

10 сентября 2020

Алексей Корнев  
Старший аналитик, группа  
корпоративных рейтингов  
+7 (495) 139-0480, доб. 188  
alexey.kornev@acra-ratings.ru

Екатерина Можарова  
Старший директор, руководитель  
группы корпоративных рейтингов  
+7 (495) 139-0498, доб. 171  
ekaterina.mozharova@acra-ratings.ru

**Контакты для СМИ:**

Алексей Чурилов  
Менеджер по внешним  
коммуникациям  
+7 (495) 139-0480, доб. 169  
media@acra-ratings.ru

\* Выбросы по показателю G-спреда  
были исключены в рамках анализа.

\*\* Для достижения полноты анализа  
рынка использовались данные  
по эмитентам и эмиссиям,  
имеющим кредитные рейтинги АКРА  
и Эксперт РА по национальной  
шкале. В случае наличия у эмитента  
или эмиссии кредитных рейтингов  
от двух указанных агентств в расчет  
принимались кредитные рейтинги,  
присвоенные АКРА.

Для демонстрации данных  
на графиках кредитные рейтинги  
были категоризованы:  
категория «AAA-AA» соответствует  
уровням рейтинга от AAA до AA-,  
категория «A» — от A+ до A-,  
категория «BBB» — от BBB+ до BBB-,  
категория «BB» — от BB+ до BB-.

## Что с премией за риск на рынке корпоративного долга в России в период пандемии COVID-19?

### Анализ размера премий за кредитный риск по облигациям нефинансовых компаний

Пандемия COVID-19 повлияла как на мировые финансовые рынки в целом, так и на российский в частности. И хотя распространение коронавируса продолжает оказывать влияние на рыночную ситуацию, АКРА считает возможным уже сейчас оценить эффект первой волны пандемии для рынка облигаций и ожидания инвесторов относительно будущих рисков.

В целях анализа используется показатель G-спред, который определяется как разность между эффективной доходностью к погашению/оферте выпуска и эффективной доходностью к погашению выпуска государственного долга. В расчете G-спреда учитывается дюрация бумаг до погашения/оферты. G-спред определяет премию за кредитный риск той или иной бумаги, а рост спреда соответствует ожидаемому инвесторами росту кредитного риска.

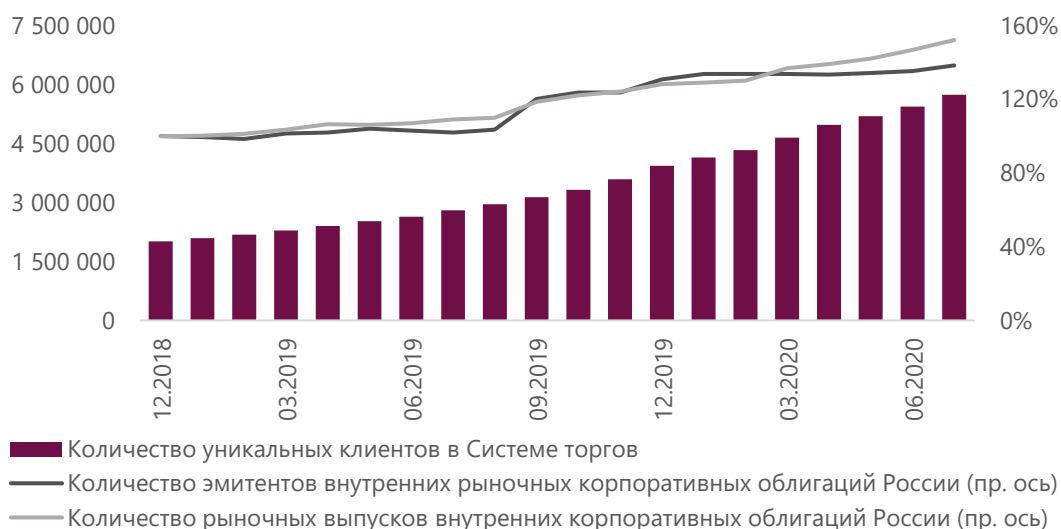
Агентство сопоставило данные G-спредов \* за декабрь 2019-го и июнь 2020-го по облигациям, выпущенным российскими нефинансовыми эмитентами. В аналитической выборке учитывались эмитенты и эмиссии, имеющие кредитные рейтинги. \*\*

