



Рынок облигаций третьего эшелона в условиях жесткой денежно-кредитной политики

А. И. Лахтикова

студент

*Финансовый университет при Правительстве РФ,
Москва, Россия
228264@edu.fa.ru*

Научный руководитель

Ж. Н. Тропина

кандидат экономических наук, доцент

*Финансовый университет при Правительстве РФ,
Москва, Россия
ZNTropina@fa.ru*

Аннотация: В статье рассматриваются вопросы развития рынка облигаций третьего эшелона. Автором анализируется влияние ужесточения денежно-кредитной политики Банка России в 2024–2025 годах на рынок облигаций эмитентов третьего эшелона. Рассматриваются динамика ключевой ставки и связанные с ней изменения, произошедшие на рынке, в том числе изменение объемов заимствований среди эмитентов разных рейтинговых категорий, уровень дефолтности, изменения в структуре торгов облигациями, а также колебания доходности. Кроме того, в статье рассматриваются влияние ужесточения денежно-кредитной на эмитентов облигаций.

Ключевые слова: облигации, рынок долга, денежно-кредитная политика, долговое финансирование, эмитенты третьего эшелона, инвесторы.

Для цитирования: Лахтикова А.И. Рынок облигаций третьего эшелона в условиях жесткой денежно-кредитной политики. Ученые записки Российской академии предпринимательства. 2025. Т. 24. № 3. С. 30–37. <https://doi.org/10.24182/2073-6258-2025-24-3-30-37>.

The third-tier bond market in the context of tight monetary policy

A. I. Lakhtikova

Student

*Financial University under the Government of the Russian Federation,
Moscow, Russia
228264@edu.fa.ru*

Scientific Supervisor

Zh. N. Tropina

Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof.

*Financial University under the Government of the Russian Federation,
Moscow, Russia
ZNTropina@fa.ru*

Abstract: The article discusses the development of the third-tier bond market. The author analyzes the impact of the tightening of the monetary policy of the Bank of Russia in 2024–2025 on the bond market of third-tier issuers. The dynamics of the key rate and related changes in the market are considered, including changes in the volume of borrowings among issuers of different rating categories, the level of default, changes in the structure of bond trading, as well as fluctuations in yields. In addition, the article examines the impact of monetary tightening on bond issuers.

Keywords: bonds, debt market, monetary policy, debt financing, third-tier issuers, investors.

For citation: *Lakhtikova A. I. The third-tier bond market in the context of tight monetary policy. Scientific notes of the Russian academy of entrepreneurship. 2025. T. 24. № 3. P. 30–37. <https://doi.org/10.24182/2073-6258-2025-24-3-30-37>.*

Сегмент облигаций третьего эшелона в настоящее время весьма значим для российского фондового рынка. В текущей сложной ситуации именно он становится одним из основных источников привлечения финансовых ресурсов компаниями малого и среднего бизнеса.

В условиях ужесточения денежно-кредитной политики Банка России в 2024 году рынок облигаций эмитентов третьего эшелона столкнулся с рядом изменений. Повышение ключевой ставки до 21% — максимального значения за последнее десятилетие — оказало существенное воздействие на поведение эмитентов и инвесторов. Так как для термина «облигации эмитентов третьего эшелона» нет четкого определения, закрепляющего конкретные характеристики рассматриваемого инструмента, позволяющие охарактеризовать данный инструмент именно как облигацию третьего эшелона, в данной статье будут приведены два способа определения конкретного инструмента как облигации эмитента третьего эшелона. Прежде всего стоит отметить, что далее будут рассматриваться облигации, отнесенные Московской биржей к третьему уровню листинга.

Для того, чтобы облигация попала в первый или второй уровень листинга, она должна соответствовать ряду требований, установленных биржей. Требования устанавливаются в отношении следующих характеристик:

- 1) объем выпуска облигаций;
- 2) номинальная стоимость облигаций;
- 3) срок существования эмитента;
- 4) раскрытие финансовой отчетности;
- 5) отсутствие дефолтов эмитента;
- 6) наличие у эмитента уровня кредитного рейтинга;
- 7) уровень корпоративного управления;
- 8) определение эмитентом представителя владельцев облигаций.

