Рост кредитных рисков: эффект высоких ставок на фоне охлаждения экономики

Михаил НИКОНОВ,
директор, отдел корпоративных рейтингов, Эксперт РА

Татьяна КЛЮЕВА,
младший директор, отдел корпоративных рейтингов, Эксперт РА

Финансовые риски среди предприятий из корпоративного сектора в условиях охлаждения экономического роста и высоких ставок 2024–2025 годов обострились. Это выразилось как в ухудшении качества обслуживания долговых портфелей на рынке банковского кредитования, так и в росте числа дефолтных событий на рынке облигаций. Большинство публичных компаний отчитались за 2024 год о сжатии прибыли на фоне роста процентных затрат. Данные Росстата также фиксируют сокращение сальдо прибылей и убытков предприятий в 2024 году на 7 %, до 30.4 трлн рублей. Процентные расходы корпоратов в пользу банков выросли на 83 %, с 6.2 трлн рублей в 2023 году до 11.5 трлн рублей в 2024-м. Ситуация по итогам 1-го полугодия 2025 года также существенным образом не поменялась: общий уровень процентных расходов корпоратов перед банками увеличился на 54 % г/г, до 7.5 трлн рублей, сальдо прибылей и убытков снизилось на 8.4 %, до 13.1 трлн рублей. Это свидетельствует о более низком запасе прибыли на обслуживание долговых обязательств среди большинства отраслей и является общей симптоматикой возникновения проблемной задолженности, ухудшения качества обслуживания долговых обязательств на облигационном рынке и рынке банковского кредитования.

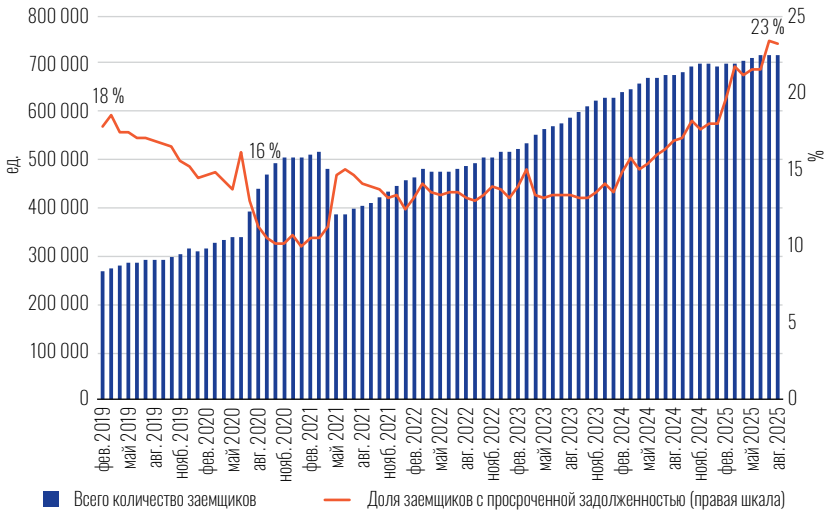
Количество эмитентов, допустивших первичный дефолт/техдефолт, за 10 месяцев 2025 года на рынке облигаций существенно превысило их число за весь 2024-й

По кредитам увеличивается число проблемных заемщиков среди юридических лиц (Рисунок 1). Их количество к августу 2025 года увеличилось в полтора раза г/г. Доля проблемных выросла с 18 % на начало 2019-го до 23 % — максимума с 2019 г.

Количество эмитентов, допустивших первичный дефолт/техдефолт, за 10 месяцев 2025 года на рынке облигаций существенно превысило их число за весь 2024-й (Рисунок 2). Если в 2024 году их число составило 11, то за 10 месяцев количество эмитентов, допустивших первичный

Рисунок 1
Количество проблемных заемщиков и их доля ускорили рост в 2025 году — к августу число увеличилось в полтора раза

Источники: Банк России, расчеты агентства «Эксперт РА»



техдефолт/дефолт, увеличилось до 27, из которых шесть — эмитенты ЦФА. На конец октября 2025 г. 13 эмитентов облигаций и 5 эмитентов ЦФА не исполнили обязательства в пределах срока технического дефолта.

