

## Влияние Covid-19 на кредитоспособность

# Развивающиеся рынки:

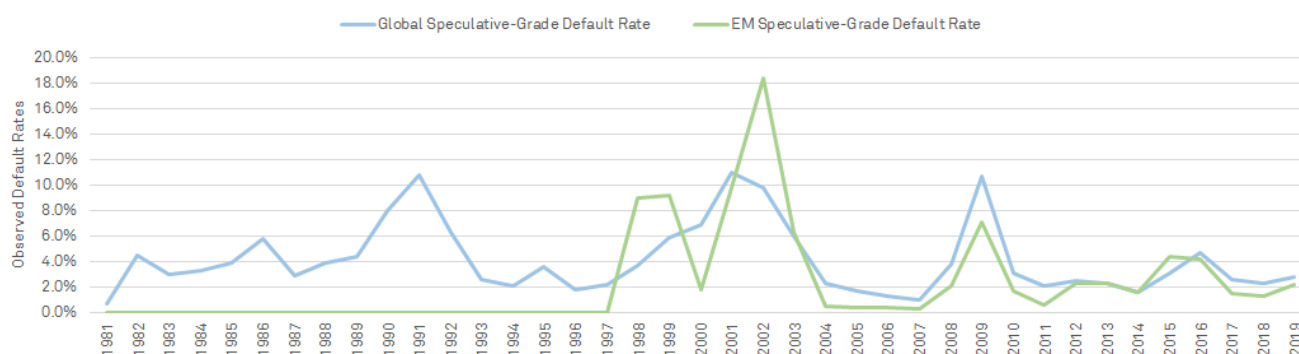
# информационное письмо об

# изменениях в кредитоспособности |

# Апрель 2020 г.

Согласно исследованию S&P Global Ratings, расширенные меры по сдерживанию распространения коронавируса в мире ведут к глубочайшей рецессии со времен Великой депрессии, при этом на этот раз темпы ухудшения ситуации намного опережают темпы любого предыдущего кризиса. Серьезное воздействие на развивающиеся рынки оказывают беспрецедентный отток капитала, ужесточение условий финансирования и давление на валюты.<sup>1</sup> Резкий рост числа дефолтов во всем мире уже начался и, как ожидается, достигнет уровня, который в последний раз наблюдался в 2009 году (после глобального финансового кризиса), в 2002 году (Технологический пузырь) и в 1990 году (экономическая рецессия в США).

Рисунок 1: Уровень дефолтов компаний со спекулятивным рейтингом на мировом и развивающихся рынках Emerging Markets (EM) за 12 месяцев



Источник: CreditPro® от S&P Global Market Intelligence, данные по состоянию на 20 апреля 2020 г.

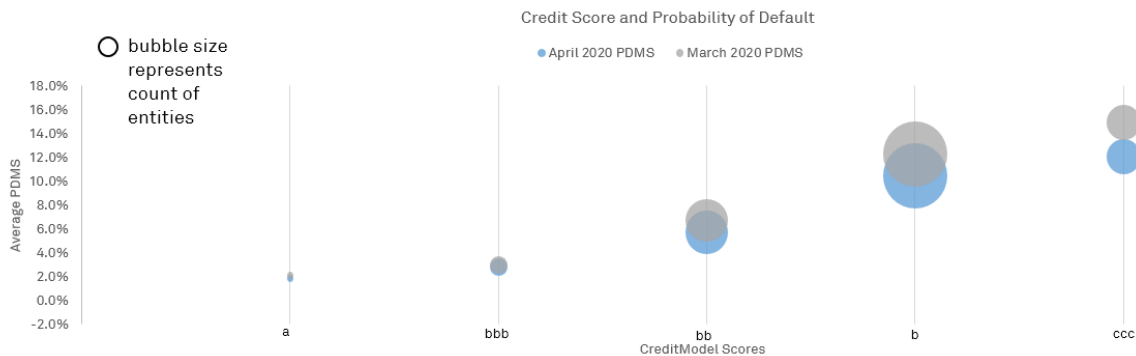
Для оценки кредитоспособности 6 158 финансовых и нефинансовых корпораций, осуществляющих свою деятельность в Центральной Азии, на европейских развивающихся рынках, на Ближнем Востоке и в Северной Африке, в странах Африки к югу от Сахары и на индийском субконтиненте, мы использовали кредитную модель CreditModel™ (CM) и структурную модель на основе рыночной информации Probability of Default Market Signal (PDMS) от S&P Global Market Intelligence из нашего пакета статистических моделей Credit Analytics (для лучшего

