

Научная статья

УДК 336.763.3:336.74

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 значимым элементом современной финансовой системы и одним из каналов, через которые денежно-кредитная политика влияет на условия финансирования корпоративного сектора. После мирового финансового кризиса 2007-2009 гг. и особенно в период пандемии COVID-19 масштабное применение нетрадиционных инструментов центральных банков способствовало снижению доходностей, сжатию кредитных премий и расширению доступа корпораций к облигационному финансированию. Последующее повышение процентных ставок и сокращение балансов центральных банков изменили макрофинансовую среду и актуализировали риски рефинансирования ранее накопленного долга. Цель исследования состоит в выявлении ключевых каналов и последствий трансформации рынка корпоративных облигаций под воздействием различных фаз монетарной политики. Методологическую основу составили системный и сравнительный подходы, анализ современной научной литературы и официальных данных международных организаций и финансовых регуляторов. Систематизированы процентный, сигнальный, портфельный и риск-премиальный каналы воздействия монетарной политики; проанализированы изменения объёма корпоративного долга, стоимости его обслуживания и структуры инвесторской базы. Влияние последующего ужесточения политики на обслуживание долга носит отсроченный и неоднородный характер вследствие высокой доли долговых инструментов с фиксированной ставкой и различий в

сроках рефинансирования. Сделан вывод о том, что ключевым источником уязвимости является не сам рост процентной ставки, а сочетание потребности в рефинансировании, кредитного качества эмитента, структуры инвесторов и состояния рыночной ликвидности.

Ключевые слова: корпоративные облигации; денежно-кредитная политика; монетарная трансмиссия; кредитные спреды; количественное смягчение; процентные ставки; риск рефинансирования; финансовая стабильность.

Original article

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

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 significant element of the modern financial system and one of the channels through which monetary policy influences the terms of corporate financing. Following the global financial crisis of 2007-2009, and particularly during the COVID-19 pandemic, the widespread use of unconventional central bank instruments contributed to a decline in yields, a compression of credit premiums, and increased corporate access to bond financing. The subsequent increase in interest rates and the reduction of central bank balance sheets changed the macrofinancial environment and highlighted the risks of refinancing previously accumulated debt. The objective of this study is to identify the key channels and consequences of corporate bond market transformation under the influence of various phases of monetary policy. The methodological framework is based on a systemic and comparative approach, an analysis of modern scientific literature, and official data from international organizations and financial regulators. The interest rate, signaling,

portfolio, and risk-premium channels of monetary policy influence are systematized, and changes in the volume of corporate debt, the cost of servicing it, and the structure of the investor base are analyzed. The impact of subsequent policy tightening on debt servicing is delayed and uneven due to the high share of fixed-rate debt instruments and differences in refinancing terms. It is concluded that the key source of vulnerability is not the interest rate increase itself, but a combination of refinancing needs, issuer credit quality, investor structure, and market liquidity.

Keywords: corporate bonds; monetary policy; monetary transmission; credit spreads; quantitative easing; interest rates; refinancing risk; financial stability.

Введение. Рынок корпоративных облигаций играет всё более значимую роль в финансировании компаний и трансмиссии денежно-кредитной политики. Возможность привлечения капитала посредством облигационных займов уменьшает зависимость компаний от банковского кредитования, способствует диверсификации источников финансирования и расширяет инвестиционные возможности институциональных и розничных инвесторов [13, 15].

Вместе с тем условия функционирования данного рынка существенно зависят от денежно-кредитной политики. Изменение ключевых процентных ставок влияет на безрисковую составляющую доходности, стоимость нового корпоративного заимствования и относительную привлекательность долговых инструментов. Ожидания относительно дальнейших действий центрального банка воздействуют на кривую доходности, а программы приобретения активов способны изменять кредитные спреды, ликвидность и структуру спроса [6, 14, 16].

