АКРА

28 ЯНВАРЯ 2025

АНАЛИТИЧЕСКИЙ КОММЕНТАРИЙ

РОМАН ХРИПУНОВ

Старший аналитик, группа корпоративных рейтингов

+7 (495) 139 04 80, доб. 171
roman.khripunov@acra-ratings.ru

ЕВГЕНИЙ ЗЕЛЕНСКИЙ

Эксперт, группа корпоративных рейтингов

+7 (495) 139 04 80, доб. 149
evgeniy.zelensky@acra-ratings.ru

ДЕНИС КРАСНОВСКИЙ

Заместитель директора, группа корпоративных рейтингов

+7 (495) 139 04 80, доб. 188
denis.krasnovskiy@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

СВЕТЛАНА ПАНИЧЕВА

Руководитель службы внешних коммуникаций

+7 (495) 139 04 80, доб. 169
svetlana.panicheva@acra-ratings.ru

ДОЛГОВОЙ РЫНОК | РОССИЯ

БЮЛЛЕТЕНЬ ДОЛГОВОГО РЫНКА

Выпуск VI: итоги 2024 года

АКРА представляет шестой выпуск бюллетеня долгового рынка, который описывает текущее состояние и тренды рынка облигаций и госдолга Российской Федерации.

- По состоянию на 31.12.2024 совокупный объем российского рынка облигаций по непогашенному номиналу составил 53,1 трлн руб., что на 19,2% превышает показатель на конец 2023 года. Основным драйвером роста стал сегмент корпоративных облигаций, который за год прибавил 24%. АКРА ожидает, что в 2025 году активность эмитентов корпоративных облигаций останется примерно на текущем уровне в условиях сохранения жесткой денежно-кредитной политики Банка России и увеличения перетока ликвидности на рынок государственных облигаций.
- К концу 2024 года доходности государственных и корпоративных облигаций заметно выросли и достигли рекордных значений с марта 2022-го на фоне ужесточения Банком России денежно-кредитной политики с учетом повышенного инфляционного давления. АКРА также отмечает существенное увеличение спредов между доходностями облигаций эмитентов разных эшелонов.
- По итогам 2024 года доходности государственных облигаций значительно выросли на всех участках кривой ОФЗ, при этом к концу года заметно усилилась инверсия кривой ввиду опережающего роста доходностей краткосрочных облигаций при снижении доходностей долгосрочных. В целом динамика доходностей гособлигаций может свидетельствовать о том, что участники рынка преимущественно не ожидают дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики в среднесрочной перспективе.

ACRA-RATINGS.RU

- Российский рынок цифровых финансовых активов (ЦФА) по итогам прошлого года превысил 150 млрд руб., продемонстрировав более чем четырехкратный рост. По мнению АКРА, инструменты ЦФА имеют большой потенциал развития, принимая во внимание особенности гибридных ЦФА и перспективы использования данных инструментов в международных расчетах.
- С начала 2024 года отмечался рост неисполненных обязательств по облигационным займам, однако уровень дефолтности остается низким (менее 0,1% от совокупного объема по непогашенному номиналу), что говорит об ограниченном влиянии роста процентных ставок на финансовую устойчивость эмитентов в прошлом году. АКРА ожидает некоторый рост количества дефолтов на рынке корпоративных облигаций в 2025 году, принимая во внимание жесткую денежно-кредитную политику Банка России. Однако, учитывая адаптацию эмитентов к высоким процентным ставкам на фоне общего увеличения денежной массы, Агентство считает маловероятным, что рост числа дефолтов будет существенным в масштабах всего рынка корпоративного долга.

Текущее состояние долгового рынка

По итогам 2024 года совокупный объем российского рынка облигаций в номинальном выражении составил около 55 трлн руб. По непогашенному номиналу его объем на 31.12.2024 оценивался в 53,1 трлн руб., что на 19,2% превышает объем рынка на конец 2023 года. Основным драйвером роста стал сегмент корпоративных облигаций, выросший на 5,7 трлн руб. (+24% в годовом сопоставлении). Всего в корпоративном сегменте в 2024 году были размещены новые облигационные выпуски на общую сумму около 8,9 трлн руб., что на 19% выше показателя за предыдущий год и является рекордным значением.