Для попадания в третий уровень листинга облигация и ее эмитент не должны соответствовать приведенным требованиям, поэтому в третий уровень листинга включаются облигации большого количества малых и средних эмитентов.

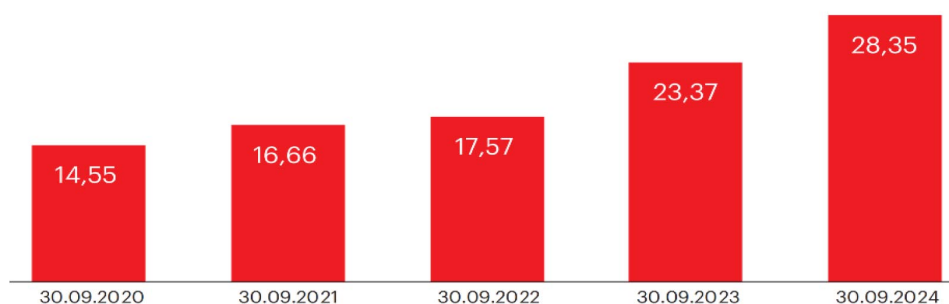
Второй способ определения облигаций эмитентов третьего эшелона — высокодоходные облигации. Так, Банк России определяет их следующим образом:

- высокорисковые инструменты;
- кредитный рейтинг эмитента не должен превышать BBB по российской шкале, причем также рассматриваются эмитенты с отсутствующим или отозванным кредитным рейтингом;
- объем выпуска составляет менее 2 миллиардов рублей;
- спред между доходностью первичного выпуска и ключевой ставкой Центрального Банка превышает 5%.¹

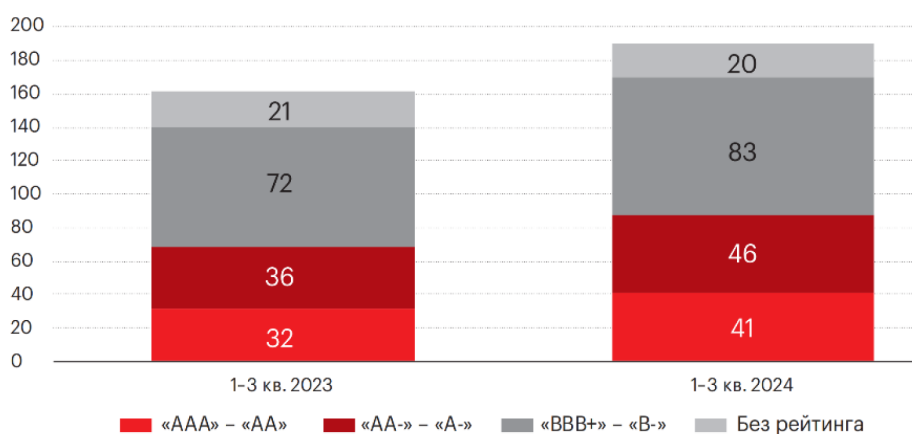
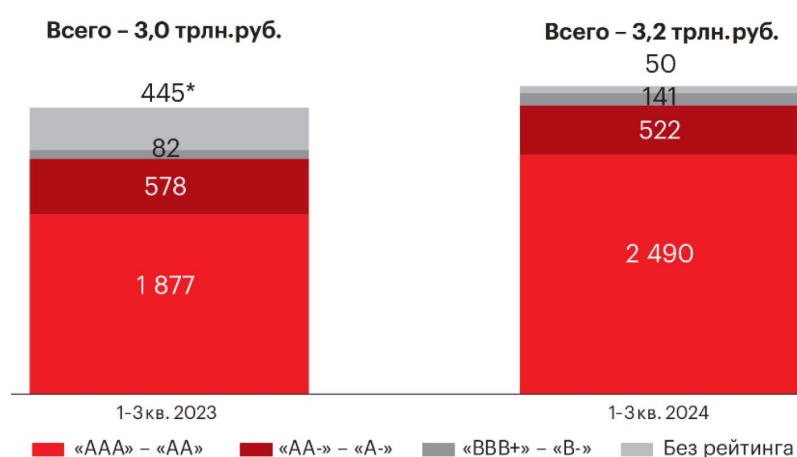
В течение 2024 года Банк России проводил ужесточение денежно-кредитной политики, что отразилось в нескольких шагах повышения ключевой ставки. Таким образом, к концу года ключевая ставка достигла 21%, что являлось самым высоким значением за последнее десятилетие. Снижение ставки началось только летом 2025 года. Несмотря на жесткую ДКП, 2024 год характеризовался ростом объемов заимствований, причем целью корпоративного кредитования зачастую было расширение бизнеса. Количество заемщиков также возросло (рис. 1), причем наибольший рост продемонстрировал сегмент эмитентов с рейтингом «BBB+» — «B-».

