

РЫНОК ВДО

идеальный шторм

Сентябрь 2026

Содержание

- 1 **Рынок высокодоходных облигаций: идеальный шторм** 3 
- 2 **Состояние рынка облигаций** 4 
- 3 **Практика первичных размещений** 7 
- 4 **Вторичный рынок: что происходит с бумагой после первичного размещения?** 8 
- 5 **Почему рынок аномально слаб именно сейчас?** 10 

1 Рынок высокодоходных облигаций: идеальный шторм

Первичный рынок ВДО подморозило: из 38 выпусков, вышедших на торги в июне–сентябре 2026 года, полностью размещены только 20. Аналитики инвестиционной компании «Юнисервис Капитал» делятся своими выводами: почему изменились настроения инвесторов и как теперь выходить на первичные размещения эмитентам высокодоходного сегмента долгового рынка.

После сохранения ставки на последнем заседании мегарегулятора рынок отреагировал резким снижением и пробитием сложившегося коридора и уровня поддержки RGBI. По G-кривой сильнее всего выросли доходности длинных бумаг — рынок начал переосмысливать ожидаемую траекторию ключевой ставки, учитывая тот факт, что риторика регулятора заметно сместилась в более жесткую сторону.

Динамика рынка ВДО с начала года демонстрирует: business as usual больше невозможен. Все типовые сценарии уже переиграны, на первый план выходят новые факторы, которые всё сильнее влияют и на стратегии инвесторов, и на поведение эмитентов.

Для инвесторов текущие доходности довольно привлекательны, а возможность зафиксировать их на более длительный срок поддерживает спрос на новые выпуски. Так, вторичные доходности среднего рейтинга компаний МСП (BB) составляют в среднем 29,4% годовых.

Однако наш инвестор стал существенно более взыскательным: теперь ему необходимо предложить не только конкурентный купон, но и понятную инвестиционную историю, подтвержденное качество денежных потоков и достаточную прозрачность бизнеса, чтобы вложиться вдолгую.

У эмитентов своя реальность. С 1 марта 2026 года ЦБ повысил с 40% до 100% надбавку к коэффициентам риска на прирост кредитных требований к крупным компаниям с высокой долговой нагрузкой. Одновременно неценовые условия банковского кредитования остаются жесткими. На этом фоне рынок облигаций сохраняет свою значимую роль в качестве альтернативного источника привлечения капитала.

2 Состояние рынка облигаций

Рынок нельзя рассматривать как монолитную сущность, где изменение ключевой ставки одинаково влияет на все облигации. Ликвидность и спрос перераспределяются между сегментами в зависимости от качества эмитента, дюрации, рейтинга, прозрачности и условий выпуска. Кроме того, важен не только текущий уровень ставки, но и ожидаемая траектория ставок на весь срок выпуска. При высоких инфляционных ожиданиях инвестор требует компенсацию за риск сохранения высокой стоимости денег.

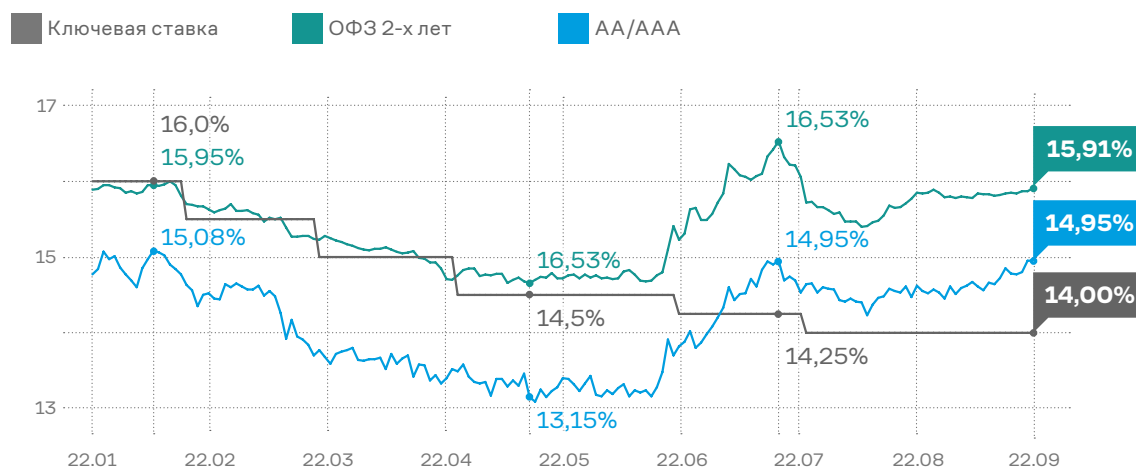
В начале 2026 года снижение доходностей поддерживалось ожиданиями дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики. Однако летом траектория снижения ставки стала существенно более плавной: 19 июня Банк России снизил ставку лишь на 25 б.п., до 14,25%, а 24 июля — еще на 25 б.п., до 14,0%. Уже 11 сентября регулятор взял паузу и сохранил ставку на уровне 14% на фоне усиления текущего ценового давления и роста проинфляционных рисков.

