

УДК 336.763.33

<https://doi.org/10.18799/26584956/2026/1/2069>

Шифр специальности ВАК: 5.2.4



Экспансия корпоративного долга и её давление на рынок российских гособлигаций

О.А. Синиченко^{1✉}, Т.С. Максименко²

¹ Таганрогский институт управления и экономики, Российская Федерация, г. Таганрог

² Политехнический институт (филиал) Донского государственного технического университета в г. Таганроге, Российская Федерация, г. Таганрог

✉ o.sinichenko@tmei.ru

Аннотация. *Актуальность* обусловлена глубокой трансформацией структуры финансового рынка России в условиях геополитической и макроэкономической нестабильности. Резкое сокращение числа нерезидентов на рынке государственных облигаций совпало с активным ростом корпоративных заимствований, что принципиально изменило модель долгового финансирования экономики. Это выводит на первый план вопрос о перераспределении инвестиционных потоков и потенциальном вытеснении государственных бумаг из портфелей инвесторов. Изменение поведения ключевых участников рынка – банков, институциональных инвесторов и корпораций – в поиске баланса между доходностью и рисками требует осмысления новых закономерностей функционирования долгового рынка. На фоне ужесточения денежно-кредитной политики и роста долговой нагрузки частного сектора понимание конкурентных взаимодействий между разными сегментами долгового рынка становится критически важным для обеспечения финансовой стабильности. **Цель:** выявить характер и интенсивность конкурентного взаимодействия между рынками корпоративных облигаций и государственных ценных бумаг. **Методы:** общенаучные методы познания, в том числе теоретический, эмпирический, сравнительный, прогнозный и графический. **Задачи:** эмпирическая проверка гипотезы «эффекта вытеснения» облигаций федерального займа корпоративными облигациями, анализ факторов разнонаправленной динамики долговых сегментов, исследование структурных сдвигов в инвесторской базе, оценка адаптационных механизмов и выявление системных рисков новой конфигурации рынка. **Результаты:** скорректировано мнение о «классическом «эффекте вытеснения», то есть рост корпоративных облигаций не происходил за счет сокращения инвестиций в облигации федерального займа; выявлены следующие факторы развития рынка облигаций федерального займа: концентрация рынка ОФЗ в банковском секторе, снижение ликвидности, а также массовый уход нерезидентов, а также факторы развития рынка корпоративных облигаций: сокращение доли банков, усиление роли государства, переориентирование на внутреннее финансирование из-за санкций. **Выводы:** структура российского долгового рынка претерпела качественные изменения, выходящие за рамки классических экономических теорий. Рост корпоративных заимствований отражает функциональные сдвиги в экономике, а не является следствием конкуренции с государственными бумагами. Новая конфигурация рынка порождает системные риски, включая концентрацию рисков в банковской системе, снижение ликвидности государственных облигаций и рост взаимной задолженности корпораций. В этих условиях актуализируется необходимость диверсификации базы инвесторов и развития механизмов финансирования для малого бизнеса и несырьевых отраслей. Приоритетной задачей становится организация мониторинга финансовой стабильности, адаптированного к особенностям новой модели долгового рынка, что в перспективе потребует разработки специализированных инструментов оценки рисков и принятия регулирующих мер.

Ключевые слова: корпоративные облигации, облигации федерального займа, долговой рынок, портфельные инвестиции, денежно-кредитная политика, санкции

Для цитирования: Синиченко О.А., Максименко Т.С. Экспансия корпоративного долга и её давление на рынок российских гособлигаций. *Векторы благополучия: экономика и социум*, 2026, Т. 54, № 1, С. 123–140. <https://doi.org/10.18799/26584956/2026/1/2069>

UDC 336.763.33

<https://doi.org/10.18799/26584956/2026/1/2069>

Expansion of corporate debt and its impact on the Russian government bond market

O.A. Sinichenko^{1✉}, T.S. Maksimenko²

¹ *Taganrog Institute of Management and Economics, Taganrog, Russian Federation*

² *Polytechnic Institute (branch of) Don State Technical University in Taganrog, Taganrog, Russian Federation*

✉ o.sinichenko@tmei.ru

Abstract. Relevance. Profound transformation of the structure of the Russian financial market in the context of geopolitical and macroeconomic instability. A sharp decline in the number of non-residents in the government bond market coincided with a significant increase in corporate borrowing, which fundamentally changed the model of debt financing for the economy. This highlights the issue of the redistribution of investment flows and the potential displacement of government securities from investors' portfolios. Changing the behavior of key market participants – banks, institutional investors and corporations – in the search for a balance between profitability and risks requires understanding new patterns of functioning of the debt market. Against the background of tightening monetary policy and the growing debt burden of the private sector, understanding the competitive interactions between different segments of the debt market is becoming critically important to ensure financial stability. *Aim.* To identify the nature and intensity of competitive interaction between the corporate bond and government securities markets. **Methods.** General scientific methods of cognition, including theoretical, empirical, comparative, predictive and graphical. **Objectives:** empirical testing of the «displacement effect» hypothesis for Federal loan bond by corporate bonds, analysis of factors of multidirectional dynamics of debt segments, study of structural shifts in the investor base, assessment of adaptation mechanisms, and identification of systemic risks of the new market configuration. **Results.** The opinion about the classic «displacement effect» was adjusted, that is, the growth of corporate bonds did not occur due to a reduction in investments in Federal loan bonds. The authors identified the following factors of the Federal loan bonds market development: concentration in the banking sector, reduced liquidity, as well as the mass departure of non-residents. The authors identified the following factors of the of the corporate bond market development: reduction in the share of banks, strengthening the role of the state, reorientation to domestic financing due to sanctions. **Conclusions.** The structure of the Russian debt market underwent qualitative changes that go beyond classical economic theories. The growth of corporate borrowing reflects functional shifts in the economy, rather than being a consequence of competition with government securities. The new market configuration generates systemic risks, including the concentration of risks in the banking system, a decrease in the liquidity of government bonds and an increase in mutual corporate debt. In these conditions, the need to diversify the investor base and develop financing mechanisms for small businesses and non-resource industries is becoming urgent. The organization of financial stability monitoring, adapted to the specifics of the new debt market model, becomes a priority. This requires the development of specialized risk assessment tools and regulatory measures.

Keywords: corporate bonds, Federal loan bonds, debt market, portfolio investments, monetary policy, sanctions

For citation: Sinichenko O.A., Maksimenko T.S. Expansion of corporate debt and its impact on the Russian government bond market. *Journal of Wellbeing Technologies*, 2026, vol. 54, no. 1, pp. 123–140. <https://doi.org/10.18799/26584956/2026/1/2069>

Введение

Структурная перестройка российского финансового рынка после 2022 г. характеризуется разнонаправленной динамикой развития его ключевых сегментов. На фоне сокращения присутствия нерезидентов и стагнации рынка государственных облигаций наблюдается стреми-

тельный рост корпоративного долга, объемы размещений которого продемонстрировали увеличение на 47 % в 2022–2024 гг. Такая динамика заставляет задуматься – не отбирают ли корпоративные займы место у государственных в инвестиционных портфелях. Может быть, деньги, которые раньше шли на покупку облигаций федерального займа (ОФЗ), теперь направляются в корпоративные облигации? Эти вопросы становятся особенно важными в современных условиях, когда экономика сталкивается с санкциями, высокой инфляцией и удорожанием стоимости заемных средств.

Сложившаяся ситуация требует комплексного анализа, выходящего за рамки традиционного предположения о вытеснении государственных бумаг частными заимствованиями через рост ставок. Современная структура российского долгового рынка формируется под влиянием множества факторов – от геополитических шоков и санкционных ограничений до ужесточения денежно-кредитной политики и изменения поведения ключевых категорий инвесторов [1]. Особую значимость приобретает исследование перераспределения портфельных инвестиций между ОФЗ и корпоративными облигациями в условиях пересмотра стратегий управления рисками и доходностью.

Представленное исследование направлено на выявление системных изменений в структуре долгового финансирования российской экономики через анализ поведения эмитентов и инвесторов. Особое внимание уделяется изучению кредитных спредов, трансформации инвестиционных предпочтений институциональных игроков и поиску эмпирических доказательств гипотезы о частичном или полном вытеснении государственных ценных бумаг корпоративными облигациями. Полученные результаты имеют существенное значение как для формирования регуляторной политики, так и для разработки оптимальных инвестиционных стратегий в условиях структурной перестройки финансового рынка.