- Риски бумаг нефинансовых компаний в рейтинговой категории «AAA-AA» не подверглись переоценке, о чем говорит минимальное изменение премий за кредитный риск в указанный период.
- Наибольший рост премии за риск в рейтинговой категории «A» отмечен в секторе прочей розничной торговли, тогда как в других отраслях рост показателя был умеренным.
- Цены бумаг рейтинговой категории «BBB» и «BB» оказались наиболее волатильными, что в совокупности с кредитным качеством эмитентов обусловило их серьезную переоценку в июне текущего года относительно декабря 2019-го.
- Одной из наиболее рискованных отраслей инвесторы по-прежнему считают жилищное строительство, но при переоценке рисков в большей степени учитывают масштабы деятельности компаний.
- Существенно меньший рост кредитного риска инвесторы отмечали у облигаций телекоммуникационных компаний, представителей АПК и продуктовой розницы, как следует из динамики G-спредов.

*Снижение ключевой ставки — основной источник роста как публичных заимствований, так и числа инвесторов*

Кардинальное снижение Банком России ключевой ставки в 2019–2020 годах привело к заметному росту на российском финансовом рынке количества розничных инвесторов. Привлекательность облигационного рынка для них связана с тем, что облигации по своей сути близки к банковским депозитам за счет фиксированного купонного дохода и определенной даты погашения или оферты. Снижение ключевой процентной ставки повысило привлекательность рынка публичного долга и для компаний, учитывая общее снижение стоимости заимствований.

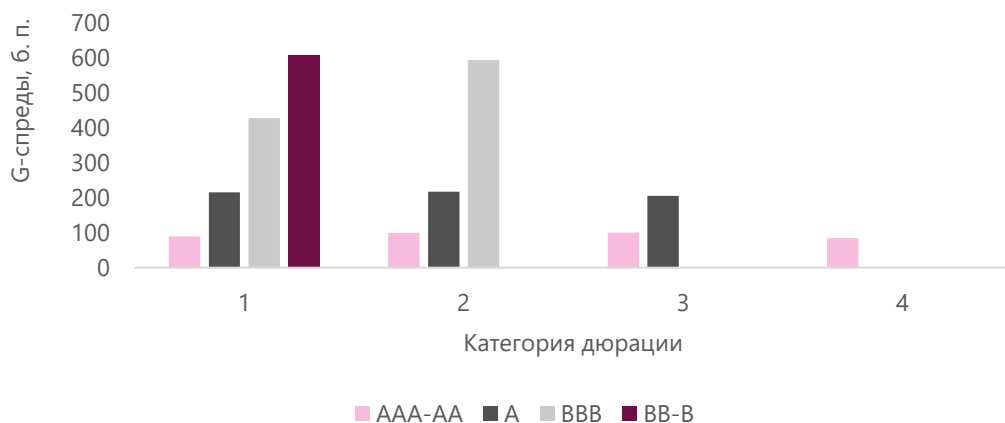
**Рисунок 1. Динамика спроса и предложения на российском рынке корпоративных облигаций**



Источник: Московская биржа, Sbonds, расчеты АКРА

С декабря 2019-го по июль 2020 года ключевая процентная ставка снизилась с 7,75 до 4,25 п. п. На этом фоне число эмитентов рыночных корпоративных облигаций увеличилось на 40%, количество эмиссий компаний — на 50%, а численность уникальных клиентов в Системе торгов Московской биржи выросла более чем в два раза.

**Рисунок 2. G-спреды по облигациям нефинансовых компаний в разрезе рейтинговых категорий в июне 2020-го и по категориям дюраций \***



\* Категории дюрации: 1 — дюрация менее полутора лет, 2 — менее трех лет, 3 — менее пяти лет, 4 — более пяти лет.

