



Кредитный цикл

Недельный обзор 25.08.2026

25.08.2026

American Investor team & Solomon AI



Содержание

● Главное за неделю.....	3
● Наш портфель.....	3
● Почему мы так решили.....	4
● Что может пойти не так.....	5
● За чем следим.....	6
● Правы ли мы были в прошлый раз.....	7
● Приложение — цифры.....	8



● Главное за неделю

Разделение заёмщиков по качеству дошло до 8,79 % годовых

Рынок развёл заёмщиков по качеству дальше, чем когда-либо за три года наблюдений. Компании низшей ступени CCC платят сверх государства 10,37 % годовых, а год назад платили 8,17 %. Заёмщики средней ступени BB платят 1,58 %, и за тот же год их плата снизилась с 1,76 %. Расстояние между двумя ступенями выросло с 6,41 до 8,79 % годовых, причём почти половина движения пришлась на последний квартал.

Держателю облигаций это говорит одно: за спуск на ступень риска больше не платят. Бумаги BB дают всего на 0,58 % годовых больше, чем надёжные BBB, — за год добавка сжалась с 0,79 % и ниже нынешней за три года почти не опускалась. Тот, кто меняет надёжный портфель на рискованный ради дохода, берёт прежний риск за меньшую награду: вся доплата ушла к худшим заёмщикам, чьи трудности уже видны в их отчётности.

Долговую часть денег мы держим на 40 % в облигациях надёжных компаний, на 15 % в бумагах компаний, потерявших надёжный рейтинг, на 15 % в широком фонде рискованных облигаций и на 30 % в коротких государственных бумагах. Веса складываются в сто процентов долговой части денег, а не всего портфеля. За неделю мы не меняли ничего.

Что держим	Вес, %	Чем держим	Зачем
Облигации надёжных компаний	40	LQD	Плата 0,81 % отвечает состоянию заёмщиков
Облигации компаний, потерявших надёжный рейтинг	15	ANGL	Платят 1,58 % при качестве на ступень ниже надёжного
Облигации рискованных компаний, широкий фонд	15	HYG	Доход 7,08 % при неплатежах 2,67 % против 4,5 % заложенных в цену
Короткие государственные бумаги	30	SGOV	3,72 % годовых и деньги на докупку риска

● Наш портфель

Доли не менялись: ни одно из четырёх условий пересмотра не наступило

Веса стоят на разнице между платой и качеством заёмщика, и за неделю эта разница не сдвинулась. Надёжные компании платят сверх государства 0,81 % годовых, причём за год плата поднялась с 0,77 %: за надёжный долг стали давать больше, а не меньше, поэтому он и держит самую большую долю. Бумаги компаний, потерявших надёжный рейтинг, платят 1,58 % при качестве всего на ступень ниже надёжного, и это лучшее соотношение платы и риска на всей шкале. Широкий фонд рискованных облигаций приносит 7,08 % годовых при неплатежах 2,67 % за последние двенадцать месяцев против 4,5 %, заложенных в цену; долю мы ограничили 15 % потому, что в такой фонд входят и худшие заёмщики. Короткие государственные бумаги платят 3,72 % годовых и оставляют деньги, чтобы докупить риск, когда за него снова начнут платить.

Три вещи мы сознательно не покупаем. Долг худших заёмщиков сулит 10,37 % годовых, но плата прибавила за год 2,20 % не потому, что рынок переоценил риск целиком, а потому, что разглядел трудности конкретных компаний. Фонды прямого кредитования отдают десятую часть процентного дохода не деньгами, а записью в отчётности — 10,55 % по медиане корзины и 14,2 % у худшего фонда; этот доход заёмщик пока не заплатил. Длинные надёжные облигации дают 4,74 % годовых против 4,24 % у двухлетних, и такая доплата за восемь лишних лет срока не окупает риска роста ставки.

Портфель изменится, когда сработает одно из четырёх условий. Каждое названо заранее числом, и в следующем выпуске мы проверим их поимённо.



