Рынок облигаций 2025 года: рекорды и дефолты

Михаил НИКОНОВ, директор по корпоративным рейтингам, «Эксперт РА»

Татьяна КЛЮЕВА, младший директор по корпоративным рейтингам, «Эксперт РА»

Екатерина ЩЁКИНА, младший директор по корпоративным рейтингам, «Эксперт РА»

Истекший 2025 год выдался рекордным для рынка государственных и корпоративных облигаций. Объемы размещений ОФЗ на российском рынке в 2025 году достигли 8.2 трлн руб. по номинальной стоимости, что стало рекордом с 2015 года. По данным Cbonds, к 31.12.2025 рынок корпоративных облигаций достиг 28.5 трлн руб., также преодолев очередную рекордную отметку за всю историю наблюдений. Такие результаты были достигнуты благодаря не только высокому интересу эмитентов к инструментам публичного долга, но и притоку новых средств инвесторов. За 2025 год Московская Биржа зафиксировала приток средств частных инвесторов в абсолютно рекордных объемах — 2.1 трлн руб., что более чем вдвое превышает результаты предыдущего года (0.859 трлн руб.).

Количество технических дефолтов / дефолтов за 2025 год существенно превысило их количество за предыдущий год

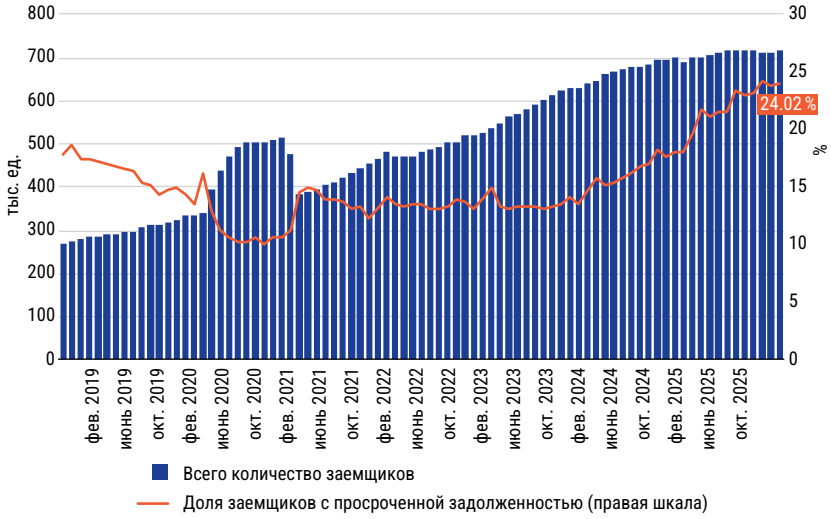
Однако рекордов рынок достиг не только в части объемов, но и в части дефолтных событий. Рекордный рост заимствований на долговом рынке происходил в непростых рыночных условиях охлаждения экономического роста и высоких ставок 2024–2025 годов. Данные по индексу промышленного производства за 11 месяцев 2025 года демонстрируют нарастание диспропорции в темпах роста выпуска между государственным и частным сектором, где отрасли с высокой зависимостью от бюджетного финансирования демонстрировали восходящую динамику, в то время как отрасли с низкой зависимостью от бюджетного финансирования испытывали негативную динамику год к году с ухудшением обозначенных диспропорций ближе к концу года. На уровне микроэкономики мы также наблюдали нисходящую динамику чистой прибыли среди российских предприятий: сальдо прибылей и убытков организаций за 10 месяцев 2025 года сократилось на 9.9% г/г, доля убыточных предприятий достигла 29.2%, увеличившись на 1.9 п. п. г/г. В таких условиях заемщики наращивали долговое финансирование, предлагая инвесторам ежемесячные процентные платежи по рекордно высоким уровням процентных ставок. В таких условиях наблюдалось фронтальное ухудшение дисциплины заемщиков.

ОСЛАБЛЕНИЕ ДИСЦИПЛИНЫ ЗАЕМЩИКОВ

На рынке банковского кредитования к 01.12.2025 количество заемщиков среди юридических лиц и индивидуальных

Рисунок 1
Число проблемных заемщиков и их доля ускорили рост в 2025 году

Источник: Банк России, расчеты «Эксперт РА»



предпринимателей с просроченной задолженностью увеличилось на 37 % за год и на 94 % за два года. Доля проблемных заемщиков — на 6 п. п. до 24 % за год, что является рекордом с 2019 года (Рисунок 1).

