Обзор долгового рынка за I квартал 2025 года: рынок фиксирует доходности и объемы в ожидании смягчения ДКП

Михаил НИКОНОВ,
директор, корпоративные рейтинги, Эксперт РА

Мария БОЛДЫРЕВА,
младший директор, корпоративные рейтинги, Эксперт РА

Татьяна КЛЮЕВА,
младший директор, корпоративные рейтинги, Эксперт РА

Гульназ ГАЛИЕВА,
управляющий директор, корпоративные рейтинги, Эксперт РА

Практически весь I квартал 2025 г. прошел под эгидой ожидания рынком смягчения денежно-кредитной политики и деэскалации геополитической напряженности на фоне возобновления диалога между США и РФ. Эти факторы сформировали позитивный фон, который предопределил динамику рынков ОФЗ и корпоративных облигаций.

Сохранение повышенных спредов по корпоративным кредитам продолжает подогревать интерес эмитентов к облигационному рынку. Наблюдался высокий спрос на облигации с фиксированным купоном, чья доля в структуре размещений вернулась в район 60% против 35% в IV квартале 2024 г.

Уровни доходностей корпоративных облигаций снижались вслед за государственными облигациями, однако те не поспевали за скоростью снижения котировок ОФЗ, из-за чего спреды оказались несколько расширенными.

Спреды к ОФЗ для эмитентов категории «ВВВ+ — В–» по итогам квартала превысили 1500 б. п. В таких условиях средние уровни ставок купона этой категории облигаций превысили 20%, что затрудняет возможности обслуживания и рефинансирования долгов среди закредитованных компаний. Число дефолтов за прошедший квартал сопоставимо с числом дефолтов за весь 2024 г.

РАЗМЕЩЕНИЯ ОФЗ И ИХ ДОХОДНОСТИ

Первичный рынок ОФЗ: спрос на облигации с фиксированным купоном позволил Минфину перевыполнить план по объемам в I квартале. В начале года приоритетом для Минфина стали долгосрочные облигации с постоянным купонным доходом со сроком свыше 10 лет. После последнего в 2024 году заседания регулятора по денежно-кредитной политике инвесторы переоценили риски дальнейшего роста ключевой ставки Банка России, что мотивировало их покупать облигации с фиксированной доходностью и сроком до погашения 10 лет и более. На период между февральским и мартовским решениями ЦБ по ставке пришелся пик спроса на ОФЗ: в это время было размещено почти 70% всех выпусков. Умеренно жесткий сигнал по ДКП со стороны Банка России на заседании 21 марта оказал давление на спрос в конце квартала. Интерес Минфина к размещению облигаций с фиксированным купоном был обусловлен необходимостью придерживаться

Рисунок 1
Индекс валовой доходности государственных облигаций Московской Биржи RGBI перешел в умеренную коррекцию

Источники: Cbonds, Минфин, Эксперт РА

целевого параметра ведомства по доле флоатеров в структуре ОФЗ. Целевой диапазон находится в пределах 20–30%, в то время как их доля достигает 50% вследствие масштабных размещений ценных бумаг с переменным купоном в предыдущем году.

Благодаря высокому спросу на облигации с фиксированным купоном Минфин смог перевыполнить квартальный план по размещению на 40.3%, разместив 1.403 трлн руб., при плановом 1.0 трлн руб. По итогам I квартала программа заимствований Минфина исполнена на 29% от годового плана в 4.781 трлн руб.

Безрисковый уровень доходностей в I квартале демонстрировал тренд к снижению, но во второй половине марта индекс доходностей ОФЗ перешел в умеренную коррекцию. Накануне заседания Банка России по денежно-кредитной политике 21 марта 2025 г. индекс валовой доходности государственных облигаций Московской Биржи RGBI достиг отметки в 14.97%, что является минимальным значением с мая 2024 г., когда ключевая ставка составляла 16%. Такая динамика обусловлена тем, что инвесторы закладывали в котировки ОФЗ возможность смягчения сигнала Банка России относительно дальнейшей траектории ключевой ставки. Позитивные ожидания рынка были подкреплены замедлением темпов роста недельной инфляции, а также снижением инфляционных ожиданий населения. Также рынок отыгрывал деэскалацию геополитической напряженности между США и РФ. Тренд на снижение доходностей сменился после мартовского заседания регулятора, на котором тот сохранил умеренно жесткий сигнал относительно дальнейшей траектории ставок. На конец марта RGBI достигал 15.95%.