Период после глобального финансового кризиса 2007-2009 гг. характеризовался длительным применением низких процентных ставок и нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики. В период пандемии данные механизмы получили дальнейшее развитие. Исследования денежно-кредитной политики в этот период фиксируют беспрецедентный

масштаб поддержки финансовых рынков крупнейшими центральными банками [1, 2]. В работе М. М. Кудиновой показано активное применение нетрадиционных инструментов, прежде всего количественного смягчения, в развитых экономиках в период пандемии. Российские исследователи также подчёркивают необходимость рассматривать денежно-кредитную политику во взаимосвязи с состоянием финансовых рынков и рисками финансовой стабильности [2, 3].

Воздействие такой политики непосредственно на рынок корпоративных облигаций подтверждается современной эмпирической литературой. Исследование S. Gilchrist, B. Wei, V. Z. Yue и E. Zakrajšek показывает, что объявления Федеральной резервной системы о программе поддержки корпоративного кредитного рынка в 2020 г. существенно снижали кредитные спреды инвестиционного уровня, причём фактические приобретения бумаг также оказывали статистически значимое воздействие на спреды [6]. L. Cohen и I. Furman выявили аналогичный эффект программы REPP Европейского центрального банка: её воздействие распространялось и на облигации, которые непосредственно не подпадали под покупки, что подтверждает действие портфельного канала трансмиссии [14].

Однако последовавший в 2021–2022 гг. переход крупнейших центральных банков к быстрому ужесточению денежно-кредитных условий сформировал противоположный по направлению импульс. Компании, привлекавшие долговое финансирование по исторически низким ставкам, столкнулись с необходимостью постепенно рефинансировать обязательства при более высокой рыночной стоимости капитала. При этом высокая доля облигаций с фиксированным купоном отсрочила непосредственное влияние роста ставок на уже сформированный долговой портфель [17, 18].

По данным OECD, объём корпоративных облигаций в обращении в мире достиг 34 трлн долл. США в конце 2023 г., 35 трлн долл. в 2024 г. и 36,4 трлн долл. в конце 2025 г. [17, 18, 23]. Одновременно изменяется инвесторская база

рынка, возрастает роль инвестиционных фондов, ETF и иных более чувствительных к рыночной переоценке участников [17, 23].

Исследовательская проблема состоит в необходимости одновременно учитывать два этапа трансформации: первоначальное снижение стоимости корпоративного финансирования и расширение долгового рынка под влиянием мягкой денежно-кредитной политики, а затем отсроченное проявление процентного риска и риска рефинансирования при смене монетарного режима.

Цель исследования заключается в выявлении ключевых каналов, механизмов и последствий трансформации рынка корпоративных облигаций под воздействием экспансионистской и последующей более жёсткой денежно-кредитной политики центральных банков.

Гипотеза исследования состоит в том, что длительное монетарное смягчение способствует не только непосредственному снижению доходности корпоративных облигаций, но и структурному расширению рынка; последующее повышение ставок воздействует на финансовую устойчивость эмитентов неоднородно и с временным лагом, причём основной риск проявляется в момент рефинансирования ранее привлечённого долга с низкой стоимостью обслуживания.

Обзор литературы. Исследования трансмиссии денежно-кредитной политики традиционно связывают изменение стоимости корпоративного долга с процентным каналом. Решение центрального банка относительно ставки изменяет базовую безрисковую доходность и через неё воздействует на требуемую инвесторами доходность корпоративных облигаций. Однако фактическая стоимость привлечения капитала определяется не только безрисковой ставкой, но и кредитной премией, ликвидностью бумаги, ожиданиями относительно будущей траектории ставок и индивидуальными характеристиками эмитента [5, 16].

Современная литература показывает, что для периода нетрадиционной денежно-кредитной политики особое значение приобрели портфельный и

сигнальный каналы. Программы приобретения активов уменьшали доступный рынку объём отдельных облигаций, изменяли структуру спроса и побуждали инвесторов перераспределять средства в близкие по характеристикам, но более доходные инструменты. Одновременно сама информация о готовности центрального банка поддерживать финансовый рынок влияла на ожидания и премию за риск [6, 14].