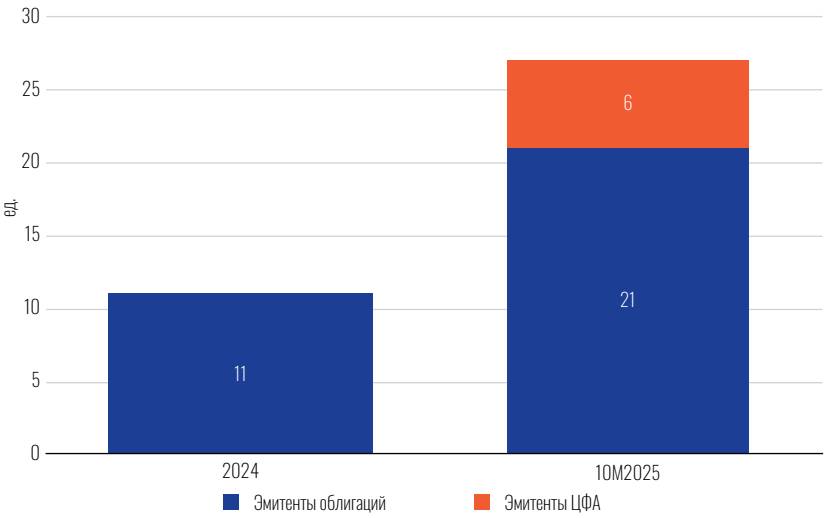
Бóльшая часть первичных дефолтов/техдефолтов на рынке облигаций, которые имели место годом ранее, происходили из-за реализации корпоративных рисков, мер регуляторного воздействия. В 2025 году ситуация несколько изменилась — большая часть эмитентов, не исполнивших обязательств в срок, фиксируют нехватку денежных средств в связи с задержкой в оплате со стороны контрагентов. При этом по ряду технических дефолтов не хватало 300–500 тыс. рублей для избегания негативного сценария. По всем компаниям, допустившим дефолты в этом году, либо не было рейтинга, либо рейтинговые категории были в пределах «BBB» — «CCC» по национальной шкале. Рейтинговый профиль эмитентов данных категорий имеет более высокую чувствительность к воздействию негативных изменений экономической конъюнктуры. Мы также обращаем внимание на существенное число дефолтов среди эмитентов ЦФА, количество которых увеличилось с нуля в 2024-м до пяти за 9 месяцев 2025 года. При этом по всем выпускам дефолт был допущен в течение года после выпуска. По дефолтным выпускам ЦФА отсутствовали кредитные рейтинги, что свидетельствует о явной недооценке риска этого рынка для инвесторов.

ВЫСОКИЕ СТАВКИ И РОСТ КРЕДИТНЫХ СПРЕДОВ БЬЮТ ПО СЛАБЫМ

В течение 2025 года значения доходностей среди корпоративных облигаций снижались, но спреды остаются расширенными к уровням 2024-го (Рисунок 3). За год доходности облигаций категорий «AAA» — «AA» сократились в среднем на 2.95 п. п., с 18.3 % за III квартал 2024-го до 15.3 %, для категорий «AA–» — «A–» — на 1.75 п. п. Для категорий «BBB+» — «B–» доходности,

Рисунок 2
Удвоение первичных техдефолтов/дефолтов

Источники: Cbonds, расчеты агентства «Эксперт РА»