На рынке облигаций также фиксируется ухудшение ситуации. Количество технических дефолтов / дефолтов за 2025 год существенно превысило их количество за предыдущий год. С учетом ЦФА первичный технический дефолт / дефолт в 2025 году был зафиксирован среди 35 компаний против 11 годом ранее. По истечении срока технических дефолтов в дефолт ушли 10 эмитентов ЦФА, 14 эмитентов облигаций против 4 эмитентов годом ранее.

Все эмитенты облигаций, которые допустили дефолты спустя истечение срока технического дефолта, были в рейтинговых категориях BBB и ниже или же не имели рейтинга вовсе. Событие дефолта в таких категориях эмитентов наиболее ожидаемо, т. к. такие рейтинговые категории демонстрируют более высокую чувствительность финансовой устойчивости к воздействию негативных изменений экономических условий. Все события и причины технического дефолта эмитентов за 2025 год указаны в Таблице 1.

Большинство негативных событий были обусловлены проблемами с задержками оплаты со стороны действующих контрагентов. Это является следствием возрастающего дефицита оборотного капитала у предприятий, поскольку в условиях высоких процентных ставок все стремятся увеличивать отсрочки платежей по собственным обязательствам перед контрагентами, ведь иначе им придется привлекать заемные средства под высокие ставки. В результате контрагенты сталкиваются с риском просрочек во взаиморасчетах с покупателями и продавцами, далее этот эффект домино распространяется на кредитные обязательства, рефинансировать которые становится сложнее для уязвимых заемщиков.

РИСКИ ЭМИТЕНТОВ — 2026

Доходности практически не снижаются вслед за бенчмарками. Помимо спада экономической активности и высоких ставок мы наблюдаем ощутимую деградацию ситуации в части доходностей на вторичном рынке корпоративных облигаций, где уровень доходностей по ценным бумагам в обращении в IV квартале увеличился относительно уровней III квартала. При этом средний уровень премии к ОФЗ за IV квартал резко возрос в сегменте «BBB+» — «B-» в условиях обострившихся кредитных рисков на фоне участившихся случаев дефолтов. Несмотря на то что в IV квартале 2025 года уровень ключевой ставки Банка России находился в диапазоне 16–17 % против 17–20 % в III квартале 2025 года, средние уровни доходностей среди эмитентов категорий «AAA» — «AA», «AA-» — «A-», «BBB+» — «B-» не только не снизились в IV квартале, но и увеличились (Рисунки 2–3). Это может свидетельствовать о том, что растущая рыночная волатильность, расширение кредитных спредов и неопределенность вокруг будущей инфляции после повышения НДС в целом абсорбировали эффект от снижения ключевой ставки ЦБ РФ.

Если говорить о первичном рынке корпоративных облигаций, то там наблюдалась примерно сопоставимая ситуация: ставки купона первичных размещений за IV квартал 2025 года были выше ставок размещения предыдущего квартала. Мы не наблюдали рейтинговой категории, где ситуация была бы иной (Таблица 2).

Стоимость обслуживания долга остается высокой, несмотря на снижение ставки ЦБ РФ. При том что с середины года ставка ЦБ РФ опустилась на 4 п. п., средние ставки

Большинство негативных событий были обусловлены проблемами с задержками оплаты со стороны действующих контрагентов

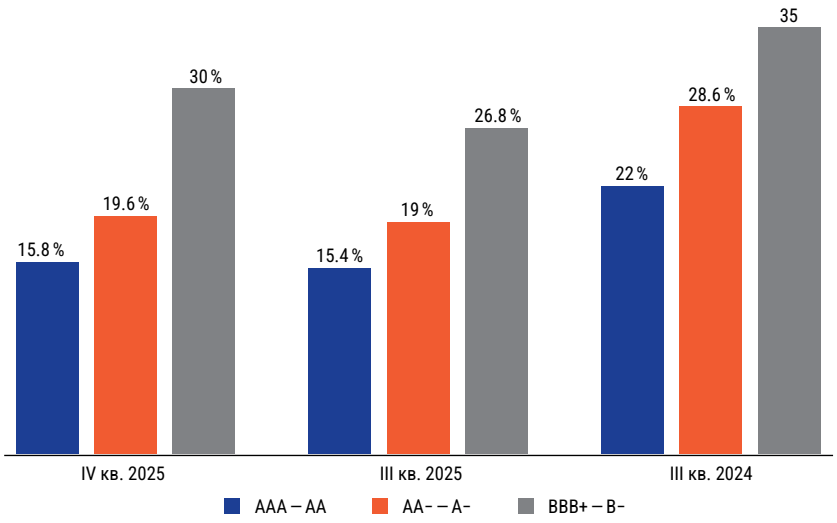
Таблица 1. События первичных технических дефолтов за 2025 год