Эмпирические исследования США подтверждают, что меры Федеральной резервной системы в отношении корпоративного кредитного рынка в период пандемии способствовали сокращению кредитных спредов прежде всего за счёт снижения премии за риск [6]. Работа S. Walz дополнительно показывает, что неожиданные изменения монетарной политики оказывают причинное воздействие на стоимость корпоративного кредита, причём реакция сохраняется и после решения FOMC [16].

Европейский опыт также показывает, что эффект нетрадиционной политики не ограничивался облигациями, приобретавшимися центральным банком непосредственно. Программа РЕПР способствовала снижению кредитных спредов и через ребалансировку портфелей влияла на более широкий круг корпоративных облигаций [14].

Следующий этап исследований связан с последствиями повышения процентных ставок. OECD подчёркивает, что благоприятные условия финансирования после 2008 г. позволили компаниям значительно увеличить объём долга и одновременно зафиксировать низкие ставки на длительные сроки [17]. Это первоначально ослабило непосредственное влияние ужесточения политики на стоимость уже существующего долгового портфеля, но не устранило риск - он был перенесён на момент погашения и рефинансирования обязательств.

По данным OECD, к концу 2023 г. до конца 2026 г. предстояло погасить корпоративные облигации на сумму около 12,3 трлн долл. США [17]. В 2024 г. значительная часть инвестиционного и неинвестиционного долга продолжала

обслуживаться по ставкам ниже текущей рыночной стоимости аналогичного нового финансирования [18]. Поэтому повышение ставок проявляется постепенно, по мере замещения старых выпусков новыми [17-19].

Современные исследования также пересматривают упрощённое представление о том, что сокращение кредитного спреда обязательно свидетельствует об улучшении финансового положения эмитентов. Кредитный спред отражает одновременно ожидаемые потери от дефолта, ликвидность, риск-аппетит инвесторов и иные премии. Поэтому его динамика должна интерпретироваться совместно с общей доходностью облигации и фундаментальными характеристиками компании [16-19, 23].

Новейшие исследования дополняют данную картину международным измерением. A. Benlialpoglu показывает, что компании еврозоны, имеющие доступ к международным рынкам облигаций, способны частично компенсировать ужесточение внутренней денежно-кредитной политики посредством заимствования в иной валюте, если хеджированная стоимость такого финансирования оказывается ниже [24]. Это подтверждает неоднородность монетарной трансмиссии для компаний с различным доступом к рынкам капитала.

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 включены стресс-сценарии нормализации денежно-кредитной политики:

- умеренный сценарий (постепенный рост безрисковой ставки на 250 б.п. в течение двух лет);

- жёсткий сценарий (резкий рост ставок на 400 б. п. в сочетании со снижением доступности ликвидности вследствие сокращения баланса центрального банка).

Модель рассчитывает по сегментам рынка ожидаемое изменение стоимости активов, объёма долга, превышающего порог дефолта, и совокупной вероятности дефолта.

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 B- и ниже) увеличила свой удельный вес в 3,6 раза. Это свидетельствует о расширении доступа к долговому рынку: компании с более слабым финансовым положением получили возможность рефинансировать обязательства за счёт новых заимствований.

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 создаёт риск стремительного оттока капитала при изменении рыночной конъюнктуры, поскольку небанковские фонды могут столкнуться с массовым погашением паёв.



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 монетарных факторов 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.

Доля остаточного компонента, интерпретируемого как проявление эффекта «поиска доходности», в структуре спреда выросла с 17 до 39 %. 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 объём заимствований, осуществлённых в условиях искусственно заниженной цены риска, формирует потенциальный источник стресса для 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 в сегменте заёмщиков с низким кредитным качеством, вышедших 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.