Успех, наблюдавшийся на первичном рынке ОФЗ в I квартале 2025 г., позволил Минфину РФ увеличить план заимствований на II квартал 2025 г. В II квартале Минфин РФ планирует привлечь на первичном рынке госдолга в номинальном значении 1.3 трлн руб. С учетом озвученных планов по снижению доли флоатеров в структуре долга целесообразно ожидать сохранения дальнейшей активности Минфина РФ на первичном рынке ОФЗ с фиксированным купоном. Как уже было отмечено ранее, в третьей декаде марта наблюдалось охлаждение спроса инвесторов на аукционах ОФЗ с фиксированным купоном вследствие сохранения умеренно жесткого сигнала Банка России по денежно-кредитной политике. Поэтому полагаем, что для успешного выполнения плана Минфина РФ в II квартале необходимы дополнительные внешние стимулы в виде смягчения сигнала ЦБ РФ относительно траектории ключевой ставки, существенного прогресса в геополитических вопросах или как минимум более высоких премий к вторичному рынку.

РАЗМЕЩЕНИЯ КОРПОРАТИВНЫХ ЭМИТЕНТОВ И ИХ ДОХОДНОСТИ

Новый квартал — новый рекорд. По данным Cbonds, совокупный объем новых выпусков всех корпоративных размещений сроком свыше одного года в январе — марте 2025 г. превысил исторические рекордные значения, достигнув 2.2 трлн руб., что практически двукратно превышает объемы первых кварталов 2024 и 2023 гг. вместе взятых. Объемы сделок, отобранных по классификации Эксперт РА, также демонстрируют крайне сильную динамику. В I квартале 2025 г. эмитенты привлекли публичного долга на 1.6 трлн руб. против 0.9 трлн руб. годом ранее.

Фиксированные купоны снова в моде. Доля корпоративных облигаций с фиксированным купоном составила 65%, что эквивалентно уровням I квартала 2024 г. (68%).

В начале года приоритетом для Минфина стали долгосрочные облигации с постоянным купонным доходом со сроком свыше 10 лет

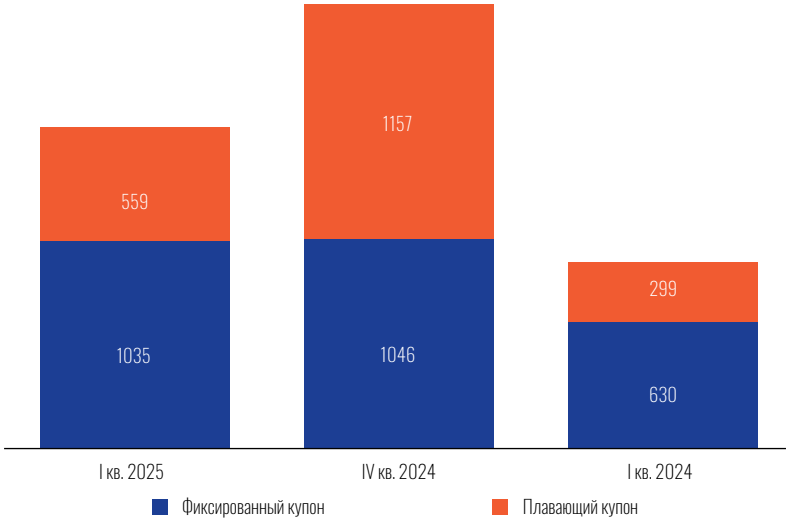


Рисунок 2
Доля облигаций с фиксированным купоном в первичных сделках вернулась к 60 %+

Источники: Cbonds, Московская Биржа, расчеты Эксперт РА

При этом в IV квартале 2024-го на долю таких типов бумаг приходилось порядка 47 %. По данным участников отрасли, высокий спрос на бумаги с постоянным доходом в I квартале 2025 г. предъявили долгосрочные институциональные инвесторы, а также физические лица. При этом ставки привлечения зачастую оказывались ниже стоимости фондирования банков. Таким образом, инвесторы могли зафиксировать высокие процентные ставки до их снижения в 2025 г.

