

DOI 10.24182/2073-6258-2025-24-3-18-23



Научная статья / Original article

УДК 336.763.3

Перспективы рынка высокодоходных облигаций

Н. А. Забелин

студент

Финансовый университет при Правительстве РФ,

Москва, Россия

221265@edu.fa.ru

Научный руководитель

Ж. Н. Тропина

кандидат экономических наук, доцент

Финансовый университет при Правительстве РФ,

Москва, Россия

ZNTropina@fa.ru

Аннотация: В работе рассматриваются возможные перспективы развития российского рынка высокодоходных облигаций, также затрагиваются отдельные вопросы, связанные с функционированием компаний малого и среднего бизнеса. Изучение вопроса перспектив рынка, было проведено в разрезе сценариев макроэкономического развития, предложенных Центральным банком Российской Федерации. Также в статье уделяется внимание основным конкурентам высокодоходных облигаций в нише инструментов финансирования малого бизнеса, в том числе цифровым финансовым активам.

Ключевые слова: высокодоходные облигации, долговое финансирование, макроэкономический прогноз, малое и среднее предпринимательство.

Для цитирования: Забелин Н.А. Перспективы рынка высокодоходных облигаций. Ученые записки Российской академии предпринимательства. 2025. Т. 24. № 3. С. 18–23. <https://doi.org/10.24182/2073-6258-2025-24-3-18-23>.

Prospects of the high-yield bond market

N. A. Zabelin

student

Financial University under the Government of the Russian Federation,

Moscow, Russia

221265@edu.fa.ru

Scientific Supervisor

Zh. N. Tropina

Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof.

Financial University under the Government of the Russian Federation,

Moscow, Russia

ZNTropina@fa.ru

Abstract: The paper examines the possible prospects for the development of the Russian high-yield bond market, and also addresses certain issues related to the functioning of small and medium-sized businesses. The study of the market prospects was conducted in the context of the scenarios of macroeconomic development proposed by the Central Bank of the Russian Federation. The article also focuses on the main competitors of high-yield bonds in the niche of small business financing instruments, including digital financial assets.

Keywords: high-yield bonds, debt financing, macroeconomic forecast, small and medium-sized enterprises.

For citation: Zabelin N.A. Prospects of the high-yield bond market. Scientific notes of the Russian academy of entrepreneurship. 2025. T. 24. № 3. P. 18–23. <https://doi.org/10.24182/2073-6258-2025-24-3-18-23>.

Рынок облигаций в целом и такая его составляющая, как сегмент высокодоходных облигаций (ВДО), в настоящее время в значительной мере обеспечивают поступление денежных средств в российские бизнес-структуры. Текущие фискальные и монетарные изменения (в части денежно-кредитной политики Центрального Банка Российской Федерации, бюджетной политики), макропруденциальные изменения и эволюция инструментов финансового рынка (например, появление новых долговых инструментов) ставят новые задачи перед как перед рынком долговых инструментов (переход на облигации с плавающей ставкой, расширение спредов из-за роста ключевой ставки и др.), так и перед сегментом ВДО, а также перед основными эмитентами ВДО — субъектами малого и среднего предпринимательства (МСП).¹ Одной из серьезных проблем для рынка ВДО является высокая ключевая ставка, снижение которой с 21% проходит достаточно медленно², это негативно влияет на эмитентов облигаций третьего эшелона, так как вынуждает их повышать ставки доходности.

Высокие ставки на денежном рынке негативно воздействуют на способность к успешному заимствованию субъектов малого и среднего бизнеса — основных эмитентов ВДО. Рост ставок доходности увеличивает риск неплатёжеспособности эмитента, затрудняет доступ эмитента к банковским кредитам при рефинансировании, повышает вероятность дефолта. Однако повышение ставок является необходимостью, так как в противном случае инвесторы будут искать либо более доходные долговые инструменты со схожим уровнем риска, либо менее рискованные инструменты со схожей доходностью. Кроме того, преимущественно ВДО выпускают эмитенты с низким кредитным рейтингом.³ Согласно Обзору финансовых инструментов Департамента исследования и прогнозирования Центрального банка за 2024 год, «эмитентам из категорий более низкого кредитного качества сложнее стало привлекать средства на рынке...».⁴