Источник: Московская биржа, Sbonds, расчеты АКРА

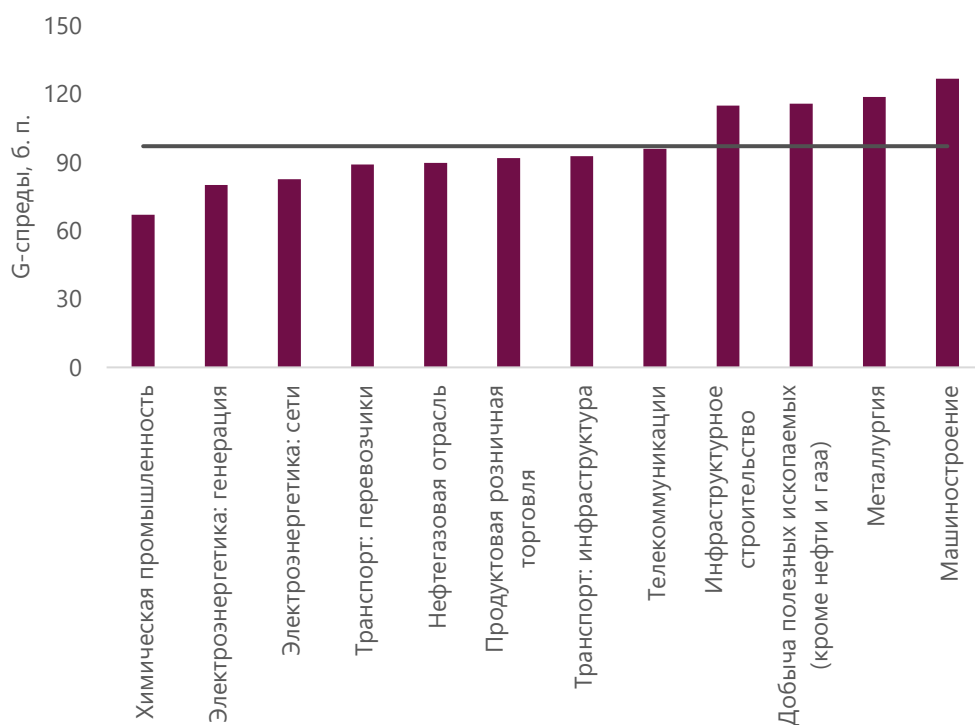
Для категории «AAA-AA» рост премий за кредитный риск минимален

**Динамика G-спредов по бумагам эмитентов с рейтингами категории «AAA-AA»**

На российском долговом рынке в настоящее время преобладают эмиссии, выпущенные эмитентами с категорией кредитного рейтинга «AAA-AA». Положительное влияние на уровень риска таких бумаг оказывает высокое кредитное качество эмитентов, а также меры господдержки, оказываемые крупнейшим из них. Все это способствовало тому, что в анализируемый период рост G-спредов по облигациям эмитентов данной категории находился в пределах статистической погрешности.

Эмитенты высшей рейтинговой категории не демонстрируют существенной разницы в распределении G-спредов в отраслевом разрезе и имеют широкий диапазон дюраций, что редко встречается у эмитентов с более низкими рейтингами. Это позволяет инвесторам формировать диверсифицированные по отраслям портфели облигаций с разными горизонтами инвестирования (с сопоставимым уровнем кредитного риска).

**Рисунок 3. G-спреды по облигациям с дюрацией до трех лет, выпущенным эмитентами рейтинговой категории «AAA-AA» из разных отраслей**