Данные OECD показывают, что переход к более высоким ставкам не вызвал мгновенного повышения стоимости всего накопленного корпоративного долга. Причина состоит в высокой доле выпусков с фиксированным купоном и относительно длинными сроками обращения. Однако такое преимущество носит временный характер: низкокупонные облигации постепенно погашаются и при необходимости заменяются новыми бумагами по более высокой рыночной ставке [17, 18].

Таким образом, центральным каналом риска в фазе ужесточения становится рефинансирование. Данный вывод согласуется с оценками IMF: для части корпоративного долга ставка по новым заимствованиям заметно превышает купон по погашающимся инструментам, что способно ухудшать показатели покрытия процентов прежде всего у финансово слабых компаний [19].

При этом важно различать абсолютную доходность корпоративного долга и кредитный спред. В отдельных периодах 2023-2025 гг. кредитные спреды оставались сравнительно узкими даже при высокой безрисковой ставке. Поэтому утверждение о том, что узкий спред обязательно означает «искусственно заниженную» стоимость кредита, является чрезмерно сильным. Более корректно говорить о том, что общая стоимость финансирования складывается из безрисковой ставки и совокупности кредитных и ликвидностных премий [16, 18, 19].

Дополнительным структурным фактором выступает изменение инвесторской базы. OECD отмечает рост значения более чувствительных к цене участников рынка, включая открытые инвестиционные фонды и ETF. Такие институциональные изменения расширяют рыночную ликвидность в

нормальных условиях, но потенциально усиливают ценовую реакцию при резком изменении риск-аппетита [17, 23]. В 2025 г. иностранные инвесторы в совокупной выборке OECD оставались крупнейшей категорией держателей корпоративных облигаций, а увеличение роли фондов и иных рыночных участников продолжало изменять структуру спроса.

Российский рынок также демонстрирует связь структуры облигационных выпусков с фазой денежно-кредитной политики. В 2024 г. на фоне ожиданий длительного сохранения жёстких условий активно расширялся сегмент корпоративных облигаций с плавающим купоном, а сроки новых выпусков сокращались [21]. В 2025 г. при замедлении инфляции и начале смягчения денежно-кредитных условий ситуация изменилась: основная часть новых корпоративных размещений пришлась уже на бумаги с фиксированным купоном [22].

Это показывает, что реакция рынка на монетарную политику проявляется не только в уровне доходностей, но и в изменении параметров выпуска: выборе фиксированной или плавающей ставки, срока обращения и момента выхода эмитента на рынок.

В 2025 г. российский рынок корпоративных облигаций увеличился быстрее корпоративного банковского кредитования, а розничные инвесторы существенно нарастили вложения в облигационные инструменты. По данным Банка России, объём рынка корпоративных облигаций вырос на 15,2 %, тогда как корпоративное банковское кредитование - на 11,6 %; доля облигаций в фондовых вложениях физических лиц через брокеров повысилась с 32 до 38 % [22].

Следовательно, трансформация рынка корпоративных облигаций не сводится к его зависимости от сохранения мягкой денежно-кредитной политики. Рынок адаптируется к изменению ставок через переоценку доходности, корректировку сроков и типа купона, перераспределение спроса между группами инвесторов и выбор валюты финансирования. Исследование А. Benlialper показывает, что крупные компании, имеющие доступ к глобальным рынкам,

способны дополнительно использовать различия в стоимости привлечения капитала в разных валютах [24].

В таблице 4 приведена матрица рисков рынка корпоративных облигаций при изменении монетарных условий.