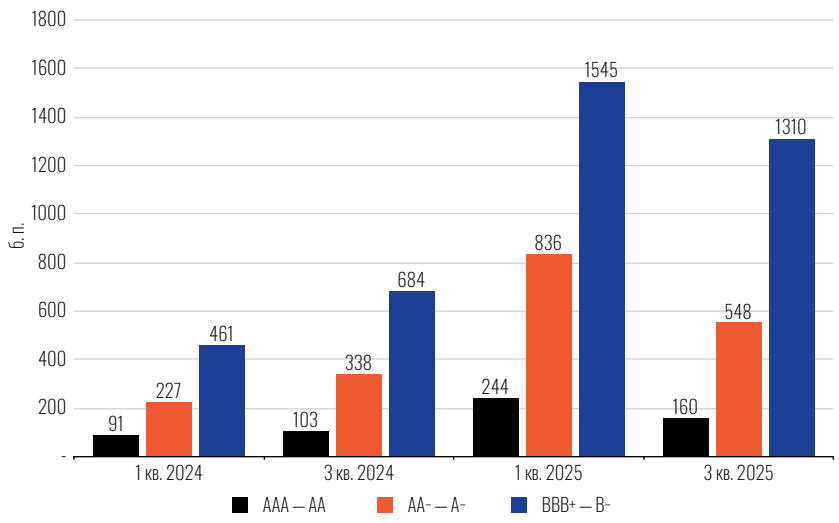


Рисунок 3
Агрегированные спреды доходностей к ОФЗ снижаются, но всё еще выше уровней 2024 года

Источники: Cbonds CBI Index по рейтинговым категориям, расчеты агентства «Эксперт РА»

напротив, увеличились с 24.4 до 26.8% на фоне расширения кредитных спредов для обозначенной категории эмитентов.

Если рассматривать спреды к ОФЗ среди всех категорий эмитентов, то те хоть и снижались в течение года, но премия к ОФЗ всё еще выше значений III квартала 2024-го. За III квартал 2025 года спреды к ОФЗ выросли на 57 б. п. относительно АППГ среди эмитентов первого эшелона. Для категорий «AA–» — «A–» спреды выросли на 210 б. п. соответственно, для категорий «BBB+» — «B–» — более чем на 600 б. п. На динамику расширения спредов к ОФЗ повлияли нарастающие кредитные риски эмитентов категорий «BBB+» — «B–» в связи с увеличением дефолтных событий на рынке, а также более высокая ликвидность в сегменте ОФЗ.

Высокие спреды не дают возможности снизить стоимость долгового портфеля среди эмитентов категорий «BBB+» — «B–». Для наиболее рискованной категории эмитентов уровень ставок купона по действующим на даты облигационных обязательств сохраняется в диапазоне около 20–21% с 31.03.2025. По остальным категориям заемщиков по облигационным займам ставки купона приступили к снижению на 0.6–0.9 п. п. относительно уровней на 30.06.2025. Мы полагаем, что такая ситуация может провоцировать рост кредитных рисков и, как следствие, дополнительный риск дефолтных событий в 2026 году. Ведь помимо высоких ставок по текущим облигациям другой важной компонентой для увеличения числа дефолтов послужит общее увеличение числа эмитентов из этой категории на рынке в 2025-м, которые нарастили свое присутствие не только по рекордным ставкам, но и высокой периодичности уплаты купонных платежей — 12 в год, при двух-четырех платежах в нормальных рыночных условиях. В условиях, когда период оборачиваемости оборотного капитала в днях в целом среди предприятий увеличивается, задача по обналичиванию оборотного капитала в денежные средства усложняется, особенно с учетом частоты проведения платежей. Ежемесячное формирование пула ликвидности под уплату процентов усложняет задачу по обслуживанию долга. Притом что нормальный бизнес-цикл эмитентов может не предполагать собираемости денежных средств по действующим высоким ставкам и в такие сроки. Эмитенты не успевают вовремя трансформировать свой оборотный капитал в деньги, происходят кассовые разрывы.

