

Распределение активов
/ ASSET ALLOCATION
2026

Исследуем высокие орбиты доходности в корпоративном долге





- 1,6 млн человек совершили хотя бы одну сделку с облигациями на бирже в 2025 году, что является историческим максимумом
- Каждый четвертый частный инвестор покупал облигации на этапе размещения
- Общий объем операций физлиц с облигациями вырос на 46,2% по сравнению с 2024 годом и достиг 4,7 трлн рублей

2025 год для рынка корпоративных облигаций — это как ресторан, в котором одновременно: VIP-зал переполнен, очередь на вход рекордная, а на кухне случился небольшой пожар. Крупные компании размещали облигации на исторически рекордные 9+ трлн рублей — на 71% больше, чем годом ранее.

Что произошло	Цифра	По сравнению с 2024	Что это значит
Объём размещений	9+ трлн руб.	+71%	Исторический рекорд
Объём рынка	~35 трлн руб.	+22%	Рынок уверенно растёт
Ключевая ставка (декабрь)	16%	Снижена с 21%	Цикл смягчения начался
Дефолты — объём	58 млрд руб.	В 3 раза больше	Весь стресс — в ВДО
Частные инвесторы	+1,7 трлн руб.	В 2,5 раза больше	Деньги пошли с депозитов

Хронология цикла ставки

С октября 2024-го Банк России зафиксировал ключевую ставку на уровне 21% — исторический максимум — и продержал её там четыре заседания подряд. Официальная причина: высокая инфляция, перегрев кредитования, бюджетные риски. Неофициальная реакция рынка: «Ну и когда это всё закончится?»

Дата заседания	Ключевая ставка	Изменение	Рыночная реакция
28 октября 2024	21,0%	+200 б.п.	Шок на рынке ОФЗ, рост G-спредов
Фев-Апр 2025 (удержание)	21,0%	0	Стагнация первичного рынка ВДО
Июнь 2025	20,0%	-100 б.п.	Старт цикла смягчения; неоднородная реакция
Июль-Сентябрь 2025	18-17,0%	-300 б.п.	Ускорение смягчения; риторика осторожная
Декабрь 2025	16,0%	-100 б.п.	Ожидания 12% к концу 2026 укрепились

Структура размещений по эшелонам

Сегмент / Эшелон	Доля 2025	Доля 2024	Ключевые драйверы
Реальный сектор (ruAAA–ruAA)	~64%	~52%	Замещение банковского кредита
Финансовый сектор (банки)	~22%	~32%	Снижение активности на фоне высоких нормативов
Институты развития	~14%	~16%	Стабильный спрос
ВДО (ruBBB и ниже)	~3%	~5%	Сжатие из-за высоких ставок и дефолтов

Совокупный объём первичных размещений корпоративных облигаций в 2025 году достиг 9+ трлн рублей, превысив результат 2024 года на 71%. Это исторический рекорд. Однако структура размещений претерпела качественные изменения: рынок сдвинулся в пользу высококачественных эмитентов.

Структура размещений по эшелонам

Один из важнейших структурных трендов 2025 года — **массовый выход компаний реального сектора (первый и второй эшелон) на облигационный рынок как на альтернативу банковскому кредиту**. При ключевой ставке 21% ставки по корпоративным кредитам фактически не изменились, а льготное кредитование сократилось. Облигационный рынок предложил более предсказуемые условия фиксации долга с длинными сроками обращения.

Число эмитентов-дебютантов выросло с 171 до 212, из которых 96 компаний — с рейтингами ruBBB+—ruB-. Однако основной объём привлечения обеспечили именно высококачественные эмитенты, вышедшие с выпусками по 10–50 млрд рублей каждый

Структура инструментов: флоатеры vs. фикс

На протяжении первой половины 2025 года (при сохранении КС 21%) доминировали флоатеры — облигации с купоном, привязанным к ключевой ставке или RUONIA. По мере формирования консенсуса о снижении ставки инвесторы начали активно искать возможности зафиксировать высокие доходности: доля выпусков с постоянным купоном стала расти во второй половине года.