В рублевом сегменте госдолга основной прирост пришелся на облигации федерального займа. Минфин России в 2024 году выпустил новые облигации на сумму около 4,3 трлн руб., при этом около половины (2,1 трлн руб.) от всех размещений за год пришлось на декабрь. На протяжении прошлого года Минфин испытывал трудности с размещением новых облигационных займов ввиду неблагоприятной ценовой конъюнктуры на рынке ОФЗ (участники рынка не были готовы покупать новые долговые обязательства финансового ведомства без дополнительной премии). В частности, во втором и в третьем кварталах было размещено порядка половины планового объема новых ОФЗ. На первый квартал текущего года плановый объем размещения ОФЗ составляет 1 трлн руб.

В 2024 году в сегменте корпоративных облигаций наиболее активно наращивали долг нефинансовые компании (см. *табл. 1*), которые увеличили совокупный объем заимствований (по непогашенному номиналу) на 3,1 трлн руб., или на 20% к показателю за предыдущий год. Кроме того, за последние 12 месяцев в относительном выражении существенно увеличились объемы долга по облигационным займам институтов развития и государственных агентств (+28%), а также прочих финансовых организаций (+51%).

Таблица 1. Структура облигационного рынка (по непогашенному номиналу), млрд руб.

Тип заемщика	01.01.2024	01.01.2025	Динамика
Государственный долг			
Федеральное правительство [1]	20 112	23 086	▲ 14,8%
Субъекты и муниципалитеты	548	403	▼ 26,5%
Итого, государственный долг	20 660	23 489	▲ 13,7%
Рынок корпоративных облигаций			
Кредитные организации	3 053	3 460	▲ 13,3%
Институты развития и государственные агентства [2]	2 792	3 584	▲ 28,4%
Прочие финансовые организации [3]	2 792	4 212	▲ 50,9%
Нефинансовые компании	15 210	18 316	▲ 20,4%
Итого, без государственного долга	**23 848**	**29 573**	▲ 24,0%
Итого	**44 508**	**53 062**	▲ 19,2%

[1] Включая ОФЗ-ПК, ОФЗ-ПД, ОФЗ-ИН, ОФЗ-АД, ОФЗ-н, ГСО-ППС, ГСО-ФПС, без учета еврооблигаций.
[2] Включая государственную корпорацию развития «ВЭБ.РФ» и АО «ДОМ.РФ».
[3] Включая лизинговые компании, ипотечных агентов, специализированные финансовые общества.

Источник: Минфин России, Cbonds, расчеты АКРА

Агентство отмечает, что даже в условиях жесткой денежно-кредитной политики темпы прироста совокупного корпоративного долга по непогашенному номиналу за 2024 год замедлились незначительно по сравнению с предыдущим годом (+24% против роста на 25% в 2023 году). Однако, принимая во внимание значительные объемы плановых погашений в текущем году (на сумму более 3,5 трлн руб.) при сохранении жесткой денежно-кредитной политики, АКРА ожидает дальнейшее замедление роста российского рынка корпоративных облигаций.

Совокупный объем размещения новых выпусков корпоративных облигаций за 2024 год составил около 8,9 трлн руб., при этом более трети эмиссий (35%) пришлось на финансовые организации, преимущественно представленные банками и ипотечными агентами. Высокая активность по размещениям также была у компаний нефтегазовой отрасли, институтов развития и государственных агентств (см. *рис. 1*).