Научный обзор

Классическая экономическая теория, в частности в работах Милтона Фридмана в 1968 г. и других исследователей, сформулировала концепцию «эффекта вытеснения» [2]. Согласно этой теории, активные заимствования государства на финансовом рынке для финансирования дефицита бюджета приводят к росту спроса на денежные ресурсы, что, в свою очередь, вызывает повышение процентных ставок. Более высокие ставки делают кредиты и выпуск облигаций дороже для частных компаний, что вынуждает их сокращать инвестиционные программы. Таким образом, государственные расходы «вытесняют» частные инвестиции [3].

Однако применимость этой классической модели к современным российским реалиям ставится под сомнение отечественными исследователями. Эмпирические данные и комплексный анализ показывают, что в России действуют иные, более сложные механизмы.

Логика функционирования российского финансового рынка принципиально изменилась после введения бюджетного правила. Как доказывает в своей серии публикаций с 2018 по 2023 г. М.Ю. Головин этот институт кардинально трансформировал взаимодействие фискальной политики и финансового рынка [4]. Бюджетное правило, изолируя нефтегазовые доходы в суверенные фонды, ограничивает чистые заимствования государства на внутреннем рынке. В его интерпретации, действия государства в новой парадигме приводят не к «вытеснению» корпораций, а к сокращению излишней денежной ликвидности в экономике. Другими словами, государство выступает не как конкурент за ресурсы, а как инструмент для изъятия лишних денег из обращения.

Эмпирическое опровержение эффекта вытеснения нашло убедительное эконометрическое подтверждение в исследовании А.А. Ведева [5]. Проведя комплексный анализ данных, он не обнаружил статистически значимого негативного влияния объемов госзаимствований на объемы корпоративных. Ученый пришел к выводу, что наблюдаемая корреляция между ними объясняется не конкуренцией, а реакцией обоих секторов на общие макроэкономические шоки

(например, изменение цен на нефть, введение санкций, глобальную экономическую конъюнктуру). И государство, и компании одновременно увеличивают или сокращают заимствования в ответ на изменение внешних условий.

Важным структурным фактором, определившим динамику корпоративного долга, стали международные санкции. Как показали в своей работе Е.Н. Алифанова, С.А. Переход и Б.Б. Рубцов, ограничение доступа российских компаний к внешним рынкам капитала вызвало форсированную переориентацию крупнейших эмитентов на внутренние источники финансирования. Это вынужденное замещение внешнего долга внутренним стало доминирующим драйвером экспансии российского рынка корпоративных облигаций [6].

Со стороны предложения капитала также произошли значительные изменения. Исследования аналитиков Банка России, в частности С.М. Дробышевского и П.В. Трунина, демонстрируют, как трансформировались инвестиционные стратегии ключевых институциональных инвесторов – банков и негосударственных пенсионных фондов (НПФ) [7]. Избыточная ликвидность в банковском секторе в сочетании с политикой низких процентных ставок, проводимой Банком России в определенные периоды, стимулировала эти институты активно наращивать спрос на корпоративные облигации в поисках более высокой доходности.

К этому тренду подключился и сектор частных инвестиций. Данные Московской Биржи и публикации в авторитетных изданиях, таких как «Журнал Новой экономической ассоциации», фиксируют бум активности частных инвесторов на рынке корпоративных облигаций. Этот рост был во многом реакцией на снижение доходности по традиционным инструментам (например, по банковским вкладам), что заставило частных лиц искать альтернативные пути вложения капитала.

Фундаментальную роль в создании благоприятных условий для роста заимствований сыграла политика Банка России. В своих работах на это указывает А.Л. Кудрин [8]. Его анализ показывает, что периоды мягкой денежно-кредитной политики (снижение ключевой ставки, программы рефинансирования) целенаправленно создавали «окна возможностей» для эмиссии корпоративных облигаций, делая заемное финансирование для бизнеса более доступным.

Исследования экспертов Высшей школы экономики углубляют понимание роли бюджетного правила. Они доказывают, что этот механизм трансформировал государство в «чистого кредитора» бюджетной системы. Аккумулируя средства в суверенных фондах, государство стало не заемщиком, а поставщиком ликвидности для финансовой системы, что принципиально изменило природу его взаимодействия с корпоративным сектором на долговом рынке.

Развитие рынка корпоративных облигаций характеризуется значительной неравномерностью. Исследования РАНХиГС выявили резкие дисбалансы отраслей в доступе к этому инструменту. Наиболее активными эмитентами стали компании сырьевого сектора и системообразующие предприятия (компании «национального чемпионата»), в то время как малый и средний бизнес, а также несырьевые сектора остаются на периферии рынка. Эта проблема усугубляется региональной концентрацией, которую в своих исследованиях отмечает В.В. Савалей [9]. Подавляющая часть корпоративных заимствований сосредоточена в Москве и нескольких крупнейших регионах, что является ярким индикатором неравномерности развития финансовой инфраструктуры страны.

Совокупность этих изменений привела, по оценке Н.А. Крутовой, к наступлению качественно новой фазы развития российского долгового рынка. Ее характеризуют три ключевые черты:

- 1) усиление роли государственных банков как ключевых инвесторов в корпоративные облигации;
- 2) изменение структуры инвесторов с ростом доли НПФ и частных инвесторов;
- 3) появление и развитие новых инструментов корпоративных заимствований, адаптирующихся к новым условиям [10].

На фоне бурного роста корпоративного долга закономерно встают вопросы финансовой стабильности. Банк России в своих обзорах и отчетах предлагает меры по мониторингу и сдерживанию рисков, связанных с чрезмерной долговой нагрузкой нефинансового сектора. В свою очередь, практические рекомендации по управлению долговыми портфелями в этих новых условиях содержатся в отчетах консалтинговых компаний, таких как НАУФОР.

Таким образом, в современных российских научных и экспертных кругах сформировался консенсус относительно отсутствия классического эффекта вытеснения на рынке облигаций. Многочисленные работы ведущих экономистов доказывают, что экспансия корпоративного долга в России была обусловлена не конкуренцией с государственными заимствованиями, а комплексом институциональных и структурных факторов, таких как введение бюджетного правила; влияние санкций и переориентация на внутренний рынок; политика избыточной ликвидности и низких ставок ЦБ; трансформация стратегий институциональных и частных инвесторов.

В связи с этим дальнейшие исследования должны быть сфокусированы не на поиске классического «вытеснения», а на анализе долгосрочных последствий сложившейся конфигурации долгового рынка, его устойчивости к новым шокам, влияния высокой долговой нагрузки компаний на экономический рост и эффективности мер регулирования для поддержания финансовой стабильности.

Методология исследования

Основу исследования составляет институциональный подход, рассматривающий динамику долговых рынков через призму специфических российских экономических институтов. В рамках данного подхода применяется комплекс методов, направленных на выявление характера взаимосвязи между корпоративными и государственными заимствованиями.

Исследование опирается на эконометрический анализ временных периодов, позволяющий выявить структурные взаимосвязи и причинно-следственные зависимости между ключевыми макроэкономическими показателями и объемами заимствований. Для проверки гипотезы об эффекте вытеснения используется анализ реакции рынка на изменение параметров денежно-кредитной и фискальной политики.

Важным элементом методологии выступает сравнительный анализ структурных изменений на долговом рынке, рассматривающий эволюцию предпочтений различных категорий инвесторов. Это позволяет оценить степень сегментации рынка и выявить разнонаправленные тенденции в спросе на различные долговые инструменты [11].

Исследование включает верификацию полученных результатов через параллельный анализ качественных данных, содержащихся в отчетах регуляторов и участников рынка. Такой синтез количественных и качественных методов способствует формированию многомерного понимания исследуемых процессов.

Особое внимание уделяется учету структурных трансформаций в экономике, связанных с действием бюджетного правила и изменением внешних условий. Это позволяет дифференцировать циклические и структурные факторы, влияющие на динамику корпоративных и государственных заимствований.