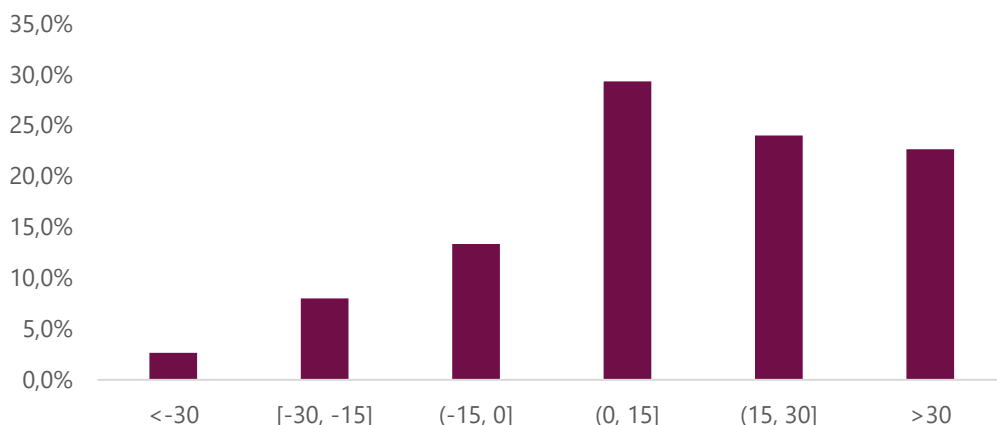


Источник: Московская биржа, Cbonds, расчеты АКРА

Отклонение G-спредов от среднего уровня на рис. 3 в большей степени отражает различия дюрации у облигаций, нежели специфику восприятия инвесторами уровня риска в зависимости от отрасли (при более длинных дюрациях отраслевые отличия сглаживаются).

В высшей рейтинговой категории изменение G-спредов после первой волны пандемии COVID-19 было минимальным, парные разницы G-спредов на рис. 4 сосредоточены около нулевых значений.

Рисунок 4. Парные разницы G-спредов \* по облигациям с дюрацией до трех лет, выпущенным эмитентами рейтинговой категории «AAA-AA»



\* Парная разница представляет собой изменение в уровне G-спредов по бумагам, которые были доступны на рынке в декабре 2019-го и в июне 2020 года.

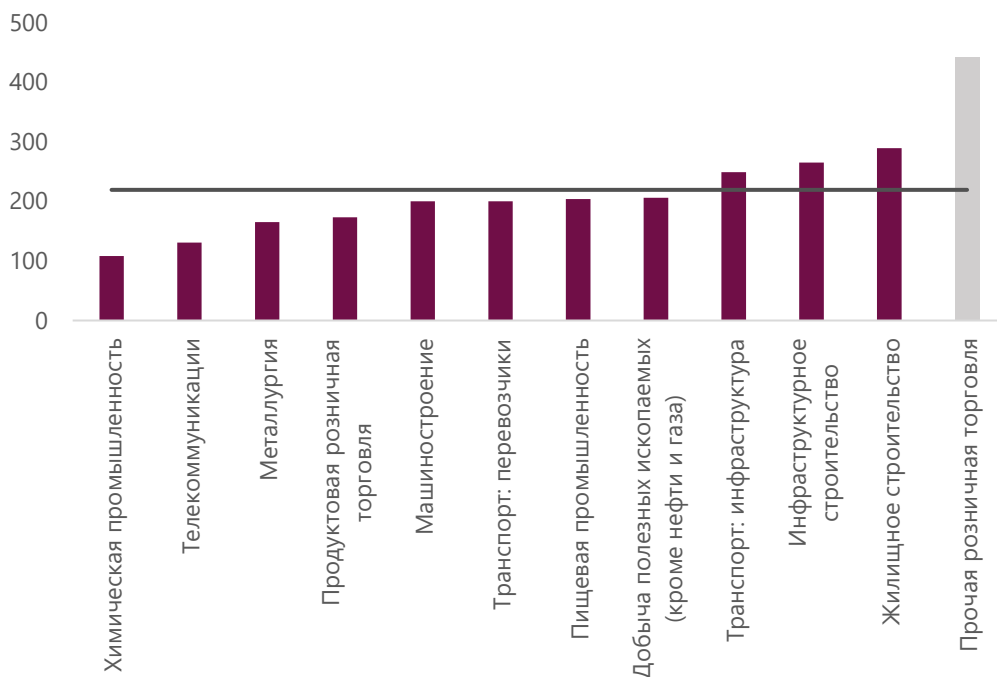
Источник: Московская биржа, Cbonds, расчеты АКРА

### Динамика G-спредов по бумагам эмитентов с рейтингами категории «А»

Облигации, выпущенные нефинансовыми компаниями с рейтингами «А», в целом показывали динамику G-спредов, похожую на динамику спредов в рейтинговой категории «AAA-AA». Однако в связи с более высокой рискованностью G-спреды по бумагам «А»-категории на всем горизонте дюраций в среднем на 100 б. п. превышают G-спреды облигаций компаний рейтинговой категории «AAA-AA» (см. рис. 2).