Рисунок 1. Отраслевое распределение новых эмитентов в 2024 году

Источник: Cbonds, расчеты АКРА

По состоянию на 31.12.2024 основной объем корпоративных облигаций в обращении (16,3 трлн руб., или около 55% рынка) по-прежнему приходился на долговые обязательства эмитентов первого эшелона: 55 компаний с наивысшим кредитным рейтингом на уровне AAA по национальной шкале для Российской Федерации. Годом ранее доля эмитентов первого эшелона составляла около 52%. Облигации эмитентов второго эшелона (компании с рейтингами от AA+ до A-) на конец 2024 года занимали 22% рынка, а облигации эмитентов высокорискового сегмента (с рейтингами BBB+ и ниже) — менее 3%. Доля эмитентов, не имеющих кредитных рейтингов, составила около 20% объема рынка корпоративных облигаций. При этом на облигации ипотечных агентов (которые не имеют кредитных рейтингов) приходилось 6% рынка, а доля прочих компаний без кредитных рейтингов находилась на уровне 14%.

Число эмитентов, отнесенных к первому эшелону, составляло всего около 8% от общего числа эмитентов корпоративных облигаций, эмитентов второго эшелона — 21%. При этом совокупная доля эмитентов третьего эшелона и прочих эмитентов без кредитных рейтингов (без учета ипотечных агентов) была равна почти 70% от всех корпоративных заемщиков (при общей рыночной доле долга менее 17%), что свидетельствует о существенно более скромных объемах выпусков со стороны данных участников рынка. Структура корпоративного долгового рынка в разрезе уровней кредитных рисков по состоянию на конец 2024 года представлена на *рис. 2–3*.

Рисунок 2. Объем облигаций в обращении в разрезе эшелонов [4], трлн руб.

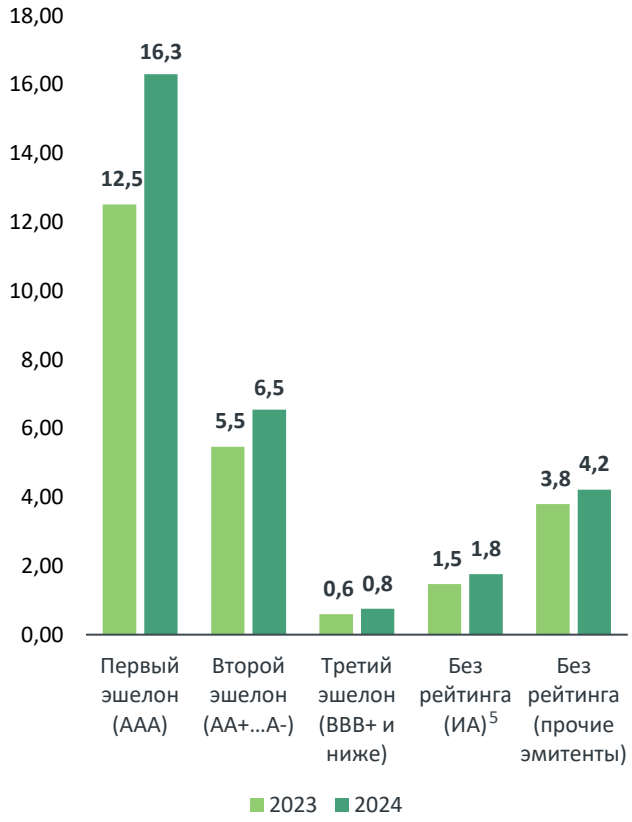
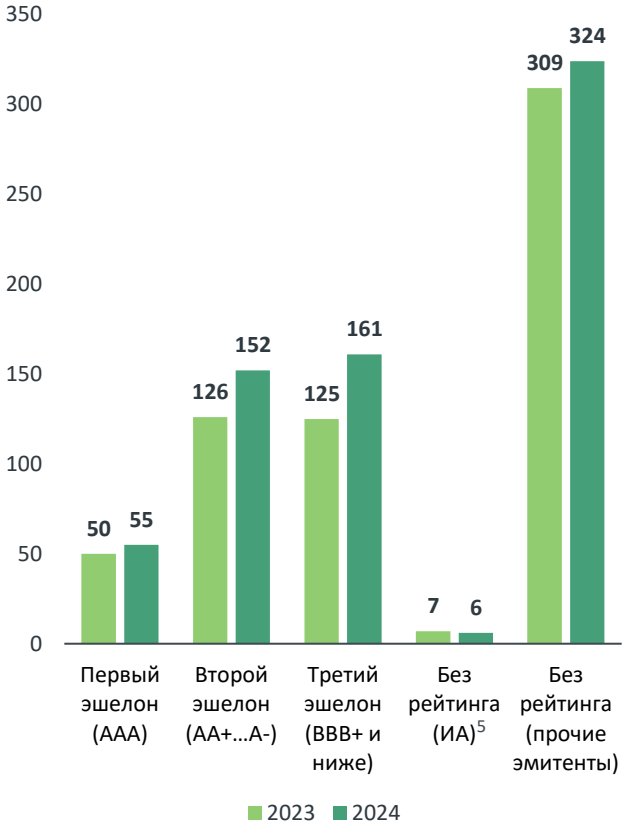