<sup>1</sup> «Усиление кредитного давления на фоне углубляющейся рецессии и неопределенности пути восстановления», S&P Global Ratings, 22 апреля 2020 г.

понимания моделей и методологии, использованных в нашем исследовании, см. Приложение 1 – Пояснения к моделям и методологии).<sup>2</sup> Профиль нашей исследуемой выборки в значительной степени смещен в сторону нижней части диапазона оценок кредитоспособности (см. рисунок 2 ниже). Размер пузырьков на рисунке 2 отражает количество компаний, причем наибольшая доля приходится на компании, получившие оценку «b».<sup>3</sup> Такая концентрация указывает на высокий кредитный риск у компаний, включенных в выборку. Компании с более низкими оценками кредитоспособности сильнее подвержены негативному кредитному давлению, которое создает нынешняя ситуация, имеют большую уязвимость от неблагоприятных коммерческих, финансовых или экономических условий. Наименее вероятно, что такие компании переживут этот кризис без какой-либо внешней поддержки.

На развивающихся рынках более низкие кредитные оценки приобретают еще большее значение в результате беспрецедентного оттока капитала, риска невозможности рефинансирования и более высокой стоимости заимствования. Эта точка зрения подтверждается точкой зрения рынка, согласно нашей модели PDMS, вероятность дефолта Probability of Default (PD) возрастает по мере приближения к нижней части диапазона оценок (от «a» к «ccc»). Появление и распространение Covid-19 по всему миру естественным образом вызвало негативное давление на стоимость активов по всему миру и на рынки, участвующие в данном исследовании, которое при этом еще больше усугубилось в результате падения цен на нефть. Существенное число стран, включенных в нашу выборку, в значительной степени зависит от доходов, получаемых от экспорта нефти, которые необходимы для финансирования их бюджетов, особенно инвестиций в инфраструктуру. Таким образом, экономический рост в таких странах-экспортерах нефти очень чувствителен к изменению цен на нефть, что приводит к оттоку капитала и, следовательно, к давлению на курс акций и, в конечном итоге, к вероятности наступления дефолта в текущих рыночных условиях. Мы видим небольшое улучшение в части общей вероятности дефолта компаний, включенных в выборку: вероятность дефолта (PD) по состоянию на 29 марта 2020 года (дата нашего последнего исследования, [Развивающиеся рынки: Информационное письмо об изменениях в кредитоспособности, март 2020 г.](#)) выше чем PD по состоянию на 20 апреля 2020 г. Умеренное снижение PD показано ниже на рисунках 3 и 4.

Рисунок 2: Профиль кредитного риска в разрезе кредитной оценки и вероятности дефолта



Источник: S&P Global Market Intelligence; CM и PDMS из пакета Credit Analytics, «голубой пузырь» по состоянию на 20 апреля 2020 года, «серый пузырь» по состоянию на 29 марта 2020 года.