Карантинные ограничения привели к росту премии за риск в секторе непродуктовой розницы

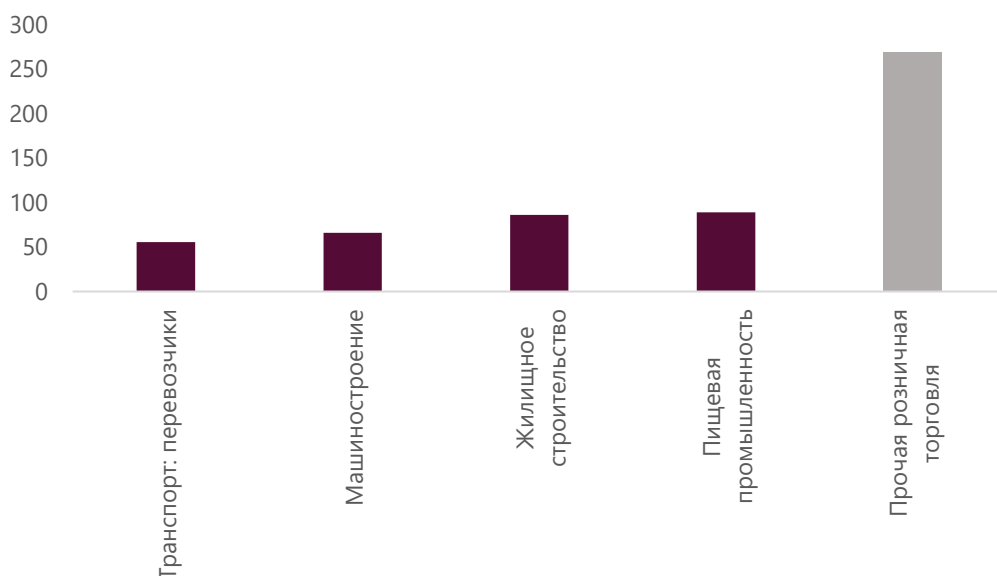
Рисунок 5. G-спреды по облигациям с дюрацией до трех лет, выпущенным эмитентами рейтинговой категории «А» из разных отраслей



Источник: Московская биржа, Cbonds, расчеты АКРА

Наиболее ощутимое влияние первая волна пандемии COVID-19 оказала на сегмент прочей розничной торговли (непродуктовая розница), объем продаж которой упал после введения ограничительных карантинных мер, вызвавших взрывной рост продаж у компаний продуктовой розницы. Все это отразилось в росте G-спредов по бумагам эмитентов, относящихся к отрасли прочей розничной торговли (см. рис. 6).

**Рисунок 6. Изменение G-спредов по облигациям с дюрацией до трех лет, выпущенным эмитентами рейтинговой категории «А» из разных отраслей**

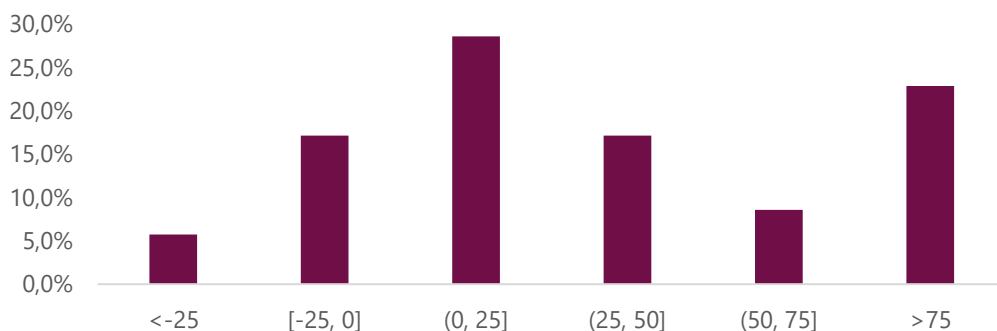


Источник: Московская биржа, Cbonds, расчеты АКРА

*Меры по поддержанию спроса обусловили умеренный рост премий за риск в секторе жилищного строительства*

Бумаги эмитентов из сектора жилищного строительства традиционно воспринимаются рынком как одни из наиболее рискованных. Однако меры по поддержке спроса (в том числе расширение программы субсидируемой ипотеки) позволили инвесторам незначительно переоценить риски по крупнейшим российским строительным компаниям, несмотря на непродолжительный период приостановки строительства в России.