В текущих условиях эмитенты ВДО действительно подвержены рискам, а случаи дефолта учащаются. Частота упоминания ВДО в аналитических документах, публикуемых Банком России, падает, что свидетельствует о снижении релевантности этого инструмента финансового рынка в принципе (в Обзоре финансовых инструментов за 2023 год ВДО упоминаются 37 раз, а в Обзоре финансовых инструментов за 2024 год — 1 раз). Одновременно с этим происходят и противоположные процессы, связанные с программами государственной поддержки предприятий малого и среднего бизнеса. Меры, принятые АО «МСП Банк» (МСП Банк) и Московской Биржей, а именно: якорные инвестиции до 50% от объёма выпуска, снижение стоимости обслуживания долга, возможность включения облигаций в Сектор Роста Московской Биржи⁵ и другие демонстрируют, что государство заинтересовано в сохранении выпуска облигаций малыми и средними предприятиями для финансирования бизнеса.

Рынок долговых обязательств в последние годы сталкивается с конкуренцией со стороны инновационного финансового продукта — цифровых финансовых активов (далее ЦФА). Объём выпусков цифровых финансовых активов (ЦФА) в 2023 г. — I квартале 2024 г. составил 88,2 млрд. руб. (рис. 1), а за первые 9 месяцев 2024 г. — более 300 млрд. руб.⁶ Этот показатель значительно меньше, чем объём выпуска корпоративных облигаций в целом (23,9 триллионов рублей в 2023 году).⁷ Одна-

¹ Новиков Ю., Кузнецов А., Фаталиев А., Соколов Р., Александров Д. Год кардинальных изменений ожиданий и настроений участников рынка. *Cbonds Review*. 2024. № 1. С. 28–37.

² Резюме обсуждения ключевой ставки. Банк России. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/172567/summary_key_rate_260220.pdf. — Текст: электронный.

³ Комментарий к среднесрочному прогнозу Банка России. Банк России. URL: http://www.cbr.ru/Content/Document/File/172537/comment_26022025.pdf. — Текст: электронный.

⁴ 2023 год. Обзор финансовых инструментов / Центральный банк Российской Федерации. — М.: Банк России, 2024. 31 с. — URL: https://www.cbr.ru/collection/collection/file/48944/fi_review_2023.pdf — Текст: электронный.

⁵ Сектор Роста. MOEX Московская Биржа. URL: <https://www.moex.com/s2151> — Текст: электронный.

⁶ Веролайн А., Кашицын П., Булгаков М. Рынок цифровых финансовых активов: рывок к триллиону https://gaexpert.ru/researches/digital_fin_market_2024. — Текст: электронный.

⁷ Обзор рисков финансовых рынков. Информационно-аналитический материал / Центральный банк Российской Федерации. — М.: Банк России, 2024. 13 с. — URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/47748/ORFR_2023-12.pdf — Текст: электронный.

ко, по результатам сравнения с объёмом краудлендинга (финансирование проектов малого и среднего бизнеса, физических и юридических лиц, при котором инвесторы получают процентный доход) МСП в 2023 году (27,5 миллиардов рублей)⁸ можно говорить о том, что ЦФА становятся более привлекательными, чем облигации. При наблюдаемой тенденции к увеличению объёма ЦФА на рынке финансовых продуктов эмитентам ВДО могут угрожать риски сокращения, либо потери спроса на облигации и, соответственно, снижения объёмов финансирования.

