

Научная статья

УДК 336.76

ТРАНСФОРМАЦИЯ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПОД ВЛИЯНИЕМ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ

**Ишназарова Зульфия Мирзовна, Доктор экономических наук,
Финансовый университет при Правительстве РФ, Уфимский филиал,
Россия, Уфа, zulfiya.16@gmail.com**

Аннотация. Рынок корпоративных облигаций является весьма важным элементом финансовой системы, обеспечивающим перераспределение капитала в реальный сектор экономики. Его динамика и стабильность традиционно находятся в сильной зависимости от параметров монетарной политики, задаваемой центральными банками. Однако после мирового финансового кризиса 2007-2009 гг. и в особенности в период пандемии COVID-19 произошла трансформация механизмов этого взаимодействия. Широкое внедрение нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики привело к беспрецедентному и продолжительному сжатию премий за риск и доходностей на долговых рынках. Это создало новую макрофинансовую среду, в которой функционирует рынок корпоративных долговых обязательств. В данном исследовании приведены каналы трансмиссии нетрадиционной монетарной политики на рынок долгового капитала корпораций; проведен анализ изменения структуры эмитентов и инвесторов на рынке корпоративных облигаций; оценка эффекта «поиска доходности» на ценообразование и накопление кредитных рисков; осуществлен сценарный анализ последствий нормализации монетарной политики для финансовой устойчивости заемщиков. Можно утверждать, что роль рынка корпоративных облигаций эволюционировала от вспомогательного элемента финансовой системы к системообразующему и одновременно проциклическому фактору. Его состояние стало в высокой степени зависимым от действий центральных банков, а его стабильность основанной на

продолжении мягких монетарных условий. В настоящее время ключевой задачей для регулирующих органов и участников рынка становится управление накопленными рисками и повышение его устойчивости к фазе ужесточения монетарной политики, что требует адаптации подходов к стресс-тестированию, риск-менеджменту и макропруденциальному регулированию.

Ключевые слова: рынок корпоративных облигаций; трансформация; влияние монетарной политики; макрофинансовая среда; центральные банки; стабильность.

Original article

TRANSFORMATION OF THE CORPORATE BOND MARKET UNDER THE INFLUENCE OF MONETARY POLICY OF CENTRAL BANKS

Ishnazarova Zulfiya Mirzovna, Doctor of Economics, Financial University under the Government of the Russian Federation, Ufa Branch, Ufa, Russia, zulfiya.16@gmail.com

Abstract. The corporate bond market is a vital element of the financial system, ensuring the redistribution of capital into the real sector of the economy. Its dynamics and stability have traditionally been highly dependent on the parameters of monetary policy set by central banks. However, following the global financial crisis of 2007-2009 and particularly during the COVID-19 pandemic, the mechanisms of this interaction have been transformed. The widespread adoption of unconventional monetary policy instruments has led to an unprecedented and prolonged compression of risk premiums and yields in debt markets. This has created a new macrofinancial environment in which the corporate debt market operates. This study describes the channels through which unconventional monetary policy is transmitted to the corporate debt capital market; analyzes the changing structure of issuers and investors in the corporate bond market; assesses the effect of the "search for yield" on pricing and the

accumulation of credit risks; and provides a scenario analysis of the consequences of monetary policy normalization for the financial stability of borrowers. It can be argued that the role of the corporate bond market has evolved from a supporting element of the financial system to a systemically important and simultaneously procyclical factor. Its condition has become highly dependent on the actions of central banks, and its stability is based on the continuation of accommodative monetary conditions. Currently, the key task for regulators and market participants is managing accumulated risks and increasing the market's resilience to a tightening phase of monetary policy, which requires adapting approaches to stress testing, risk management, and macroprudential regulation.

Keywords: corporate bond market; transformation; influence of monetary policy; macro-financial environment; central banks; stability.