**Рисунок 7. Парные разницы G-спредов по облигациям с дюрацией до трех лет, выпущенным эмитентами рейтинговой категории «А»**



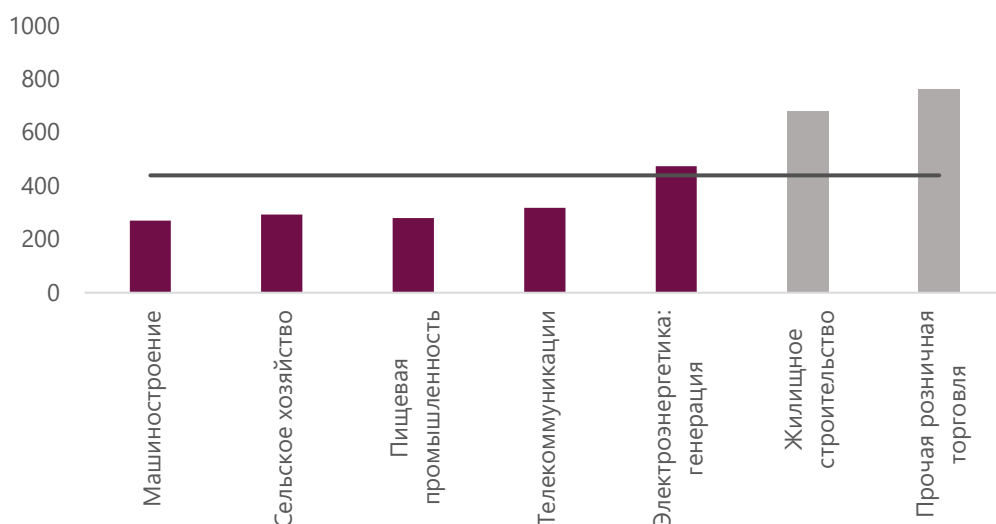
Источник: Московская биржа, Cbonds, расчеты АКРА

Практически у половины бумаг, выпущенных эмитентами рейтинговой категории «А», G-спреды росли более чем на 25 б. п. (чего не наблюдалось в высшей рейтинговой категории), что соответствует умеренному росту кредитного риска.

### Динамика G-спредов по бумагам эмитентов с рейтингами категории «BBB-BB»

В рейтинговой категории «BBB-BB» представлено наименьшее в сравнении с другими категориями число эмитентов и эмиссий, а из отраслей здесь преобладает жилищное строительство. В связи с этим анализ G-спредов по облигациям с рейтингами «BBB-BB» в некоторой степени ограничен.

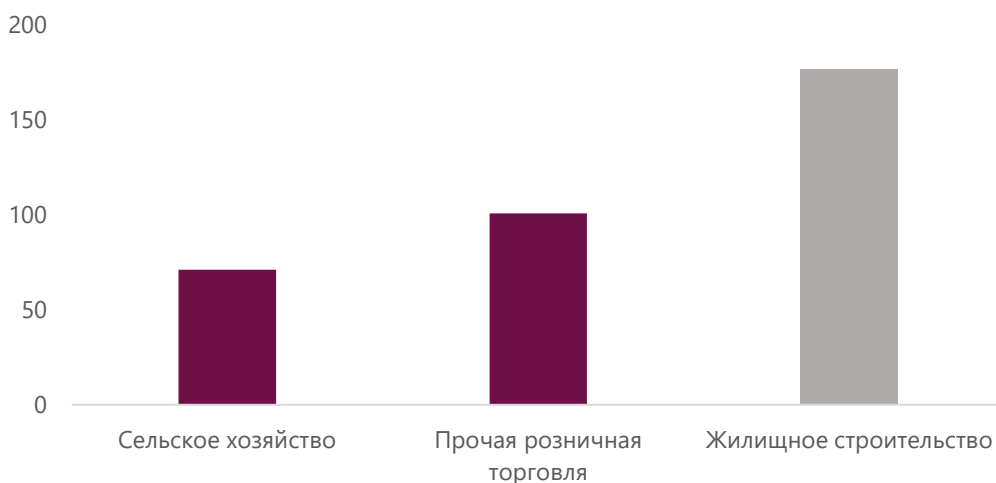
**Рисунок 8. G-спреды по облигациям с дюрацией до трех лет, выпущенным эмитентами рейтинговой категории «BBB-BB» из разных отраслей**