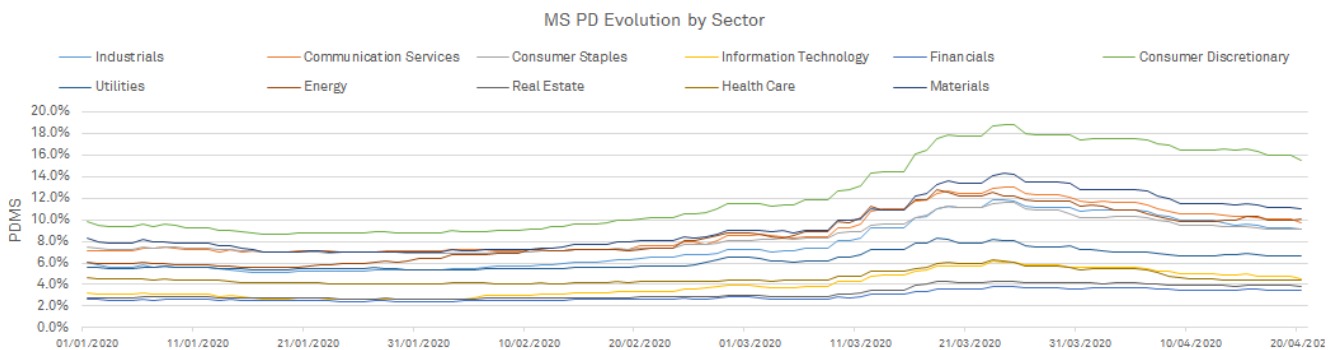
<sup>2</sup> Мы выбрали компании, ведущие деятельность на отдельных развивающихся рынках; нам удалось получить оценку CM для 5 674 компаний, а 484 компании остались без оценки («b/o»), однако они были связаны с PDMS, поэтому мы сохранили их в нашем исследовании.

<sup>3</sup> Строчные буквы используются с целью отделить скоринговый балл, полученный по модели PD Market Signals [или оценки, присвоенные кредитной моделью] S&P Global Market Intelligence от рейтингов кредитоспособности, присваиваемых S&P Global Ratings.

На рисунках 3 и 4 показано снижение PD в конце марта, что отражает улучшение настроений инвесторов после резкого оттока капитала.<sup>4</sup> Улучшение настроений связано с финансовым послаблением, предоставленным центральными банками на своих соответствующих рынках, особенно в отношении долларовой ликвидности на основе свопов, предоставленных ФРС США ключевым развивающимся рынкам, примерно, в конце марта.<sup>5</sup>

Если взглянуть на PDMS на отраслевом уровне (рисунок 3), большинство секторов продолжают демонстрировать высокую вероятность дефолта с наибольшим риском, связанным с сектором потребительских товаров второстепенной важности, причем такая же тенденция наблюдается во всем мире, так как инвесторы опасаются, что серьезный урон будет нанесен расходам, не являющимся первостепенными. Материалы и энергоресурсы, что неудивительно, занимают второе и третье места, соответственно, с точки зрения оценки вероятности дефолта. Это является результатом более слабых перспектив экономического роста, но также отражает характер большинства экономик в исследуемой выборке: (1) высокая зависимость от импорта сырья с мировых рынков и подверженность рискам, связанным с нарушением работы цепей поставок; а также (2) высокая зависимость от экспорта товаров (нефти, минерального сырья и т. д.), что подвергает их экономическим рискам. Сектор «Финансовые организации» имеет самую низкую оценку PDMS, что также неудивительно, поскольку многие академические и журналистские отчеты классифицируют этот кризис как связанный с корпоративным кредитным риском, который банки в некоторой степени смягчают благодаря капиталу, сформированному после глобального финансового кризиса. S&P Global Ratings продолжает ожидать, что банки продемонстрируют свою устойчивость во время вспышки Covid-19 благодаря в целом сильному капиталу, существенной поддержке со стороны государственных органов и, в конечном счете, восстановлению глобальной экономики, что само по себе основано на мнении о том, что Covid-19 остается временным шоком для системы, а не долгосрочной структурной проблемой. При оценке банков на развивающихся рынках S&P Global Ratings отмечает, что, хотя банки «подвержены риску в большей степени, чем банки на развитых рынках, [агентство] ожидает, что большинство из них столкнется с проблемами с прибылью, а не с капиталом, что усугубится снижением аппетита инвесторов и увеличением затрат на финансирование систем, зависящих от внешнего финансирования».<sup>6</sup>

Рисунок 3: Развитие PDMS по секторам



Источник: S&P Global Market Intelligence, PDMS из пакета Credit Analytics по состоянию на 20 апреля 2020 г.