Ключевой интерес к выходу на рынок предъявили наиболее надежные категории эмитентов «AAA — AA». По сравнению с I кварталом 2024 г. объем их размещений увеличился на 567 млрд руб., доля в общем объеме сделок увеличилась на 1.5 п. п. до 83 %. Сильной динамике на облигационном рынке способствует рост ставок на рынке банковского кредитования, где они оказывались заметно выше, чем ставки купона по облигациям. По данным Банка России, снижение доходностей гособлигаций и ставок денежного рынка не привело к значимому изменению кредитных ставок[1]. В таких условиях облигационный рынок послужил местом для привлечения более дешевых денег на финансирование безотлагательных капитальных затрат, рефинансирование долговой нагрузки (в том числе облигационных займов), прочих общекорпоративных затрат.

Общее улучшение геополитического фона и ожидания по снижению ключевой ставки рынком открыли окно возможностей для привлечения фондирования, которым поспешили воспользоваться все категории эмитентов. Мы продолжаем отмечать рост числа эмитентов в структуре первичных сделок, общее число которых увеличилось с 66 в I квартале 2024 г. до 89 в I квартале 2025 г.

Средняя надбавка к ключевой ставке по первичным размещениям облигаций приступила к снижению в марте 2025 г. Повышенные спреды по корпоративным кредитам продолжали подогревать интерес эмитентов к облигационному рынку. В I квартале

[1] Резюме обсуждения ключевой ставки, Банк России, 2 апреля 2025 г.

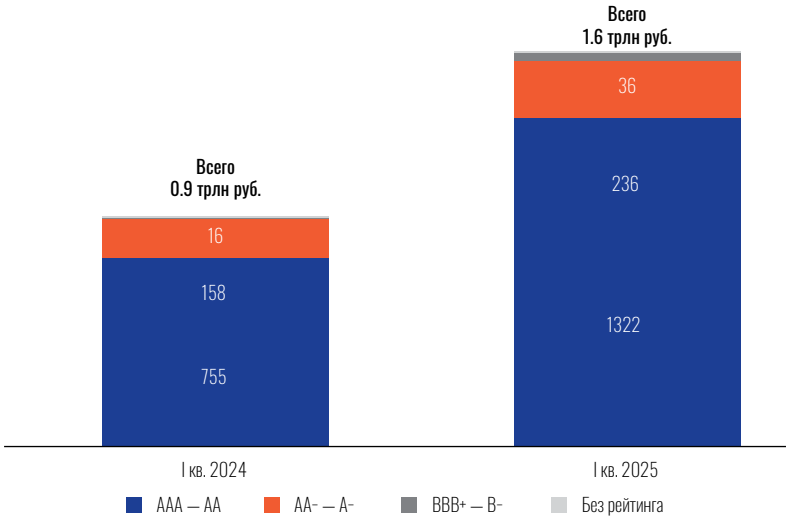


Рисунок 3
Объемы размещений на первичном рынке, млрд руб.

Источники: Cbonds, Московская Биржа, расчеты Эксперт РА

* Выгрузка российских корпоративных бумаг Cbonds без учета сделок секьюритизаций, ипотечных ценных бумаг, CDO, структурных продуктов, облигаций с дефолтом, краткосрочных выпусков, ЦФА, замещающих облигаций и коммерческих облигаций. Рейтинги представлены по национальной рейтинговой шкале.

2025 г. средние премии по новым выпускам флоатеров к ключевой ставке ЦБ РФ сохранялись существенно выше исторических уровней, однако подобная тенденция наблюдалась и по спредам плавающих ставок по кредитам. Средняя премия к ключевой ставке по новым облигационным займам в I квартале составила 3.3 п. п. при пиковых значениях в 3.8 п. п. в феврале и снижении до 2.7 п. п. в марте. Для отдельных эмитентов выход на облигационный рынок по-прежнему мог быть более выгодным, чем банковское кредитование, однако аномально высокие спреды по кредитам приступили к снижению с февраля.

Высокие рублевые ставки наряду с укреплением рубля открыли второе дыхание рынку бивалютных облигаций. Эмитенты в рейтинговой категории «AAA» размещали выпуски, номинал которых привязан к долларам США, в среднем со ставкой купона 7.5–9.6% годовых. По данным Cbonds, объем первичных размещений, номинированных в долларах США, без учета замещающих облигаций в I квартале 2025 г. составил около 2.4 млрд долларов США. На рынке юаневых облигаций в I квартале 2025 г. было размещено 7 новых выпусков облигаций корпоративных эмитентов в рейтинговой категории «AAA — A» суммарно на 7.4 млрд юаней (1.0 млрд в долларовом эквиваленте) и ставкой купона на уровне 9.0–10.9% годовых.