Источник: Cbonds, Интерфакс

Рейтинговая категория до техдефолта	Эмитент	Перешел в дефолт в 2025 г.?	Причины наступления события
BBB	РегионСпецТранс	Нет	Причина неисполнения обязательств эмитентом была вызвана техническим сбоем в обслуживающем банке. Остатки на счетах компании значительно превышали размер купонного платежа. Подобных прецедентов больше не было, рейтинг был подтвержден на уровне BBB- в октябре 2025 года.
B	Феррони	Да	Обязательство перед владельцами ценных бумаг частично не исполнено по причине отсутствия денежных средств в необходимом количестве для погашения остаточной номинальной стоимости биржевых облигаций.
CCC	Финансовые Системы	Да	С апреля 2025 года ввиду блокировки счетов общество не имеет возможности исполнять обязательства по облигациям.
B	Нэппи Клаб	Нет	Технический сбой в обслуживающем банке. В январе 2026 года повторный технический дефолт на фоне блокировки счетов компании со стороны ФНС России.
AA	Борец Капитал	Нет	В НКО АО НРД поступило постановление судебного пристава-исполнителя, которым установлен запрет на осуществление выплат держателям облигаций доходов, поступающих от эмитента по облигациям. Обязательство исполнено.
BBB	Коммерческая недвижимость ФПК Гарант-Инвест	Да	«Неблагоприятная рыночная конъюнктура, в частности, существенный рост ключевой ставки ЦБ РФ в течение 2024 года».
BB	Строй Система Механизация	Да	Отсутствие денежных средств на счетах.
Без рейтинга	Роснано	Нет	Разработка технического механизма выплаты купонного дохода.
BBB	ЖКХ РС(Я)	Нет	Несвоевременное поступление запланированных доходов от основной деятельности; рейтинг понижен до C.
B	Нафтатранс Плюс	Да	Отсутствие достаточного количества денежных средств на дату исполнения обязательств.
B	ТК Магнум Ойл	Да	Внеплановое и ошибочное, по мнению эмитента, существенное сокращение лимитов банковского финансирования со стороны одного из ключевых банков — партнеров эмитента, что привело к нарушению графика платежей контрагентам и вызвало цепную реакцию и усугубило нарушение платежного календаря компании.
B	Мосрегионлифт	Да	Невозможность исполнения обязательства в связи с недостатком денежных средств.
Без рейтинга, ЦФА	Автосити	Да	«Высокая ключевая ставка и спад на рынке, особенно в сегменте подержанных автомобилей».
B	С-Принт	Да	Отсутствие денежных средств у эмитента на дату исполнения обязательства вызвано задержкой поступления денежных средств от покупателей, наложение ограничений/блокировка р/счетов банком-кредитором.
B	Реаторг	Да	Отсутствие денежных средств у эмитента на дату исполнения обязательства, вызванное несвоевременным поступлением денежных средств от контрагентов.
B	ГазТрансСнаб	Да	Отсутствие денежных средств у эмитента на дату исполнения обязательства вызвано задержкой поступления денежных средств от покупателей.
Без рейтинга, ЦФА	Кравт	Нет	Задержка исполнения обязательств контрагентом.
Без рейтинга, ЦФА	Экодом-С	Да	В связи с неуплатой со стороны текущих контрагентов счетов в сторону Экодом-С.
Без рейтинга, ЦФА	Агрофирма Донецкая Долина	Да	«В связи с кассовым разрывом, возникшим из-за просрочки по платежам со стороны текущих контрагентов, а также из-за ошибочного списания денежных средств со стороны ФССП России».
Без рейтинга, ЦФА	ПК Биллион	Да	В связи с кассовым разрывом, связанным с неоплатой за оказанные работы со стороны действующих контрагентов.
Без рейтинга	УК Доминион	Да	Отсутствие у эмитента достаточного количества денежных средств на дату исполнения обязательств.
BB	Волгоградский завод весоизмерительной техники	Нет	Техническая проблема клиент-банка, обслуживающего счета эмитента.
Без рейтинга, ЦФА	Форте Хоум ГМБХ	Да	Привлечение эмитента и поручителей в череду судебных споров в качестве ответчика и лиц, у которых были арестованы банковские счета и все производственные активы.
Без рейтинга	Пром Гарант	Да	Отсутствие достаточного количества денежных средств на дату исполнения обязательств.
Без рейтинга	СФО Локосервис финанс	Нет	Выявление технической ошибки расчетов (округления минимального размера платежа на одну облигацию), повлиявшей на задержку выплаты процентов (купонного дохода) по облигациям в расчете на одну ценную бумагу эмитента.
B	Глобал Факторинг Нетворк Рус	Да	Недостаточно средств на расчетном счете эмитента в связи с непоступлением денежных средств от контрагентов.
Без рейтинга, ЦФА	КЛК	Да	Блокировка денежных средств на счете в иностранном банке. Невозможность проведения операции.
Без рейтинга, ЦФА	Эксимклуб	Да	Задержка оплат по текущим контрактам.
BB	Бизнес-Лэнд	Нет	Отсутствие денежных средств в полном объеме на счетах.
A	Брусника. Строительство и девелопмент	Нет	Обработка банком эмитента платежа по выплате НКД, который совершен эмитентом в дату исполнения обязательства по выплате накопленного купонного дохода, но денежные средства поступили на счет депозитария на следующий банковский день.
B	Остров Машин	Нет	Денежные средства для выплаты купона по биржевым облигациям направлены эмитентом в банк плательщика 10.11.2025. По техническим причинам платежное поручение было исполнено банком 11.11.2025.
Без рейтинга, ЦФА	Тоннэкс Груп	Да	Отсутствие денежных средств.
Без рейтинга, ЦФА	Наша Лига	Да	Кассовый разрыв в связи с проблемами по оплате от текущих контрагентов.
Без рейтинга, ЦФА	Имиджстрой	Да	Нет данных.
BBB	Монополия	Да	Обязательства перед владельцами биржевых облигаций не исполнены по причине недостаточности оборотных средств на дату выплаты.

