Антон НОВОДЕРЕЖКИН / Коммерсантъ

Российский долговой рынок проходит естественный отбор

Российский долговой рынок продолжает расти даже в условиях длительного периода жесткой денежно-кредитной политики. Вместе с увеличением объемов заимствований меняется и сам рынок: на него выходят новые эмитенты, растет активность частных инвесторов, развиваются ЦФА и секьюритизация. Одновременно кредитный анализ становится сложнее, а высокая стоимость обслуживания долга и ошибки в оценке рисков испытывают заемщиков на прочность.

О том, как меняется кредитное качество российских компаний, какие риски сегодня недооценивают инвесторы, стоит ли опасаться роста числа дефолтов и что будет определять развитие долгового рынка в ближайшие годы, читайте в интервью Cbonds Review с генеральным директором рейтингового агентства «Эксперт РА» Мариной Чекуровой.

— Рынок корпоративного долга заметно вырос за последние годы. Насколько, на ваш взгляд, изменилось при этом качество самого рынка — эмитентов, инвесторов и их подхода к оценке кредитного риска? Где вы видите главный качественный сдвиг?

— С начала 2023 года объем рынка корпоративных облигаций вырос с 16.7 трлн рублей до 30.6 трлн рублей по состоянию на 31 июля 2026 года, или на 83 %. Рынок демонстрировал высокую динамику роста за счет конкурентоспособных условий по стоимости фондирования относительно

банковских кредитов, широкой диверсификации инвесторской базы, развития популярности инвестиций в облигации среди частных инвесторов и закрытия международных рынков капитала для российских компаний, что способствовало наращиванию ими заимствований на российском долговом рынке.

Динамика кредитного качества эмитентов в последние годы была и остается неоднородной. Зрелые заемщики последовательно усиливают свои кредитные профили — накопленные компетенции команд и опыт управления долгом им это позволяют. Крупные эмитенты заинтересованы в снижении стоимости заимствований, поэтому целенаправленно работают над повышением прозрачности и качества раскрытия информации.

Вместе с тем на рынок вышло значительное число эмитентов из сегмента высокодоходных облигаций (ВДО), зачастую не располагающих ни рыночным опытом, ни кадровыми ресурсами для управления своим долгом. В результате формируется новый кластер кредитного риска. Как правило, речь идет о компаниях с низким кредитным рейтингом, чьи бумаги привлекают инвесторов повышенной доходностью.

У инвесторов — физических лиц наблюдается быстрый рост аппетита к риску, при этом не все из них могут оценить допустимый уровень этого риска...

Спрос на такие инструменты поддерживается в первую очередь за счет розницы. У инвесторов — физических лиц наблюдается быстрый рост аппетита к риску, при этом не все из них могут оценить допустимый уровень этого риска. Зачастую инвестиционные решения принимаются на уровне эмоций. Когда на рынке встречаются недостаточный уровень профессионализма и самокритичности со стороны эмитента (бывает, что мы видим это на рейтинговых интервью) и отсутствие знаний со стороны инвестора, с большой долей вероятности возможны проблемы.

При этом шансы на то, что эмитенты-новички научатся работать с публичным долгом, наработают экспертизу, поймут, как управлять процессами, достаточно высоки. Первый опыт привлечения финансирования за счет выпуска облигаций чаще всего бывает для компаний стрессовым. Однако со временем приходит понимание механики рынка, и инструмент публичного долга становится привычным и удобным. Хотя, возможно, и не для всех — это вопрос «естественного отбора», что является нормой.

Существенную помощь могут оказать (и оказывают) общественные объединения, ассоциации и другие формы самоорганизации на рынке. Эти структуры добровольно берут на себя в том числе и образовательную функцию, обучая как начинающих эмитентов, так и индивидуальных инвесторов в высокодоходном сегменте цивилизованному взаимодействию друг с другом. Таким путем рынок социализируется.

— Что сегодня чаще становится причиной ухудшения кредитного качества компании — высокая долговая нагрузка сама по себе или ошибки в управлении ликвидностью и сроками погашения долга? Изменился ли характер этих рисков за последние несколько лет?

— Основной причиной ухудшения кредитного качества компаний является высокая долговая нагрузка в сочетании с неправильной оценкой рисков, связанных с ошибочными прогнозами по скорости смягчения ДКП. В начале 2026 года у бизнеса были ожидания быстрого снижения ставок. Но этого не произошло. Ключевая ставка снижается более медленными темпами, поэтому высокая стоимость обслуживания долга сохраняется на более длительный срок, чем закладывали в части компаний. Некоторые из этих эмитентов оказались к такому не готовы. По сути, реализовались риски, которые можно было бы минимизировать, более консервативно оценив макропоказатели. К сожалению, не всем хватило опыта.

Значимым показателем кредитного качества остаются риски корпоративного управления. Если процесс принятия решений в компании непрозрачен, то это увеличивает стоимость долга, ухудшает условия привлечения финансирования. Некоторые эмитенты в своем стремлении максимально закрыть всё происходящее внутри компании от «посторонних глаз», которое оправдывают в том числе санкционным давлением, это недооценивают.

— На рынке становится больше эмитентов второго и третьего эшелонов. Какие риски сегодня чаще всего недооценивают инвесторы, глядя прежде всего на высокую доходность и кредитный рейтинг? И какие показатели вы бы советовали анализировать дополнительно?

— Кредитный рейтинг — необходимый ориентир для инвестора в ВДО. Рейтинговые агентства придерживаются консервативного подхода к оценке эмитентов второго и третьего эшелонов. Базовая закономерность долгового рынка, крайне редко опровергаемая практикой, состоит в прямой корреляции между низким кредитным рейтингом и высоким уровнем риска. Согласно статистике, чаще всего дефолты происходят в рейтинговых категориях BB+ и ниже.