Рисунок 3. Количество эмитентов по эшелонам [4]



[4] Учитывался кредитный рейтинг, присвоенный одним из четырех кредитных рейтинговых агентств, внесенных в реестр Банка России.

[5] Ипотечные агенты без кредитных рейтингов.

Источник: Cbonds, расчеты АКРА

Несмотря на продолжающееся повышение ставок заимствования, вызванное в том числе ростом ключевой ставки Банка России, активность заемщиков в 2024 году выросла по сравнению с 2023 годом по всем группам риска, за исключением эмитентов без кредитных рейтингов, где активность снизилась (см. *рис. 4*). При этом суммарный объем новых выпусков корпоративных облигаций по итогам 2024-го на 19% превысил показатель предыдущего года. Наиболее активно наращивали объемы облигационных займов эмитенты первого (+35%) и третьего (+33%) эшелонов, тогда как у эмитентов второго эшелона прирост составил только 16%. Разница в стоимости размещения между компаниями, имеющими наивысший кредитный рейтинг (AAA), и компаниями с рейтингом на уровне AA практически отсутствовала (см. *рис. 5*). При этом более высокие ставки заимствования по размещениям, осуществленным компаниями с рейтингами AA–AAA, по сравнению с компаниями, имеющими рейтинг A (*см. рис. 5)*, в основном обусловлены периодом размещения выпусков. У компаний с рейтингом на уровне A примерно половина объема размещений 2024 года пришлась на первое полугодие, когда ключевая ставка Банка России еще не начала расти, тогда как компании с рейтингами AA–AAA разместили в первой половине 2024 года лишь 32% от совокупного годового объема. Основной объем их размещений пришелся на период активного роста ключевой ставки в 2024 году, что отразилось на стоимости заимствований. Отметим также, что показанное на *рис. 5* ценовое преимущество компаний, имеющих кредитный рейтинг A, перед компаниями с рейтингами AA–AAA связано с тем, что у эмитентов более высоких рейтинговых категорий значительная доля новых выпусков приходилась на облигации с плавающим купоном, в то время как эмитенты с рейтингом A на трехлетний период предпочитали размещаться по более низким фиксированным ставкам.

Рисунок 4. Объемы новых размещений в 2023 и 2024 годах в разрезе эшелонов, трлн руб.