- Флоатеры: привлекательны при сохранении неопределённости по КС; эмитенты во втором полугодии вынуждены предоставлять существенную премию к рынку — до 350 б.п. и выше.
- Фиксированный купон: стал основным инструментом для эмитентов первого эшелона. По оценкам SberCIB, в 2026 году облигации с постоянным купоном обеспечат более высокую полную доходность, чем флоатеры.
- Замещающие облигации: нишевый, но стратегически значимый инструмент. Обладают потенциалом переоценки при ослаблении рубля в 2026 году.

Дефолтный цикл 2025: карта рисков



2025 год стал переломным с точки зрения кредитного качества. Объём неисполненных обязательств российских эмитентов достиг 58 млрд рублей — рост в 3 раза по сравнению с 2024 годом.

Количество дефолтов — 23–24 компании (против 10 в 2024 году). Критически важно: все дефолты сосредоточены в сегменте ВДО (рейтинги ВВВ и ниже, либо без рейтинга). Ни одна компания с рейтингом А- и выше дефолта не допустила.

Дефолтный цикл 2025: карта рисков

Эмитент	Объём (млрд руб.)	Рейтинг до дефолта	Причина
ФПК Гарант-Инвест	~15,0	BBB	Отзыв лицензии банка-якоря, кассовый разрыв
АО УК Доминион	~10,0	BBB-	Агрессивная долговая политика
АО Монополия	~6,5–7,1	BB+	Кассовые разрывы при ежемесячных купонах
Феррони	~0,15	B+	Пожар на производстве + долговая нагрузка
AzurDrive, Кузина и др.	< 0,5 каждый	B-BB	Кассовые разрывы, зависимость от 1 клиента

G-спреды как опережающий индикатор

АКРА провело ретроспективный анализ G-спредов дефолтировавших эмитентов за 6 месяцев до события. В большинстве случаев рынок корректно оценивал кредитный риск через G-спред — уровни соответствовали рейтинговым категориям.

Исключение составил Гарант-Инвест: рынок оценивал его как категорию А при действовавшем рейтинге ВВВ.



G-спреды как опережающий индикатор

В отличие от кейса «Гарант-Инвест» (где рынок слепо верил в А-качество при реальном рейтинге BBB), в случае с «Монополией»:

- ✓ Рынок видел риски задолго до дефолта — G-спред начал расширяться с сентября 2025 года, достигнув уровней 900+ б.п. еще до официального технического дефолта .
- ✓ Рейтинг запаздывал — АКРА сохраняло рейтинг BBB даже при наличии очевидных проблем с ликвидностью, отрицательном оборотном капитале и провале планов по привлечению инвестиций .
- ✓ Сработал принцип «доверяй рынку, а не букве» — инвесторы, ориентировавшиеся на расширение G-спреда (а не на формальный рейтинг), могли выйти из бумаг до катастрофы

G-спреды как опережающий индикатор



Ключевой момент: до дефолта «Монополии» (4 декабря) облигации «Уральской стали» торговались относительно спокойно. Именно дефолт эмитента с рейтингом ВВВ стал спусковым крючком :

- **5–9 декабря 2025:** Резкое проседание котировок, доходности взлетают до 34-35% годовых
- **Рынок начал переоценивать риски** всех эмитентов со схожими характеристиками
- Инвесторы осознали: если дефолтнулась компания с рейтингом ВВВ, то и А-эмитенты с плохими метриками — в зоне риска

G-спреды как опережающий индикатор

На протяжении 2025 года кредитные спреды корпоративных облигаций к ОФЗ (G-спреды) демонстрировали неоднородную динамику. Общая тенденция — сужение на 200–400 б.п. в эффекте высокой базы декабря 2024 года, когда рынок закладывал ставку 23–25%.