Результаты

Рынок государственных ценных бумаг, в частности облигаций федерального займа, исторически составляет основу финансовой системы Российской Федерации. Выполняя ключевую роль в финансировании дефицита федерального бюджета, он одновременно служит важнейшим инструментом денежно-кредитной политики, ориентиром для формирования процентных ставок в экономике и основным объектом инвестиций для широкого круга консервативных инвесторов – от Банка России и коммерческих банков до негосударственных пенсионных

фондов (НПФ) и международных институциональных инвесторов [12]. Таким образом, стабильность, ликвидность и предсказуемость рынка ОФЗ являются неотъемлемыми условиями макроэкономической стабильности и устойчивого экономического роста.

Однако после 2022 г. данный сегмент финансового рынка столкнулся с беспрецедентными вызовами, которые инициировали его глубокую структурную трансформацию [13]. Фундаментальные основы рынка были подвергнуты серьезному испытанию, ключевыми факторами которого стали:

1) кардинальное изменение структуры инвесторов, вызванное уходом с рынка значительной части нерезидентов, которые ранее выступали одним из основных источников спроса и обеспечивали высокий уровень ликвидности;

2) ужесточение денежно-кредитной политики Банка России в условиях повышенной инфляционной нагрузки, что привело к резкому росту доходностей и высокой волатильности;

3) изменение логики бюджетной политики и роли суверенных фондов, что повлияло на объемы и цели государственных заимствований.

Совокупность этих факторов привела к стагнации рынка ОФЗ на фоне параллельной стремительной экспансии рынка корпоративных облигаций. Такое расхождение вновь подняло вопрос о том, как изменилась роль государственных ценных бумаг в новых макроэкономических условиях: продолжает ли рынок ОФЗ выполнять свои системные функции или происходит его частичное «вытеснение» из инвестиционных портфелей в пользу корпоративного долга?

Структура рынка облигаций федерального займа (ОФЗ) представляет собой сложную, многоуровневую систему, сформированную вокруг его ключевых участников и их связей друг с другом. Центральное место в этой системе занимает Министерство финансов Российской Федерации, выступающее в роли эмитента и определяющее объемы, график и параметры новых выпусков долга в рамках реализации бюджетной политики.

Функцию ключевого организатора и регулятора рынка выполняет Банк России, который не только осуществляет денежно-кредитную политику, влияя на уровень доходности, но и выступает в роли генерального агента по обслуживанию выпусков, обеспечивая техническую сторону размещения и погашения. Через свои операции на открытом рынке он также является макроинвестором, управляющим ликвидностью банковского сектора [14].

Инвестиционный спрос формируется несколькими группами инвесторов, каждая из которых руководствуется собственной логикой. Крупнейшими из них являются российские кредитные организации, для которых ОФЗ служат одновременно высоколиквидным инструментом для размещения свободных средств, активом под портфельные инвестиции и надежным залогом для операций РЕПО. Существенную долю владения занимают негосударственные пенсионные фонды и страховые компании, для которых эти бумаги являются ядром инвестиционного портфеля, обеспечивая выполнение обязательств перед клиентами при соблюдении требований по надежности и долгосрочной доходности.

Особенностью современной структуры рынка стало растущее присутствие частных инвесторов как напрямую, так и через доверительное управление, для которых ОФЗ представляют собой защитный актив в диверсифицированном портфеле. Инфраструктурную основу рынка образуют биржевые площадки, в первую очередь Московская биржа, предоставляющая организованную платформу для вторичных торгов, и депозитарно-клиринговые организации, обеспечивающие учет прав собственности и расчеты по сделкам.

Таким образом, структура рынка ОФЗ выстроена вокруг эмитента и мегарегулятора, а его стабильность и ликвидность формируются совокупностью интересов и стратегий ключевых групп институциональных и частных инвесторов, действующих в рамках единой биржево-депозитарной инфраструктуры.

Значительную часть 2024 г. главным трендом на долговом рынке были ожидания продолжения ужесточения денежно-кредитной политики, обусловленные сохранением существен-

ных проинфляционных рисков [15]. Данный макроэкономический фон в сочетании с интенсивной эмиссией государственных бумаг на первичном рынке оказал определяющее влияние на ключевые параметры рынка ОФЗ: его ценовую динамику, уровень ликвидности и структурные сдвиги в составе держателей. Несмотря на то, что кредитные организации сохранили статус ключевой группы инвесторов, наблюдался заметный прирост доли негосударственных пенсионных фондов и розничных инвесторов (табл. 1).

Таблица 1. Структура рынка ОФЗ по типу инвесторов в государственные бумаги, %
Table 1. Structure of the Federal loan bond-market by type of investors in government securities, %

Тип инвестора/Investor type	2020	2021	2022	2023	2024
Государственный сектор/Public sector	4,02	3,12	3,95	2,86	3,99
Кредитные организации/Credit institutions	54,17	57,07	61,04	61,01	64,03
НПФ/Non-governmental pension fund	7,81	7,99	8,88	11,79	12,01
Страховщики/Insurers	3,92	3,98	3,91	3,97	2,86
Инвестиционные фонды/Investment funds	4,09	4,06	4,9	7,1	7,81
Население/Population	1,98	2,01	1,82	2,02	2,01
Нерезиденты/Non-residents	21,43	19,54	10,94	7,97	4,9
Прочие/Others	2,58	2,23	4,56	3,28	2,39

Источник: составлено автором по данным [15]/Source: compiled by the author based on [15].

Согласно табл. 1, можно сделать вывод о том, что наблюдается устойчивая и усиливающаяся концентрация рынка в руках кредитных организаций. Их доля стабильно росла с 54,17 % в 2020 г. до 64,03 % в 2024 г. Данная тенденция свидетельствует о том, что банки стали основными держателями госдолга, используя ОФЗ для размещения ликвидности, управления нормативами и операций РЕПО. Рынок ОФЗ становится в значительной степени банкоцентричным. Наиболее значительное изменение – массовый уход нерезидентов с рынка. Их доля сократилась более чем вчетверо: с 21,43 % в 2020 г. до 4,9 % в 2024 г. Это является прямым следствием геополитических событий и санкционных ограничений, что привело к фундаментальной перестройке инвесторской базы и потере одного из ключевых источников спроса. Сокращение доли нерезидентов было компенсировано ростом внутренних институциональных инвесторов. Доля НПФ устойчиво росла с 7,81 % в 2020 году до 12,01 % в 2023–2024 годах, что связано с выполнением регуляторных требований и поиском надежных длинных пассивов. Доля инвестфондов увеличилась вдвое с 4,09 до 7,81% к концу 2024 г., что может указывать на растущий интерес к ОФЗ со стороны клиентов управляющих компаний через паевые фонды. Доля физических лиц осталась неизменной на уровне 2 %, что говорит о том, что ОФЗ, несмотря на усилия по популяризации, все еще остаются нишевым инструментом для розничных инвесторов на фоне более доступных банковских вкладов.

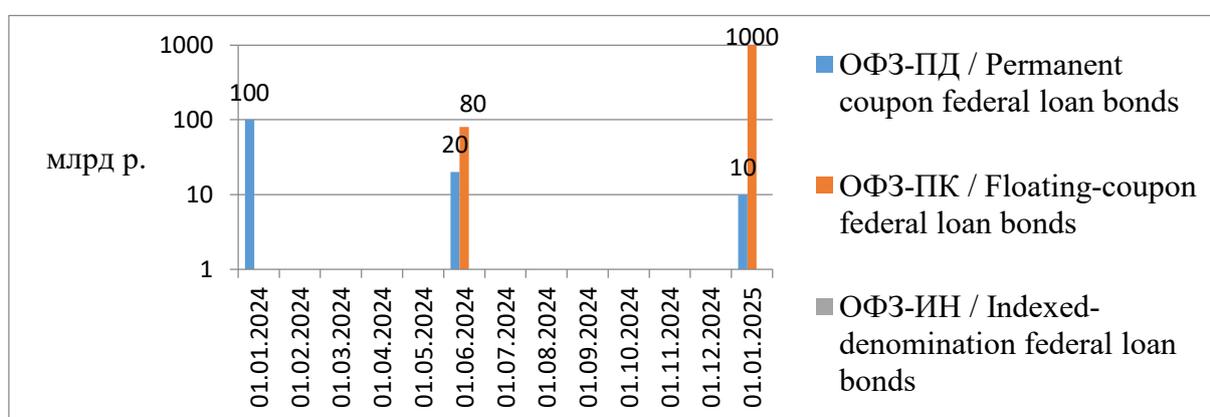
По причине доминирующих на рынке ожиданий продолжения роста процентных ставок и доходностей по долговым инструментам ликвидность на рынке ОФЗ продолжила поступательное снижение. Эта тенденция находит свое четкое количественное подтверждение в динамике среднесуточных объемов торгов на Московской Бирже [16]. Так, если в начале 2022 г., в относительно стабильный период, данный показатель достигал 85 млрд руб., то к 2023 г. он сократился до 59 млрд руб., а к 2024 году – до 44 млрд руб.