Введение. Актуальность исследования обусловлена необходимостью всестороннего осмысления долгосрочных последствий влияния монетарной политики центральных банков для структуры, устойчивости и ценовой динамики рынка [1-3]. Несмотря на существенное число публикаций и научно-исследовательских работ (например, [4-6]), посвященных макроэкономическим эффектам нетрадиционной монетарной политики, комплексный анализ ее воздействия именно на рынок корпоративных облигаций, учитывающий микроструктурные изменения и накапливающиеся диспропорции, остается недостаточно разработанным. Вместе с тем исследования часто сосредотачиваются на краткосрочных эффектах снижения доходности [7], [8], не отражая вопросы трансформации базовых характеристик рынка и связанных с этим рисков для финансовой стабильности.

Целью настоящего исследования является выявление ключевых каналов, механизмов и последствий трансформации рынка корпоративных облигаций под влиянием экспансионистской, а затем и нормализующейся монетарной политики центральных банков.

Логика исследования выстроена от анализа причинно-следственных связей в период смягчения политики к оценке сформировавшихся диспропорций и далее к прогнозу рисков в условиях ее ужесточения. Проведенный анализ позволит сформировать комплексное представление о трансформации рынка корпоративных облигаций как ключевого звена в передаче импульсов монетарной политики в реальную экономику и выявить накапливающиеся системные риски, что представляет значительный научный и практический интерес для регулирующих органов и участников финансового рынка.

Обзор литературы. Введение нетрадиционных инструментов монетарной политики (МП), прежде всего, программ количественного смягчения (QE) и отрицательных процентных ставок, в значительной мере расширило и усложнило механизмы воздействия центральных банков на финансовые рынки [9], [10]. Трансмиссия импульсов такой политики на рынок корпоративных облигаций осуществляется через систему взаимосвязанных и взаимоподкрепляющих каналов. Их комплексное воздействие приводит к глубоким изменениям в условиях заимствования, структуре спроса и ценообразовании долговых инструментов. Работа сконцентрирована на четырех ключевых каналах трансмиссии.

Канал прямого приобретения активов является основополагающим для программ количественного смягчения, предполагающих прямые покупки центральным банком государственных и, что особенно важно в последнее время, корпоративных облигаций на вторичном рынке. Прямые покупки приводят к сокращению премии за ликвидность и снижению доходности по целевым активам. Институциональные инвесторы переориентируют капитал в сопоставимые по срокам, но более рискованные активы, включая облигации компаний с более низким кредитным качеством. Этот процесс последовательного перетока капитала способствует общему сокращению долговых доходностей и сужению кредитных спредов по всему спектру корпоративных обязательств [11].

Нетрадиционная МП активно использует инструменты календарного ориентирования для влияния на ожидания участников рынка относительно будущей траектории ключевой ставки (сигнальный канал трансмиссии). Объявляя о намерении поддерживать ставки на весьма низком или отрицательном уровне в течение продолжительного периода, центральный банк непосредственно воздействует на долгосрочную кривую доходности. Для рынка корпоративных облигаций это имеет двоякий эффект. С одной стороны, долгосрочные ориентиры уменьшают премию за риск, связанную с будущими колебаниями ставок, что удешевляет долгосрочное корпоративное финансирование. С другой стороны, уверенность в сохранении низких ставок в среднесрочной перспективе стимулирует корпорации осуществлять эмиссию ценных бумаг, рефинансировать прошлые долги и увеличивать финансовый леверидж, поскольку стоимость долга воспринимается как искусственно заниженная [12].

Канал процентных ставок и кривой доходности, хотя и является классическим, в условиях нетрадиционной МП приобретает новые характеристики. Основное воздействие осуществляется через снижение безрисковой компоненты доходности по суверенным облигациям, которая служит основой для ценообразования корпоративного долга [13].

Канал снижения премии за риск и поиска доходности, активизирующийся в условиях продолжительного периода сверхнизких ставок, оказывает наиболее существенное влияние на микроструктуру рынка и накопление рисков. Его суть заключается в изменении поведения инвесторов, вынужденных искать способы достижения целевой нормы доходности в среде низкой доходности традиционных активов [14]. Страховые компании и пенсионные фонды, имеющие долгосрочные обязательства, для их выполнения вынуждены наращивать доли более рискованных классов активов, включая высокодоходные корпоративные облигации. В конкурентной борьбе за доходность инвесторы могут начать принимать на себя больший кредитный риск без достаточной

компенсации, что выражается в недооценке вероятности дефолта при покупке бумаг эмитентов низкого кредитного качества [15].