Если взглянуть на PDMS на региональном уровне (рисунок 4), мы видим тенденцию к снижению PDMS, при этом индийские корпорации демонстрируют меньшую вероятность дефолта по сравнению с уровнями, которые мы наблюдали в нашем выпуске в марте 2020 года, но наряду с этим PDMS увеличивается у корпораций,

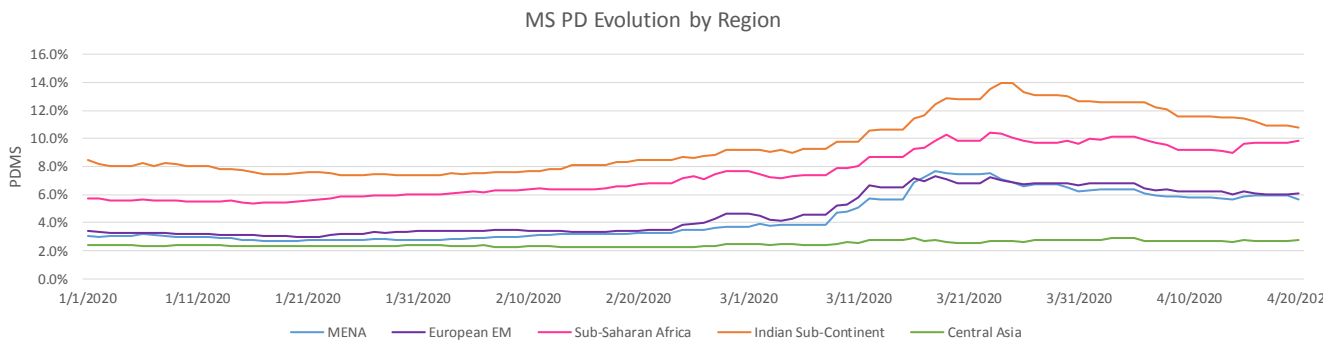
<sup>4</sup> «Большонаро, Бразилия и кризис из-за пандемии коронавируса на развивающихся рынках», Financial Times, 19 апреля 2020 г.

<sup>5</sup> «ФРС США создает схему для удовлетворения растущего спроса на доллары в зарубежных странах», Financial Times, 31 марта 2020 г.

<sup>6</sup> «Как COVID-19 влияет на банковские рейтинги», S&P Global Ratings, 22 апреля 2020 г.

расположенных в странах Африки к югу от Сахары. PD остается высокой для всех регионов (в Центральной Азии стабильный уровень PD, однако это может быть связано с небольшим объемом выборки, в которую входят только 10 компаний). Основной причиной этого является системный компонент, характерный для всех развивающихся рынков, что обусловлено главным образом значительным оттоком капитала, более низкими ценами на нефть и более высокой стоимостью финансовых средств (см. рисунок 6). Согласно Financial Times, Институт внутренних финансов (ИФ) оценивает трансграничный отток средств в первом квартале 2020 года в размере 95 млрд. долларов США, что в четыре раза превышает объем оттока за тот же период после начала мирового финансового кризиса.<sup>3</sup> Для подтверждения системного компонента в кривой PDMS в нашей выборочной совокупности мы провели статистическое исследование с целью оценки вклада макрофакторов (рост ВВП, цены на нефть) в общую динамику PD (сводные графики представлены в Приложении 2 «Панельные результаты многофакторной регрессии зависимости PDMS от макроэкономических факторов»). Графики наглядно демонстрируют высокую корреляцию трендов PD и макроэкономических переменных в соответствии с установленными ожиданиями.