Основной причиной такого сжатия ликвидности стало сокращение активности ключевых поставщиков ликвидности – кредитных организаций. Банки, столкнувшись с растущей волатильностью и неопределенностью относительно будущего уровня ставок, стали значительно реже выступать в роли активных участников вторичных торгов. Их стратегия сместилась в сторону выборочного наращивания портфелей ОФЗ преимущественно через приобретение бумаг на первичных аукционах, даже несмотря на то, что, как правило, это происходило с премией к текущим котировкам на вторичном рынке. Подобное поведение было продиктовано

желанием зафиксировать привлекательную доходность в условиях ее ожидаемого дальнейшего роста, пожертвовав при этом краткосрочной ликвидностью.

В этих же условиях наблюдался рост интереса к ОФЗ со стороны розничных инвесторов. Для частных лиц государственные облигации стали выполнять функцию стратегической альтернативы традиционным банковским вкладам. Ключевым преимуществом, определившим этот тренд, стала возможность при покупке ОФЗ на вторичном рынке зафиксировать высокую доходность к погашению на длительный срок, что в большинстве случаев недоступно по банковским депозитам с сопоставимым горизонтом инвестирования. Таким образом, если институциональные инвесторы сокращали активность из-за рисков, то население, напротив, увидело в этом возможность для долгосрочного сохранения сбережений.

Реализация плана государственных заимствований в 2024 г. характеризовалась выраженной сдвижкой в сторону второго полугодия, что наглядно иллюстрируется данными графика (см. рисунок).



Источник: составлено автором по данным [15]/Source: compiled by the author based on [15].

Рисунок. Динамика первичных размещений ОФЗ по типам бумаг, млрд руб.

Figure. Dynamics of primary placement of Federal loan bond by type of securities, billion rubles

ОФЗ-ПК (облигации федерального займа с плавающим купоном) – это облигации, размер купонного дохода по которым не является фиксированным и может меняться в течение всего срока обращения бумаги. Купонная ставка привязывается к значению одного из макроэкономических индикаторов, выполняющего роль «референс-ставки». Наиболее распространенной привязкой является ключевая ставка Банка России или ее производные (например, среднее значение ставки RUONIA за определенный период). Например, купон может быть объявлен как «ключевая ставка + 0,2 %». Если Банк России ужесточает денежно-кредитную политику и повышает ключевую ставку, купонный доход по ОФЗ-ПК автоматически увеличивается. Это делает их привлекательными в периоды высокой инфляции и неопределенности. Снижение ключевой ставки приведет к падению купонного дохода.

ОФЗ-ПД (облигации федерального займа с постоянным купоном) – это классические облигации с заранее известным и неизменным размером купонного дохода на весь срок их обращения. В момент выпуска бумаги устанавливается фиксированная процентная ставка, которая не меняется до даты погашения. Инвестор заранее знает, какой доход в рублях он будет получать каждые полгода (стандартная периодичность выплат). Получение предсказуемого денежного потока и фиксация доходности на длительный срок являются его ключевыми преимуществами. Это идеальный инструмент для консервативных инвесторов, которые ожидают снижения или стабилизации ключевой ставки и хотят застраховаться от этого. Если рыночные процентные ставки вырастут, рыночная стоимость облигации ОФЗ-ПД на вторичном рынке

упадет, так как ее фиксированный купон станет менее привлекательным по сравнению с новыми выпусками. При продаже до погашения можно получить убыток.

ОФЗ-ИН (облигации федерального займа с индексируемым номиналом). Это облигации, которые защищают капитал инвестора от инфляции, поскольку их номинальная стоимость регулярно увеличивается на уровень роста потребительских цен. Номинал облигации не является постоянным (например, 1000 руб.), а ежегодно индексируется на величину индекса потребительских цен (ИПЦ) за предыдущий год. Купон по этим облигациям – фиксированный, но он начисляется уже на увеличенный номинал. Таким образом, инвестор защищен от обесценения сбережений. Это инструмент для долгосрочных инвесторов, для которых главный риск – это инфляция, а не волатильность ставок. Доходность ОФЗ-ИН известна в «реальном» выражении (например, 2,5 % годовых сверх инфляции), но точная сумма купонов в рублях неизвестна заранее, так как зависит от будущих значений ИПЦ [17].

Сравнительная характеристика всех видов ОФЗ, представленных выше, приведена в табл. 2.

Таблица 2. Сравнительная характеристика видов ОФЗ
Table 2. Comparative characteristics of Federal loan bond types

Критерий Criterion	ОФЗ-ПК Floating-coupon federal loan bonds	ОФЗ-ПД Permanent coupon federal loan bonds	ОФЗ-ИН Indexed-denomination federal loan bonds
Основная характеристика Main characteristics	Купон меняется в зависимости от ключевой ставки The coupon changes depending on the key rate	Купон фиксирован на весь срок The coupon is fixed for the entire term	Номинал растет на величину инфляции The nominal value increases by the amount of inflation
Главный риск The main risk	Снижение ключевой ставки Reduction of the key rate	Рост ключевой ставки (процентный риск) Key rate increase (interest rate risk)	Отставание индексации от реальной инфляции Indexation lags behind actual inflation
Для кого подходит Who is it suitable for	Инвесторы, ожидающие роста ставок Investors expecting rates to rise	Инвесторы, ожидающие снижения или стабильности ставок Investors expecting lower or stable rates	Долгосрочные инвесторы, стремящиеся защититься от инфляции Long-term investors seeking protection from inflation
Предсказуемость дохода Income predictability	Низкая (зависит от будущих решений ЦБ) Low (depends on future decisions of the Central Bank)	Высокая (сумма купона известна) High (coupon amount is known)	Средняя (известна реальная доходность, но не номинал) Average (real yield is known, but not nominal)

Источник: составлено автором по данным [16]/Source: compiled by the author based on [16].

Интенсивный этап размещений достиг своего пика в декабре 2024 г., когда Министерству финансов удалось успешно завершить финансовый год, разместив на двух последовательных аукционах облигации федерального займа с плавающим купоном (ОФЗ-ПК). Эти заключительные операции позволили привлечь недостающий объем средств, составивший в номинальном выражении около 2 трлн руб., и тем самым в полном объеме выполнить годовую программу заимствований.

Ключевую роль в размещении долговых обязательств, как и в предшествующие периоды, сыграл банковский сектор. Кредитные организации выступили основными покупателями на первичных аукционах, приобретя рекордные 76 % от общего объема размещенных в течение года бумаг. Доминирующим инструментом в структуре заимствований вновь стали ОФЗ-ПК, с помощью которых было привлечено 59 % годового плана. Устойчивый спрос со стороны банков на данный тип бумаг был обусловлен комплексом причин. Во-первых, плавающий купон, привязанный к ключевой ставке, позволяет кредитным организациям хеджировать процентный риск, поскольку стоимость их обязательств также коррелирует с действиями Банка

России. Во-вторых, в условиях цикла повышения ставок такие облигации предоставляют инвесторам возможность получать растущий купонный доход, защищая капитал от инфляции. Немаловажным фактором является и то, что вложения в высоколиквидные ОФЗ-ПК позволяют банкам эффективно выполнять норматив краткосрочной ликвидности (НКЛ), так как эти активы учитываются регулятором в качестве высококачественных.