Увеличение объемов корпоративных заимствований происходило по большей части вследствие роста заимствований в сегменте высокорейтинговых эмитентов (так, на первичном рынке их доля выросла до 78% в 2024 году). Компании, принадлежащие к низким рейтинговым категориям, занимали в общем объеме облигационного финансирования незначительную долю, одна-

¹ Обзор финансовых инструментов. Информационно-аналитический материал. Центральный банк Российской Федерации. — М.: Банк России, 2024. — URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/48944/fi_review_2023.pdf — Текст: электронный.

Рис. 1. Объем рынка корпоративных облигаций, трлн. руб.²

ко продемонстрировали существенный рост. Если с 2023 года на 2024 год вес рейтингового сегмента «AAA» — «AA» увеличился на 33%, то прирост доли низкорейтинговых эмитентов составил 72% (если не принимать во внимание эмитентов с отсутствующим рейтингом, рис. 2, рис. 3). Причиной данной динамики стало увеличение заинтересованности малых и средних бизнесов в облигациях как инструменте финансирования. Можно предположить, что одна из причин этой тенденции — меньшая заинтересованность заемщиков в банковских кредитах.

Рис. 2. Количество эмитентов по рейтинговым категориям, млрд. руб.³Рис. 3. Распределение эмитентов на первичном рынке ⁴

² Запас прочности истощается: обзор долгового рынка 2024–2025. «Эксперт РА», 2024. С. 12.

³ Там же. С. 15.

⁴ Там же. С. 14.

В частности, кредиты стали менее выгодны заемщикам вследствие сворачивания программ льготного кредитования малого и среднего бизнеса.⁵ Более того, облигации — более гибкий инструмент финансирования, не требующий обеспечения и целевого использования средств и позволяющий получить заем на более продолжительный период. Кроме того, в качестве причины можно выделить повышенный спрос на облигации малых эмитентов. Высокая ключевая ставка увеличивает интерес инвесторов к данному инструменту.

Сайт Московской биржи приводит информацию о дефолтах, произошедших по причине невыполнения обязательств эмитентами облигаций. За период с октября 2016 г. по начало 2025 г. имел место 71 случай дефолтов (в том числе технических) по облигациям среди 20 эмитентов. Среди всех случаев дефолтов 16 произошли вследствие невыполнения обязательств по облигациям, которые ранее были включены в котировальные списки других уровней, но затем были перемещены в третий, причем во всех случаях перемещение в третий уровень произошло до даты дефолта, то есть не по его причине. Дефолты по данным облигациям произошли среди трех эмитентов.

На рисунке 4 приведен график, демонстрирующий случаи дефолтов по годам, а также отображающий динамику ключевой ставки Центрального Банка (для каждого квартала приведены максимальные значения).