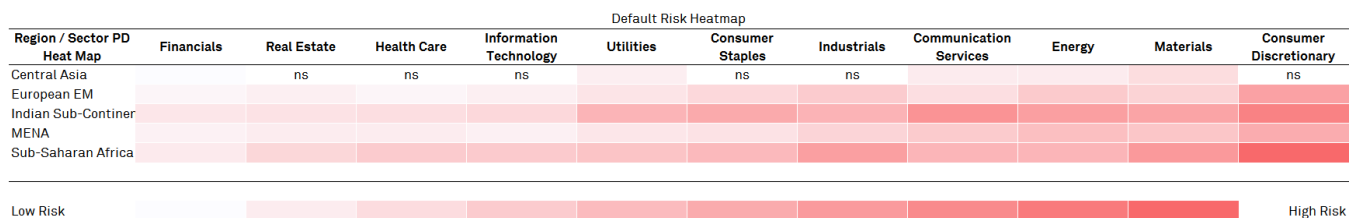
Рисунок 4: Эволюция PDMS по регионам



Источник: S&P Global Market Intelligence, PDMS из пакета Credit Analytics по состоянию на 20 апреля 2020 г.

Индийский субконтинент по-прежнему имеет самый высокий общий показатель PD. В то время как основной причиной этого является системный риск, еще одной причиной является структура исследуемой выборки, предполагающая более негативный фон для индийских корпораций, составляющих около 55% нашей выборки, и занятых преимущественно в секторах с высоким уровнем PD, а именно – сектор второстепенных потребительских товаров, материалы и промышленность. Напротив, наша выборка по странам Ближнего Востока и Северной Африки, с концентрацией в секторах с низким уровнем PD, а именно в финансовом секторе, выглядит более позитивно. Тем не менее, даже если мы ограничимся анализом по отраслям, мы обнаружим, что индийские корпорации имеют более высокие уровни PD по сравнению с другими региональными кластерами в нашей выборке (рисунок 5). Например, средняя PDMS для потребительских корпораций в Индии составляет 17% по состоянию на 20 апреля 2020 года (19% по состоянию на 29 марта 2020 года) по сравнению с 12% в странах Ближнего Востока и Северной Африки (11% по состоянию на 29 марта 2020 года). Мы разработали теплокарту, показывающую средние значения PD по секторам и регионам (рисунок 6). Теплокарта в значительной степени подтверждает общие настроения инвесторов по секторам.

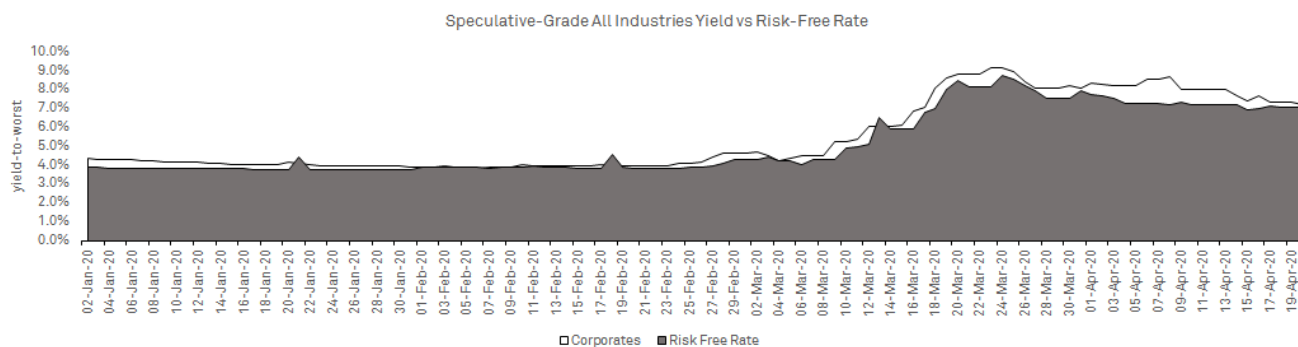
Рисунок 5. Снимок теплокарты PDMS – регион и сектор



Источник: S&P Global Market Intelligence, CM и PDMS из пакета Credit Analytics по состоянию на 20 апреля 2020 года

Помимо кривой PDMS, мы смотрим на кривую доходности корпоративных облигаций эмитентов из выборки (рисунок 6), подтверждающую наличие повышенного риска, рост которого мы начали наблюдать с конца марта, и которая, что неудивительно, совпадает с ростом PDMS. Наблюдаемый рост доходности обусловлен увеличением соответствующих базовых ставок (эмиссия суверенных ценных бумаг, номинированных в долларах США) и расширением спреда. Рост доходности указывает на более высокий риск рефинансирования, который в итоге может привести к просроченным платежам и, в конечном счете, к дефолтам. Мы наблюдаем сокращение спреда в середине апреля, через несколько дней после того, как ФРС выпустила новые объемы ликвидности на развивающиеся рынки.<sup>5</sup>

Рисунок 6 Кривая доходности



S&P Global Market Intelligence, по состоянию на 20 апреля 2020 г.