Источник: Московская биржа, Cbonds, расчеты АКРА

В отраслевом разрезе динамика G-спредов по рейтинговым категориям «BBB-BB» и «А» примерно одинакова, отличие заключается лишь в более высокой оценке рисков в отношении компаний жилищного строительства. G-спреды по облигациям эмитентов из сектора жилищного строительства и из сегмента прочей розничной торговли в категории «А» отличались от среднего уровня G-спредов на 70 и 220 б. п. (см. рис. 5), а в категории «BBB-BB» — на 240 и 320 б. п. соответственно (см. рис. 8).

**Рисунок 9. Изменение G-спредов по облигациям с дюрацией до трех лет, выпущенным эмитентами рейтинговой категории «BBB-BB» из разных отраслей**



Источник: Московская биржа, Cbonds, расчеты АКРА

Карантинные ограничения, введенные на фоне пандемии, привели к переоценке инвесторами рисков по облигациям эмитентов из отраслей жилищного строительства и прочей розничной торговли. Наибольшее изменение G-спредов в рейтинговой категории «А» наблюдалось по облигациям компаний прочей розничной торговли, а в категории «BBB-BB» — по бумагам представителей отрасли жилищного строительства.

АКРА полагает, что изменение отношения инвесторов к облигациям компаний жилищного строительства зависело прежде всего от масштаба деятельности данных компаний и наличия у них диверсифицированных портфелей проектов, повышающих устойчивость эмитентов в периоды снижения темпов роста экономики.

### Общая разнонаправленность динамики G-спредов

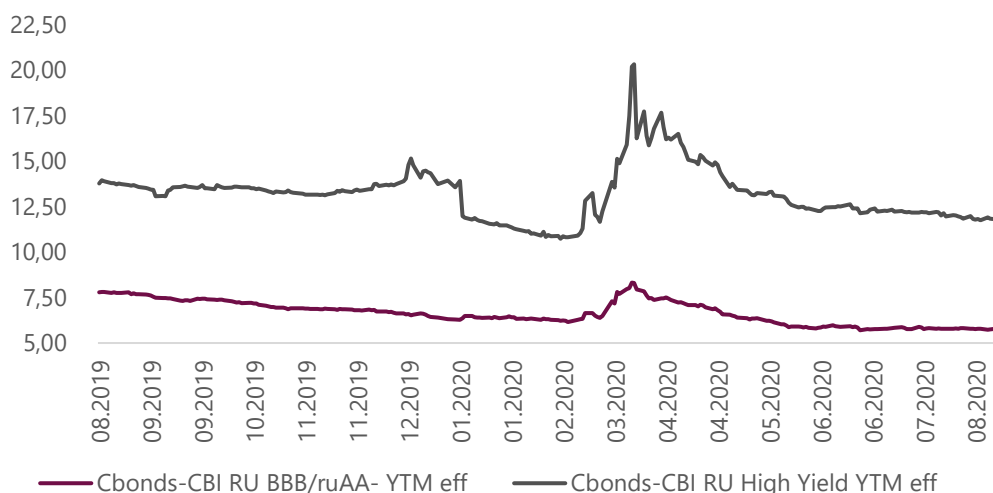
В период с декабря 2019 года по июнь 2020-го динамика G-спредов по облигациям была разнонаправленной, что говорит о неравномерности переоценки рисков инвесторами.

*Волатильность спредов неоднородна; лишь по эмиссиям рейтинговой категории «AAA-AA» премия за риск не росла, тогда как в категориях «BBB» и ниже наблюдался опережающий рост премий по бумагам с более длинными сроками погашения*