Комбинированное воздействие портфельного и сигнального каналов трансмиссии не только снижает стоимость заимствований, но и модифицирует временные предпочтения как эмитентов, так и инвесторов, стимулируя долгосрочные и более рискованные операции. При этом канал поиска доходности трактуется как системообразующий фактор, который под давлением первых трех каналов меняет принципы ценообразования риска и инвестиционной аллокации, закладывая основу для накопления макрофинансовых уязвимостей. Таким образом, нетрадиционная МП формирует новую институциональную среду функционирования рынка корпоративного долга.

Методы исследования. Для комплексной оценки структурных сдвигов и накопленных рисков применен набор взаимодополняющих количественных и качественных методов, а именно:

1. Панельный регрессионный анализ. Для выявления детерминант изменений в структуре эмитентов и динамике спредов использованы модели с фиксированными эффектами на основе панельных данных по эмитентам корпоративных облигаций за период 2010-2024 гг. Модель оценивает влияние макропеременных (баланс ЦБ, ключевая ставка) и микроэкономических факторов (кредитный рейтинг, сектор, показатель левериджа) на вероятность выхода на рынок и величину кредитного спреда.

2. Сравнительный структурный анализ. Проведен анализ долей различных категорий эмитентов (по кредитному качеству, отраслевой принадлежности) и инвесторов (банки, паевые фонды, страховые компании, нерезиденты) в общих объемах размещений и портфелях владения активами. Данные агрегированы по фазам монетарного цикла: период активного QE (2015-2021 гг.) и начало нормализации (2022-2024 гг.).

3. Моделирование эффекта «поиска доходности». Для его обособленной оценки применен метод декомпозиции кредитных спредов. Компонента, не

объясняемая факторами (вероятностью дефолта, ликвидностью, волатильностью), интерпретируется как премия, отражающая избыточный аппетит к риску. Ее динамика сопоставлена с темпами роста балансов центральных банков.

4. Сценарный стресс-тест на основе модифицированной модели Merton-KMV. В рамках оценки устойчивости заемщиков построена модель, оценивающая вероятность дефолта на основе динамики рыночной стоимости активов компании. В модель интегрированы стресс-сценарии нормализации МП, включающие:

- умеренный сценарий (постепенный рост безрисковой ставки на 250 б.п. в течение двух лет);
- жесткий сценарий (резкий рост ставок на 400 б.п. в сочетании со снижением доступности ликвидности (сжатие баланса ЦБ).

Модель рассчитывает ожидаемое изменение стоимости активов, объема долга выше порога дефолта и совокупной вероятности его наступления по сегментам рынка.

Результаты исследования и их обсуждение. Данные, приведенные в таблице 1, подтверждают гипотезу о трансформации рынка корпоративных облигаций в период мягкой монетарной политики.

Таблица 1 - Структура эмитентов корпоративных облигаций по кредитному качеству (% от годового объема размещений)

Кредитное качество (S&P)	2015-2017 гг.	2018-2020 гг.	2021-2024 гг.
Инвестиционный уровень (BBB- и выше)	72	58	52
Спекулятивный уровень (BB+ и ниже), в том числе:	28	42	48
рейтинг B- и ниже	5	12	18

Источник: расчёты авторов на основе данных ICE BofA, S&P Global.

Наблюдается устойчивая тенденция к снижению средней

кредитоспособности эмитентов. Доля заемщиков спекулятивного уровня за десять лет выросла с 28% до 48%, при этом наиболее рискованная группа (рейтинг В- и ниже) увеличила свой удельный вес в 3,6 раза. Это свидетельствует о демократизации доступа к долговому рынку, когда компании со слабыми балансами получили возможность рефинансироваться за счет заёмных обязательств.