Отдельного внимания заслуживает изменения в методике расчета дохода по ОФЗ-ПК, размещенным в декабре 2024 года. В отличие от предыдущих выпусков, где в основе расчета лежала средняя ставка RUONIA за купонный период, в новых бумагах используется ее срочная версия (Term RUONIA) на срок 3 месяца, рассчитываемая Банком России. С макроэкономической точки зрения эта модификация в условиях повышательного тренда ставок обеспечивает инвесторам несколько более высокий потенциальный доход за счет возможности реинвестирования по более предсказуемой и потенциально высокой ставке. Для Министерства финансов данное изменение означало возможность размещать новые выпуски с относительно меньшей премией для инвесторов по сравнению с облигациями предыдущего формата, что в конечном счете позволило оптимизировать стоимость обслуживания госдолга в завершающей стадии выполнения годового плана заимствований.

Далее проанализируем рынок корпоративных облигаций. Рынок корпоративных облигаций реализует системообразующую функцию в финансовой системе государства, выступая ключевым механизмом трансформации сбережений в долгосрочные инвестиции. Являясь альтернативой банковскому кредитованию, он обеспечивает реальный сектор экономики необходимыми финансовыми ресурсами, способствует диверсификации источников финансирования и формированию объективных рыночных цен на капитал. Динамичное развитие данного сегмента является индикатором зрелости финансовой системы и важным условием для обеспечения устойчивого экономического роста.

Структура рынка корпоративных облигаций представляет собой многоуровневую экосистему, сформированную вокруг ключевых групп участников и их стратегических интересов. Фундамент этой системы образуют компании-эмитенты, чьи потребности в финансировании и инвестиционные риски определяют само существование данного рынка. Стратегии заимствования крупных сырьевых корпораций, системообразующих предприятий и компаний из несырьевого сектора кардинально различаются, создавая сегментированное и разнородное рыночное предложение.

Со стороны спроса структура рынка определяется сложным взаимодействием различных классов инвесторов, каждый из которых руководствуется собственными интересами. Кредитные организации традиционно выступают в роли системного ядра, используя корпоративные облигации не только как инструмент инвестирования, но и как высоколиквидное обеспечение для операций РЕПО, что тесно связывает динамику этого сегмента с денежно-кредитной политикой. Параллельно с банками все более значимую роль приобретают негосударственные пенсионные фонды и страховые компании, для которых эти бумаги служат способом выполнения долгосрочных обязательств перед клиентами в условиях регулируемой доходности и надежности.

Важной чертой современной российской модели стало растущее влияние частных инвесторов, которые через брокерские счета и индивидуальные инвестиционные портфели формируют устойчивый розничный спрос, особенно на краткосрочные и среднедоходные бумаги. Инфраструктурную и регуляторную основу рынка образуют биржевые площадки во главе с Московской биржей, обеспечивающие организацию ликвидных вторичных торгов, а ключевую роль играет Банк России, регулируя и контролируя всех участников рынка [18].

Таким образом, устойчивость и ликвидность рынка корпоративных облигаций обеспечиваются взаимосвязью интересов эмитентов, стремящихся к диверсификации источников финансирования, и инвесторов, ищущих баланс между доходностью, риском и ликвидностью в

своих портфелях. Эта экосистема постоянно адаптируется под влиянием макроэкономических шоков, изменений в регулировании и трансформации глобальных финансовых потоков.

Прошедший 2024 г. характеризовался доминированием на рынке ожиданий дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики Банка России. Несмотря на эту сложную макроэкономическую конъюнктуру, которая традиционно должна была бы сдерживать инвестиционную активность, российский облигационный рынок в целом продемонстрировал устойчивость и расширил свое присутствие на рынке. Совокупный объем рынка, включающий все его сегменты, уже по итогам первого квартала преодолел отметку в 50 трлн руб., а к концу года его стоимость приблизилась к 60 трлн руб.

Основными драйверами роста выступили два ключевых сегмента: рынок государственных бумаг, который продемонстрировал прирост на 17 % в годовом выражении, и рынок корпоративных облигаций, увеличившийся на 21 % (табл. 3).

Таблица 3. Динамика объема облигаций на счетах в российских депозитариях, трлн руб.
Table 3. Dynamics of the volume of bonds on accounts in Russian depositories, trillion rubles

Тип инвестора/Investor type	2020	2021	2022	2023	2024
Облигации финансовых институтов Bonds of financial institutions	2,134	1,892	3,789	6,047	8,954
Облигации иностранных эмитентов Bonds of foreign issuers	3,211	4,024	4,377	3,894	3,122
Облигации банков/Bank bonds	2,981	2,975	2,997	2,995	2,979
Корпоративные облигации/Corporate bonds	9,105	9,876	10,598	13,642	15,898
Государственные облигации/Government bonds	16,985	17,998	19,876	23,118	26,954
Другие/Other	1,587	1,248	0,606	0,747	1,4
Итого облигаций/Total bonds	36,003	38,013	42,243	50,443	59,307

Источник: составлено автором по данным [15]/Source: compiled by the author based on [15].

Российский облигационный рынок демонстрирует уверенный рост на протяжении всего пятилетнего периода. Совокупный объем облигаций на счетах в депозитариях увеличился с 36,003 трлн руб. в 2020 г. до 59,307 трлн руб. в 2024 г., то есть вырос в 1,6 раза. Наиболее значительный прирост в абсолютном выражении наблюдался в последние два года, что свидетельствует об ускорении темпов развития рынка. Несмотря на сложную макроэкономическую и геополитическую обстановку, Государственные облигации (ОФЗ) сохраняют роль фундамента и основного драйвера роста всего облигационного рынка. Их объем вырос с 17 до 27 трлн руб., что составляет более 40 % от общего прироста рынка за весь период (10 из 23 трлн руб.). Это подчеркивает ключевую роль государства как крупнейшего заемщика и его успехи в реализации программы внутренних заимствований.

Рынок корпоративных облигаций (нефинансовых компаний) показывает стабильную положительную динамику, увеличившись с 9 до 16 трлн руб. Этот рост указывает на то, что российские компании активно диверсифицируют источники финансирования, все чаще прибегая к облигационным займам как альтернативе банковским кредитам. Наиболее впечатляющие темпы роста демонстрирует сегмент облигаций финансовых институтов (за исключением банков). Его объем вырос в 4,5 раза – с 2 до 9 трлн руб. Этот взрывной рост говорит о растущей активности на долговом рынке таких игроков, как брокеры, управляющие компании, лизинговые и страховые компании, которые активно используют эмиссию облигаций для привлечения капитала.

В то время как основные сегменты росли, рынок облигаций иностранных эмитентов (еврооблигаций) не изменился, что, вероятно, является следствием санкционных ограничений и ухода нерезидентов. Объем облигаций банков оставался неизменным на уровне 3 трлн руб. на протяжении всех пяти лет, что указывает на их использование других, более гибких источников фондирования (например, вклады населения и корпораций).

Структура российского облигационного рынка за пять лет претерпела значительные изменения. Рынок не только вырос в размерах, но и стал более диверсифицированным за счет опережающего роста сегментов корпоративных и финансовых облигаций. Однако его основа по-прежнему остается государственной, что свидетельствует о высокой зависимости от долговой политики Минфина. Сложившаяся модель демонстрирует устойчивость и способность к росту в условиях изоляции от международных рынков капитала, ориентируясь на внутренних инвесторов [19].

Примечательно, что сегмент корпоративных облигаций продолжал устойчиво расти на протяжении всех четырех кварталов прошлого года, даже в условиях последовательного повышения доходностей, и по итогам 2024 г. его объем достиг 16,5 трлн руб. При этом динамика роста всего облигационного рынка не замедлилась, а, напротив, ускорилась именно во втором полугодии. На этом этапе среди рыночных участников укрепилось единое понимание долгосрочного характера жёсткой денежно-кредитной политики.

Такая активная динамика во второй половине 2024 г. была во многом обусловлена стратегическим поведением компаний-эмитентов. Осознавая, что стоимость фондирования будет только расти, они стремились успеть привлечь заемные средства в текущих рыночных условиях, пока это еще оставалось возможным без чрезмерных издержек. Важной особенностью года стало закрепление и массовое распространение тренда, лишь наметившегося в 2023 г., – активного интереса корпоративных заемщиков к облигациям с плавающим купоном.

Банки остаются основными инвесторами в корпоративные облигации, однако их доля в 2024 г. продолжила сокращаться, снизившись с 43 до 34 %. При этом несколько выросли вложения населения, нефинансовых организаций и прочих финансовых организаций (табл. 4).