- По облигациям, выпущенным эмитентами с высшим уровнем кредитоспособности (рейтинговая категория «AAA-AA»), роста G-спредов не наблюдалось, в том числе по бумагам с дюрацией более трех лет. Это свидетельствует о том, что данная категория является для инвесторов наиболее предсказуемой, в том числе на долгосрочном горизонте планирования.
- По бумагам, выпущенным эмитентами категории «А», G-спреды в среднем выросли, но по мере увеличения дюрации по выпускам они менялись менее существенно. Это говорит об ожидании инвесторами повышенной волатильности по данным облигациям в краткосрочном периоде при сохранении кредитного качества эмитентов на долгосрочном горизонте инвестирования.
- По облигациям, выпущенным эмитентами категории «BBB» и ниже, картина иная: при росте G-спредов, сопоставимом в краткосрочном периоде с динамикой G-спредов по бумагам категории «А», выпуски с более длинными сроками до погашения находятся под давлением. Следовательно, инвесторы в меньшей степени уверены в будущем таких компаний, а риски их дефолта в долгосрочной перспективе оцениваются выше.

Тенденцию неравномерной переоценки рисков подтверждают и индексы доходностей долговых обязательств (см. *рис. 10*). У облигаций эмитентов, относящихся к высшим рейтинговым категориям, доходности находятся на исторических минимумах, тогда как в более низких рейтинговых категориях доходности еще не вернулись к минимальным уровням. Отметим, что во время действия карантинных мер волатильность облигаций в разных рейтинговых категориях существенно отличалась. Это связано с различной степенью устойчивости компаний к подобным ограничениям и разной вероятностью дефолтов по данным эмитентам.

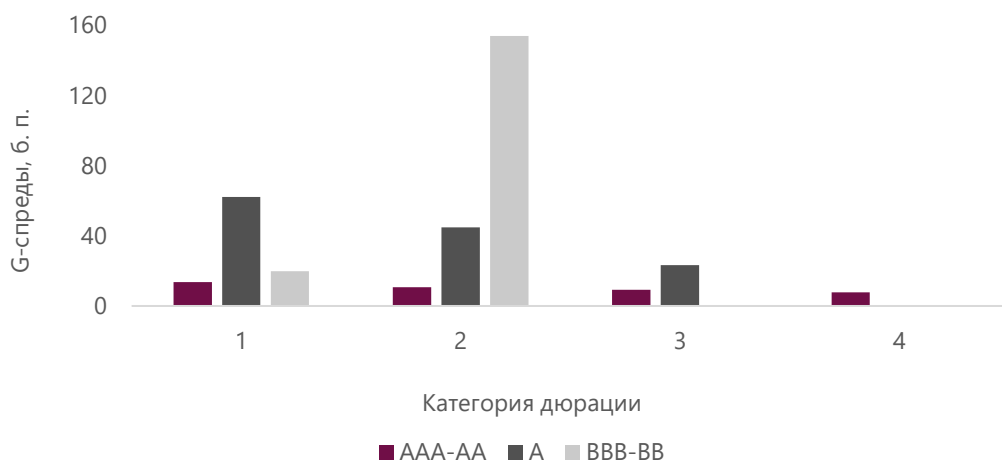
Рисунок 10. Индексы доходности облигаций



Источник: Cbonds

Несмотря на общее снижение доходностей по высокорискованным корпоративным облигациям в июне 2020 года относительно уровней конца 2019-го, в целях инвестирования следует учитывать, что бумаги компаний рейтинговой категории «BBB-BB» отличаются существенно более высокими рисками, чем облигации эмитентов категории «AAA-AA» и «A».

Рисунок 11. Изменение G-спредов по облигациям нефинансовых компаний в разрезе рейтинговых категорий по категориям дюрации



Источник: Московская биржа, Cbonds, расчеты АКРА

*Меньшая премия за риск наблюдалась у телекоммуникационных компаний, АПК и в продуктовой рознице*

Как следует из динамики G-спредов за анализируемый период, инвесторы стали более лояльно относиться к облигациям, выпущенным телекоммуникационными компаниями, представителями продуктовой розницы и АПК. В указанных отраслях незначительный рост G-спредов по облигациям рейтинговой категории «BBB-BB» с короткой дюрацией объясняется небольшим количеством таких эмиссий на рынке (что увеличивает удельный вес каждой бумаги в расчете), а также наличием выпусков облигаций телекоммуникационных компаний и АПК, G-спреды которых либо незначительно выросли, либо уменьшились.



(С) 2020

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)  
Москва, Садовническая набережная, д. 75  
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](http://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](http://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.