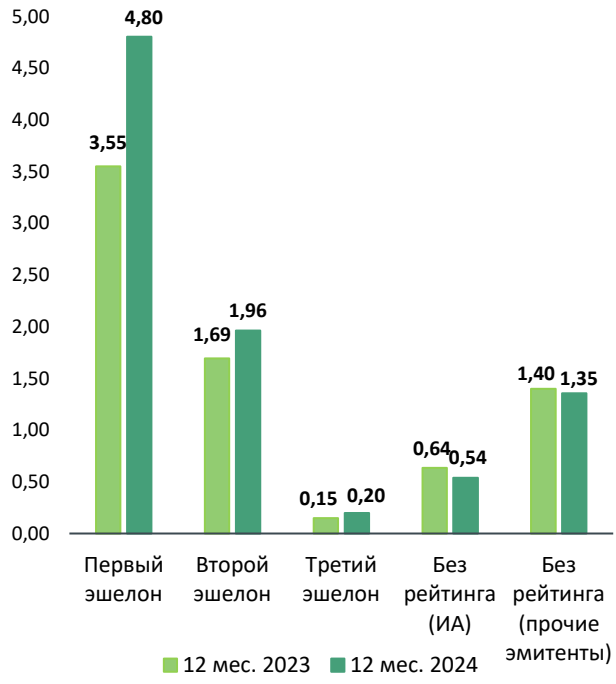


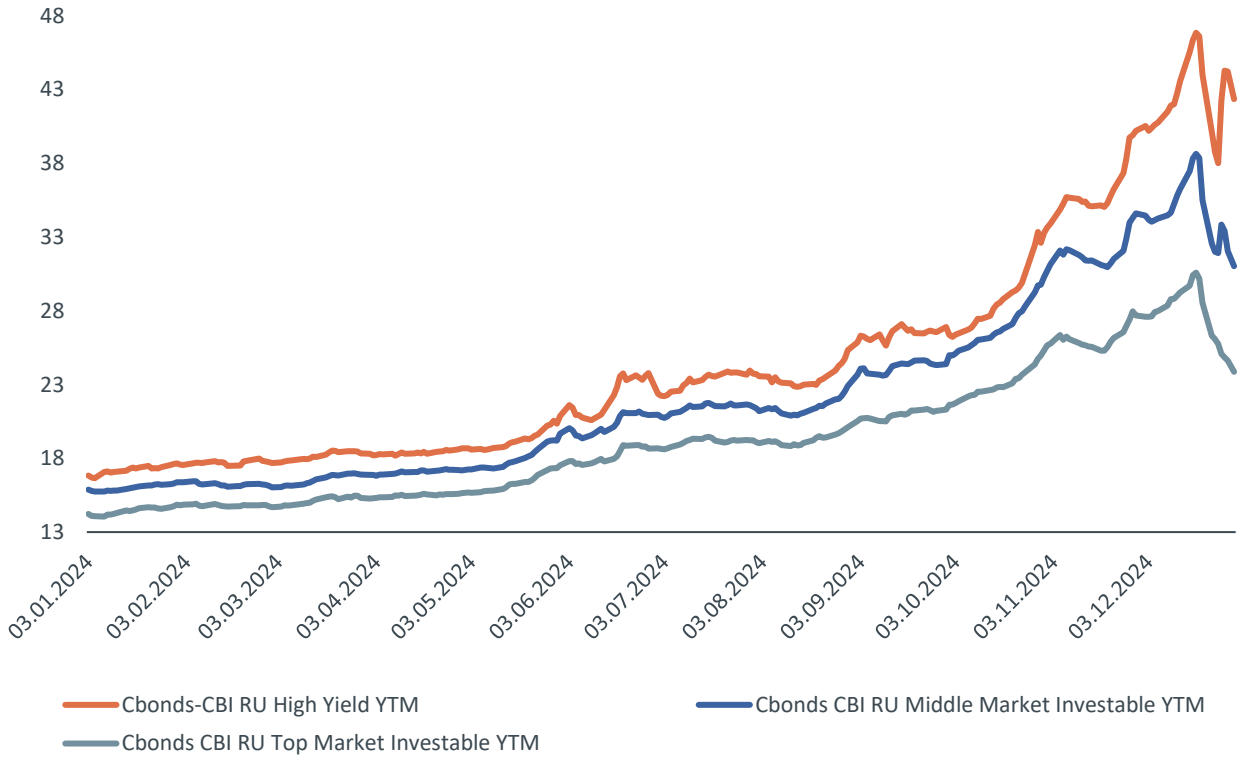
Рисунок 5. Сравнение купонов по размещаемым облигациям в разрезе уровня кредитоспособности эмитентов [6]

[6] Средневзвешенный купон по трехлетним рублевым корпоративным облигациям, размещенным за анализируемый период. В выборке учитывались только рыночные биржевые размещения, включая нефинансовые компании, банки и прочие финансовые институты.