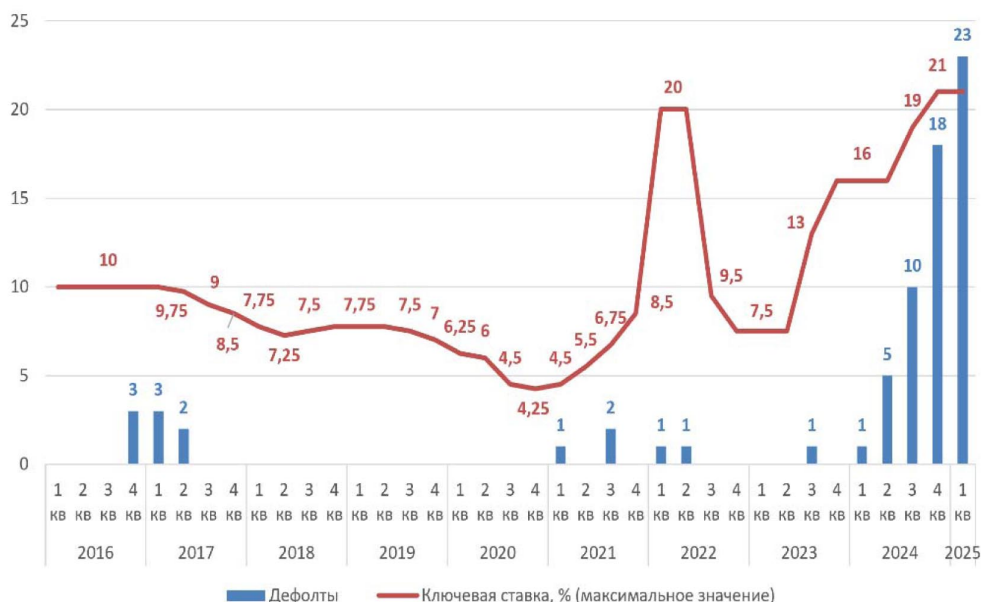


Рис. 4. Динамика количества дефолтов⁶

Все случаи дефолтов можно условно поделить на три группы в зависимости от периода: первая группа — это дефолты, пришедшиеся на конец 2016 г. и начало 2017 г., вторая — на 2021 г. и первую половину 2022 г., третья — на период с конца 2023 г. по 2025 г. Приблизительно в эти же периоды наблюдался рост значений ключевой ставки (имеет место временной лаг, то есть рост количества дефолтов наблюдается после начала серии увеличений ключевой ставки), что позволяет установить наличие прямой связи между повышением ставки и ростом количества дефолтов.

С одной стороны, рост ключевой ставки означает, что для эмитентов повышается стоимость заимствований. С другой, ужесточаются условия заимствований по облигациям с плавающей ставкой купона, привязанной к значениям ключевой ставки, кроме того, рефинансирование долгов

⁵ Власти анализируют возможность отмены программ льготного кредитования для малого и среднего бизнеса. Сбер Бизнес Live [Электронный ресурс]. — URL: <https://sberbusiness.live/news/vlasti-analiziruyut-vozmozhnost-otmeni-programm-lgotnogo-kreditovaniya-dlya-malogo-i-srednego-biznesa>.

⁶ Составлено автором на основе данных Московской биржи и Банка России. — URL: <https://www.moex.com/ru/listing/emidocs.aspx?type=4>. https://cbr.ru/hd_base/inf/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=17.09.2013&UniDbQuery.To=24.02.2025.

становится более трудной задачей. Существенная часть облигационных займов привлекалась компаниями до начала повышения ключевой ставки во второй половине 2023 года по относительно низким ставкам. Рефинансирование же этих займов осуществляется в условиях еще более жесткой ДКП.

Агентство «Эксперт РА» отмечает, что большая часть всех дефолтов 2024 года произошла вследствие регуляторного воздействия на компании, а также по причине реализации корпоративных рисков, в частности, неграмотного корпоративного управления.⁷ Несмотря на наличие явной связи между ужесточением денежно-кредитной политики Банка России и ростом количества дефолтов, можно предположить, что кажущаяся значимость этого фактора может быть несколько завышена (по крайней мере, в 2024 году). Кроме того, по расчетам агентства, в 2024 году 80% всех изменений в значениях кредитного рейтинга эмитентов были положительными, то есть рейтинг эмитентов повышался по отношению к предыдущему значению. Это объясняется приспособлением эмитентов к работе в новых экономических условиях. Можно сделать предположение о стабилизации ситуации на долговом рынке, однако максимальное в рассматриваемом периоде количество дефолтов за первый квартал 2025 года не позволяет давать очень оптимистичные оценки.