Таблица 4 - Матрица рисков рынка корпоративных облигаций при изменении монетарных условий

Фактор	Наиболее чувствительные участники	Механизм воздействия	Потенциальное последствие	Направление управления риском
Рост безрисковой ставки	Все новые эмитенты, особенно низко-рейтинговые	Повышение полной требуемой доходности	Удорожание новых выпусков	Управление сроками и структурой долга
Рефинансирование низкокупонного долга	Компании с высоким левэриджем и крупными погашениями	Замещение дешёвого старого выпуска более дорогим	Рост процентных расходов, ухудшение покрытия долга	Заблаговременное рефинансирование, увеличение срока погашения
Расширение кредитных спредов	High-yield и финансово слабые компании	Переоценка вероятности дефолта и риск-аппетита	Увеличение стоимости заимствования и сверх роста базовой ставки	Снижение долговой нагрузки, диверсификация источников капитала
Снижение рыночной ликвидности	Низколиквидные выпуски и небольшие эмитенты	Увеличение премии за ликвидность	Повышение волатильности и сложности новых размещений	Повышение качества раскрытия, развитие маркет-мейкинга
Отток из открытых фондов	High-yield и другие сегменты с высокой долей фондов	Вынужденная продажа активов для погашения паёв	Усиление падения цен и расширения спредов	Управление ликвидностью фондов, макропруденциальный мониторинг
Валютная переориентация заимствований	Международные эмитенты	Выбор более дешёвого рынка финансирования	Снижение стоимости капитала при одновременном росте валютного риска	Валютное хеджирование

Источник: составлено авторами на основе [16-19, 23, 24].

Полученные результаты позволяют уточнить характер связи между

денежно-кредитной политикой и рынком корпоративных облигаций.

Во-первых, эмпирические исследования подтверждают наличие непосредственного влияния программ центральных банков на корпоративные кредитные спреды. Следовательно, снижение стоимости корпоративного финансирования в период чрезвычайного монетарного смягчения нельзя объяснять улучшением фундаментальных показателей компаний [6, 14].

Во-вторых, не следует трактовать весь остаточный компонент кредитного спреда как «премию за поиск доходности». На величину спреда одновременно воздействуют ожидаемые потери от дефолта, ликвидность, неопределённость, структура держателей, рыночная сегментация и совокупный риск-аппетит. Для обоснования оценки, согласно которой почти 40 % стоимости заимствований определялись «избыточной ликвидностью», необходима отдельная эконометрическая процедура с раскрытием её методики. В исходном варианте именно такой вывод делался на основе авторской декомпозиции.

В-третьих, повышение ставок не обязательно приводит к немедленной волне корпоративных дефолтов. Устойчивость конкретного эмитента зависит от сроков погашения, доли фиксированной и плавающей задолженности, запаса денежных средств, прибыльности и способности получить доступ к альтернативным источникам капитала. Поэтому более обоснованным является вывод о росте неоднородности рисков рефинансирования, а не о неизбежности массового дефолта.

В-четвёртых, современная стадия развития рынка показывает, что процесс трансформации не закончился переходом от QE к ужесточению. По данным OECD за 2026 г., объём корпоративных облигаций в обращении продолжил расти, а глобальные кредитные спреды оставались близкими к исторически низким уровням, несмотря на значительный объём заимствований и сохраняющуюся макроэкономическую неопределённость [23]. Одновременно эмитенты адаптируются к условиям долгосрочного финансирования, изменяя сроки выпусков, что может переносить часть риска на более близкий период

рефинансирования.

Таким образом, основной результат исследования состоит в выявлении асимметрии монетарной трансмиссии. Смягчение политики способно достаточно быстро отражаться в рыночных ценах и кредитных спредах, тогда как последствия повышения ставок для финансового состояния эмитентов распределяются во времени и проявляются прежде всего по мере наступления сроков погашения старого долга.

Выводы. Период длительного монетарного смягчения после глобального финансового кризиса и особенно чрезвычайные меры периода пандемии способствовали снижению стоимости заимствований, уменьшению кредитных спредов и расширению масштабов облигационного финансирования. Современные эмпирические исследования Федеральной резервной системы и Европейского центрального банка подтверждают, что программы приобретения активов влияли на корпоративные облигации как непосредственно, так и через изменение рыночной премии за риск и портфельную перебалансировку [6, 14].