Существенным источником дополнительной информации служат рейтинговые пресс-релизы. Присвоенная буквенная оценка — A, AA, BBB и т. д. — фиксирует итоговый вывод агентства, но не раскрывает обоснование. Детализация содержится именно в пресс-релизе: ключевые параметры оценки, уровень долговой нагрузки, конкурентная позиция эмитента, состояние отрасли, качество корпоративного управления и прочие факторы, которые невозможно выразить в рамках одного только рейтингового числа. Игнорирование этого источника лишает инвестора значительной части информации, необходимой для принятия решения.

Но даже при условии, что всё это внимательно изучено и проанализировано, начинающему частному инвестору лучше избегать приобретения облигаций на первичном рынке. Стоит посмотреть, как ведет себя тот или иной долг в течение некоторого времени, — динамику доходности, уровень ликвидности.

— Рынок привык воспринимать рейтинг как достаточно стабильную характеристику эмитента. Но насколько быстро сегодня вообще может измениться кредитное качество компании? Стал ли горизонт, на котором можно оценивать заемщика, короче?

— Базовый цикл рейтингового мониторинга составляет полгода. На этот горизонт инвестору можно ориентироваться. Вместе с тем значимые корпоративные события могут происходить внутри этого периода, и агентство всегда реагирует на них оперативно: следует то или иное рейтинговое действие, например, постановка рейтинга под наблюдение или смена прогноза. Фактическое повышение или понижение рейтинга обычно следует с временным лагом. Это обусловлено внутренним регламентом агентств: аналитикам требуются время на взаимодействие с менеджментом эмитента, сбор дополнительной информации, анализ промежуточной финансовой отчетности.

— Мы видим всё больше компаний, которые используют сразу несколько инструментов привлечения — облигации, банковское кредитование, ЦФА. Как эта диверсификация меняет кредитный анализ? Возникают ли новые риски, которые раньше были менее заметны рейтинговым агентствам и инвесторам?

— При оценке общей кредитоспособности эмитента рейтинговые агентства рассматривают все виды долговых обязательств консолидированно. Однако анализ отдельных инструментов требует учета их специфики.

Например, если речь идет только о публичном долге — облигациях или ЦФА, — то здесь всегда есть риск ликвидности на стороне инвестора. Если мы говорим о ЦФА в чистом виде, то существуют риски, связанные с отсутствием регулирования, требований по глубокому раскрытию информации, наличию кредитных рейтингов, судебной практики в спорных вопросах и ситуациях дефолта и т. д. То есть риски рынка, еще не достигшего зрелости.

Банковский долг, напротив, понятен, прозрачен и обладает более высокой структурной защищенностью за счет системы ковенантов.

— Где проходят границы между нормальным ростом числа дефолтов и системным ухудшением кредитного качества?

— Более низкая ключевая ставка позволила бы эмитентам поддерживать кредитное качество на высоком уровне, однако массового ухода компаний с рынка публичного долга всё же не происходит. Напротив, сегмент продолжает расширяться, что подтверждает востребованность облигаций как инструмента финансирования даже в условиях длительной жесткой ДКП. В связи с этим текущий рост уровня дефолтности оценивается нами как закономерный процесс, пока не свидетельствующий о системном ухудшении кредитного качества эмитентов.

— Если посмотреть на российский долговой рынок на горизонте трех — пяти лет, какие изменения вы считаете наиболее вероятными: дальнейший рост числа эмитентов, увеличение доли розничных инвесторов, развитие новых долговых инструментов? Ожидаете ли вы изменения роли кредитных рейтингов?

— Мы ожидаем дальнейшего роста числа эмитентов облигаций. Эти ожидания основаны на явном присутствии тенденции к росту рынка даже в нынешних непростых условиях. При благоприятной конъюнктуре темпы расширения пула участников рынка будут увеличиваться.

Высокий потенциал роста сохраняется и у сегмента ЦФА, однако траектория его развития во многом будет определена параметрами регулирования

База розничных инвесторов также будет расти. Однако структура их вложений не будет статичной, она всегда стремится адаптироваться к макроэкономическим факторам. В частности, цикл снижения ключевой ставки может сместить предпочтения частных инвесторов от банковских депозитов в пользу акций. Распределение капитала между классами активов остается производной от текущей рыночной конъюнктуры.

Для институциональных инвесторов ключевым направлением станет секьюритизация. Данный сегмент долгового рынка демонстрирует высокие темпы роста, в роли эмитентов выступают уже все крупнейшие рыночные игроки. Мы также ожидаем значительного расширения перечня базовых активов, поскольку секьюритизации подлежат практически любые регулярные денежные потоки. Есть все предпосылки к тому, чтобы этот инструмент стал одним из основных драйверов долгового рынка.

Высокий потенциал роста сохраняется и у сегмента ЦФА, однако траектория его развития во многом будет определена параметрами регулирования. Унификация требований с классическим облигационным рынком может нивелировать преимущества ЦФА, сведя их исключительно к скорости размещения. Реальную востребованность инструмента покажет только практика его использования в новых регуляторных рамках.

Значимость кредитных рейтингов, безусловно, будет возрастать, в первую очередь в сегменте секьюритизации. Сложная структура таких выпусков объективно требует высокопрофессиональной оценки кредитного риска. Мы ожидаем, что в ближайшей перспективе наличие кредитного рейтинга для инструментов секьюритизации станет обязательным нормативным требованием.