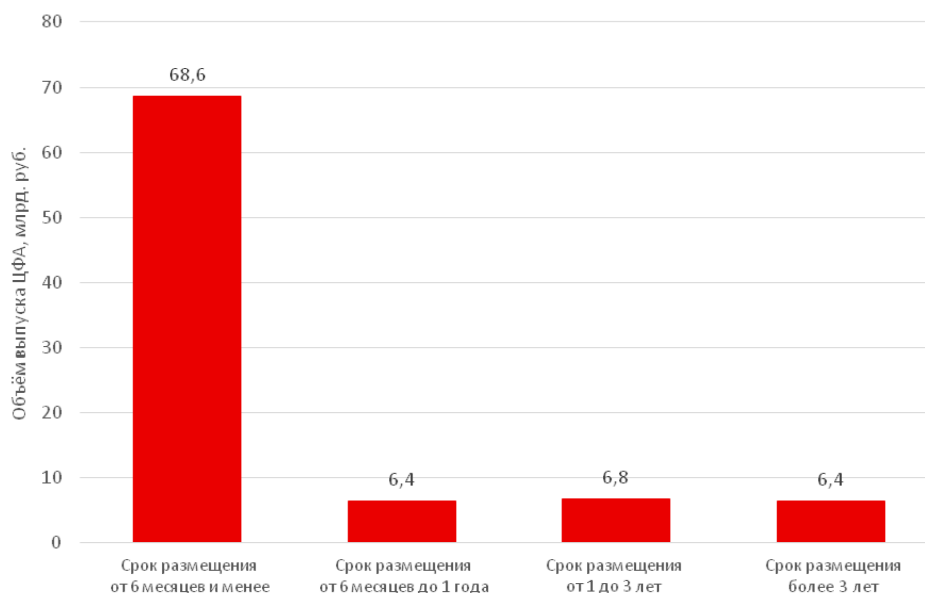


Рис. 1. Объем выпусков ЦФА в 2023 г. — I квартале 2024 г.⁹

Основные тенденции на рынке облигаций третьего эшелона: сокращение спроса, нестабильная экономическая обстановка — вынуждает институциональных инвесторов переходить на рынки ОФЗ и облигаций первого и второго эшелонов, в результате чего рынок облигаций третьего эшелона становится полностью розничным. Эксперты Cbonds утверждают, что в сегменте ВДО в ближайшее время останутся исключительно частные инвесторы.¹⁰ Эмитенты высокодоходных облигаций будут вынуждены переориентироваться на частных инвесторов — и либо повышать премию за риск для роста заинтересованности инвесторов других групп, либо выпускать новые финансовые продукты с этой же целью. В условиях недоступности банковских займов облигационное финансирование остаётся более дешёвой альтернативой, в этой ситуации эмитенты ВДО не перейдут на кредитное финансирование без льготных условий.

При разработке потенциальных сценариев развития рынка облигаций третьего эшелона следует опираться на сценарные варианты макроэкономического прогноза, опубликованные в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов» Центрального Банка (рис. 2).

Банк России дает четыре сценария макроэкономического прогноза, которые способны повлиять на рынок ВДО следующим образом:

1. «Базовый». Макроэкономические процессы — деглобализация и локализация, медленное снижение инфляции, адаптация российской экономики к внешним условиям. Эмиссия ВДО при

⁸ Обзор платформенных сервисов в России. Операторы инвестиционных платформ, операторы информационных систем и операторы финансовых платформ. Центральный банк Российской Федерации. — М.: Банк России, 2024. 13 с. — URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/49243/platform_services_2024-1.pdf — Текст: электронный.

⁹ Обзор платформенных сервисов в России. Операторы инвестиционных платформ, операторы информационных систем и операторы финансовых платформ. Центральный банк Российской Федерации. — М.: Банк России, 2024. 13 с. — URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/49243/platform_services_2024-1.pdf — Текст: электронный.

¹⁰ Новиков Ю., Кузнецов А., Фаталиев А., Соколов Р., Александров Д. Год кардинальных изменений ожиданий и настроений участников рынка. Cbonds Review. 2024. № 1. С. 28–37.

		Спрос		
		Ниже	Базовый	Выше
Предложение/потенциал	Выше		«Дезинфляционный (Выше потенциал)» Изменения к базовому: • Существенное расширение предложения за счет роста инвестиций и совокупной факторной производительности	
	Базовый		Базовый	«Проинфляционный (Выше спрос)» Изменения к базовому: • Существенно выше внутренний спрос • Более высокая доля расходов бюджета на льготные программы • Меры протекционистского характера
	Ниже	«Рисковый (Глобальный кризис)» Изменения к базовому: • Финансовый кризис • Усиление процессов деглобализации • Усиление санкций		

Рис. 2. Сценарные варианты макроэкономического прогноза Банка России ¹¹

реализации этого сценария продолжит расти в незначительных объемах, однако к концу прогнозного периода может сформироваться тенденция к снижению темпов выпуска облигаций.