Таблица 4. Распределение корпоративных облигаций по категориям держателей, %
Table 4. Distribution of corporate bonds by investor category, %

Тип инвестора/Investor type	2020	2021	2022	2023	2024
Государственный сектор/Public sector	4,98	4,06	5,89	7,05	9,1
Кредитные организации/Credit institutions	45,32	46,95	45,88	43,01	34,17
НПФ/Non-governmental pension fund	16,79	17,2	17,03	14,03	12,2
Страховщики/Insurers	4,01	3,54	4,99	5,69	6,23
Инвестиционные фонды/Investment funds	2,76	2,88	2,97	3,01	3,02
Нефинансовые организации/Non-financial organizations	12,6	14,4	15,01	18,41	25,01
Население/Population	9,07	4,91	3,98	4,02	5,09
Прочие/Others	4,47	6,06	4,25	4,78	5,18

Источник: составлено автором по данным [15]/Source: compiled by the author based on [15].

Анализ данных табл. 4 позволяет выявить кардинальные изменения в структуре держателей корпоративных облигаций России за 2020–2024 гг.

Наиболее значимым изменением стало сокращение доли кредитных организаций с 45,32 % в 2020 г. до 34,17 % в 2024 г. Это указывает на снижение роли банков как основного акцептора корпоративного долга, что, вероятно, связано с ужесточением регулирования, рисками для капитала и переориентацией на другие активы.

Основным получателем высвободившейся доли стали нефинансовые организации, чья доля выросла с 12,6 до 25,01 % за рассматриваемый период. Это свидетельствует о растущей активности компаний, инвестирующих свободные денежные средства в облигации других корпораций, формируя замкнутую систему корпоративного финансирования.

Стабильный рост демонстрирует государственный сектор (с 4,98 до 9,1 %), что отражает усиление прямого и косвенного участия государства в финансировании корпоративного сектора через государственные банки и фонды развития.

Наблюдается последовательное сокращение доли НПФ (с 16,79 до 12,2 %), что может объясняться регуляторными ограничениями и консервативной инвестиционной политикой в условиях нестабильности. Доля страховщиков осталась незначительной, а инвестиционных фондов – стабильно низкой (3 %).

Доля населения остается на низком уровне (4–5 %), что указывает на сохраняющиеся барьеры для массового выхода частных инвесторов на рынок корпоративных облигаций.

В целом можно сказать, что происходит перераспределение рисков корпоративного долга от банковской системы к реальному сектору экономики. Формируется модель финансирования, в которой компании все больше кредитуют друг друга. Рынок становится менее зависимым от классических институциональных инвесторов (НПФ). Государство усиливает свое влияние как прямой участник рынка. Эти изменения свидетельствуют о глубокой структурной перестройке рынка, которая, с одной стороны, диверсифицирует источники финансирования, а с другой – создает новые риски взаимозадолженности в корпоративном секторе [20].

Обсуждение

Проведенное исследование позволяет сформулировать ряд принципиально важных выводов о характере структурной перестройки российского долгового рынка после 2022 г. Полученные результаты требуют переосмысления традиционных теоретических подходов, в частности классической концепции «эффекта вытеснения».

Эмпирические данные, представленные в исследовании, убедительно опровергают гипотезу о том, что экспансия корпоративных облигаций происходила за счет вытеснения государственных бумаг из инвестиционных портфелей. Напротив, наблюдалось расхождение направлений развития двух ключевых сегментов. В то время как рынок ОФЗ демонстрировал стагнацию и снижение ликвидности на фоне ухода нерезидентов и ужесточения ДКП, рынок корпоративных облигаций показывал стремительный рост. Это свидетельствует о том, что движущие силы их динамики были различны. Рост корпоративного долга был обусловлен не перетокм капитала из ОФЗ, а действием самостоятельных структурных факторов, главным из которых стала принудительная переориентация компаний с внешних на внутренние источники финансирования в условиях санкционных ограничений.

Ключевую роль в трансформации рынка сыграло бюджетное правило, которое кардинально изменило природу фискальной политики. Государство, выступая в роли «чистого кредитора» через аккумуляцию средств в суверенных фондах, перестало быть системным конкурентом за ресурсы на внутреннем рынке. Это создало уникальный прецедент, когда экспансия корпоративного долга происходила не вопреки, а в условиях фискальной консолидации. Взаимодействие государства и корпораций сместилось из плоскости конкуренции в плоскость косвенного влияния через параметры ликвидности и ставки.

Анализ выявил фундаментальные сдвиги в структуре инвесторов как на рынке ОФЗ, так и на рынке корпоративных облигаций.

На рынке ОФЗ произошла концентрация в руках банковского сектора (64 % в 2024 г.) на фоне полного ухода нерезидентов. Это создает риски для ликвидности и ценовой политики, превращая рынок госдолга в «банкоцентричный».

На рынке корпоративных облигаций ключевым направлением развития стало сокращение доли банков и стремительный рост доли нефинансовых организаций (до 25 %). Это указывает на формирование замкнутой системы корпоративного финансирования, где компании кредитуют друг друга. С одной стороны, это диверсифицирует источники заимствований, но с другой – создает новые риски системной взаимозадолженности и уязвимости к шокам денежного потока в реальном секторе.

Реакция рынка на ужесточение ДКП проявилась в опережающем развитии сегмента облигаций с плавающим купоном (ОФЗ-ПК и корпоративных флоатеров). Этот тренд демонстрирует способность рынка к адаптации: эмитенты получили возможность привлекать средства в

условиях неопределенности, а инвесторы – хеджировать процентный риск. Модификация формулы расчета дохода по ОФЗ-ПК (переход на Term RUONIA) свидетельствует об эволюции долговых инструментов в сторону большей сложности и ориентации на срочность.

Сформировавшаяся модель роста корпоративного долга порождает новые вызовы для финансовой стабильности. Высокая доля банков в ОФЗ и растущая доля нефинансовых компаний в корпоративных облигациях создают точки концентрации рисков. Постоянное сокращение объемов вторичных торгов ОФЗ указывает на истончение ликвидности системообразующего сегмента, что может усиливать волатильность на всем долговом рынке. Усиление отраслевых и региональных асимметрий в доступе к рынку облигаций угрожает устойчивости экономического роста, концентрируя финансовые ресурсы в узком круге секторов и регионов.

Структурная перестройка российского долгового рынка привела к формированию качественно новой конфигурации, для которой классические теоретические модели оказываются малоприменимы.

Современный рынок облигаций «доказал способность к выживанию» в условиях беспрецедентного внешнего давления. Практически полный уход нерезидентов (с 21 до 5 % в ОФЗ) и замещение их внутренними инвесторами устранили ключевой канал внешней спекулятивной волатильности. Рынок стал более управляемым и предсказуемым для национальных регуляторов. При этом стоит отметить, что рынок не стагнирует, а быстро эволюционирует, отвечая на внешние геополитические и экономические вызовы. Массовый переход на облигации с плавающим купоном (ОФЗ-ПК, корпоративные флоатеры) – это закономерная реакция на экономическую неопределенность. Технические новации, вроде перехода на Term RUONIA, показывают развитие рыночной инфраструктуры и механизмов хеджирования. Рост рынка корпоративных облигаций на 21 % при стагнации ОФЗ – важнейшее преимущество новой модели. Активное развитие рынка внутренних корпоративных облигаций позволило крупнейшим компаниям полностью заместить утраченные иностранные источники фондирования, став ключевым механизмом рефинансирования и поддержания их финансовой устойчивости в условиях санкционного отключения от внешних рынков. Также в нынешних условиях наблюдается рост интереса розничных инвесторов, что позволит расширить инвестбазу, создаст новый устойчивый спрос и будет способствовать институционализации сбережений, снижая зависимость от банковских депозитов.