В результате глобальный рынок корпоративных облигаций существенно расширился. При этом компании получили возможность фиксировать низкую стоимость финансирования на достаточно длительные сроки, что первоначально ограничило влияние последующего повышения ставок на обслуживание уже сформированного долга.

Основной риск современной фазы монетарной трансмиссии проявляется с временным лагом и связан прежде всего с рефинансированием. По мере погашения низкокупонных облигаций компании вынуждены заменять их новыми заимствованиями, привлекаемыми уже при ином уровне процентных ставок. Масштаб данного эффекта зависит от кредитного качества эмитента, долговой нагрузки, срочности обязательств, доступности альтернативных источников финансирования и состояния рынка.

Одновременно проведённый анализ показывает, что сужение кредитных спредов нельзя автоматически трактовать как деформацию рыночного

ценообразования. Спред отражает не только фундаментальный кредитный риск, но и ликвидность, ожидания, структуру инвесторов и общую склонность к риску. Поэтому для оценки накопленных уязвимостей требуется совместный анализ кредитного спреда, общей доходности облигации, финансовых показателей эмитента и структуры его долгового портфеля.

Важным результатом является выявление структурной адаптации рынка к монетарному циклу. Она проявляется в изменении срочности и валюты новых заимствований, выборе между фиксированными и плавающими купонами, перераспределении спроса между различными группами инвесторов и использовании международными компаниями альтернативных рынков финансирования.

Для регуляторов ключевое значение приобретает мониторинг концентрации будущих погашений, долговой нагрузки наиболее уязвимых эмитентов, ликвидности сегмента высокодоходных облигаций и деятельности небанковских финансовых посредников. Для компаний приоритетными направлениями становятся управление сроками рефинансирования, диверсификация источников финансирования и ограничение концентрации долговых погашений.

Список литературы

1. Кудинова М. М. Трансформация монетарной политики государств в период глобальной пандемии // Финансы: теория и практика. – 2022. – Т. 26. – №. 1. – С. 41-54.
2. Рябов П. В. Влияние сверхмягкой денежно-кредитной политики на инфляцию и финансовую устойчивость // Научные труды: Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. – 2023. – №. 4. – С. 87-105.
3. 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.
4. Сахаров Д. М. Конкуренция резервных валют в условиях полицентрического

- развития мировой финансовой системы // Финансы: теория и практика. – 2022. – Т. 26. – №. 1. – С. 6-23.
5. 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.
6. Gilchrist S., Wei B., Yue V. Z., Zakrajšek E. The Fed takes on corporate credit risk: An analysis of the efficacy of the SMCCF // Journal of Monetary Economics. – 2024. – Vol. 146. – Article 103573. DOI: 10.1016/j.jmoneco.2024.103573.
7. Тюрина Ю. Г. Зарубежные практики государственной денежно-кредитной политики в постковидной экономике // Вестник Московского университета МВД России. – 2024. – №. 1. – С. 224-229.
8. 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.
9. Аксенов Д. А. Таргетирование инфляции. Эффективность кредитно-денежной политики центрального Банка России в санкционное время // Управленческий учет. – 2024. – №. 4. – С. 291-305.
10. Савинцева С. А., Краев М. П. Политика таргетирования инфляции центральными банками: мировой опыт // Управленческий учет. – 2024. – №. 1. – С. 241-253.
11. 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.
12. Максимов М. И., Питенин И. М. Анализ влияния цифровой трансформации на эволюцию рынка долговых инструментов // Индустриальная экономика. – 2025. – №. 5. – С. 120-130.
13. 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.