Источник: Cbonds, расчеты АКРА

После относительной стабилизации в первом полугодии 2024 года доходности на рынке рублевых корпоративных облигаций снова начали ускоренно расти ввиду возобновления цикла повышения Банком России ключевой ставки в условиях нарастающего инфляционного давления. К концу декабря индексы доходностей для первого [7] эшелона выросли на 694 б. п. относительно средних значений первой половины года, для второго [8] эшелона — на 937 б. п., для третьего [9] эшелона — на 1 122 б. п. АКРА отмечает расширение спредов между облигациями эмитентов различных эшелонов, которое заметно обозначилось к концу прошлого года на фоне резкого роста доходностей (см. *рис. 6*). При этом значения указанных индексов доходностей превысили рекордные уровни марта 2022 года, после достижения которых последовало смягчение Банком России денежно-кредитной политики.

Рисунок 6. Разница в доходностях эмитентов



Источник: Cbonds, расчеты АКРА

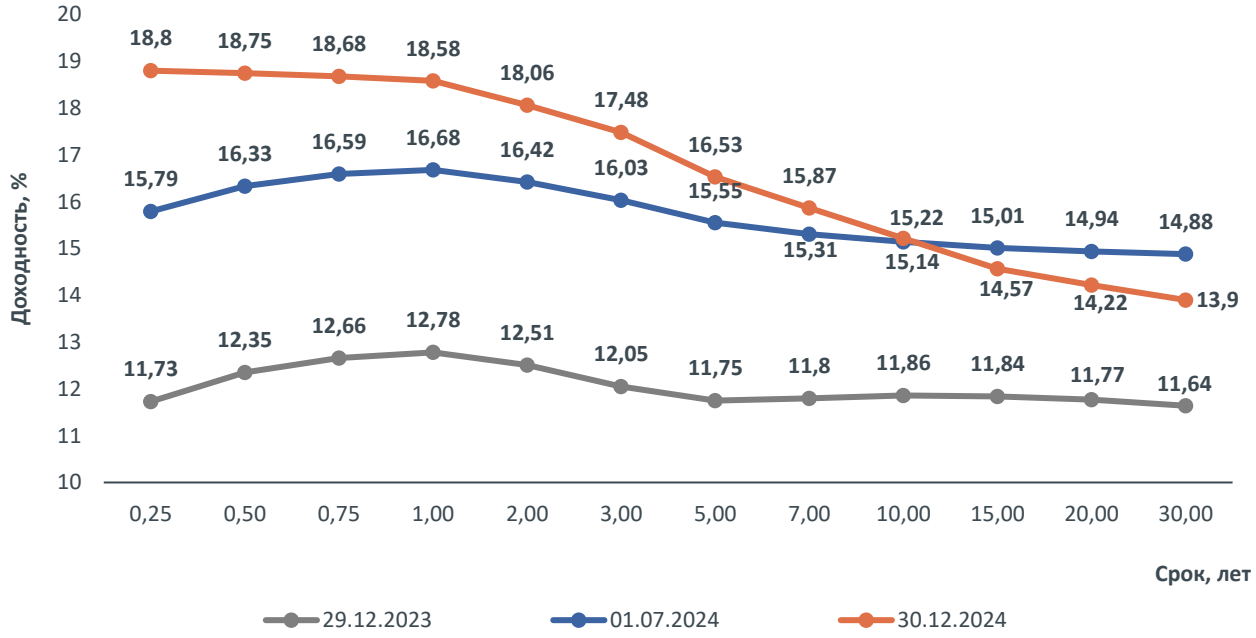
По итогам 2024 года доходности государственных облигаций значительно выросли на всех участках кривой ОФЗ (см. *рис. 7*). Кроме того, к концу года заметно усилилась инверсия G-кривой ввиду опережающего роста доходностей краткосрочных облигаций и снижения доходностей на длинном конце кривой. При этом спреды между ключевой ставкой и доходностями ОФЗ были отрицательными. В целом динамика доходностей гособлигаций может свидетельствовать о том, что участники рынка преимущественно не ожидают дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики в среднесрочной перспективе.