Однако стоит также обозначить существующие риски в рамках «новой модели» рынка облигаций. Во-первых, это рост доли банков в ОФЗ до 64 % – это ключевой системный недостаток. С одной стороны, банки держат госдолг для ликвидности и нормативов, но это связывает их капитал и повышает корреляцию рисков государства и банковской системы. Любой кризис доверия к экономике страны мгновенно «ударит» по банкам. Во-вторых, происходит падение оборотов по ОФЗ с 85 до 44 млрд руб., то есть рынок теряет свою фундаментальную функцию – обеспечение ликвидности и объективное ценообразование. ОФЗ рискуют превратиться в неликвидный бухгалтерский актив для банков, что подрывает доверие ко всему долговому рынку как финансовому инструменту. В-третьих, происходит рост доли нефинансовых компаний в корпоративных облигациях до 25 % – это скрытая угроза. Формируется замкнутая система, где компании кредитуют друг друга, отрываясь от конечного спроса. В условиях замедления экономики это может привести к дефолтам по цепочке взаимных обязательств.

Также наблюдается концентрация заимствований у сырьевых и госкомпаний при почти полном отсутствии МСБ и несырьевых секторов на рынке (как на уровне регионов, так и страны в целом), что является по сути самым существенным недостатком сложившейся новой рыночной модели. Рынок работает на консервацию сырьевой структуры экономики, а не на её диверсификацию и рост.

Дальнейшие перспективы рынка будут определяться не краткосрочной конъюнктурой, а тем, смогут ли государство и регуляторная система взять под контроль структурные риски, которые приведены выше в статье.

Можно предположить следующие сценарии развития. Первый путь – перспективный – предполагает проведение реформ, связанных с целенаправленным созданием условий для притока «длинных денег» от страховщиков и негосударственных пенсионных фондов на рынок ОФЗ, чтобы снизить его значительную зависимость от банков. Параллельно потребуется запуск программ поддержки – через механизмы секьюритизации и государственных гарантий – для выпусков облигаций малым и средним бизнесом, а также компаниями несырьевого сектора. Данный сценарий должен быть осуществлен за счет внедрения цифровых платформ (включая инструменты на базе ЦФА) для упрощения эмиссии и привлечения розничных инвесторов через льготные программы, такие как, например, ИИС. Завершающим элементом станет введение адресного макропруденциального регулирования, которое ограничит концентрацию рисков, как у банков в ОФЗ, так и у корпораций во взаимных долговых обязательствах.

Второй путь – противоположный – связан с инерционным развитием и усугублением существующих дисбалансов. Ликвидность ОФЗ продолжит снижаться, банки станут ещё более перегружены госдолгом, а взаимная задолженность корпораций сформирует скрытый кризис неплатежей. Любой новый внешний или внутренний шок (например, резкое падение нефтяных цен или ужесточение санкций) в такой уязвимой системе вызовет острый кризис доверия. Поскольку банки – основные держатели ОФЗ, на рынке может вспыхнуть паника, которую низкая ликвидность только усугубит. Итогом этого пути станет окончательный упадок рынка, так как сегмент корпоративных облигаций замкнётся в кругу госпредприятий и сырьевых крупных корпораций, а рынок ОФЗ превратится в чисто технический инструмент для балансов банков и Банка России, полностью утратив свою ключевую функцию по эффективному перераспределению финансовых ресурсов в экономике.

Заключение

Проведенное исследование структурной перестройки российского долгового рынка после 2022 г. позволяет сделать ряд принципиальных выводов, имеющих важное теоретическое и практическое значение.

Эмпирически опровергнута гипотеза классического «эффекта вытеснения» на российском долговом рынке. Установлено, что дивергенция в развитии сегментов государственных и корпоративных облигаций объясняется не конкуренцией за инвестиционные ресурсы, а действием разнонаправленных структурных факторов.

Выявлена системная трансформация модели взаимодействия государственного и корпоративного секторов, обусловленная действием бюджетного правила. Государство трансформировалось из чистого заемщика в «кредитора бюджетной системы», что принципиально изменило природу его взаимодействия с корпоративными эмитентами.

Обнаружены кардинальные структурные трансформации инвесторской базы обоих сегментов рынка: беспрецедентная концентрация ОФЗ в банковском секторе (64 % в 2024 г.) и одновременное сокращение доли банков на рынке корпоративных облигаций при росте доли нефинансовых организаций до 25 %.

Определены ключевые драйверы экспансии корпоративного долга: санкционно обусловленная переориентация на внутренние источники финансирования, адаптация инструментария через выпуск облигаций с плавающим купоном, а также трансформация инвестиционных стратегий ключевых категорий инвесторов.

Сложившаяся конфигурация долгового рынка порождает новые вызовы для финансовой стабильности, требующие адекватного регуляторного ответа:

- 1) необходим мониторинг рисков, связанных с концентрацией госдолга в банковском секторе и растущей взаимозадолженностью корпоративного сектора;
- 2) целесообразно развитие механизмов, способствующих диверсификации инвесторской базы и углублению ликвидности вторичного рынка;

3) требуется разработка стимулов для расширения доступа к рынку облигаций для малого и среднего бизнеса, а также компаний несырьевого сектора.

Направления дальнейших исследований должны быть сфокусированы на анализе долгосрочных последствий текущей структурной перестройки, включая исследование устойчивости новой модели к макроэкономическим шокам, оценку влияния корпоративной долговой нагрузки на экономический рост и разработку моделей по управлению финансовыми рисками. Российский рынок госдолга приспособился к ограничениям от глобальной финансовой системы. Однако теперь перед ним стоят новые задачи, требующие внимания регуляторов и аналитиков.

Список литературы

1. Синиченко О.А. Адаптация банковского сектора к условиям неустойчивости глобальной финансовой среды. *Экономические и социальные проблемы России*, 2024, № 1 (57), С. 106–125. DOI: 10.31249/espr/2024.01.07. EDN: OKYVTN.
2. Friedman M. The role of monetary policy. *American Economic Review*, 1968, Vol. 58, № 1, P. 1–17.
3. Freeman R.E. *Strategic management: a stakeholder approach*. Cambridge: Cambridge university press, 2010. 293 p.
4. Головин М.Ю. Исследования Института экономики РАН: теория и экономическая политика. *Общество и экономика*, 2022, № 2, С. 5–11. DOI: 10.31857/S020736760018607-6. EDN: ZQDAPP.
5. *The Scenarios of Russia's Macroeconomic Development in 2020 and Macroeconomic Policy Proposals*. A. Vedev, S. Drobyshevsky, A. Knobel, I. Sokolov, P. Trunin. URL: https://www.researchgate.net/publication/370108168_The_Scenarios_of_Russia's_Macroeconomic_Development_in_2020_and_Macroeconomic_Policy_Proposals (дата обращения 03.10.2025).
6. Алифанова Е.Н., Переход С.А., Рубцов Б.Б. Анализ источников инвестиций и оценка их притока на рынок корпоративного долга России. *Финансовые исследования*, 2024, Т. 25, № 3, С. 37–51. DOI: 10.54220/finis.1991-0525.2024.84.3.003. EDN: MAYBNW.
7. Дробышевский С.М., Киюцевская А.М., Трунин П.В. Мандат и цели центральных банков: эволюция и уроки кризиса. *Вопросы экономики*, 2016, № 5, С. 5–24. DOI: 10.32609/0042-8736-2016-5. EDN: VVBYGL.
8. Кудрин А.Л., Соколов И.А., Сучкова О.В. Оценка влияния бюджетных правил на цикличность государственных расходов. *Вопросы экономики*, 2023, № 5, С. 5–22. DOI: 10.32609/0042-8736-2023-5-5-22. EDN: ACJABQ.
9. Савалей В.В. Рынок корпоративных облигаций в России: особенности сегментации и возможности расширения. *Вестник Омского университета. Серия «Экономика»*, 2021, Т. 19, № 3, С. 38–49. DOI: 10.24147/1812-3988.2021.19(3).38-49. EDN: QCEZFU.
10. Крутова Н.А., Коробейникова Е.В., Высоцкая А.А. Анализ современных тенденций развития финансового рынка в России. *Вестник евразийской науки*, 2023, Т. 15, № 3, номер статьи: 76. DOI: 10.15862/85ECVN323. EDN: JQPDVD.
11. Benitez L., Natarajan S., Porzecanski K. Wall street is pouncing on Russia's cheap corporate. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-03-03/wall-street-is-already-pouncing-on-russia-s-cheap-corporate-debt> (дата обращения 03.10.2025).
12. Abramov A., Chernova M., Shcherbak A. Impact of ESG rankings on the credit spreads of corporate bonds in Russia. *Journal of Corporate Finance Research*, 2024, Vol. 18, № 3, P. 38–48. DOI: 10.17323/j.jcfr.2073-0438.18.3.2024.38-48. EDN: BMKLCQ.
13. Филиппов Д.И., Кулаков А.А. Источники спроса на рынке облигаций в 2024 г. *Финансовая жизнь*, 2024, № 1, С. 30–33. EDN: DSYOVQ.
14. Lubova T.N. Analysis of the current state of the corporate bonds market. *Актуальные проблемы современности*, 2025, № 2 (48), С. 73–78. EDN: DNRTYR.
15. 2024 год. Обзор финансовых инструментов. Аналитический материал. URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/55196/review_2024.pdf (дата обращения 01.10.2025).
16. О развитии банковского сектора в Российской Федерации в декабре 2024 года. Информационно-аналитический материал. URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/55056/razv_bs_24_12.pdf (дата обращения 01.10.2025).
17. Аносов Н.С., Гусева И.А. Особенности, динамика и перспективы развития рынка высокодоходных облигаций в России. *Финансовые рынки и банки*, 2024, № 4, С. 28–31. EDN: IWJOSW.
18. Таквель В.В. Влияние внутренних и внешних факторов на российский рынок корпоративных облигаций. *Финансовые рынки и банки*, 2024, № 4, С. 275–278. EDN: ПЕСIP.
19. Синиченко О.А. Роль банковского сектора в развитии экономики страны. *Вестник Таганрогского института управления и экономики*, 2023, № 4 (40), С. 3–10. EDN: OANVOJ.
20. Андрианов А.Ю. Адаптация российского рынка корпоративных облигаций к новой геополитической реальности. *Финансы и кредит*, 2024, Т. 30, № 7 (847), С. 1587–1603. DOI: 10.24891/fe.30.7.1587. EDN: AAQPAI.