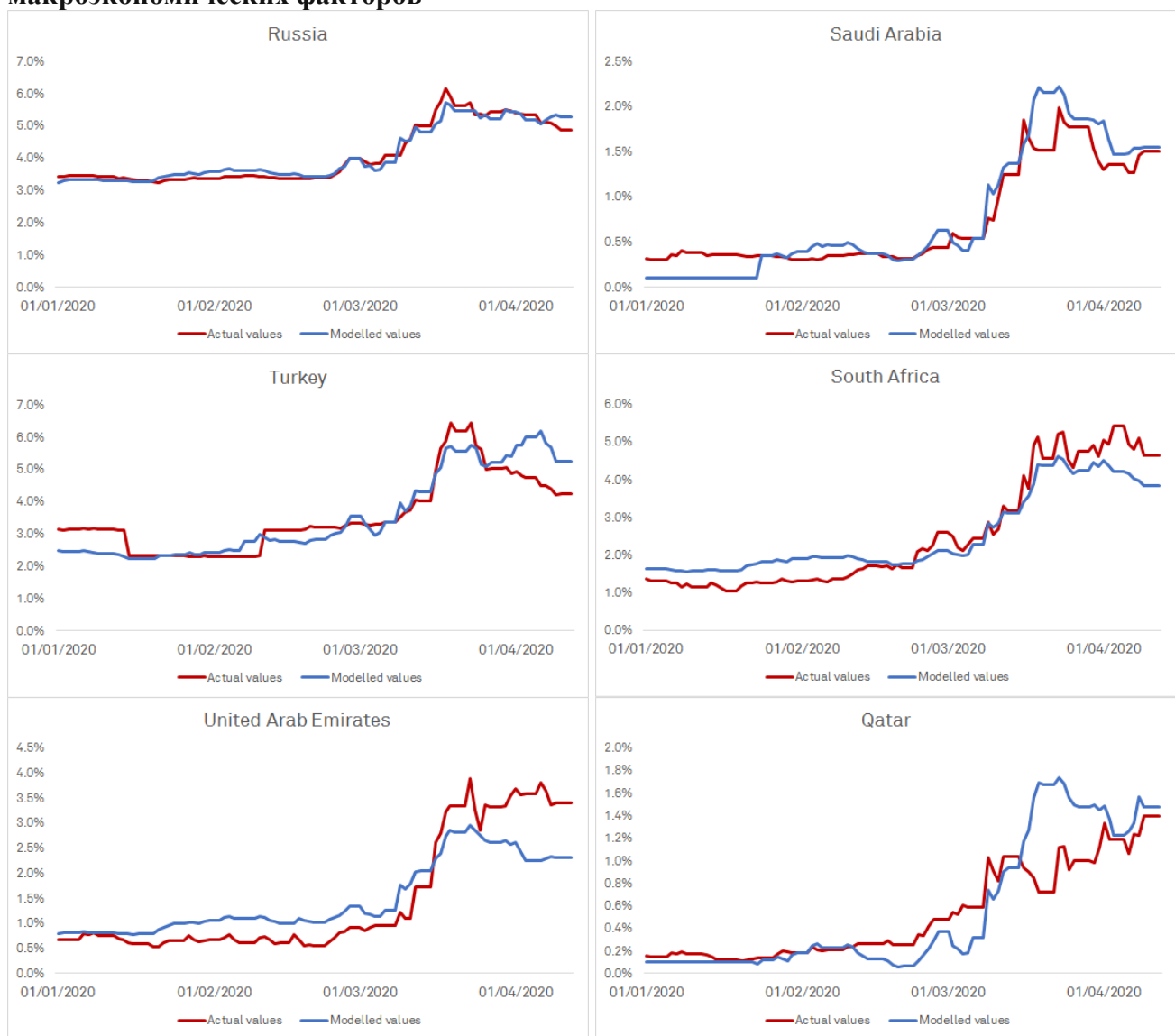
[Нажмите здесь](#) для получения бесплатного доступа к указанному в нашем отчете исследованию S&P Global Ratings.