Одновременно с этим изменилась структура владения корпоративными облигациями спекулятивного уровня (рисунок 1). Агрессивный поиск доходности способствовал повышению значимости институциональных инвесторов, не имеющих крайне жёстких нормативных ограничений по кредитному качеству активов.

Доля паевых фондов (ETF и взаимных фондов), активно ориентирующихся на доходность, выросла более чем вдвое. Коммерческие банки, ограниченные требованиями Базеля III, сократили свое присутствие в данном сегменте. Это создает риск стремительного оттока капитала при смене рыночной конъюнктуры, так как небанковские инвесторы подвержены массовым погашениям паев.

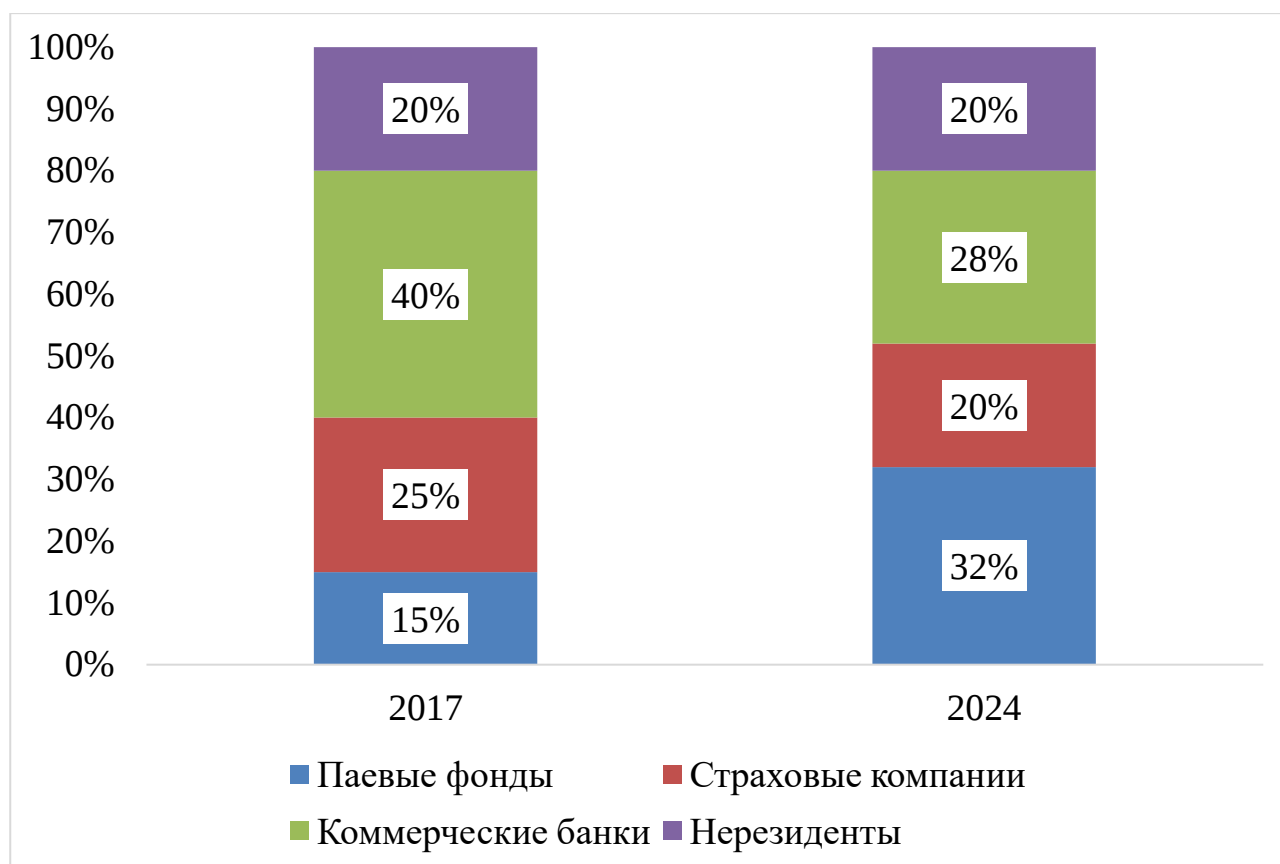


Рисунок 1 - Структура владения корпоративными облигациями спекулятивного уровня (на конец периода) (источник: расчёты авторов на основе данных ICE BofA, S&P Global)

Регрессионный анализ показывает, что с 2012 года по 2021 год объясняющая способность факторов (леверидж, волатильность выручки, рентабельность) для кредитных спредов снизилась с 65% до 38% (таблица 2). Это указывает на возрастающее влияние нерыночных, монетарных аспектов на ценообразование.