На рисунке 5 приведен график, демонстрирующий объемы торгов по облигациям третьего уровня листинга и совокупный объем торгов по облигациям первого и второго уровней. Также на рисунке приведены графики инфляции и ключевой ставки Центрального Банка за период с 2022 года по начало 2025 года.

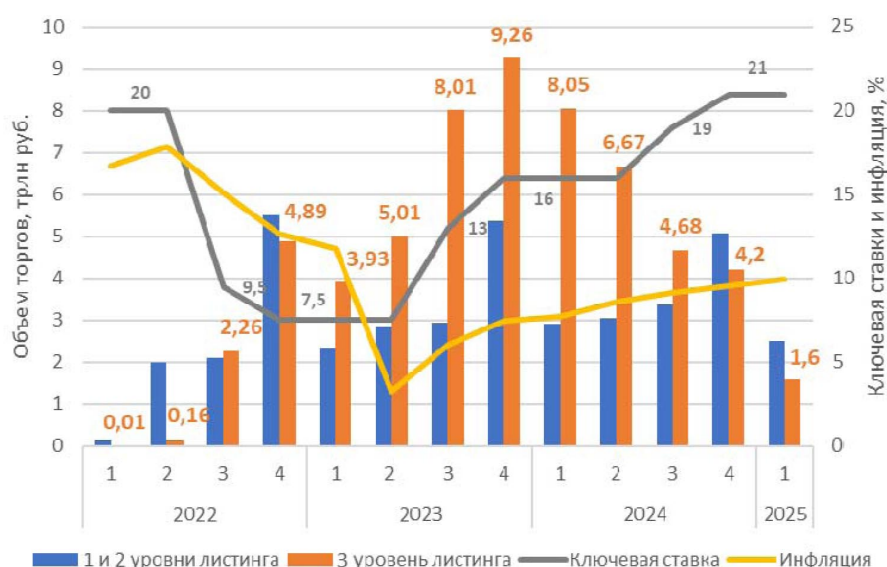


Рис. 5. Динамика объемов торгов⁸

Рост инфляции пришелся на начало 2022 года; примерно в это же время начался рост объемов торгов по облигациям третьего уровня листинга.

В первой половине 2023 года произошел резкий спад инфляции, объем торгов также снизился; со второго квартала 2023 года снова начался устойчивый рост уровня инфляции, при этом опять произошло увеличение объемов торгов. Данная динамика позволяет предположить, что спрос на облигации третьего уровня листинга повышался в периоды роста инфляции, так как инвесторы хотели защититься от высоких показателей инфляции за счет инструментов с повы-

⁷ Запас прочности истощается: обзор долгового рынка 2024–2025. Информационно-аналитический материал. «Эксперт РА», 2024. — URL: https://raexpert.ru/researches/ua/bond_2024.

⁸ Составлено автором на основе данных Московской биржи и Банка России. — URL: <https://data.moex.com/products/moexdata/trading-volumes/bonds?page=1&dataType=tradingVolume&startDate=2017-01-01&endDate=2018-01-01&unit=QUARTER&listLevels=3&limit=15>. — URL: https://cbr.ru/hd_base/infl/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=01.01.2022&UniDbQuery.To=19.02.2025.

шенной доходностью. Однако в течение всего 2024 года наблюдалась устойчивая отрицательная динамика в отношении объемов торгов при том, что в этот период инфляция продолжала расти. Привлекательность высокодоходных, но вместе с тем высокорисковых инструментов зависит также от значений ключевой ставки. При ее повышении растут предпочтения инвестирования в высокорейтинговые инструменты, доходность которых растет по мере роста ключевой ставки, но рискованность вложений, в которые сохраняется на более низком уровне.