[7] При определении доходностей первого эшелона использовался индекс Cbonds CBI RU Top Market Investable YTM.

[8] При определении доходностей второго эшелона использовался индекс Cbonds CBI RU Middle Market Investable YTM.

[9] При определении доходностей третьего эшелона использовался индекс Cbonds-CBI RU High Yield YTM.

Рисунок 7. Динамика кривой ОФЗ



Источник: Банк России

Российский рынок ЦФА по итогам 2024 года превысил 150 млрд руб., продемонстрировав более чем четырехкратный рост (в начале прошлого года объем рынка оценивался приблизительно в 34 млрд руб.). Такому росту способствовало значительное увеличение количества новых выпусков во второй половине года (только в четвертом квартале состоялось 410 новых размещений против 88 в первом квартале). Эмитентами ЦФА в 2024 году выступали как финансовые институты, так и нефинансовые компании (в том числе субъекты МСП), при этом более половины новых выпусков пришлись на банки. Дальнейший рост рынка ЦФА во многом будет зависеть от регуляторных и законодательных изменений. По мнению АКРА, инструменты ЦФА имеют большой потенциал развития, принимая во внимание особенности гибридных ЦФА, а также возможности использования данных инструментов в международных расчетах. Особую актуальность развитию направления международных расчетов с использованием ЦФА придает планируемое создание платежной системы BRICS PAY, цели которой во многом совпадают с выбранным вектором развития российских ЦФА.

