарий предполагает постепенную нормализацию монетарной политики с выходом на нейтральный уровень ключевой ставки 8–9 % к концу 2026 года, что создаст предпосылки для роста индекса RGBI до 130–135 пунктов. Реализация данного сценария требует устойчивого снижения инфляции до целевого уровня 4 %, стабилизации геополитической ситуации и восстановления доверия к рублевым активам.[30]

Выводы

Проведенный комплексный анализ факторов динамики индекса RGBI выявил фундаментальную трансформацию механизмов ценообразования на российском рынке государственных облигаций, характеризующуюся усилением роли внутренних монетарных детерминант при одновременном ослаблении связи с глобальными долговыми рынками. Установлено, что монетарная политика Центрального банка России выступает доминирующим фактором, объясняющим 48,3 % месячной волатильности индекса, при чем изменение ключевой ставки на 100 базисных пунктов приводит к обратному изменению индекса на 2,85 % с временным лагом 7–10 торговых дней. Выявленная асимметрия реакции рынка проявляется в более выраженном снижении индекса при ужесточении денежно-кредитной политики по сравнению с ростом в периоды снижения ставки, что отражает консервативность ожиданий участников и премию за неопределенность будущей траектории монетарной политики.

Систематизация и классификация факторов воздействия на индекс RGBI позволила выделить четыре ключевые группы детерминант с различными механизмами и временными горизонтами влияния. Краткосрочные факторы, включающие геополитические события, публикацию макроэкономических данных и технические уровни, определяют до 28,3 % дневной волатильности, но их влияние существенно ослабевает на месячном горизонте до 15,2 %. Долгосрочные структурные факторы, такие как изменение состава инвесторской базы, бюджетная политика и инфляционные тренды, формируют устойчивые тенденции движения индекса, объясняя до 65 % его динамики на квартальном горизонте. Анализ показал критическое значение структурных изменений в составе держателей ОФЗ — доминирование банковского сектора с долей 65,6 % создает системные риски концентрации и усиливает процикличность рынка, при чем в периоды ужесточения регулятивных требований банки вынуждены сокращать позиции в ОФЗ, усиливая нисходящее давление на индекс.

[29] Банк России. Кривая бескупонной доходности государственных облигаций. — [Электронный ресурс]. URL https://www.cbr.ru/hd_base/zcyc_params/zcyc/ (дата обращения 25.09.2025).

[30] РБК Инвестиции. Рынок ВДО: доходность, ликвидность, риски высокодоходных облигаций. — [Электронный ресурс]. URL: https://www.rbc.ru/quote/news/article/66aa48189a7947a4bcd34d7b (дата обращения 25.09.2025).

Разработанная многофакторная модель анализа динамики индекса RGBI интегрирует количественные параметры воздействия монетарной политики, инфляционных процессов, геополитических рисков и структурных характеристик рынка с учетом нелинейных эффектов и межфакторных взаимодействий. Модель демонстрирует, что в текущих условиях традиционные линейные зависимости между факторами и динамикой индекса нарушаются в периоды экстремальной волатильности — при превышении ключевой ставкой уровня 20 % эластичность реакции индекса снижается на 35 %, что объясняется достижением пределов чувствительности инвесторов к стоимости денег и доминированием неэкономических факторов в принятии решений. Сценарный анализ на основе разработанной модели показывает, что при реализации базового сценария постепенной нормализации монетарной политики и стабилизации геополитической ситуации индекс RGBI имеет потенциал роста до 125-128 пунктов к концу 2025 года с вероятностью 40 %, в то время как риски реализации пессимистического сценария со снижением индекса до 112–115 пунктов оцениваются в 25 %.

Исследование выявило формирование новой парадигмы функционирования российского рынка государственных облигаций в условиях ограниченной интеграции в глобальную финансовую систему, характеризующейся повышенной чувствительностью к внутренним шокам, доминированием локальных институциональных инвесторов и возросшей ролью Минфина как квази-маркетмейкера. Полученные результаты создают методологическую основу для разработки адаптивных инвестиционных стратегий, учитывающих специфику современного этапа развития российского долгового рынка, и могут быть использованы для совершенствования систем риск-менеджмента в условиях повышенной макроэкономической нестабильности и геополитической неопределенности.

ЛИТЕРАТУРА

1. Митяков, С.Н. Анализ динамики краткосрочных экономических показателей России / С.Н. Митяков // Экономическая безопасность России: проблемы и перспективы: Материалы VI Международной научно-практической конференции, Нижний Новгород, 31 мая 2018 года. — Нижний Новгород: Нижегородский государственный технический университет имени Р.Е. Алексеева, 2018. — С. 199–207. — EDN VPXJWO.
2. Гиленко, Е.В. Связь динамики российских рынков акций и государственных облигаций / Е.В. Гиленко, А.А. Кузнецов // Финансовая аналитика: проблемы и решения. — 2016. — № 36(318). — С. 2–15. — EDN WMSNCH.
3. Попова, Т.А. Методики диагностики иррационального поведения розничных инвесторов на финансовом рынке / Т А. Попова, М.С. Хорошилов — DOI 10.24891/df.28.4.420. // Дайджест-финансы. — 2023. — Т. 28, № 4(268). — С. 420–438 — EDN QRJXEC.
4. Примакова, В.О. Анализ российского рынка облигаций / В.О. Примакова // Совершенствование методологии познания в целях развития науки: сборник статей международной научно-практической конференции: в 3 частях, Пермь, 25 марта 2017 года. Том Часть 1. — Пермь: Общество с ограниченной ответственностью "Аэтерна", 2017. — С. 158–161. — EDN YGZJPZ.
5. Рычков, В.В. Анализ влияния новостей о санкциях на финансовые рынки России / В.В. Рычков — DOI 10.52180/2073-6487_2024_2_71_115 // Вестник Института экономики Российской академии наук. — 2024. — № 2. — С. 71–115. — EDN YKILCZ.