Значения доходностей и кредитных спредов по облигациям корпоративных эмитентов демонстрировали разнонаправленную динамику. Агрегированные доходности всех категорий заемщиков сокращались в I квартале 2025 г. вслед за котировками ОФЗ. Доходности эмитентов категории «AAA — AA» за I квартал сократились в среднем на 2 п. п. с 22% за IV квартал 2024 г. до 20%, для категории «AA– — A–» на 3 п. п. с 29 до 26%, для категории «BBB+ — B–» на 2 п. п. с 35 до 33%. Ситуация со спредами выглядела несколько иначе. Те, напротив, существенно расширились на 60–80 б. п. для эмитентов первого и второго эшелона, в то время как агрегированные спреды к ОФЗ для наиболее рискованных эмитентов расширились на 160 б. п., оказавшись на максимальных уровнях — 1545 б. п. в I квартале 2025 г. против 461 б. п. в I квартале 2024 г. Мы полагаем, что такая разнонаправленность между динамикой ставок и динамикой спредов к ОФЗ была обусловлена в первую очередь позитивными настроениями на рынке ОФЗ в ходе февраля — марта текущего года, когда скорость снижения доходностей ОФЗ оказывалась существенно выше, чем скорость снижения доходностей корпоративных облигаций. Это обусловлено большей ликвидностью сегмента государственных облигаций в сравнении с корпоративными облигациями, где объемы торгов ниже. Расширение спредов среди эмитентов категории «BBB+ — B–» также обусловлено повышенными кредитными рисками этой категории эмитентов в условиях высоких ставок, а также увеличением дефолтных событий на рынке. В I квартале 2025 г. события технического дефолта / дефолта впервые допустили ФПК «Гарант инвест», «Строй Система Механизация», «Финансовые Системы», «Селлер», «Феррони» из-за нехватки денежных средств.

Средние ставки купона облигаций категории «BBB+ — B–» за год к концу I квартала 2025 г. достигли 20% против 15.5% в I квартале 2024-го. Средняя ставка купона по облигациям в обращении продолжила увеличиваться, шаг изменения ставок купона пока что остается в пределах 1–1.5 п. п. в квартал. Большинство публичных компаний отчитались за 2024 г. о сжатии прибыли на фоне роста процентных затрат. Общие сведения о банковском секторе демонстрируют рост общего уровня процентных расходов корпоратов в пользу банков на 83% с 6.2 трлн руб. в 2023 г. до 11.5 трлн руб. в 2024-м. На этом фоне количество дефолтов на рынке облигаций в I квартале 2025 г. сопоставимо с количеством дефолтов за весь 2024 г. Проблема высоких процентных затрат останется актуальной для эмитентов в 2025 г., поскольку ЦБ РФ сигнализирует о необходимости длительного удержания жесткой денежно-кредитной политики. Даже при сценарии более оперативного снижения ключевой ставки ЦБ РФ фактическая стоимость заимствований долгового портфеля будет также снижаться с ощутимым лагом, по аналогии с тем, что наблюдается на цикле роста ставок: средний уровень ставок купона всё еще ниже ключа. В таких условиях мы ожидаем дальнейшего сокращения запаса прочности по значениям процентной нагрузки среди закредитованных компаний категории «BBB+ — B–» с уровнем долга к EBITDA на уровне 3.5 и выше, повышенных рисков дефолтов среди высокодоходных бумаг.

Плановые погашения долга в апреле — июне примерно сопоставимы с объемом погашений в I квартале 2025 г., что поддержит новые облигационные заимствования во II квартале. Также интерес эмитентов продолжит подстегивать более привлекательная ставка на публичном долговом рынке в сравнении с банковским кредитованием. Мы отмечаем откат рыночных настроений вокруг скорости деэскалации геополитического фона относительно I квартала 2025 г., а также обострение тарифных войн, которые способны качественно изменить макроэкономические условия и потребовать иную конфигурацию проводимой денежно-кредитной политики

Наиболее высокие темпы снижения уровней доходностей демонстрировали облигации, поскольку рынок облигаций с опережением реагирует на изменение процентных ставок в экономике