В 2024 году наблюдалось три эпизода повышения ставки Центрального Банка, и можно предположить, что это стало причиной падения объемов торгов по облигациям третьего уровня листинга в 2024 году. Несмотря на то, что облигации эмитентов третьего эшелона считаются низколиквидными, на протяжении практически всего рассматриваемого периода объемы торгов по облигациям третьего уровня листинга превышали совокупные объемы торгов первого и второго уровней. Можно предположить, что данная тенденция наблюдалась вследствие следующих причин. Во-первых, более привлекательное в глазах инвесторов соотношение риска и доходности по облигациям третьего эшелона в периоды умеренно высоких значений ключевой ставки (что наблюдалось приблизительно со второго квартала 2023 года по второй квартал 2024 года). Во-вторых, увеличение количества частных инвесторов на фондовом рынке с 2022 года.

По данным Альфа-Инвестиций, доля частных инвесторов в обороте облигаций увеличилась с 17% в начале 2021 года до 36% в августе 2023 года (рис. 6). В этом же месяце объем вложений частных инвесторов в облигации достигал максимальных за рассматриваемый период значений в 218,9 млрд. рублей. Так как инвестиции в облигации эмитентов третьего эшелона в основном осуществляют физические лица, можно полагать, что рост количества частных инвесторов стал причиной увеличения объемов торгов облигациями третьего уровня листинга.



Рис. 6. Физические лица на рынке облигаций⁹

Вторая половина 2023 года характеризовалась резким ужесточением денежно-кредитной политики (ДКП). Так, ставка регулятора выросла с 7,5% в начале года до 16% в его конце. Однако прогноз Банка России относительно 2024 года включал в себя смягчение ДКП, в том числе, снижение ключевой ставки. Тем не менее прогноз разошелся с реальным положением дел, и весь 2024 год характеризовался ужесточением ДКП, при котором ключевая ставка выросла с 16% в

⁹ Источник: Блог компании Альфа-Инвестиции | Как менялась доля частных инвесторов на Мосбирже. Smart-lab. — URL: https://smart-lab.ru/company/alfa_investments/blog/1083903.php.

начале года до 21% в конце года. Таким образом, в 2024 году случился самый значительный за последние годы рост доходностей облигаций федерального займа (рис. 7). Однако начало 2025 года отмечено некоторым снижением значения индекса валовой доходности, что было вызвано двумя последовательными эпизодами удержания ключевой ставки на уровне 21%.



Рис. 7. Индекс валовой доходности ОФЗ ¹⁰

В таких условиях вложения в облигации малых эмитентов становятся еще более рисковыми и, как следствие, увеличивается требуемая доходность облигаций и премия за риск.

На рисунке 8 представлен график, демонстрирующий разницу в доходностях высокодоходных облигаций и ОФЗ (то есть G-спред высокодоходных облигаций; значения приведены в базисных пунктах), а также график G-спреда облигаций высокорейтингового сектора.



Рис. 8. Сравнение G-спредов ВДО и облигаций высокорейтинговых эмитентов ¹¹

На протяжении 2022 года премия за риск претерпевала резкие колебания в значениях, что было ответом на резкое ужесточение ДКП. Однако восстановление рынка после кризиса 2022

¹⁰ Агентство Cbonds. URL: <https://cbonds.ru/indexes/RGBI-Y/>.

¹¹ Агентство Cbonds. — URL: <https://cbonds.ru/indexes/Cbonds-CBI-RU-High-Yield-G-Spread/>.

года и его адаптация к новым условиям, а также ставший следствием этого рост долгового рынка привел к позитивным ожиданиям участника рынка в отношении будущей конъюнктуры. По этой причине с начала 2023 года спред начал сужаться и достиг минимальных с начала 2022 года значений, составив меньше 500 базисных пунктов. К концу года премия к доходности ОФЗ вновь стала расти на фоне очередного цикла ужесточения ДКП в июле и августе. Вновь спред начал расширяться во второй половине 2024 года вследствие повышения ключевой ставки и к концу года достиг значения в 2367 базисных пункта. Таким образом, в сентябре 2024 года средняя доходность низкорейтинговых облигаций равнялась 27%, а в конце года доходность некоторых высокодоходных облигаций достигала 40%.¹² Для сравнения на рисунке 8 приведен также G-спред облигаций высокорейтинговых эмитентов, который на всем рассматриваемом периоде демонстрировал существенно меньшую волатильность.