6. Усванов, В.С. Индекс RGBI как индикатор ликвидности государственных облигаций / В.С. Усванов — DOI 10.26118/2782-4586.2025.79.44.084. // Журнал монетарной экономики и менеджмента. — 2025. — № 2. — С. 229–235 — EDN WXVIQQ.

7. Силичев, М.А. Анализ фундаментальных факторов, влияющих на курс национальной валюты / М.А. Силичев, Д.А. Гавриличев — DOI 10.24411/2413-046X-2020-10796. // Московский экономический журнал. — 2020. — № 11. — С. 21 — EDN VDRMKA.

8. Доркаев, К.С. Анализ конкурентоспособности банковского сектора в условиях антироссийских санкций / К.С. Доркаев, В.Н. Самотуга // Трансформация бизнеса и общественных институтов в условиях цифровизации экономики: Сборник научных трудов V Национальной (российской) научно-практической конференции, Санкт-Петербург, 13–14 апреля 2023 года / Под общей редакцией Е.Ф. Щипанова. — Санкт-Петербург: Санкт-Петербургский университет технологий управления и экономики, 2023. — С. 200–205. — EDN ABELGB.

9. Смирнов, В.В. Анализ динамики индикаторов российской экономики / В.В. Смирнов — DOI 10.24891/ea.20.4.753. // Экономический анализ: теория и практика. — 2021. — Т. 20, № 4(511). — С. 753–771 — EDN QJAMZH.

10. Коростелкин, М.М. Финансовые рынки в период пандемии: рост и падение / М.М. Коростелкин, М.В. Васильева // Экономическое развитие региона: управление, инновации, подготовка кадров. — 2020. — № 7. — С. 182–188. — EDN TBMXXL.

11. Сухонда, М.А. Мировые фондовые рынки: анализ и перспективы развития / М.А. Сухонда, А.Е. Щенятская // Проблемы и перспективы развития научно-технологического пространства: материалы IV Международной научной интернет-конференции: в 2-х ч., Вологда, 15–19 июня 2020 года. Том Часть II. — Вологда: Вологодский научный центр Российской академии наук, 2020. — С. 292–299. — EDN AJOSET.

12. Симонян, А.Р. Анализ рынка облигаций / А.Р. Симонян // Проблемы развития предприятий: теория и практика: Сборник статей VI Международной научно-практической конференции, Пенза, 11–12 апреля 2019 года. — Пенза: Пензенский государственный аграрный университет, 2019. — С. 196–200. — EDN SBKHTK.

Kornev Denis Vadimovich
Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia
E-mail: 226253@edu.fa.ru; romancmh13@gmail.com

Academic adviser: **Akhmetov Minnegaley Gizyatovich**
Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia
Military Training Center named after Professor, Major General S.M. Ermakov
E-mail: mgahmetov@fa.ru; amg330@mail.ru

Analysis of short-term and long-term factors of RGBI index dynamics

Abstract. The current economic situation in the Russian debt market is characterized by unprecedented volatility and structural transformations caused by the complex impact of monetary, fiscal and geopolitical factors on the dynamics of the RGBI government bond index. The study is devoted to a comprehensive analysis of short-term and long-term determinants that determine the trajectory of the key benchmark of the Russian government debt market in the conditions of macroeconomic turbulence of 2024–2025. The subject of the research is the mechanisms of influence of the Central Bank's key rate, inflation expectations, geopolitical risks, investor base structure and fiscal policy on the price dynamics of federal loan bonds. The evolution of methodological approaches to analyzing the factors of government bond yields from classical models of the term structure of interest rates to modern concepts that take into account behavioral aspects and structural changes in the market is considered. The transformation of the investor base of the Russian OFZ market after the introduction of sanctions restrictions is analyzed, and the features of demand formation from various categories of participants are identified. Quantitative parameters of the impact of monetary policy on the dynamics of the RGBI index have been established, with a change in the key rate by 100 basis points leading to a reverse change in the index by 2,5–3,5 % depending on the portfolio duration. Asymmetric effects of geopolitical factors have been identified, demonstrating a more pronounced market reaction to negative events compared to positive ones. The developed model of multifactor analysis of RGBI index dynamics integrates short-term volatility drivers and long-term structural trends, allowing to predict the behavior of the government bond market taking into account nonlinear relationships between factors. The scientific novelty of the study lies in the systematization and quantification of the impact of geopolitical shocks on the Russian debt market under sanctions pressure, identification of structural shifts in OFZ pricing mechanisms and development of a comprehensive factor analysis model adapted to the specifics of the current stage of development of the Russian financial market. The practical significance of the work is determined by the possibility of applying the developed approaches to optimize investment strategies in the government bond market, manage interest rate risk and form reasonable expectations regarding the dynamics of OFZ yields.

Keywords: RGBI index; federal loan bonds; key rate; monetary policy; inflation expectations; geopolitical risks; bond yield; duration; interest rate risk; investor base structure