Рейтинговая группа	G-спред нач. 2025	G-спред кон. 2025	Изменение	Комментарий
AAA	80–120 б.п.	50–80 б.п.	-30–40 б.п.	Сужение на фоне притока ликвидности
AA	150–200 б.п.	100–150 б.п.	-50 б.п.	Устойчивый спрос со стороны банков
A	300–400 б.п.	220–300 б.п.	-80–100 б.п.	Скачок в нояб. +67 б.п. из-за дефолтов
BBB	500–700 б.п.	400–550 б.п.	-150 б.п.	Расширение в IV кв. на волне дефолтов
BB–B (ВДО)	800–1200 б.п.	1000–1200+ б.п.	Волатильно	Сужение 944 б.п. в нояб. — локальный эффект

Феномен «нового ВДО»

Высокая ключевая ставка создала парадоксальную ситуацию: высококачественные корпоративные облигации первого эшелона (ruAAA–ruA) обеспечивают доходность 19–22%, то есть де-факто превратились в «высокодоходные» по международным меркам. Классические ВДО с рейтингами В–ВВ вынуждены конкурировать с этими инструментами при доходностях 25–30%+ — при существенно более высоком риске.

Это создало структурную проблему для сегмента ВДО: пул розничных инвесторов, традиционно являвшихся основным покупателем ВДО, получил доступ к сопоставимым доходностям прикратно меньшем кредитном риске. Ликвидность рынка ВДО сократилась, что затруднило рефинансирование для слабых эмитентов.

**А теперь поговорим с эмитентом
ИЭК Холдинг**



Сценарный анализ

Базовый сценарий (вероятность ~55%)

Ключевая ставка снижается до 12–13% к концу 2026 года по траектории: Q1 — 16%, Q2 — 14%, Q3 — 13%, Q4 — 12%. Инфляция замедляется до 5–7%. ВВП растёт на 1,5–2,5% г/г.

Параметр	Что ожидаем	Что делать инвестору
Первичный рынок	Рост до 10–12 трлн руб.	Эмитенты 1–2 эшелона наращивают фикс-купон
Кредитные спреды AAA–A	Сужение на 50–120 б.п.	Рост тела облигаций; основная альфа рынка
Кредитные спреды BBB–BB	Волатильно; риск расширения	Точечные истории; дефолты продолжаются
Дефолты (число)	25–35 эмитентов	Пик дефолтов в I–II кв. 2026
Приток частных инвесторов	Продолжение; >2 трлн руб.	Поддержка ликвидности рынка
Замещающие облигации	Рост интереса при ослаблении рубля	Инструмент хеджирования в портфелях

Сценарный анализ

Оптимистичный сценарий (вероятность ~25%)

Геополитика улучшается в первом полугодии. ЦБ снижает ставку агрессивнее — до 10–11% к декабрю. Инфляция опускается ниже 5%. Кредитные спреды сужаются по всей кривой.

- Длинные ОФЗ (26238, 26230) дают 30–35% полной доходности за год — фантастика, но математически вполне реально.
- Качественные ВДО с рейтингом ruBBB+–ruA- и доходностями 22–25% дают существенный рост тела.
- Число дефолтов остаётся на уровне 2025 года или снижается — рефинансирование становится доступнее.

Сценарный анализ

Стрессовый сценарий (вероятность ~20%)

Инфляция ускоряется в H1 2026 из-за повышения НДС и бюджетных расходов. ЦБ вынужден удерживать ставку на уровне 16–17% до осени 2026. Рефинансирование для ВДО-эмитентов остаётся заградительным.

- Число дефолтов может достичь 40–50 эмитентов в 2026 году.
- Системный стресс в строительстве и девелопменте — риск появления крупных дефолтов (>30 млрд руб.).
- Кредитные спреды BBB–BB расширяются на 200–400 б.п. от текущих уровней.
- Новый норматив ликвидности НКЛ частично компенсирует негатив для банковского спроса.

Позиционирование портфеля на 2026 год выложу у себя в соц сетях. Подписывайтесь

Инвестиционный советник в реестре ЦБ РФ Майя Кузнецова



Канал в МАХ



Канал в ВК