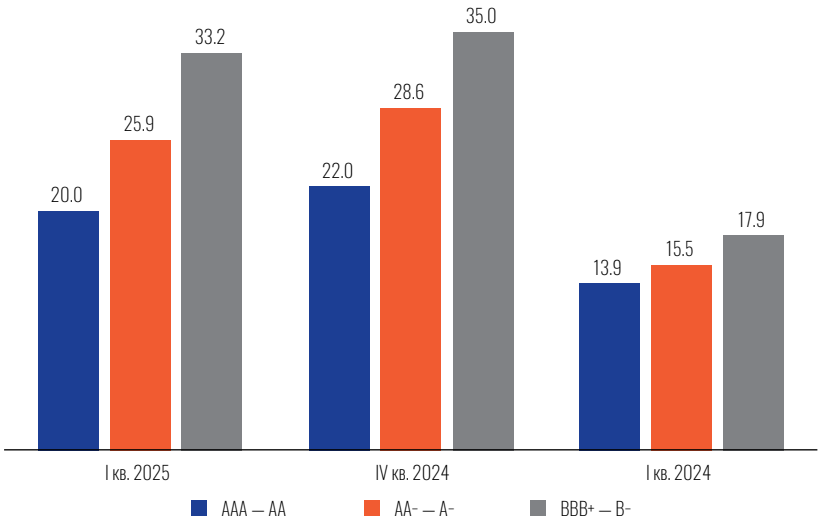


Рисунок 4
Агрегированные уровни доходностей снизились в I квартале 2025 г., %

Источники: Cbonds, расчеты Эксперт РА

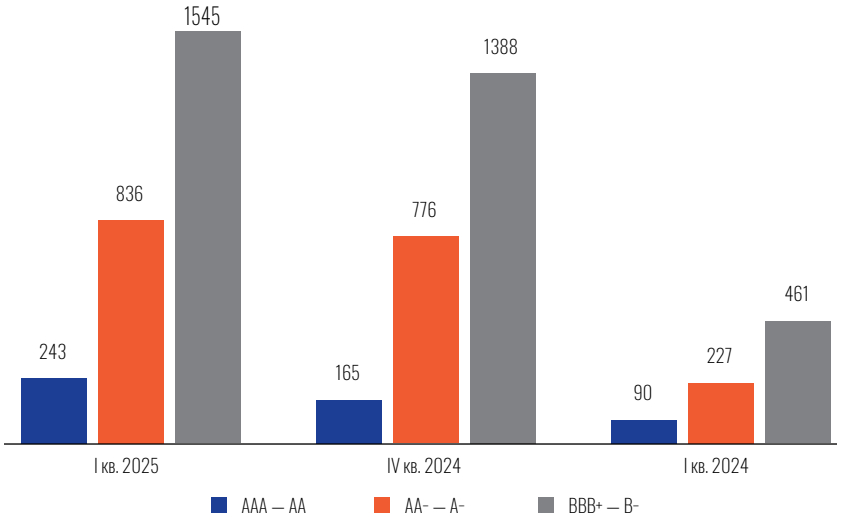


Рисунок 5
...в то время как спреды доходностей к ОФЗ существенно расширились, б. п.

Источники: Cbonds, расчеты Эксперт РА. Цифры за I и IV кварталы 2024 г. подверглись перерасчету с учетом введения новых индексов доходностей Cbonds CBI, предыдущие прекратили свое существование.

со стороны Банка России. Ранее регулятор указывал на условия внешней торговли в качестве одного из важных факторов проинфляционных рисков. Совокупность этих причин, скорее всего, не позволит повторить рекорды по объемам размещений I квартала 2025 г.

Частные инвесторы наращивают участие в облигационном рынке, ставки по депозитам и доходности надежных организаций снижались весь квартал и сократились на 140–160 б. п. Наиболее высокие темпы снижения уровней доходностей демонстрировали облигации, поскольку