Рисунок 2
Агрегированные уровни доходностей вновь приступили к росту в IV квартале 2025 г.

Источник: индексы Cbonds CBI, расчеты «Эксперт РА»

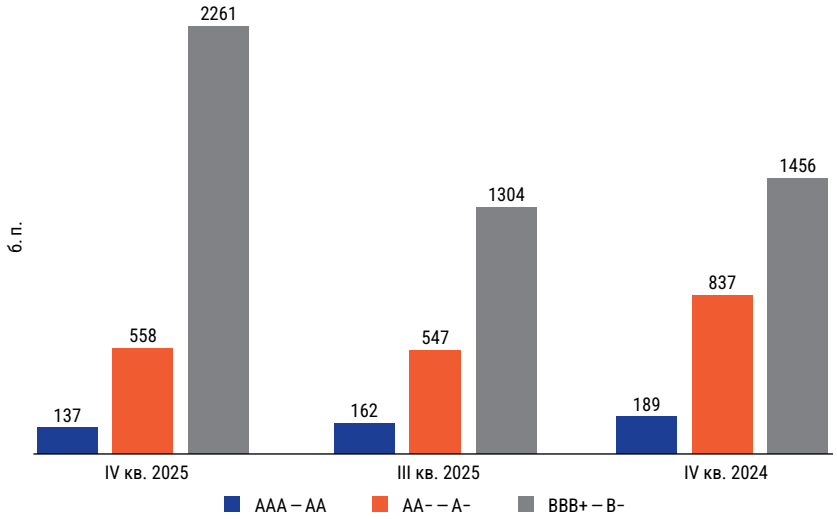


купона бумаг в обращении продолжают оставаться практически неизменными (Рисунок 4). Это означает, что по действующим облигационным займам размер процентного платежа в лучшем случае практически не меняется. Эмитенты встречают 2026 год практически на пике стоимости своего облигационного портфеля. На фоне снижения показателя прибыли по российским предприятиям в целом в течение 2025 года отмечаем сохранение пониженного запаса прочности российских эмитентов в возможностях обслуживания долговой нагрузки по таким ставкам купона.