В результате рынок скорректировал ожидания в сторону более длительного периода высоких ставок. Потенциал дальнейшего снижения доходностей сохраняется, однако движение становится более выборочным: наибольшую чувствительность к ожиданиям по ставке демонстрируют качественные и более длинные выпуски, тогда как в высокодоходном сегменте ключевое значение сохраняют кредитный риск эмитента и премия за риск.

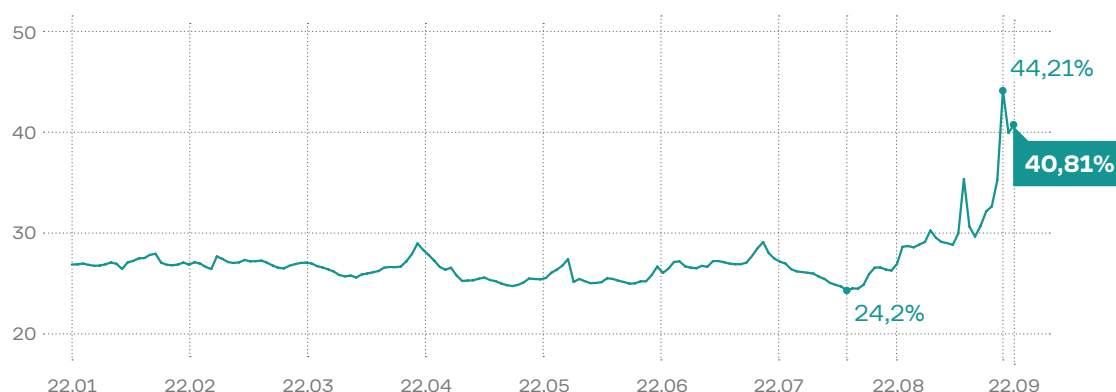
Базовым бенчмарком для корпоративных облигаций является доходность ОФЗ сопоставимой дюрации. Сопоставление по сроку принципиально важно: доходность двухлетней и пятилетней бумаги отражает разные ожидания по инфляции, ставкам и рискам рефинансирования.

На текущий момент доходность двухлетней точки КБД ОФЗ составляет 14,95% и превышает текущую ключевую ставку, отражая сохранение рынком повышенной премии за процентный и инфляционный риск на среднесрочном горизонте.

Динамика доходности ОФЗ 2-х лет и сегмента AA/AAA 2026 г.



Динамика доходности сегмента B/BBB 2026 г.



Сентябрьское решение Банка России было воспринято рынком сдержанно-негативно: после заседания по ставке цены ОФЗ снизились, RGBI демонстрирует негативный тренд и уже снизился до 112,29 п., тогда как на начало сентября индекс составлял более 114 п. Это отражает пересмотр ожиданий в пользу более длительного периода высоких ставок.

При этом динамика разных кредитных сегментов существенно различается. Доходности бумаг AA/AAA удерживаются вблизи 16%, тогда как в сегменте B/BBB доходности выросли выше 30%. Таким образом, сейчас переоценка рынка происходит не столько через изменение безрисковой ставки, сколько через расширение кредитных спредов для более рискованных эмитентов.

Текущая среда для инвесторов и эмитентов

Рынок остается неоднородным. Качественные эмитенты сохраняют доступ к фондированию с относительно ограниченной премией к ОФЗ, тогда как для компаний с более низким рейтингом стоимость привлечения существенно выросла.

На цену нового выпуска сейчас одновременно влияют:

- уровень ОФЗ сопоставимой дюрации;
- кредитный рейтинг и финансовое состояние эмитента;
- ликвидность выпуска и объём размещения;
- прозрачность компании и качество раскрытия;
- премия за кредитный риск, приемлемая для инвесторов.