[Нажмите здесь](#) если вы заинтересованы в получении дополнительной информации о наших инструментах Credit Analytics, используемых в данном анализе.

### Приложение 1 - Пояснения к моделям и методологии

СМ из пакета Credit Analytics может генерировать кредитную оценку для компаний всех типов, включая рейтинговые и нерейтинговые, публичные и частные компании по всему миру. Это становится особенно полезным для нашего исследования, направленного на рынок, который в значительной степени не имеет большого покрытия кредитными рейтингами. Мы также используем модель PDMS, которая использует цены акций и волатильность активов в качестве исходных данных для расчета PD в течение одного года. Это помогает нам понять, какие корпорации столкнулись с существенными изменениями риска дефолта, основываясь на рыночных сигналах. Мы провели наш анализ, рассчитав медианные значения PDMS на основе как отраслевой, так и региональной кластеризации. Сочетание СМ и PDMS в нашем исследовании помогает (1) ранжировать компании в абсолютном выражении в соответствии с их кредитным риском в долгосрочной перспективе и (2) сопоставлять эти оценки с годовой PD на основе полученных рыночных сигналов.

### Приложение 2 - Панельные результаты многофакторной регрессии зависимости PDMS от макроэкономических факторов



## Исследование S&P Global Market Intelligence

- [«Отрасли, наиболее и наименее затронутые пандемией COVID 19 с точки зрения вероятности дефолта, март 2020 г.»](#), 7 апреля 2020 г.
- [«Пятерка ведущих отраслей, на которые повлияла пандемия COVID 19, с точки зрения вероятности дефолта»](#), 16 марта 2020 г.

## Исследование S&P Global Ratings

- «Условия кредитования на развивающихся рынках: более длительные локауты и повышенные риски», S&P Global Ratings, 23 апреля 2020 г.
- «Усиление кредитного давления на фоне углубляющейся рецессии и неопределенности пути восстановления», S&P Global Ratings, 22 апреля 2020 г.
- «Как COVID-19 влияет на банковские рейтинги», S&P Global Ratings, 22 апреля 2020 г.
- «Оценка связанного с коронавирусом ущерба для мировой экономики и кредитоспособности», 24 марта 2020 г.
- «Глобальная рецессия может довести уровень дефолтов в США до 10%», 19 марта 2020 г.
- «Изменение условий кредитования в связи с COVID-19: внезапная остановка экономики вызовет сильное кредитное давление», 17 марта 2020 г.

Подписчики RatingsDirect®: [Войдите в систему здесь](#) чтобы получить доступ к самым последним исследованиям S&P Global Ratings.

## Внешнее исследование

- [«Большонаро, Бразилия и кризис из-за пандемии коронавируса на развивающихся рынках»](#), Financial Times, 19 апреля 2020 г.
- [«ФРС США создает программу для удовлетворения растущего спроса на доллары в зарубежных странах»](#), Financial Times, 31 марта 2020 г.
- [«Как коронавирус стимулировал корпоративные кредиты»](#), Financial Times, март 2020 г.

## Авторы

Чади Абдельнур  
Старший специалист по кредитным продуктам  
chady.abdelnour@spglobal.com

Андрей Елисеев  
Специалист по кредитным продуктам  
andrey.eliseev@spglobal.com



Эти материалы были подготовлены исключительно в информационных целях на основе общедоступной информации и информации из источников, которые считаются надежными. Никакой контент (включая индексы, рейтинги, анализы и данные, связанные с кредитами, исследования, модели, программное обеспечение или другие приложения или выходные данные из них) или любая их часть («Контент») не подлежат изменению, обратному проектированию, воспроизведению или распространению в любой форме и любыми средствами или хранению в базе данных или поисковой системе без предварительного письменного разрешения S&P Global Market Intelligence или ее дочерних компаний (совместно именуемых S&P Global). Контент не должен использоваться для каких-либо незаконных или неразрешенных целей. S&P Global и любые сторонние поставщики (совместно именуемые Стороны S&P Global) не гарантируют точность, полноту, своевременность или доступность Контента.