Что должно случиться	Порог	Что сделаем
Расстояние между рейтингами CCC и BB растёт	выше 9,5 %	Сокращаем фонд рискованных облигаций вдвое
Доходность рискованных облигаций растёт	выше 8,0 %	Сокращаем фонд рискованных облигаций вдвое
Плата за переход в рискованный долг растёт	выше 1,00 %	Добираем облигации компаний, потерявших рейтинг
Доля банковских кредитов дешевле 80 центов растёт	выше 8,0 %	Убираем рискованный долг полностью

● Почему мы так решили

Плата за риск ушла к худшим заёмщикам, а не выросла у рынка целиком

За год цена кредитного риска почти не изменилась в среднем и разошлась в частностях. Рискованные заёмщики платят сверх государства 2,70 % годовых, а год назад платили 2,88 %; плата надёжных выросла за то же время с 0,77 до 0,81 %. Средние числа спокойны, но внутри них плата надёжнейших заёмщиков поднялась с 0,29 до 0,43 %, а у ступени BB опустилась с 1,76 до 1,58 %.

Платят, стало быть, не за риск вообще, а за конкретных заёмщиков. Прежде плата распределялась по всей шкале качества — теперь она собралась на её краях: сверху её требуют за надёжность, снизу за сомнительное качество самого заёмщика. Середина шкалы оценена ровно и дешево, и расстояние между BB и BBB держится на 0,58 % годовых — ниже за три года оно почти не опускалось.

Расстояние между платой за риск CCC и BB, % годовых



Источник: индексы ICE BofA через FRED, ряды BAMLH0A3NYC и BAMLH0A1NYBB. Разность платы за риск, % годовых; история ряда доступна с августа 2023 года.

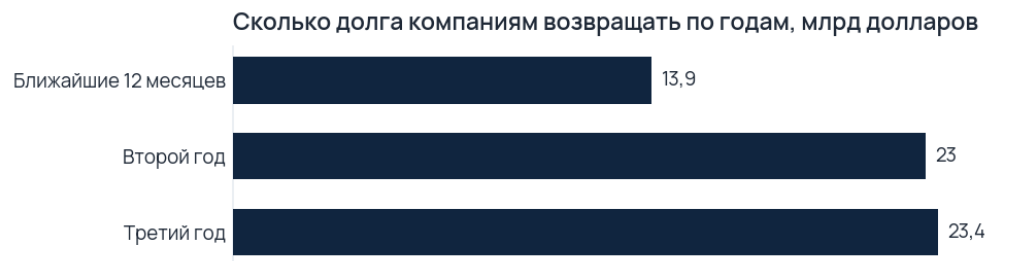
Время у этой середины есть, и его даёт отчётность самих заёмщиков. Двадцать крупных рискованных компаний, чью отчётность мы разбираем каждый квартал, должны в среднем 3,02 годовых прибыли, и долг такого размера обслуживается без напряжения. Прибыли хватает на проценты по долгу шесть раз, у худшей четверти компаний — 3,62 раза, что вдвое выше опасной границы. Свободные деньги за год покрывают 6,7 % всего долга. Слабее всего выглядит прибыль: за год она снизилась у 41,2 % компаний.

Цена рискованного долга закладывает больше неплатежей, чем происходит на самом деле. При обычном возврате около сорока центов на доллар нынешняя плата за риск отвечает 4,5 % невозвратов в год, а фактически за последние двенадцать месяцев не заплатили по 2,67 % рискованных облигаций. Разница между этими числами и есть награда держателя за то, что он остаётся в бумаге, пока остальные её обходят.



Против этого вывода стоит состояние банковских кредитов. Дешевле 80 центов за доллар торгуется 6,89 % кредитов, а трудности приходят в кредит раньше, чем в облигацию: кредит переоценивают быстрее. Фонд банковских кредитов BKLN подешевел за год с 20,84 до 20,60 доллара, тогда как фонд рискованных облигаций HYG почти не сдвинулся — с 80,20 до 79,61 доллара. Расхождение пока невелико, но идёт в одну сторону: кредиты дешевеют быстрее облигаций.

Расписание возврата долга даёт нашему решению ещё около двух лет. Двенадцати компаниям корзины, которые раскрывают график погашений, в ближайшие двенадцать месяцев предстоит вернуть 13,9 млрд долларов, во второй год — 23,0 млрд, в третий — 23,4 млрд. Ближайший год лёгкий, напряжение начинается со второго, и занимать заново компании будут уже по другой ставке.



Источник данных — отчётность двенадцати компаний, которую они сдают регулятору. Суммы долга к возврату по годам, млрд долларов.