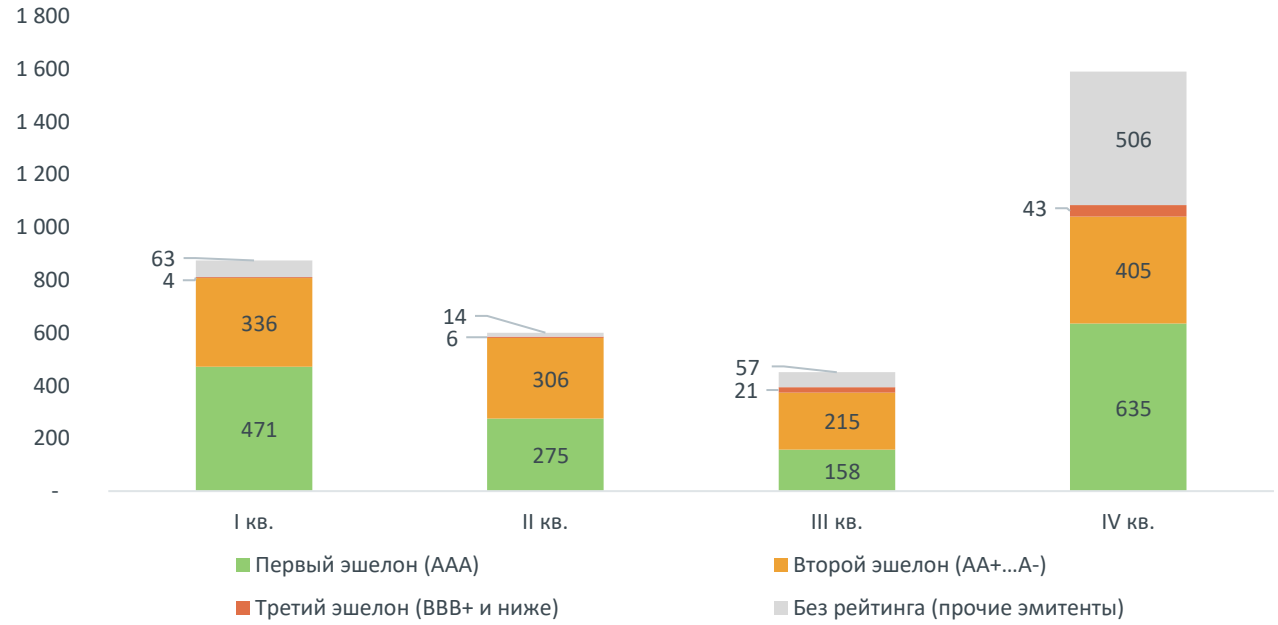
Кредитные риски эмитентов

С начала 2024 года на российском рынке корпоративного долга произошли дефолты по облигациям, выпущенным ООО «КИВИ Финанс», ООО «Завод КриалЭнергоСтрой» (ООО «Завод КЭС»), ООО «Ника», ООО «Фабрика ФАВОРИТ» и АО «Росгео». ООО «КИВИ Финанс» допустило дефолт в связи с отзывом лицензии у КИВИ Банк (АО), а ООО «Завод КЭС» и ООО «Фабрика ФАВОРИТ» не смогли исполнять свои обязательства после приостановки банковских операций по решению ФНС России. Дефолт по облигациям, допущенный АО «Росгео», усиливает внимание участников облигационного рынка к оценке рисков эмитентов, связанных с государством и зависящих от государственной поддержки. АКРА отмечает, что в условиях жесткой денежно-кредитной политики, проводимой Банком России, риски рефинансирования ранее выпущенных обязательств в целом остаются повышенными для компаний, имеющих низкие показатели ликвидности и покрытия долговой нагрузки. Совокупный объем корпоративных облигаций, по которым произошли дефолты по погашению в 2024 году, составил около 16 млрд руб. (включая 8,2 млрд руб. по облигациям ООО «КИВИ Финанс» и 6 млрд руб.

по обязательствам АО «Росгео»). При этом общий уровень дефолтности остается очень низким (менее 0,1% от всего объема корпоративных облигаций по непогашенному номиналу на начало прошлого года), что говорит об ограниченном влиянии роста процентных ставок на финансовую устойчивость эмитентов в течение последних отчетных периодов. АКРА ожидает некоторый рост количества дефолтов на рынке облигаций в 2025 году, принимая во внимание жесткую денежно-кредитную политику Банка России. В то же время, учитывая адаптацию эмитентов к высоким процентным ставкам и увеличение рублевой денежной массы (по данным Банка России, темп прироста денежного агрегата М2 на конец декабря прошлого года составлял 19,5% в годовом выражении), рост числа дефолтов не будет существенным в масштабах всего рынка корпоративного долга.

Совокупный объем плановых погашений корпоративных облигаций и ЦФА на 2025 год составляет около 3,5 трлн руб. (без учета погашений по офертам), что на 10% превышает показатель прошлого года. При этом почти половина погашений (около 1,6 трлн руб.) приходится на четвертый квартал (см. *рис. 8*). АКРА ожидает, что активность эмитентов корпоративных облигаций останется примерно на текущих уровнях в условиях сохранения жесткой денежно-кредитной политики Банка России и увеличения перетока ликвидности на рынок государственных облигаций.

Рисунок 8. График погашений корпоративных облигаций в 2025 году, млрд руб.



Источник: Cbonds, расчеты АКРА

На конец 2024 года кредитными рейтингами было покрыто 80% публичного корпоративного долга. При этом более половины (61%) совокупной задолженности по непогашенному номиналу приходилось на долю эмитентов, у которых имеются рейтинги от двух и более кредитных агентств. Около 77% от общего объема облигаций в обращении имеют рейтинги категорий A- и выше по национальной шкале для Российской Федерации, что соответствует вероятности ожидаемой однолетней дефолтности АКРА менее 1,5% на рынке рублевых облигаций.

(С) 2025
Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)
Москва, Большой Гнездниковский пер., д. 1, стр. 2
www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.