Стороны S&P Global не несут ответственности за любые ошибки или упущения, независимо от причины, а также за результаты, полученные при использовании Контента. КОНТЕНТ ПРЕДОСТАВЛЯЕТСЯ НА УСЛОВИЯХ «КАК ЕСТЬ». СТОРОНЫ S&P GLOBAL ОТКАЗЫВАЮТСЯ ОТ ЛЮБЫХ И ВСЕХ ЯВНЫХ ИЛИ ПОДРАЗУМЕВАЕМЫХ ГАРАНТИЙ, ВКЛЮЧАЯ, СРЕДИ ПРОЧЕГО, ЛЮБЫЕ ГАРАНТИИ ТОВАРНОЙ ПРИГОДНОСТИ ИЛИ ПРИГОДНОСТИ ДЛЯ КОНКРЕТНОЙ ЦЕЛИ ИЛИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ, ОТСУТСТВИЯ ОШИБОК, ПРОГРАММНЫХ ОШИБОК ИЛИ ДЕФЕКТОВ, БЕСПЕРЕБОЙНОГО ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ КОНТЕНТА ИЛИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ КОНТЕНТА С ЛЮБОЙ КОНФИГУРАЦИЕЙ ПРОГРАММНОГО ИЛИ АППАРАТНОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ. Стороны S&P Global ни при каких обстоятельствах не несут ответственности перед каким-либо лицом за любые прямые, косвенные, случайные, штрафные, компенсаторные, фактические или последующие убытки, затраты, расходы, судебные издержки или ущерб (включая, помимо прочего, упущенный доход или выгоду и альтернативные издержки или убытки, вызванные небрежностью) в связи с любым использованием Контента, даже если сообщается о возможности возникновения таких убытков.

Мнения, котировки и кредитный и иной анализ S&P Global Market Intelligence являются выражением мнения на дату их предоставления, а не констатацией факта или рекомендацией о покупке, удержании или продаже каких-либо ценных бумаг или принятии инвестиционных решений, а также не рассматривают вопрос о целесообразности приобретения каких-либо ценных бумаг. S&P Global Market Intelligence не берет на себя никаких обязательств по обновлению Контента после публикации в любой форме или формате. На Контент не следует полагаться при принятии инвестиционных и других деловых решений; Контент не может служить заменой навыков, профессионального суждения и опыта пользователя, руководства, сотрудников, консультантов и (или) клиентов. S&P Global отделяет некоторые виды деятельности своих подразделений друг от друга в целях сохранения независимости и объективности их соответствующей деятельности. В результате, некоторые подразделения S&P Global могут располагать информацией, недоступной другим подразделениям S&P Global. S&P Global разработала политику и процедуры для соблюдения конфиденциальности определенной закрытой информации, получаемой в связи с каждым аналитическим процессом.

S&P Global Ratings не способствует и не участвует в создании кредитных оценок, генерируемых S&P Global Market Intelligence. Номенклатура, обозначаемая строчными буквами, используется с целью отделить оценки PD, присвоенные кредитной моделью S&P Global Market Intelligence, от кредитных рейтингов, присвоенных S&P Global Ratings.

S&P Global может получать компенсацию за свои рейтинги и определенный анализ, как правило, от эмитентов или андеррайтеров ценных бумаг или от дебиторов. S&P Global оставляет за собой право распространять свои заключения и аналитические материалы. Публичные рейтинги и аналитические материалы S&P Global доступны на ее веб-сайтах [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (бесплатно) и [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) (подписка) и могут распространяться другими способами, включая публикации S&P Global и сторонними редиистрибьюторами. Дополнительная информация о наших сборах за составление рейтинга доступна по ссылке [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).