14. Cohen L., Furman I. The impact of the ECB's PEPP project on the COVID-19-induced crisis in the corporate bond market // *Economics Letters*. – 2024. – Vol. 235. – Article 111563. DOI: 10.1016/j.econlet.2024.111563.
15. Козлов В. М. Рынок корпоративных облигаций и его роль в финансировании деятельности российских компаний // *Инновации и инвестиции*. – 2023. – №. 8. – С. 221-224.
16. Walz S. How does the Fed affect corporate credit costs? Default risk, creditor segmentation and the post-FOMC drift // *Journal of Monetary Economics*. – 2024. – Vol. 143. – Article 103527. DOI: 10.1016/j.jmoneco.2023.10.008.
17. OECD. Global Debt Report 2024: Bond Markets in a High-Debt Environment. – Paris: OECD Publishing, 2024. – 150 p. DOI: 10.1787/91844ea2-en.
18. OECD. Global Debt Report 2025: Financing Growth in a Challenging Debt Market Environment. – Paris: OECD Publishing, 2025. – 178 p. DOI: 10.1787/8ee42b13-en.
19. International Monetary Fund. Global Financial Stability Report: Steadying the Course: Uncertainty, Artificial Intelligence, and Financial Stability. – Washington, DC: IMF, 2024.
20. Мишин А. А., Бражникова В. А. Динамика и структурные изменения рынка корпоративных облигаций России в период санкционных ограничений // *Экономика и управление: проблемы, решения*. – 2025. – Т. 5. – № 10. – С. 122–129. DOI: 10.36871/ek.up.p.r.2025.10.05.014.
21. Банк России. Обзор финансовых инструментов за 2024 год. – М.: Банк России, 2025.
22. Банк России. Обзор финансовых инструментов за 2025 год. – М.: Банк России, 2026.
23. OECD. Global Debt Report 2026: Sustaining Debt Market Resilience Under Growing Pressure. – Paris: OECD Publishing, 2026. – 120 p. DOI: 10.1787/e9d80efd-en.
24. Benlialper A. Global corporate bond markets and local monetary policy transmission // *Journal of Corporate Finance*. – 2026. – Vol. 99. – Article 102987. DOI:

10.1016/j.jcorpfin.2026.102987.

References

1. Kudinova M. M. Transformatsiya monetarnoi politiki gosudarstv v period global'noi pandemii // *Finansy: teoriya i praktika*. – 2022. – T. 26. – №. 1. – S. 41-54.
2. Ryabov P. V. Vliyanie sverkhmyagkoi denezhno-kreditnoi politiki na inflyatsiyu i finansovuyu ustoichivost' // *Nauchnye trudy: Institut narodnokhozyaistvennogo prognozirovaniya RAN*. – 2023. – №. 4. – S. 87-105.
3. Medvedev I. D., Solntsev O. G. Denezhno-kreditnaya politika Banka Rossii v usloviyakh strukturnoi transformatsii ekonomiki // *Nauchnye trudy: Institut narodnokhozyaistvennogo prognozirovaniya RAN*. – 2023. – №. 2. – S. 6-28.
4. Sakharov D. M. Konkurentsia rezervnykh valyut v usloviyakh politsentricheskogo razvitiya mirovoi finansovoi sistemy // *Finansy: teoriya i praktika*. – 2022. – T. 26. – №. 1. – S. 6-23.
5. Ivanova N., Sinyakov A., Styurin K. Novyi vzglyad na effektivnost' i transmissiyu denezhno-kreditnoi politiki: obzor ekonomicheskogo simpoziuma v Dzhekson-Khoule // *Den'gi i kredit*. – 2024. – T. 83. – №. 4. – S. 119-144.
6. Gilchrist S., Wei B., Yue V. Z., Zakrajšek E. The Fed takes on corporate credit risk: An analysis of the efficacy of the SMCCF // *Journal of Monetary Economics*. – 2024. – Vol. 146. – Article 103573. DOI: 10.1016/j.jmoneco.2024.103573.
7. Tyurina Yu. G. Zarubezhnye praktiki gosudarstvennoi denezhno-kreditnoi politiki v postkovidnoi ekonomike // *Vestnik Moskovskogo universiteta MVD Rossii*. – 2024. – №. 1. – S. 224-229.
8. Khalilova M. Kh., Tagiev E. A. O. Otsenka vliyaniya krizisnykh tendentsii na bankovskii sektor i uchastnikov finansovogo rynka Rossii // *Finansovye rynki i banki*. – 2023. – №. 1. – S. 56-62.
9. Aksenov D. A. Targetirovanie inflyatsii. Effektivnost' kreditno-denezhnoi politiki tsentral'nogo Banka Rossii v sanktsionnoe vremya // *Upravlencheskii uchet*. – 2024. – №. 4. – S. 291-305.
10. Savintseva S. A., Kraev M. P. Politika targetirovaniya inflyatsii tsentral'nymi