Таблица 2 - Декомпозиция кредитного спреда по облигациям компаний рейтинга ВВ (среднегодовые значения, базисные пункты)

Временной период	Общий спред	Фундаментальный компонент (риск дефолта + ликвидность)	Остаточный компонент («премия за поиск доходности»)
2015-2017 гг.	385	320	65

2018-2020 гг.	325	235	90
2021-2024 гг.	285	175	110

Источник: расчеты авторов на основе данных Bloomberg, Merton model.

Остаточный компонент, интерпретируемый как проявление эффекта «поиска доходности», повысился с 17% до 39% структуры спреда. Это означает, что почти 40% цены заимствований для компаний спекулятивного уровня в период 2021-2024 гг. определялись не их финансовым состоянием, а избыточной ликвидностью и монетарными условиями. Такой разрыв между ценой и риском является прямой количественной мерой накопленных кредитных диспропорций. Совокупный объем заимствований, осуществленных в условиях искусственно заниженной цены риска, создает потенциальный стрессовый актив для всей финансовой системы.

При этом результаты стресс-тестирования по модифицированной модели Merton-KMV демонстрируют нелинейную чувствительность заемщиков к ужесточению условий МП (таблица 3).

Таблица 3 - Результаты сценарного анализа (изменение к базовому уровню)

Сценарий	Инвестиционный уровень (BBB)	Спекулятивный уровень (BB)	Высокодоходный сегмент (B и ниже)
Умеренный сценарий (+250 б.п.)			
Повышение вероятности дефолта (PD)	+0,8%	+3,5%	+12,1%
Сокращение стоимости активов	-4,2%	-9,8%	-18,5%
Прирост долга в зоне риска	+180 млрд. руб.	+220 млрд. руб.	+150 млрд. руб.
Жесткий сценарий (+400 б.п., ужесточение МП)			

Повышение вероятности дефолта (PD)	+1,9%	+8,7%	+34,5%
Сокращение стоимости активов	-9,5%	-21,3%	-41,2%
Прирост долга в зоне риска	+410 млрд. руб.	+580 млрд. руб.	+420 млрд. руб.

Источник: разработка авторов.

Примечание: долг в зоне риска – это объем обязательств, рыночная стоимость активов по которым приближается к порогу дефолта.

Риски сконцентрированы не равномерно, а в конкретном сегменте рынка – среди низкокачественных заемщиков, пришедших на рынок в период «поиска доходности». Нормализация монетарной политики действует как стресс-тест, выявляющий эти накопленные диспропорции. Последствием будет волна дефолтов в наиболее уязвимых секторах (циклические потребительские товары, коммерческая недвижимость, высокотехнологичные стартапы с негативным денежным потоком), что может привести к кризису доверия и кратковременному замораживанию рынка новых размещений для всех категорий эмитентов, кроме наиболее надежных.

Выводы. Проведенный анализ позволяет констатировать трансформацию роли и функций рынка корпоративных облигаций в системе финансирования нефинансового сектора, обусловленную длительным периодом действия нетрадиционной МП. Эта трансформация проявляется в трех взаимосвязанных аспектах: изменении условий доступа, модификации ценовых сигналов и формировании новых макрофинансовых уязвимостей.