Информация об авторах

Олеся Андреевна Синиченко, кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры экономики и финансов Таганрогского института управления и экономики, Российская Федерация, 347900, г. Таганрог, ул. Петровская, 45; o.sinichenko@tmei.ru; <https://orcid.org/0000-0001-9216-4528>

Татьяна Сергеевна Максименко, кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры гуманитарных и социально-экономических наук Политехнического института (филиала) Донского государственного технического университета в г. Таганроге, Российская Федерация, 347900, г. Таганрог, ул. Петровская, 109А; maksim_sm2008@mail.ru

Поступила в редакцию: 07.10.2025

Поступила после рецензирования: 17.12.2025

Принята к публикации: 28.03.2026

References

1. Sinichenko O.A. Adaptation of the banking sector to the conditions of instability of the global financial environment. *Economic and social problems of Russia*, 2024, no. 1 (57), pp. 106–125. (In Russ.) DOI: 10.31249/espr/2024.01.07. EDN: OKYVTN.
2. Friedman M. The role of monetary policy. *American Economic Review*, 1968, vol. 58, no. 1, pp. 1–17.
3. Freeman R.E. *Strategic management: a stakeholder approach*. Cambridge, Cambridge university press, 2010. 293 p.
4. Golovnin M.Yu. An overview of the Institute of economics of RAS research: studies in economics and economic policy. *Society and Economics*, 2022, no. 2, pp. 5–11. (In Russ.) DOI: 10.31857/S020736760018607-6. EDN: ZQDAPP.
5. Vedev A., Drobyshevsky S., Knobel A., Sokolov I., Trunin P. *The scenarios of Russia's macroeconomic development in 2020 and macroeconomic policy proposals*. Available at: https://www.researchgate.net/publication/370108168_The_Scenarios_of_Russia's_Macroeconomic_Development_in_2020_and_Macroeconomic_Policy_Proposals (accessed 3 October 2025).
6. Alifanova E.N., Perekhod S.A., Rubtsov B.B. Analysis of investment sources and assessment of their inflow to the Russian corporate debt market. *Financial research*, 2024, vol. 25, no. 3, pp. 37–51. (In Russ.) DOI: 10.54220/finis.1991-0525.2024.84.3.003. EDN: MAYBNW.
7. Drobyshevskiy S., Kiyutsevskaya A., Trunin P. Central banks mandate and objectives: evolution and the crisis lesson. *Vopreosy ekonomiki*, 2016, no. 5, pp. 5–24. (In Russ.) DOI: 10.32609/0042-8736-2016-5. EDN: VVBYGL.
8. Kudrin A.L., Sokolov I.A., Suchkova O.V. Assessing the impact of fiscal rules on the cyclicity of government expenditures. *Vopreosy ekonomiki*, 2023, no. 5, pp. 5–22. (In Russ.) DOI: 10.32609/0042-8736-2023-5-5-22. EDN: ACJABQ.
9. Savaley V.V. The corporate bond market in Russia: specifics of segmentation and expansion opportunities. *Herald of Omsk University. Series: Economics*, 2021, vol. 19, no. 3, pp. 38–49. (In Russ.) DOI: 10.24147/1812-3988.2021.19(3).38-49. EDN: QCEZFU.
10. Krutova N.A., Korobeynikova E.V., Vysotskaya A.A. Analysis of current trends in the development of the financial market in Russia. *The Eurasian Scientific Journal*, 2023, vol. 15, no. 3, article number 76. (In Russ.) DOI: 10.15862/85ECVN323. EDN: JQPDVD.
11. Benitez L., Natarajan S., Porzecanski K. *Wall street is pouncing on Russia's cheap corporate*. Available at: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-03-03/wall-street-is-already-pouncing-on-russia-s-cheap-corporate-debt> (accessed: 3 October 2025).
12. Abramov A., Chernova M., Shcherbak A. Impact of ESG rankings on the credit spreads of corporate bonds in Russia. *Journal of Corporate Finance Research*, 2024, vol. 18, no. 3, pp. 38–48. DOI: 10.17323/j.jcfr.2073-0438.18.3.2024.38-48. EDN: BMKLCQ.
13. Filippov D.I., Kulakov A.A. Russia bond market 2024: demand origins. *Financial Life*, 2024, no. 1, pp. 30–33. (In Russ.) EDN: DSYOVQ.
14. Lubova T.N. Analysis of the current state of the corporate bonds market. *Aktualnye problemy sovremennosti*, 2025, no. 2 (48), pp. 73–78. (In Russ.) EDN: DNRTYR.
15. 2024. *Review of financial instruments. Analytical material*. (In Russ.) Available at: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/55196/review_2024.pdf (accessed 1 January 2025).
16. *On the development of the banking sector in the Russian Federation in December 2024. Information and analytical material*. (In Russ.) Available at: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/55056/razv_bs_24_12.pdf (accessed 1 January 2025).
17. Anosov N.S., Guseva I.A. Features, dynamics and prospects of development of the high-yield bond market in Russia. *Financial markets and banks*, 2024, no. 4, pp. 28–31. (In Russ.) EDN: IWJOSW.
18. Takvel V.V. The influence of internal and external factors on the Russian corporate bond market. *Financial markets and banks*, 2024, no. 4, pp. 275–278. (In Russ.) EDN: IIECIP.

19. Sinichenko O.A. The role of the banking sector in the national economy. *Vestnik Taganrogskego instituta upravleniya i ekonomiki*, 2023, no. 4 (40), pp. 3–10. (In Russ.) EDN: OANVOJ.
20. Andrianov A.Yu. Adaptation of the Russian corporate bond market to the new geopolitical reality. *Finance and Credit*, 2024, vol. 30, no. 7 (847), pp. 1587–1603. (In Russ.) DOI: 10.24891/fc.30.7.1587. EDN: AAQPAI.

Information about the authors

Olesya A. Sinichenko, Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor, Taganrog Institute of Management and Economics, 45, Petrovskaya street, Taganrog, 347900, Russian Federation; o.sinichenko@tmei.ru; <https://orcid.org/0000-0001-9216-4528>

Tatiana S. Maksimenko, Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor, Polytechnic Institute (branch of) Don State Technical University in Taganrog, 109 A, Petrovskaya street, Taganrog, 347900, Russian Federation; maksim_sm2008@mail.ru

Received: 07.10.2025

Revised: 17.12.2025

Accepted: 28.03.2026