2. «Дезинфляционный (Выше потенциал)». Макроэкономические процессы — снижение инфляции и смягчение денежно-кредитной политики, рост производительности и расширение предложения. Данный сценарий наиболее благоприятен для развития сегмента ВДО, так как смягчение ДКП и понижение ключевой ставки через трансмиссионный механизм влияет на ставки доходности облигаций, и спред ОФЗ и ВДО. Уменьшенный спред снижает риски дефолта и ликвидности, улучшает финансовое положение эмитентов.

3. «Проинфляционный (Выше спрос)». Макроэкономические факторы — повышенный совокупный спрос, высокая доля расходов бюджета на льготные программы кредитования, протекционистские меры, рост инфляции. В рамках данного сценария эмитенты ВДО окажутся в затруднительном положении, чтобы поддерживать интерес инвесторов, им придется увеличивать премии за риск. Высокие премии могут привести к системным дефолтам, ухудшению финансового положения субъектов малого и среднего бизнеса. Эмитентам ВДО, при условии отсутствия внешней поддержки выпуска, целесообразно использовать альтернативу в виде иных инструментов финансирования бизнеса, например, ЦФА.

4. «Рисковый (Глобальный кризис)». Макроэкономические факторы — совокупность деглобализации, мирового финансового кризиса и роста совокупного спроса на внутреннем рынке. Темп инфляции в этом сценарии ожидается высоким, поэтому сценарий подразумевает крайне жесткие меры ДКП. При таком сценарии может произойти крах рынка ВДО в России и, как маловероятный, но наиболее разрушительный вариант — стремительное сокращение числа субъектов малого и среднего предпринимательства из-за чрезвычайно высокой стоимости всех вариантов получения долгового финансирования для субъектов МСП. Высокие ставки приведут к дорогим кредитам и вынужденно высоким купонам по облигациям, что полностью закроет большинству эмитентов доступ к выпуску долговых бумаг, рефинансированию долга и банковским ссудам.

В разрезе возможности развития макроэкономической ситуации в любом из вышеуказанных сценариев, и принимая во внимание различия в вероятности реализации этих сценариев, можно говорить о следующих возможных перспективах развития рынка ВДО в России:

¹¹ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов / Центральный банк Российской Федерации. — М.: ЦБ РФ, 2024. 185 с. — URL: [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/164702/on_2025\(2026-2027\).pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/164702/on_2025(2026-2027).pdf). — Текст: электронный.

- Первый вариант потенциального развития рынка облигаций третьего эшелона заключается в том, что для минимизации рисков эмитентам можно перейти к выпуску высокодоходных облигаций с плавающей ставкой доходности (флоатеры). Однако такой подход может снизить интерес инвесторов к данному типу долговых инструментов. Негативным моментом в этом случае будет то, что при росте бенчмарка, к которому будет привязана базовая ставка такой облигации (на данный момент распространены привязки к ключевой ставке Банка России или ставке RUONIA), будут расти и обязательства эмитента облигаций, что увеличит кредитный риск и в конечном итоге может привести к дефолту эмитента.
- Второй вариант связан с изменением премий за риск уже существующих форм облигаций. Более широкие спреды способны сохранить привлекательность облигаций и привлечь больше инвесторов. Данная стратегия нацелена преимущественно на розничных инвесторов, так как они более агрессивны в плане риска, чем институциональные инвесторы, и, по мнению экспертов, достигнут 100% в структуре покупателей ВДО.¹² Основным минусом данной стратегии является ограниченность потенциала роста премии за риск, и при постоянном повышении спреда в определённый момент выпуск облигаций станет просто неоправданным. Кроме того, слишком высокая доходность с точки зрения инвестора обозначает растущие риски, и, следовательно, может стать причиной снижения интереса у инвесторов с умеренной склонностью к риску.
- Третий вариант затрагивает необходимость расширения области поддержки эмитентов. На данный момент существует два значимых канала государственной поддержки эмитентов ВДО: меры поддержки АО «МСП Банк» при выпуске облигаций¹³ и размещение в Секторе роста Московской биржи с последующим субсидированием ставки купона с поддержкой Министерства экономического развития. Оба метода предполагают соответствие эмитента определённым требованиям, при этом необходимо учитывать тот факт, что при включении ценных бумаг в Сектор роста приоритет отдаётся бумагам эмитентов, уже получающих поддержку МСП Банка. При расширении рамок и смягчении требований большее количество эмитентов могло бы получить поддержку государства, чем получают в данный момент. Однако и в этом случае при увеличении объёма якорных инвестиций МСП Банка свыше 50% от объёма выпуска будет искусственно снижаться стимуляция естественного спроса, так как частным инвесторам останется менее половины выпуска. Также такие меры перестанут выполнять функцию повышения доверия инвесторов к эмитенту. Может сработать психологический фактор: слишком крупный объём якорных инвестиций по форме схож с выкупом предприятия, пусть даже таковым и не является. Иные же послабления в сфере господдержки чреваты появлением повышенного числа финансово неустойчивых субъектов малого бизнеса, без положительной финансовой отчётности и чётких стратегических планов, которые аналогично окажутся неспособными обеспечить свой долг и подорвут как доверие к программам поддержки, так и к эмитентам ВДО в целом.