Во-первых, рынок корпоративных облигаций трансформировался из инструмента преимущественно крупных и кредитоспособных эмитентов в канал массового долгового финансирования. Демократизация доступа, выразившаяся

в значительном росте доли заемщиков спекулятивного уровня, означала расширение границ рынка и увеличение возможностей для инвестиций в реальный сектор. Однако этот процесс в значительной степени был обеспечен не улучшением основополагающих показателей компаний, а изменением параметров спроса со стороны инвесторов, действовавших под влиянием искусственно сжатых премий за риск. Таким образом, рынок стал выполнять функцию механизма рефинансирования и наращивания левериджа в условиях заниженной стоимости долга.

Во-вторых, произошла глубокая деформация ценовых сигналов, передаваемых рынком. Кредитные спреды в существенной мере утратили роль индикатора кредитного риска конкретного эмитента или сектора. Значительная часть сужения спредов в анализируемый период объяснялась монетарными факторами, в частности, премией за поиск доходности и избыточной ликвидностью. Это привело к формированию ложных ценовых сигналов для обеих сторон рынка: эмитенты воспринимали исторически низкую стоимость заимствований как новую норму, а инвесторы недооценивали фактический уровень принимаемого на себя кредитного риска. В результате информационная эффективность рынка как механизма риск-ориентированного ценообразования уменьшилась.

В-третьих, под влиянием МП рынок корпоративного долга превратился в ключевой канал накопления системных рисков и их потенциальной трансмиссии в реальную экономику. Концентрация уязвимостей в сегменте высокодоходных облигаций и изменение структуры базы инвесторов в сторону менее стабильных институтов создали предпосылки для нелинейной реакции на смену режима МП. Её нормализация выступает в данном контексте триггером, который способен выявить и материализовать имеющиеся диспропорции. Последствия, как показал сценарный анализ, будут не равномерными, а сегментированными, что обусловлено волной дефолтов и кризисом доверия на отдельных участках рынка корпоративных облигаций.

Список литературы

44. Кудинова М. М. Трансформация монетарной политики государств в период глобальной пандемии // Финансы: теория и практика. – 2022. – Т. 26. – №. 1. – С. 41-54.
45. Рябов П. В. Влияние сверхмягкой денежно-кредитной политики на инфляцию и финансовую устойчивость // Научные труды: Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. – 2023. – №. 4. – С. 87-105.
46. Медведев И. Д., Солнцев О. Г. Денежно-кредитная политика Банка России в условиях структурной трансформации экономики // Научные труды: Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. – 2023. – №. 2. – С. 6-28.
47. Сахаров Д. М. Конкуренция резервных валют в условиях полицентрического развития мировой финансовой системы // Финансы: теория и практика. – 2022. – Т. 26. – №. 1. – С. 6-23.
48. Иванова Н., Синяков А., Стырин К. Новый взгляд на эффективность и трансмиссию денежно-кредитной политики: обзор экономического симпозиума в Джексон-Хоуле // Деньги и кредит. – 2024. – Т. 83. – №. 4. – С. 119-144.
49. Марин И. Г. Влияние внедрения цифровых валют ЦБ на глобальные финансы // Экономика и бизнес: теория и практика. – 2024. – №. 4-2 (110). – С. 139-147.
50. Тюрина Ю. Г. Зарубежные практики государственной денежно-кредитной политики в постковидной экономике // Вестник Московского университета МВД России. – 2024. – №. 1. – С. 224-229.
51. Халилова М. Х., Тагиев Э. А. О. Оценка влияния кризисных тенденций на банковский сектор и участников финансового рынка России // Финансовые рынки и банки. – 2023. – №. 1. – С. 56-62.
52. Аксенов Д. А. Таргетирование инфляции. Эффективность кредитно-денежной политики центрального Банка России в санкционное время // Управленческий учет. – 2024. – №. 4. – С. 291-305.
53. Савинцева С. А., Краев М. П. Политика таргетирования инфляции центральными банками: мировой опыт // Управленческий учет. – 2024. – №. 1. –

С. 241-253.

54. Хмыз О. В. Глобальные тенденции монетарной политики в период пандемии COVID-19 и в посткоронавирусной перспективе // Экономика. Налоги. Право. – 2023. – Т. 16. – №. 1. – С. 129-139.