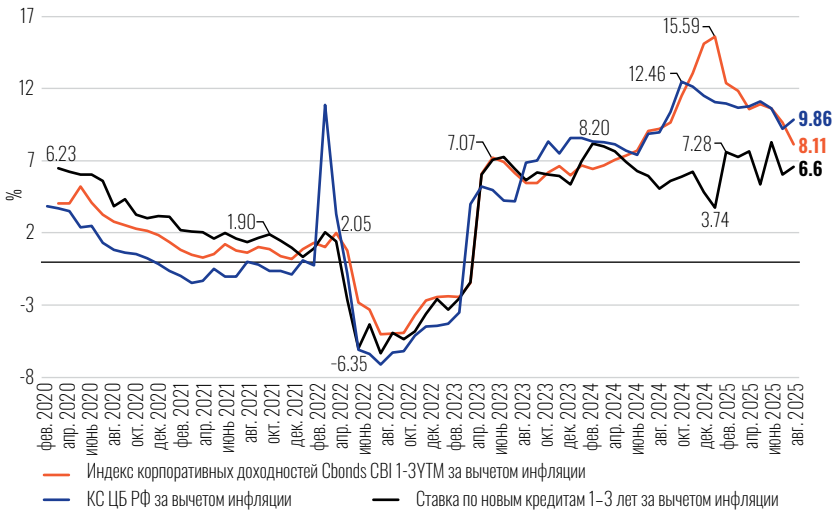
Реальные ставки по-прежнему остаются на высоких уровнях относительно 2021–2024 годов (Рисунок 4). Снижение натуральных показателей многих отраслей промышленности помимо отраслей, связанных с ВПК, пока что не останавливается. Это создает повышенные трудности с обслуживанием долговой нагрузки, особенно среди закредитованных компаний, которые удовлетворяют спрос, не связанный с госзаказом. За сентябрь 2024-го — сентябрь 2025 годов процентный риск в полной мере реализовался, только теперь к высоким ставкам добавляется низкий или отрицательный темп роста в отдельных секторах, увеличение убыточных компаний.

Мы проанализировали финансовое состояние российских компаний на облигационном рынке с кредитным рейтингом от АО «Эксперт РА» по показателям долговой и процентной нагрузки, рентабельности за 2024 и 2023 годы (Таблица 1). Наиболее сильная концентрация компаний с низким уровнем долговой нагрузки с рейтингом от агентства «Эксперт РА» зафиксирована в отраслях ретейла,

Наиболее сильная концентрация компаний с низким уровнем долговой нагрузки с рейтингом от агентства «Эксперт РА» зафиксирована в отраслях ретейла, нефтегазодобычи, нефтесервиса, электроэнергетики, минеральных удобрений, ИТ и телекоммуникации

Рисунок 4
Высокие реальные ставки в условиях охлаждения экономики увеличивают кредитные риски

Источники: Банк России, Cbonds, расчеты агентства «Эксперт РА»



нефтегазодобычи, нефтесервиса, электроэнергетики, минеральных удобрений, ИТ и телекоммуникации. Мы также наблюдаем серьезную концентрацию в этих отраслях компаний с высоким рейтингом кредитоспособности, в пределах категорий «ruAA» — «ruAAA». Там участники рынка демонстрировали контроль за ростом долговой нагрузки, по итогам 2024 года метрики «долг к EBITDA» сохранились на уровне ниже 2.0, что в целом позволило удержать ухудшение метрики «EBITDA к %» в пределах допустимых значений — не ниже 3.6x. Несмотря на в целом сильный финансовый профиль компаний из нефтегазового сектора, горной добычи и металлургии и транспортной отрасли, в настоящий момент многие компании подвержены риску ценовых колебаний на сырьевых рынках, что оказывает давление на рентабельность их бизнеса.

Метрики «долг к EBITDA» по итогам 2024 года наблюдаются на уровне 3.0 и выше среди эмитентов из следующих секторов: оптовая торговля, строительство и девелопмент, тяжелая промышленность, целлюлозно-бумажная отрасль. Мы отмечаем там повышенную потребность компаний в долговом финансировании, более слабые уровни показателей процентной нагрузки относительно других отраслей экономики, более высокую концентрацию эмитентов из категорий «BBB+» — «B–».