Мы держим середину шкалы качества и не спускаемся ниже неё. Рынок платит за надёжность и за худших заёмщиков, а середина от BBB до BB оценена дёшево при отчётности, которая такую оценку выдерживает. Поэтому 55 % долговой части стоят в надёжных облигациях и бумагах бывших надёжных заёмщиков, 15 % работают в широком рискованном фонде, а 30 % ждут в коротких государственных бумагах.

Ошибиться мы можем в одном. Разделение заёмщиков способно пойти вверх по шкале, и тогда плата за середину вырастет, а наши 55 % подешевеют вместе с рынком. Цену ошибки показывают диапазоны дохода: спокойный ход приносит держателю рискованного долга от 3,9 % за год, а стресс отнимает до 7,5 %.

● Что может пойти не так

Спокойный ход набирает 51 % на ближайший квартал

Шансы опираются на то, как кредитный рынок переходил из одного состояния в другое за сорок лет наблюдений.

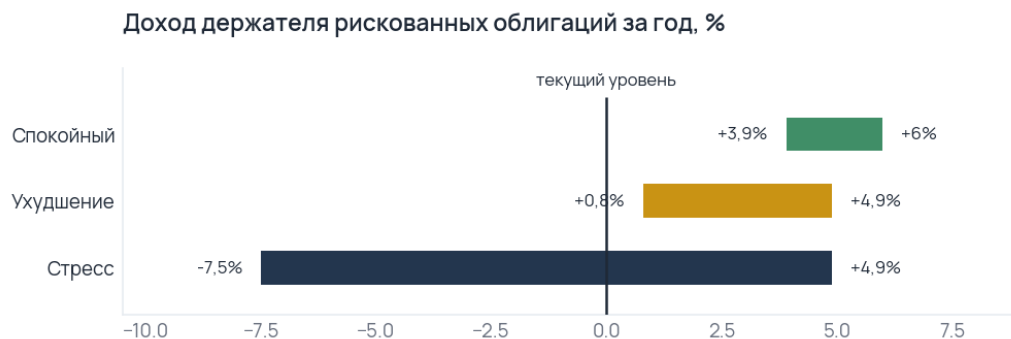
Как может пойти	Шанс в ближайшие три месяца	Шанс в ближайшие полтора года	Сколько принесёт долг за год
Спокойный ход	51 %	53 %	от 3,9 до 6,0 %
Ухудшение	38 %	28 %	от 0,8 до 4,9 %
Стресс	11 %	19 %	от -7,5 до 4,9 %

Спокойный ход означает, что плата за риск остаётся у нынешних значений, а неплатежи держатся ниже заложенных в цену. Признак виден в карточке фонда рискованных облигаций: цена пая стоит на месте, а доход приходит купоном. За год такой ход приносит держателю от 3,9 до 6,0 %, и мы в этом случае не меняем ничего.



Ухудшение начинается с того, что плата за риск растёт по всей шкале, а не только у худших заёмщиков. Признак виден за один день: фонд рискованных облигаций и фонд надёжных облигаций дешевеют одновременно, чего на спокойном рынке не бывает — обычно надёжные бумаги растут, когда рискованные падают. Доход за год сжимается до 0,8–4,9 %. Мы сокращаем рискованную долю вдвое и переводим освободившиеся деньги в короткие государственные бумаги.

Стресс узнаётся по цене фонда рискованных облигаций: она снижается несколько недель подряд и быстрее, чем растёт доходность бумаг к погашению. За год держатель теряет до 7,5 %, а в лучшем случае получает 4,9 %, и разброс исходов здесь шире, чем в двух других развилках. Мы убираем рискованный долг полностью и держим деньги короткими, пока плата за риск не вернётся к прежним значениям.



Источник: расчёт по индексу ICE BofA US High Yield и кривой казначейских бумаг. Диапазон дохода держателя за год при средней срочности бумаг 3,8 года, %.

● За чем следим

Четыре числа, каждое читатель проверяет сам

Каждое из четырёх чисел лежит на общедоступной странице или в карточке фонда.

Что проверять	Сейчас	Граница	Что это будет значить для вас
Доходность фонда рискованных облигаций, % годовых	7,08	8,0	Цена фонда уже упала: рынок требует больше за тот же риск. Мы сокращаем эту долю вдвое
Разница в плате между рейтингами BB и BBB, % годовых	0,58	1,00	За рискованный долг снова доплачивают: он становится выгоднее, и мы его добираем
Расстояние между рейтингами CCC и BB, % годовых	8,79	9,5	Разделение заёмщиков идёт вверх по качеству. Наш вывод неверен, портфель меняем
Доля банковских кредитов дешевле 80 центов, %	6,89	8,0	Проблемы дошли до банковских кредитов — раньше, чем до облигаций. Убираем рискованный долг

Само по себе ни одно из этих чисел действий не требует. Первое, которое перешагнёт свою границу, мы разберём в ближайшем выпуске.