55. Максимов М. И., Питенин И. М. Анализ влияния цифровой трансформации на эволюцию рынка долговых инструментов // Индустриальная экономика. – 2025. – №. 5. – С. 120-130.

56. Сахаров Д. М. Развитие российского финансового рынка в условиях структурной трансформации мировой финансовой системы // Финансы: теория и практика. – 2025. – Т. 29. – №. 4. – С. 49-70.

57. Романенко О. А. История трансформации рынка корпоративного контроля США // Инновационная экономика: перспективы развития и совершенствования. – 2023. – №. 1 (67). – С. 153-160.

58. Козлов В. М. Рынок корпоративных облигаций и его роль в финансировании деятельности российских компаний // Инновации и инвестиции. – 2023. – №. 8. – С. 221-224.

References

1. Kudinova M. M. Transformation of the Monetary Policy of States during the Global Pandemic // Finance: Theory and Practice. - 2022. - Vol. 26. - No. 1. - P. 41-54.
2. Ryabov P. V. The Impact of Ultra-Soft Monetary Policy on Inflation and Financial Stability // Scientific Works: Institute of Economic Forecasting of the Russian Academy of Sciences. - 2023. - No. 4. - P. 87-105.
3. Medvedev I. D., Solntsev O. G. Monetary Policy of the Bank of Russia in the Context of Structural Transformation of the Economy // Scientific Works: Institute of Economic Forecasting of the Russian Academy of Sciences. - 2023. - No. 2. - P. 6-28.
4. Sakharov D. M. Competition of reserve currencies in the context of the polycentric development of the global financial system // Finance: Theory and Practice. - 2022. - Vol. 26. - No. 1. - P. 6-23.
5. Ivanova N., Sinyakov A., Styurin K. A new look at the efficiency and transmission of

monetary policy: a review of the economic symposium in Jackson Hole // *Money and Credit*. - 2024. - Vol. 83. - No. 4. - P. 119-144.

6. Marin I. G. The impact of the introduction of central bank digital currencies on global finance // *Economy and Business: Theory and Practice*. - 2024. - No. 4-2 (110). - P. 139-147.

7. Tyurina Yu. G. Foreign practices of state monetary policy in the post-COVID economy // *Bulletin of the Moscow University of the Ministry of Internal Affairs of Russia*. - 2024. - No. 1. - P. 224-229.

8. Khalilova M. Kh., Tagiev E. A. O. Assessing the impact of crisis trends on the banking sector and participants of the financial market of Russia // *Financial markets and banks*. - 2023. - No. 1. - P. 56-62.

9. Aksyonov D. A. Inflation targeting. The effectiveness of the monetary policy of the Central Bank of Russia in the time of sanctions // *Management accounting*. - 2024. - No. 4. - P. 291-305.

10. Savintseva S. A., Kraev M. P. Inflation targeting policy of central banks: global experience // *Management accounting*. – 2024. – No. 1. – P. 241-253.

11. Khmyz O. V. Global trends in monetary policy during the COVID-19 pandemic and in the post-coronavirus perspective // *Economy. Taxes. Law*. – 2023. – Vol. 16. – No. 1. – P. 129-139.

12. Maksimov M. I., Pitenin I. M. Analysis of the impact of digital transformation on the evolution of the debt instruments market // *Industrial Economy*. – 2025. – No. 5. – P. 120-130.

13. Sakharov D. M. Development of the Russian financial market in the context of structural transformation of the global financial system // *Finance: Theory and Practice*. – 2025. – Vol. 29. – No. 4. – P. 49-70.

14. Romanenko O. A. History of the Transformation of the US Corporate Control Market // *Innovative Economy: Prospects for Development and Improvement*. - 2023. - No. 1 (67). - P. 153-160.

15. Kozlov V. M. The Corporate Bond Market and Its Role in Financing the Activities

of Russian Companies // Innovations and Investments. - 2023. - No. 8. - P. 221-224.

Статья поступила в редакцию 04.05.2026; одобрена после рецензирования 11.06.2026; принята к публикации 30.06.2026.

The article was submitted 04.05.2026; approved after reviewing 11.06.2026; accepted for publication 30.06.2026.