Поэтому изменение ключевой ставки само по себе уже не определяет стоимость размещения: для высокорискованного сегмента динамика кредитного спреда может значительно превышать эффект от изменения базовой ставки.

Реальные купоны по размещениям могут отличаться на 1–3 п.п. даже в рамках одной рейтинговой ступени на сопоставимом временном горизонте в зависимости от рыночной конъюнктуры – уровня волатильности, аппетита к риску, частоты дефолтных событий в секторе. Кроме того, на итоговую ставку влияют структурные параметры выпуска (объём, оферта, амортизация), репутация эмитента, частота выходов на рынок, наличие собственной инвесторской базы, а также судебные и налоговые риски.

3 Практика первичных размещений

Из 38 выпусков, вышедших на торги в июне–сентябре 2026 года, полностью размещены только 20. Это свидетельствует не об исчезновении ликвидности, а о её крайне неравномерном распределении.

Первичные размещения

на 22.09.2026

Выпуск	Рейтинг	Квальность	Размещено	Срок размещения дней	Купон
ИСП-001P-01	BBB-	Нет	100%	1	21,00%
Арлифт Интернешнл-001P-02	BB+	Нет	100%	1	23,25%
СибСтекло-БО-04	BB-	Да	84%	74	25,50%
ЛК Адванстрак-002P-01	BB	Нет	44%	24	24,50%
А Спейс-001P-03	BB+	Нет	100%	1	22,25%
Металл Трейд-БО-01	B	Нет	18%	39	25,50%
Филберт-БО-01	BBB-	Да	100%	1	21,00%
Южноуральский ЛЦ-001P-03	BB-	Нет	76%	32	23,50%
ПИР-БО-07-001P	BB	Нет	100%	1	28,00%
АйДи Коллект-001P-09	BBB-	Нет	100%	1	20,25%
КапДорСтрой-НН-БО-01	BB-	Нет	31%	15	24,00%
Защита Онлайн ПКО-001P-01	B	Да	85%	13	25,50%
ТД РКС-002P-09	BBB-	Нет	89%	8	24,00%
Роделен ЛК-002P-06	BBB	Нет	64%	57	21,00%
РуссОйл-БО-02	BB+	Нет	11%	24	22,25%
Электрорешения-001P-04	BBB	Нет	33%	29	22,00%
ПКО СЗА-БО-08	BB-	Да	43%	15	25,00%

Источник: аналитика «Юнисервис Капитал»

Рассмотрим несколько характерных примеров:

1. ЛК Адванстрак-002P-01. Купон 24,5%, рейтинг BB, размещено 44% за 24 дня, после чего эмитент решил завершить первичные торги. Даже состоявшаяся история эмитента — все прошлые размещения проходили с высокой аллокацией даже при более низком купоне — не смогла обеспечить гарантированный спрос.
2. Южноуральский ЛЦ-001P-03. Купон 23,5%, рейтинг BB-, размещено 76% за 32 дня. В его истории уже был недоразмещённый дебютный выпуск, второй после смены организатора продемонстрировал высокие темпы размещения. Однако и эта «магия» столкнулась с реалиями требовательного рынка, и выпуск завис без движения.
3. ПИР-БО-07-001P. Купон 28%, рейтинг BB, полное размещение за один день — иллюстрация роли высокой премии (+14 п.п.) в стрессовом рынке.

Впрочем, даже купон выше расчётного не гарантирует полного размещения. Успех зависит от кредитного профиля, прозрачности бизнеса, отраслевых рисков, качества коммуникации, структуры займа и предварительно сформированного спроса.

4 Вторичный рынок: что происходит с бумагой после первичного размещения?

Уже точно можно констатировать: **первичный купон перестал гарантировать устойчивость котировок после размещения**. По ряду новых выпусков инвесторы практически сразу требуют дополнительную премию на вторичном рынке, в результате чего бумаги уходят ниже номинала, а фактическая требуемая доходность становится выше первичного ориентира.