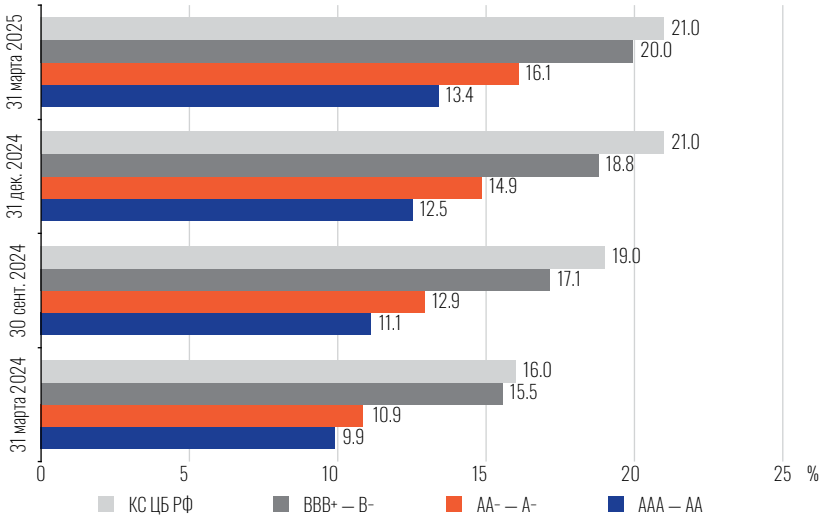
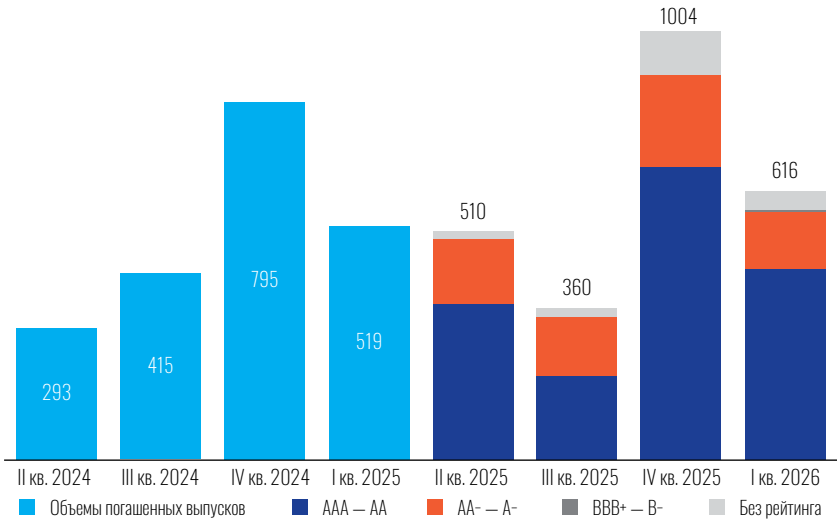


Рисунок 6
Средние ставки купона облигаций эмитентов категории «BBB+ — B–» достигли 20 %

Источники: Cbonds, расчеты Эксперт РА

Рисунок 7
Погашения облигаций корпоративных эмитентов, млрд руб.

Источники: Cbonds, расчеты Эксперт РА



рынок облигаций с опережением реагирует на изменение процентных ставок в экономике. Спред в ставках между инструментами оказался максимальным к концу марта. Снижение ставок по депозитам и ожидания по достижению пика роста ключевой ставки сделали облигационный рынок привлекательным в глазах инвесторов, в том числе частных. По состоянию на февраль 2025 г. средневзвешенные ставки по вкладам физических лиц сроком свыше одного года составляли 19.8 %, снизившись на 110 б. п. с начала года, в то время как доходности эмитентов первого эшелона в феврале превышали 20 %. Такие рыночные условия благоприятно влияли на приток частных инвесторов на рынок облигаций: в январе — марте Мосбиржа зафиксировала рекордные объемы инвестиций физлиц в облигации: около 104 млрд руб. в январе, 225 млрд руб. в феврале и 211 млрд руб. в марте. Также в феврале были зафиксированы рекордные оттоки средств розничных инвесторов из фондов ликвидности (почти 30 млрд руб.), в марте был отмечен рекордный за всю историю приток денег в фонды облигаций (27 млрд руб.).

Раздел на сайте Cbonds — Сбондс-ТВ

- Еженедельные выпуски Cbonds Weekly News
- Видео с конференций
- Интервью с ведущими экспертами финансовых рынков
- Вебинары с эмитентами и профучастниками рынков капитала
- Аналитические комментарии

Быть в курсе финансовых новостей

и многое другое теперь собрано в единую удобную медиабиблиотеку

Реклама. АО «Сбондс.ру». Подробнее на сайте: https://cbonds.ru