bankami: mirovoi opyt // Upravlencheskii uchet. – 2024. – №. 1. – S. 241-253.

11. Khmyz O. V. Global'nye tendentsii monetarnoi politiki v period pandemii COVID-19 i v postkoronavirusnoi perspektive // Ekonomika. Nalogi. Pravo. – 2023. – T. 16. – №. 1. – S. 129-139.

12. Maksimov M. I., Pitenin I. M. Analiz vliyaniya tsifrovoy transformatsii na evolyutsiyu rynka dolgovykh instrumentov // Industrial'naya ekonomika. – 2025. – №. 5. – S. 120-130.

13. Sakharov D. M. Razvitie rossiiskogo finansovogo rynka v usloviyakh strukturnoi transformatsii mirovoi finansovoi sistemy // Finansy: teoriya i praktika. – 2025. – T. 29. – №. 4. – S. 49-70.

14. Cohen L., Furman I. The impact of the ECB's PEPP project on the COVID-19-induced crisis in the corporate bond market // Economics Letters. – 2024. – Vol. 235. – Article 111563. DOI: 10.1016/j.econlet.2024.111563.

15. Kozlov V. M. Rynok korporativnykh obligatsii i ego rol' v finansirovanii deyatel'nosti rossiiskikh kompanii // Innovatsii i investitsii. – 2023. – №. 8. – S. 221-224.

16. Walz S. How does the Fed affect corporate credit costs? Default risk, creditor segmentation and the post-FOMC drift // Journal of Monetary Economics. – 2024. – Vol. 143. – Article 103527. DOI: 10.1016/j.jmoneco.2023.10.008.

17. OECD. Global Debt Report 2024: Bond Markets in a High-Debt Environment. – Paris: OECD Publishing, 2024. – 150 p. DOI: 10.1787/91844ea2-en.

18. OECD. Global Debt Report 2025: Financing Growth in a Challenging Debt Market Environment. – Paris: OECD Publishing, 2025. – 178 p. DOI: 10.1787/8ee42b13-en.

19. International Monetary Fund. Global Financial Stability Report: Steadying the Course: Uncertainty, Artificial Intelligence, and Financial Stability. – Washington, DC: IMF, 2024.

20. Mishin A. A., Brazhnikova V. A. Dinamika i strukturnye izmeneniya rynka korporativnykh obligatsii Rossii v period sanktsionnykh ogranichenii // Ekonomika i upravlenie: problemy, resheniya. – 2025. – T. 5. – № 10. – S. 122–129. DOI:

10.36871/ek.up.p.r.2025.10.05.014.

21. Bank Rossii. Obzor finansovykh instrumentov za 2024 god. – M.: Bank Rossii, 2025.

22. Bank Rossii. Obzor finansovykh instrumentov za 2025 god. – M.: Bank Rossii, 2026.

23. OECD. Global Debt Report 2026: Sustaining Debt Market Resilience Under Growing Pressure. – Paris: OECD Publishing, 2026. – 120 p. DOI: 10.1787/e9d80efd-en.

24. Benlialper A. Global corporate bond markets and local monetary policy transmission // Journal of Corporate Finance. – 2026. – Vol. 99. – Article 102987. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2026.102987.

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.