Первичные размещения на 22.09.2026

Выпуск	Рейтинг	Купон на первичном рынке	Вторичный рынок			
			Текущая цена	Падение от номинала, п.п.	Доходность	Ликвидность, млн руб./день
Роделен ЛК-002Р-06	BBB	21,00%	85,28%	-14,72	41,91%	0,9
РуссОйл-БО-02	BB+	22,25%	99,59%	-0,41	25,97%	0,1
Электрорешения-001Р-04	BBB	22,00%	99,17%	-0,83	25,04%	5,6
Южноуральский ЛЦ-001Р-03	BB-	23,50%	95,7%	-4,30	29,33%	1,3
Металл Трейд-БО-01	B	25,50%	95,79%	-4,21	32,52%	1,1
ПКО СЗА-БО-08	BB-	25,00%	99,86%	-0,14	28,22%	3,5

Источник: аналитика «Юнисервис Капитал»

Таким образом, рынок сейчас оценивает выпуск не только по уровню заявленного купона, но и по тому, способен ли он удержаться у номинала после начала торгов. Это усиливает требования к премии за риск, качеству эмитента и предварительно сформированному спросу. И определит, будет ли выпуск размещён в полном объёме: если котировки пробивают 100% и не возвращаются к номиналу, первичные торги практически замирают у любых эмитентов при любых параметрах выпуска.

Аналитики рынка отмечают, что изменилось и само поведение инвесторов на вторичных торгах ВДО — судя по нарастающей волатильности котировок при устойчивом нисходящем тренде, на рынке стал преобладать спекулятивный фактор, подпитываемый эмоциями.

Макроэкономические факторы

Макроэкономический фон остается определяющим фактором для долгового рынка, напрямую влияя на уровень безрисковой доходности, кредитные спреды, стоимость новых размещений и выбор оптимального окна для выхода на рынок.

Денежно-кредитная политика и инфляция

Банк России последовательно снизил ключевую ставку с 20% в июне 2025 года до 14% к июлю 2026 года, однако дальнейшее смягчение ДКП замедлилось. Регулятор фиксирует существенное усиление текущего ценового давления и преобладание проинфляционных рисков.

После заметной волатильности летом текущая динамика цен несколько стабилизировалась: за 1–7 сентября инфляция составила 0,05%, с начала года — 4,72%. При этом Банк России оценивает годовую инфляцию на 7 сентября примерно в 6,3%, а устойчивый рост цен – в 5-6% в пересчете на год. Инфляционные ожидания населения в августе снизились с 14,7% до 13,7%, однако остаются повышенными, а ценовые ожидания предприятий, напротив, выросли. Прогноз ЦБ по инфляции на 2026 год сохраняется на уровне 6–7%.

Бюджет

По итогам января-августа 2026 года дефицит федерального бюджета составил 5,795 трлн руб., или 2,5% ВВП, при доходах 25,9 трлн руб. и расходах 31,7 трлн руб. Это существенно выше первоначально утвержденного годового дефицита в 3,8 трлн руб. При этом Минфин указывает, что высокий показатель во многом связан с опережающим финансированием расходов. Для долгового рынка ключевым фактором остаются будущая траектория бюджетного дефицита и объём государственных заимствований: более мягкая бюджетная политика способна поддерживать высокие доходности ОФЗ, которые всё более и более конкурируют с корпоративным сегментом.

Топливо и проинфляционные риски

Ситуация на топливном рынке остается одним из заметных источников ценового давления. За 1-7 сентября автомобильный бензин подорожал еще на 0,58%, а с начала года — на 21,16%. Сам Банк России отмечает влияние моторного топлива на динамику устойчивой инфляции. Дополнительными рисками остаются ограничения производственных мощностей в отдельных отраслях, повышенные инфляционные ожидания и внешняя геополитическая неопределенность.

Кредитные риски и дефолты

Усиливается дифференциация рынка по кредитному качеству эмитентов. По данным Cbonds, в августе был зафиксирован дефолт по 12 выпускам облигаций общим объёмом 22,94 млрд руб., при этом дефолты впервые допустили два эмитента. В сентябре давление сохраняется: дефолты и технические дефолты фиксировались, в частности, у «ЕвроТранса», «Центр-Резерва», «Группы Продовольствие» и «Ойл Ресурса». Это усиливает требования инвесторов к кредитному качеству и повышенной премии за риск прежде всего в сегменте ВДО.

При этом отдельные технические дефолты в 2026 году затрагивали и эмитентов с высокими кредитными рейтингами. Например, ЮГК, имевшая рейтинг уровня АА, в марте допустила технический дефолт по купонной выплате из-за ареста денежных средств, исполнив обязательство на следующий день. Такие случаи дополнительно повышают внимание инвесторов не только к финансовым показателям, но и к операционным, юридическим и инфраструктурным рискам эмитента.