Необходимость рефинансирования ранее привлеченных займов выступит одним из ключевых факторов, который поддержит первичный рынок облигаций. Однако ожидаемый высокий объем погашений в 2026 году может привести к риску рефинансирования среди уязвимых эмитентов и увеличению количества дефолтов. В 2026 году объем погашений облигаций без учета put-оферт составляет порядка 4.0 трлн руб., что почти в два раза больше, чем фактический объем погашенных выпусков в 2025 году. Тем не менее существенные объемы погашений повышают риск реализации дефолтных событий, при этом наиболее уязвимыми остаются эмитенты из рейтинговой категории «BBB+» — «B–». Длительный период жесткой денежно-кредитной политики, испытывающий эмитентов на прочность, и рост количества дефолтов по итогам 2025 года побуждают инвесторов реинвестировать денежные средства в более надежные

Рисунок 3
Спреды доходностей к ОФЗ сильно расширились в категории «BBB+» – «B-» в IV квартале 2025 г.

Источник: индексы Cbonds CBI, расчеты «Эксперт РА»



Ставка размещения	I кв. 2025	II кв. 2025	III кв. 2025	IV кв. 2025
«AAA» – «AA»	19.59	17.58	15.46	16.99
«AA-» – «A-»	22.90	22.06	18.38	18.40
«BBB+» – «B-»	26.25	26.11	23.11	24.48

Таблица 2
Средние ставки купона рублевых облигаций на первичном рынке

Источник: Cbonds, расчеты «Эксперт РА»

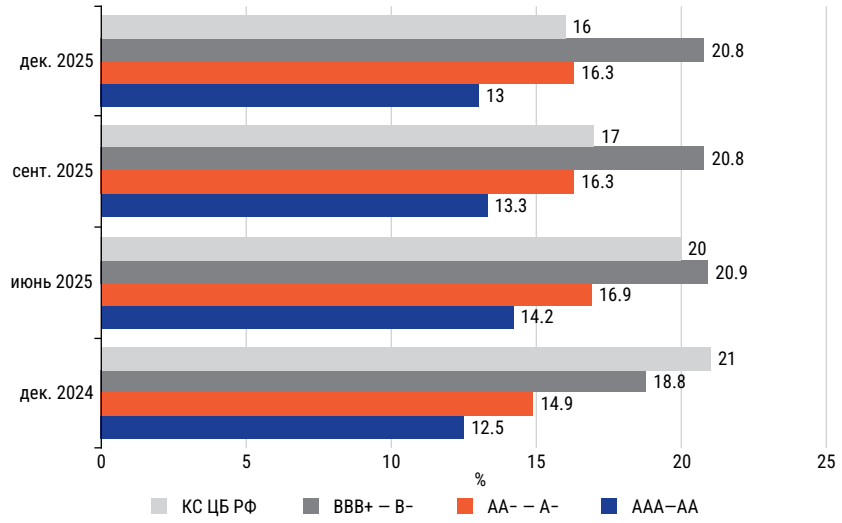


Рисунок 4
Ставки купона бумаг в обращении перестали демонстрировать какую-либо чувствительность к изменению ключа

Источник: Cbonds, расчеты «Эксперт РА»

сегменты. Это приведет к обострению борьбы за ликвидность на первичном рынке, особенно для эмитентов с рейтингом «BBB+» — «B–». Для части эмитентов решением данной проблемы станет предложение повышенной премии при размещении облигаций.

Число эмитентов с рейтингом в категории «BBB+» — «B–» и без рейтинга, которым предстоит погасить облигационные выпуски или пройти put-оферт, в 2026 году вырастет более чем на 33% г/г. Также вероятность реализации риска рефинансирования возрастает в связи с возможным увеличением количества облигаций, предъявляемых к погашению по put-офертам, в первую очередь у эмитентов с ухудшающимся кредитным качеством. Объем put-оферт в 2026 году составляет около 5.5 трлн руб.