Мы также проанализировали динамику долговой нагрузки и рентабельности рейтингуемых компаний в разрезе рейтинговых категорий (Таблица 2). Исходя из действующего рейтинг-листа компаний корпоративного сектора, мы отмечаем, что в среднем бремя роста долговой нагрузки в большей степени брали на себя компании с более высокими рейтингами кредитоспособности,

Таблица 1
Медианные значения финансовых показателей и рейтинги компаний-эмитентов с рейтингом агентства «Эксперт РА» на долговом рынке в разрезе отраслей

Источник: расчеты агентства «Эксперт РА»

Отрасль	Долг к EBITDA 2024/2023	EBITDA/% 2024/2023	EBITDA Margin 2024/2023, %	Рейтинговые категории агентства «Эксперт РА»
Строительство и девелопмент	3.0/2.5	1.5/1.6	24.5/22.5	BBB/A
Оптовая торговля	3.7/2.8	1.9/2.9	6.5/7.6	B/BB/BBB-
Целлюлозно-бумажная и деревообрабатывающая	8.3/8.4	2.2/2.3	19.6/16.0	B/BB
Тяжелая промышленность	2.9/3.1	2.2/3.2	12.8/13.0	B/BB/BBB/A/AA
Медицина и фармацевтика	2.2/2.6	2.3/2.8	27.5/26.5	BB/A/AA
Электроэнергетика	1.9/1.7	2.6/5.0	20.3/21.6	BBB/A/AA/AAA
Продуктовая промышленность, АПК И С/Х	2.2/2.6	2.9/3.5	11.7/10.9	B/A/AA
Минеральные удобрения	1.9/1.3	3.7/10.0	31.7/39.0	A/AA/AAA
Транспорт	2.4/2.3	3.8/4.5	29.8/31.9	BBB/A/AA/AAA
Горная добыча и металлургия	2.4/2.1	3.8/8.1	40.0/42.4	A/AA/AAA
ИТ и телекоммуникации	2.4/2.3	4.1/4.9	32.9/38.2	A/AAA
Ретейл	1.4/1.9	4.3/3.8	5.9/5.0	BBB/A/AAA
Химическая и нефтехимическая промышленность	2.6/1.8	5.2/7.5	26.0/25.0	BB/BBB/AA/AAA
Нефтесервис	1.5/1.6	5.3/5.6	29.3/30.5	BB/A
Нефтегазовая отрасль	2.1/2.4	5.5/6.9	29.3/31.0	A/AA/AAA

* Без учета компаний с метрикой «долг к EBITDA» ниже 0.5x.

Таблица 2
Медианные значения* финансовых показателей нефинансовых компаний с рейтингом от агентства «Эксперт РА»

Источник: расчеты «Эксперт РА» по рейтинг-листу агентства

Рейтинговая категория от агентства «Эксперт РА»	Долг к EBITDA 2024 г.	Долг к EBITDA 2023 г.	EBITDA/% 2024 г.	EBITDA/% 2023 г.	Рентабельность по EBITDA 2024 г., %	Рентабельность по EBITDA 2023 г., %
AAA	1.38	1.19	6.50	9.68	28	29
AA	2.11	1.89	3.90	5.90	27	34
A	2.20	1.81	3.40	4.10	23	23
BBB	2.59	2.35	2.40	2.85	18	18
BB	2.91	3.26	2.07	3.68	19	17
B	3.19	4.21	1.65	2.62	14	7

* Без учета компаний с метрикой «долг к EBITDA» ниже 0.5х.

что можно назвать предпочтительным сценарием развития событий для экономики в условиях высоких ставок.

