

## **Валютные шоки и трансформация «зеленой премии» на российском облигационном рынке: эконометрический анализ на примере ОАО «РЖД»**

Заявка № 1676117

Развитие рынка ESG-облигаций в России характеризуется высокой волатильностью чистых объемов размещения — от формирования инфраструктуры в 2016–2018 гг. до пиковых значений в 2021 г. (154,3 млрд руб.), а резкого сокращения в 2022 г. (107,1 млрд руб.) И восстановление к 2025 году (155,2 млрд рублей). Несмотря на внедрение национальной таксономии устойчивых проектов и расширение круга эмитентов [1,2,3], дискуссионным остается вопрос устойчивости «зеленой премии» (greenium) в условиях валютных и макрофинансовых шоков. Влияние ESG-факторов на стоимость капитала традиционно рассматривается в рамках теории структуры капитала и моделей равновесного ценообразования устойчивых активов [4]. Однако для российского рынка с высокой ролью валютного канала трансмиссии денежно-кредитной политики эмпирические оценки остаются ограниченными.

Цель исследования — выявить характер трансформации спреда доходностей зеленых облигаций в условиях валютной турбулентности 2021–2025 гг.

Научная новизна заключается в выявлении инверсии greenium в период валютного шока и эмпирическом доказательстве его трансформации в компонент валютного риск-премиума.

Эмпирическая база сформирована на примере облигационных выпусков ОАО «Российские железные дороги» — крупнейшего эмитента зеленых облигаций в РФ. В качестве зависимой переменной использован спред между доходностью зеленого выпуска (ISIN: CH1100259816, CHF, погашение 2026 г.) и сопоставимого по дюрации традиционного выпуска (ISIN: RU000A0JUAN8). Период анализа с января 2021 года по декабрь 2025 года.

Применена модель сегментированной регрессии с фиктивными переменными структурных режимов. В качестве объясняющей переменной включен валютный фактор (курс CHF/RUB). Выбор бенчмарка обусловлен сопоставимостью сроков до погашения и отсутствием ESG-маркировки, что позволяет изолировать «зеленую» компоненту в структуре доходности.

1. Период стабильности (2021 г.). Спред находился в отрицательной зоне (около -5 п.п.), что подтверждает наличие устойчивой «зеленой премии». Валютный фактор оказывал ограниченное влияние на доходности.

2. Период шоковой инверсии (2022–2023 гг.). На фоне валютной турбулентности зеленой премии трансформировалась в положительную надбавку за риск. Аналогичная асимметрия отмечается в зарубежных исследованиях при росте макрофинансовой неопределенности [5]. Стандартное отклонение доходности зеленого выпуска превысило волатильность бенчмарка в 1,8 раза. Лаговая корреляция между обменным курсом швейцарского франка к рублю (с задержкой в один месяц) и доходностью (в текущем месяце) составила -0,509, что свидетельствует о запаздывающем канале адаптации ожиданий. Экономический механизм инверсии greenium связан с изменением структуры спроса инвесторов. В условиях роста неопределенности ESG-фактор перестает играть роль нематериального преимущества и уступает место валютной ликвидности и кредитному риску. Таким образом, эффект устойчивого финансирования оказывается вторичным по отношению к макрофинансовым ограничениям.

3. Период структурной адаптации (2024–2025 гг.). После переориентации расчетов на внутренний контур корреляция доходностей с валютным курсом достигла 0,551, однако

спред остается в положительной зоне. Это указывает на сохранение валютной компоненты риска в структуре доходности.

Полученные результаты демонстрируют, что в российской экономике статус «зеленой» облигации не обладает свойствами защитного актива в период макрофинансового кризиса. Напротив, сочетание валютной номинации и ESG-маркировки усиливает чувствительность доходности к внешним шокам.

Практическое значение исследования связано с обоснованием развития рублевых зеленых облигаций с плавающей ставкой как инструмента снижения валютной чувствительности сегмента и стабилизации долгосрочной стоимости капитала. Рост доли рублевых выпусков в 2024–2025 гг. формирует предпосылки для постепенного снижения зависимости greenium от внешних валютных факторов.

Ограничением исследования является анализ на примере одного эмитента и валютно-номинарованного выпуска, что может ограничивать репрезентативность результатов. Кроме того, модель не включает процентный фактор и суверенную доходность как отдельные контролируемые переменные. Дальнейшие исследования могут быть направлены на расширение выборки и тестирование устойчивости выявленного эффекта на рублевом сегменте рынка.

### Источники и литература

- 1) Гусева И.А., Богомолов Я.М. Рынок «зеленых облигаций»: пять лет в поисках «гринума» // Финансы и кредит. 2022.
- 2) Домащенко Д.В., Аникин Д.О. Инвестиционная привлекательность и эффект greenium зеленых облигаций российского банковского сектора // Банковское дело. 2023.
- 3) Vymyatnina Y., Chernykh L. Green bonds in the Russian market: Assessing environmental influence on returns // Emerging Markets Review. 2024.
- 4) Flammer C. Corporate Green Bonds // Journal of Financial Economics. 2021.
- 5) Pastor L., Stambaugh R., Taylor L. Sustainable Investing in Equilibrium // Journal of Financial Economics. 2021.
- 6) <https://investfunds.ru> (Курс CHF/RUB (Банк России)).
- 7) Historical data for RZD bond [www.investing.com](http://www.investing.com).
- 8) Russia Government Bond Yield <https://tradingeconomics.com/russia/government-bond-yield>