5 Почему рынок аномально слаб именно сейчас?

Высокая ключевая ставка, инфляционные риски и геополитическая неопределенность присутствовали и 1-2 месяца назад. Отличие текущего периода заключается не столько в появлении принципиально новых факторов, сколько в одновременной реализации процентного и кредитного риска и изменении поведения инвесторов. Рынок перешел от ожидания постепенного улучшения к необходимости переоценить риск «здесь и сейчас».

Изменилась структура ожидания по ключевой ставке

Летом высокая стоимость денег воспринималась как временная: инвестор мог купить облигацию с высоким купоном и дополнительно рассчитывать на рост её цены по мере дальнейшего снижения ставки. После решения 11 сентября сохранить ставку на уровне 14% этот сценарий стал значительно менее очевидным. В результате рынок начал закладывать более длительный период высоких ставок, а ожидаемый upside от будущего снижения доходностей сократился.

Безрисковая альтернатива снова стала более конкурентной

При высоких доходностях ОФЗ инвестору нет необходимости принимать кредитный риск без существенной дополнительной премии. Поэтому давление на корпоративный рынок происходит сразу по двум направлениям: сохраняется высокая базовая доходность, а для более слабых заёмщиков одновременно расширяется кредитный спред. Именно поэтому наиболее сильная переоценка наблюдается не в AA/AAA, а в B/BB.

Кредитный риск перестал быть абстрактным

Летом дефолты в отдельных небольших выпусках могли восприниматься рынком как локальные случаи. Сейчас реализовались существенно более заметные кейсы. «ЕвроТранс» перешел в фактический дефолт по всем 10 выпускам облигаций общим объёмом около 27,1 млрд руб.; у «Оил Ресурса» после первого техдефолта нарушения распространились на несколько выпусков, а бумаги были переведены Московской биржей в режим торгов для дефолтных облигаций. Это меняет восприятие риска: инвестор начинает закладывать базовую вероятность проблем уже не только в отдельной «микроистории», а во всем сегменте ВДО.

Запустилась негативная обратная связь через вторичный рынок

Свежие выпуски практически сразу после первичного размещения уходят ниже номинала. Инвестор, купивший бумагу по 100, видит отрицательную переоценку и на следующем первичном размещении уже требует более высокий купон. Более высокий ориентир по новым размещениям, в свою очередь, заставляет рынок переоценивать вниз уже обращающиеся выпуски.

Дополнительным фактором может выступать поведение части розничных инвесторов, привыкших к логике рынка акций. При снижении котировки они ориентируются прежде всего на текущую цену позиции и могут закрывать её по стоп-лоссу, не дожидаясь компенсации просадки за счёт купонного дохода и погашения по номиналу. В облигациях такая модель поведения способна усиливать краткосрочное давление на котировки и ускорять движение ниже 100% от номинала.

В результате формируется замкнутый цикл: просадка вторичного рынка — срабатывание стоп-лоссов и фиксация убытков — дополнительное предложение — рост требуемой премии — более дорогой первичный рынок — новая переоценка вторичного рынка.

Инвестблогеры высказывают мнение, что этот «идеальный шторм» на рынке ВДО — во благо. Кризис почистит списки эмитентов и избавит биржу от бумаг компаний, недостаточно крепко стоящих на ногах либо с сомнительным стилем ведения бизнеса. Таким образом, повышенный риск, по умолчанию присутствующий в сегменте бондов третьего эшелона, станет более управляемым, а инвесторы — более защищёнными.

С другой стороны, в ситуации, когда купонные ставки практически возвращаются к временам 21-го «ключа» — вспомним те же 28% годовых, которые вынужден будет обслуживать «ПИР», — рынок перегружает процентной нагрузкой даже добросовестные и нормально работающие компании. Подбрасывая угля в топку набирающего ход дефолтного паровоза, что в свою очередь, чревато новыми витками напряжённости в секторе ВДО.



Контакты

АО «Инвестиционная компания
Юнисервис Капитал»

630099, Новосибирск, ул. Романова, 28
+7 (383) 309-27-40

Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям. Определение соответствия финансового инструмента либо операции вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является вашей задачей.

АО «Инвестиционная компания Юнисервис Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