Крупные компании имеют достаточный запас прочности к сложным макроэкономическим условиям, чтобы наращивать собственную долговую нагрузку, за счет чего открывается возможность предоставлять послабления в условиях расчетов с собственными, более малыми контрагентами. Например, увеличивать долю авансирования в структуре расчетов с поставщиками, долю рассрочки платежей в расчетах с покупателями, тем самым замещая собой банки в источниках предоставления ликвидности для более мелких игроков. При этом мы также наблюдали потребности в наращивании долга на финансирование капитальной программы среди компаний категорий «AAA» — «A», невзирая на ставки. В целом обозначенная категория эмитентов характеризуется комфортной долговой нагрузкой, хорошей устойчивостью к внешним шокам. Поэтому не ожидаем реализации системных рисков со стороны этой категории предприятий. Компании категорий «ruBB» — «ruB» с рейтингом от агентства «Эксперт РА» в среднем стремились сокращать свою долговую нагрузку в условиях жестких денежно-кредитных условий, обеспечивать контроль за рентабельностью. Медианные значения метрики «долг к EBITDA» и рентабельности улучшались среди эмитентов этой рейтинговой категории, что может свидетельствовать об адаптивности сегмента к меняющимся условиям макроэкономической конъюнктуры. Мы наблюдаем снижение метрики «EBITDA к процентным расходам» среди большинства рейтингуемых компаний по итогу 2024 года и за первое полугодие 2025-го, прошедших актуализацию. Не ожидаем улучшения покрытия процентов показателем EBITDA по итогам 2025 года в связи с ростом средней ключевой ставки ЦБ РФ.

Снижение ставок по депозитам служит драйвером резкого притока частных инвесторов на рынок облигаций

ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК ЖИВ

К 30.09.2025 объем рынка корпоративных облигаций вырос на 22 % г/г, до 34.49 трлн рублей, сохранив прежние темпы роста относительно аналогичного периода предыдущего года.

В период экстремальных процентных ставок и охлаждения экономической конъюнктуры рынок облигаций оказался местом притяжения корпоративных заемщиков всех рейтинговых категорий. За девять месяцев 2025-го объем облигационных размещений корпоративных облигаций, отобранных по классификации агентства «Эксперт РА»[1], составил 5.4 трлн рублей, что на 71 % выше результата АППГ.

Снижение ставок по депозитам служит драйвером резкого притока частных инвесторов на рынок облигаций. За январь — сентябрь 2025-го Мосбиржа зафиксировала приток частных инвесторов в рекордных объемах — 1.7 трлн рублей, что в 2.5 раза превышает результаты предыдущего года.

Внедрение банками национального норматива краткосрочной ликвидности (ННКЛ) включает облигации с рейтингами «ruBBB–» и выше в список высоколиквидных активов. Это повышает привлекательность ценных бумаг с кредитным рейтингом «ruBBB–» и выше в глазах кредитных организаций, которые в целом являются главными инвесторами на долговом рынке, однако их спрос оседает в облигациях более высоких рейтинговых категорий.

Другим фактором для роста новых облигационных размещений в будущем будет навес высоких плановых погашений долга в 2026 г. — объем погашений долга в 2026 году составит около 4.0 трлн руб. против 2.1 в 2025 г. При реализации сценария агентства по снижению средней ставки ЦБ РФ за 2026-й до 13.5 % мы полагаем, что темпы роста облигационного рынка будут на уровне не ниже среднегодовых темпов роста за 2021–2025 годы, в пределах 18–23 %.

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

2026

План конференций

ПЕРВОЕ ПОЛУГОДИЕ

XII Российский ипотечный конгресс
4 февраля, Москва

Конференция IPO — 2026
26 февраля, Москва

Cbonds & Smart-Lab PRO облигации 2.0
28 февраля, Москва

IV Conference Capital Markets Armenia
19 марта, Ереван

II Cbonds ЦФА Конгресс
8 апреля, Москва

II Российский форум драгоценных металлов Cbonds
15 апреля, Москва

XVI Российский M&A Конгресс
23 апреля, Москва

Investfunds Forum XVII — конференция институциональных инвесторов
21–22 мая, Санкт-Петербург

XXII Евразийский Облигационный конгресс
18–19 июня, место уточняется

XVI Российский M&A конгресс: Белые ночи 2026
23 июня, Санкт-Петербург

Cbonds congress

cbonds-congress.ru

Реклама. АО «Сбондс Конференции». Подробнее на сайте: https://cbonds-congress.ru