● Права ли мы были в прошлый раз

Из шести названных условий не наступило ни одно

Прошлый выпуск назвал шесть условий, при которых мы меняем решение, и за неделю не наступило ни одно. Ближе всего подошло разделение заёмщиков: расстояние между CCC и BB выросло с 8,72 до 8,79 % годовых при объявленной границе 9,5 %. Плата за спуск из надёжного долга в BB, наоборот, отошла от своей границы и держится на 0,58 % при пороге 1,00 %. Дешевле 80 центов торгуются прежние 6,89 % банковских кредитов при границе 8,0 %, а фонды прямого кредитования отдают записью 10,55 % дохода — вернуться к этому сегменту мы обещали при 8,0 % и ниже.

Одно условие мы сформулировали неверно и снимаем его. Запас облигаций у банков-посредников был записан в долларах, границей стояли 3 300 млн. Такого числа читатель нигде не найдёт, да и сам по себе запас посредника ничего не говорит без оборота, к которому он относится. На его место встало условие по доходности фонда рискованных облигаций выше 8,0 % годовых: эту величину видно в карточке фонда в любой день.



● Приложение — цифры

Плата за риск, ступени качества и отчётность заёмщиков

Что меряем	Сейчас	Место в истории	Год назад
Плата за риск, рискованные заёмщики, % годовых	2,70	у нижней границы	2,88
Плата за риск, надёжные заёмщики, % годовых	0,81	ниже обычного	0,77
Расстояние между CCC и BB, % годовых	8,79	почти рекордно высоко	6,41
Расстояние между BB и BBB, % годовых	0,58	почти рекордно низко	0,79
Неплатежи: заложено в цену / случилось за 12 месяцев, %	4,50 / 2,67	—	—
Лет прибыли на весь долг, средний заёмщик	3,0	—	—
Во сколько раз прибыли хватает на проценты	6,0	—	—
Доля заёмщиков со снижением прибыли, %	41,2	—	—

Ступень	Плата за риск, % годовых	За 13 недель	Год назад	Место в истории	Плата за риск
AAA	0,43	+0,11	0,29	выше обычного	выше риска
AA	0,60	+0,14	0,43	заметно выше обычного	выше риска
A	0,68	+0,07	0,64	ниже обычного	по риску
BBB	1,00	+0,07	0,97	ниже обычного	по риску
BB	1,58	-0,04	1,76	почти рекордно низко	по риску
B	2,88	-0,13	3,04	ниже обычного	по риску
CCC	10,37	+0,98	8,17	почти рекордно высоко	выше риска

Вопрос о финансах заёмщика	Средняя компания	Худшая четверть	Опасный уровень
Сколько лет прибыли уйдёт на весь долг	3,0	4,8	более 6
Во сколько раз прибыли хватает на проценты	6,0	3,6	менее 2
Свободные деньги за год к сумме долга, %	6,7	—	менее 0
Доля компаний, у которых прибыль за год упала, %	41,2	—	более 60

История платы за риск по ступеням рейтинга доступна за три года, и оценка «почти рекордно» относится к этому окну.

Плата за риск — Надбавка к процентной ставке, которую компания платит поверх государства. Компания может не вернуть долг, государство — практически нет, и разница между их ставками показывает, как рынок оценивает эту вероятность.



Рейтинг — Оценка кредитного качества заёмщика по шкале рейтинговых агентств: от AAA у самых надёжных до CCC у тех, чей невозврат считается вероятным. Ступени от AAA до BBB называют надёжным долгом, всё ниже — рискованным.

Неплатёж — Отказ заёмщика платить проценты или возвращать долг в срок. С обанкротившейся компании обычно удаётся вернуть около сорока центов на доллар.

Приватный долг — Займы, которые компании берут не на бирже, а напрямую у специализированных фондов. Такой заём не торгуется каждый день, и его оценка в отчётности фонда может расходиться с ценой реальной продажи.

Купон — Процент, который облигация платит держателю за год. Доход держателя складывается из купона и изменения цены самой облигации.