Таким образом, на рынке долговых инструментов обнаружены проблемные тенденции: переток институциональных инвесторов из сегмента ВДО в сегменты ОФЗ и облигаций первых эшелонов; переориентация рынка ВДО на частных инвесторов; рост премий за риск и рост объемов эмиссии новых финансовых продуктов. Все эти тенденции негативно отражаются на эмитентах высокодоходных облигаций, а при игнорировании могут привести к сокращению и исчезновению рынка ВДО. Анализ потенциальных сценариев развития экономики показывает, что эмитенты ВДО (малый и средний бизнес) могут столкнуться с финансовыми трудностями из-за перетока спроса в другие ниши и роста процентных ставок. Даже расширение государственной поддержки может снизить спрос иных категорий инвесторов на ВДО, что также отрицательно скажется на эмитентах. Альтернативой ВДО для МСП могут стать ЦФА, выпуск которых демонстрирует стабильный рост и приток инвесторов.

¹² Новиков Ю., Кузнецов А., Фаталиев А., Соколов Р., Александров Д. Год кардинальных изменений ожиданий и настроений участников рынка. *Cbonds Review*. 2024. № 1. С. 28–37.

¹³ Выпуск облигаций на биржевом рынке. МСП Банк. — URL: <https://mspbank.ru/bonds/> — Текст: электронный.

Список литературы

1. Веролайнен А., Кашицын П., Булгаков М. Рынок цифровых финансовых активов: рывок к триллиону https://raexpert.ru/researches/digital_fin_market_2024. — Текст: электронный
2. Новиков Ю., Кузнецов А., Фаталиев А., Соколов Р., Александров Д. Год кардинальных изменений ожиданий и настроений участников рынка. Cbonds Review. 2024. № 1. С. 28–37.
3. Тропина Ж.Н. Специфика выпуска и обращения коммерческих облигаций. Контентус 2018. № 7(72). С. 19–24.
4. Тропина Ж.Н. Не в деньгах счастье... Коммерческие бумаги как инструмент привлечения финансовых ресурсов. Российское предпринимательство. 2004. № 11. С. 64–67.
5. Тропина Ж.Н. Не в деньгах счастье... Коммерческие бумаги как инструмент привлечения финансовых ресурсов. Российское предпринимательство. 2004. № 9. С. 68–71.

References

1. Verolainen A., Kashitsyn P., Bulgakov M. Digital financial asset market: a leap towards a trillion https://raexpert.ru/researches/digital_fin_market_2024. — Text: electronic.
2. Novikov Yu., Kuznetsov A., Fataliev A., Sokolov R., Alexandrov D. Year of fundamental changes in expectations and moods of market participants. Cbonds Review. 2024. № 1. S. 28–37.
3. Tropina Zh.N. Specifics of the issue and circulation of commercial bonds. Contentus 2018. № 7(72). S. 19–24.
4. Tropina Zh.N. Happiness is not in money... Commercial papers as a tool to attract financial resources. Russian entrepreneurship. 2004. № 11. S. 64–67.
5. Tropina Zh.N. Not in money happiness... Commercial papers as a tool to attract financial resources. Russian entrepreneurship. 2004. № 9. S. 68–71.

Статья поступила в редакцию 04.08.2025; одобрена после рецензирования 09.09.2025; принята к публикации 12.09.2025.

The article was submitted 04.08.2025; approved after reviewing 09.09.2025; accepted for publication 12.09.2025.