Ситуация на рынке облигаций эмитентов третьего эшелона напрямую зависит от характера денежно-кредитной политики, проводимой Банком России. Так, негативными эффектами жесткой ДКП стали уменьшение объемов торгов по облигациям третьего уровня листинга и увеличение количества дефолтов среди эмитентов; кроме того, результатом также стало увеличение требуемой доходности облигаций, что также имеет негативное влияние на эмитентов. Однако ряд показателей, в частности, рост объемов корпоративных заимствований, позволяет сделать вывод о способности рынка адаптироваться к неблагоприятным условиям.

Список литературы

1. Cbonds-CBI RU High Yield G-Spread. Cbonds [Электронный ресурс] — URL: <https://cbonds.ru/indexes/Cbonds-CBI-RU-High-Yield-G-Spread/>.
2. RGBIY. Cbonds [Электронный ресурс] — URL: <https://cbonds.ru/indexes/RGBI-Y/>.
3. Блог компании Альфа-Инвестиции | Как менялась доля частных инвесторов на Мосбирже. smart-lab. URL: https://smart-lab.ru/company/alfa_investments/blog/1083903.php.
4. Власти анализируют возможность отмены программ льготного кредитования для малого и среднего бизнеса. Сбер Бизнес Live [Электронный ресурс] — URL: <https://sberbusiness.live/news/vlasti-analiziruyut-vozmozhnost-otmeni-programm-lgotnogo-kreditovaniya-dlya-malogo-i-srednego-biznesa>.
5. Запас прочности истощается: обзор долгового рынка 2024–2025. Информационно-аналитический материал. «Эксперт РА», 2024 — URL: https://raexpert.ru/researches/ua/bond_2024.
6. Что будет с облигациями в 2025 году и стоит ли их покупать: отвечают эксперты. банки.ру [Электронный ресурс] — URL: <https://www.banki.ru/news/daytheme/?id=11009855>.

References

1. Cbonds-CBI RU High Yield G-Spread. Cbonds. — URL: <https://cbonds.ru/indexes/Cbonds-CBI-RU-High-Yield-G-Spread>.
2. RGBIY. Cbonds [Electronic Resource]. — URL: <https://cbonds.ru/indexes/RGBI-Y>.
3. Alfa-Investments blog | How the share of private investors on the Moscow Exchange has changed. smart-lab. — URL: https://smart-lab.ru/company/alfa_investments/blog/1083903.php.
4. The authorities are analyzing the possibility of canceling concessional lending programs for small and medium-sized businesses. Sberbank Business Live [Electronic Resource]. — URL: <https://sberbusiness.live/news/vlasti-analiziruyut-vozmozhnost-otmeni-programm-lgotnogo-kreditovaniya-dlya-malogo-i-srednego-biznesa>.
5. Safety margin is depleting: debt market overview 2024–2025. Information and analytical material. «Expert RA», 2024. — URL: https://raexpert.ru/researches/ua/bond_2024.
6. What will happen to bonds in 2025 and whether it is worth buying them: experts answer. банки.ру [Electronic resource]. — URL: <https://www.banki.ru/news/daytheme/?id=11009855>.

Статья поступила в редакцию 01.08.2025; одобрена после рецензирования 08.09.2025; принята к публикации 10.09.2025.

The article was submitted 01.08.2025; approved after reviewing 08.09.2025; accepted for publication 10.09.2025.

¹² Что будет с облигациями в 2025 году и стоит ли их покупать: отвечают эксперты. банки.ру [Электронный ресурс]. — URL: <https://www.banki.ru/news/daytheme/?id=11009855>.