



TENÍZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Суверенный долг стран СНГ, селективное сужение спредов, Узбекистан сохраняет премию, Армения закрепляется выше рейтинга



Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.

Суверенный долг стран СНГ, селективное сужение спредов, Узбекистан сохраняет премию, Армения закрепляется выше рейтинга

Рынок суверенного долга стран СНГ и региона CEEMEA продолжает формироваться под влиянием высокой базовой доходности американских облигаций и устойчивого спроса на доходность в сегменте развивающихся рынков. При доходности 10-летних облигаций США на уровне ~4.3–4.5% инвесторы сохраняют интерес к более доходным инструментам, что поддерживает сужение спредов даже при повышенной волатильности.

Динамика суверенных долларовых облигаций стран СНГ и региона за последние 1–3 месяца оставалась неравномерной. По большинству стран спреды умеренно расширились, в основном в диапазоне до 20–30 б.п. Узбекистан выглядел слабее выборки, тогда как Армения сохраняла относительную устойчивость за счет более сдержанного расширения спреда и положительного TR 1м.

Таблица 1. Рыночные параметры суверенных еврооблигаций (USD), доходности, спреды и динамика

Страна	5Y доходность (%)	10Y доходность (%)	Спред 5Y (б.п.)	Спред 10Y (б.п.)	Δ спреда 3м (б.п.)	TR 1м (%)
Узбекистан	5.85	8	185.9	365.9	+28.75	-0.94
Армения	6.00	6.47	200.9	212.9	+5.41	+0.28
Казахстан	4.85	5.28	85.9	93.9	+8.90	-0,34
Азербайджан	4.91	5.1	91.9	75.9	+5.61	+0.11
Грузия	5.88	6.56	188.9	221.9	+3.58	+0.33
Украина	16.80	15.71	1280.9	1136.9	+14.26	+0.23
Египет	7.30	8.15	330.9	380.9	+16.81	-0.26
Румыния	5.63	6.54	163.9	219.9	+7.49	+0.01
Сербия	5.40	4.91	140.9	56.9	-11.59	+1.17

Узбекистан остается одной из самых широких историй в выборке: 10-летние еврооблигации торгуются около 8,0% при спреде порядка 365,9 б.п., 5-летние — около 5,85%. За последние 3 месяца спред расширился на 28,75 б.п., а TR 1м составил -0,94%, что является самым слабым результатом в таблице. Египет также сохраняет высокий уровень доходностей и широкий спред: 8,15% по 10-летнему выпуску и 380,9 б.п. спреда, при этом месячная доходность остается отрицательной (-0,26%).

На другом конце выборки находятся Сербия, Азербайджан и Казахстан, которые торгуются с наиболее узкими спредами. Наиболее сильный результат показывает Сербия: 10-летние бумаги торгуются около 4,91% при спреде всего 56,9 б.п., спред за 3 месяца сузился на 11,59 б.п., а TR 1м составил +1,17% — лучший показатель среди рассматриваемых стран. Казахстан и Азербайджан также сохраняют низкую премию за риск: спреды 10-летних выпусков составляют 93,9 б.п. и 75,9 б.п. соответственно.

Армения и Грузия занимают промежуточное положение: 10-летние доходности находятся на уровнях 6,47% и 6,56%, при спредах 212,9 б.п. и 221,9 б.п. соответственно.

При этом обе истории выглядят относительно устойчиво: TR 1м составил +0,28% по Армении и +0,33% по Грузии. Украина остается явным аутлаером выборки с доходностью 15,71% по 10-летнему выпуску и экстремально широким спредом 1136,9 б.п., однако за счет высокого carry месячная доходность осталась положительной на уровне +0,23%..

Таблица 2. Относительная стоимость, спреды к фундаментальным показателям и оценка rich/cheap

Страна	Спред 10Y (б.п.)	Carry (б.п., hedged)	Долг/ВВП (%)	Внешний сервис (% доходов)	Оценка (rich/cheap, б.п.)	Комментарий
Узбекистан	300	420	32.7	<5	+45 (cheap)	Дисконт за ликвидность
Армения	272	310	49.0	<8	-35 (rich)	Практически "priced for perfection"
Казахстан	180	280	~20	<4	-20 (rich)	Потенциал сужения ограничен
Азербайджан	220	340	18	<3	-10 (fair)	Нефтяной буфер учтен
Грузия	160	260	38	6	-40 (rich)	Премия за EU fully priced
Египет	420	510	88	12	+30 (cheap)	Высокая бета
Румыния	210	290	52	9	-15 (rich)	Потоки из ЕС насыщены

При этом денежно-кредитный цикл в стране перестал быть однозначно дезинфляционным. Ставка остается на уровне 14,0% без изменений с января 2026 года, а инфляция стабилизировалась в диапазоне ~7,2–7,3% г/г. Снижение ценового давления фактически остановилось, что смещает ожидания по политике. Рынок больше не закладывает быстрое смягчение, пауза затягивается, а окно для снижения ставок сдвигается во второе полугодие 2026 года.

Экономика при этом продолжает расти выше потенциала, около ~6,5–7%, при поддержке фискальных расходов, инвестиций и кредитования. Реальные ставки остаются высокими, политика сохраняет жесткий характер. В результате Узбекистан сейчас проходит фазу проверки устойчивости дезинфляции, что повышает carry-привлекательность и удерживает интерес к длинному концу кривой.

Армения, в свою очередь, сочетает элементы премии и фундаментальной устойчивости. Доходности на уровне ~250–270 б.п. отражают не только технический спрос, но и улучшение макроэкономических показателей. Рост экономики сохраняется в диапазоне ~5–7%, инфляция стабилизирована около ~3,0–3,5% г/г, а ставка удерживается на уровне 6,50% после завершения цикла снижения.



Денежно-кредитная политика перешла в режим паузы. Ранее ожидалось продолжение снижения ставок, но сейчас этот сценарий поставлен под вопрос. Инфляция остается вблизи цели, но ее структура более "липкая", особенно в сегменте услуг, а эффект сильной валюты постепенно ослабевает. Фискальный дефицит на уровне ~3,5–4,0% ВВП также ограничивает пространство для дальнейшего смягчения.

Рейтинговая динамика выглядит стабильной. По данным Morgan Stanley, суверенный рейтинг Армении находится в категории BB- / Ba3 со стабильным прогнозом, что снижает риск краткосрочных переоценок. Одновременно сохраняется уязвимость по энергетическому каналу, зависимость от поставок газа из Ирана делает страну чувствительной к возможным перебоям в условиях эскалации, что может отражаться на инфляции и внешнем балансе.

Отрицательная премия за риск частично объясняется качеством инвесторской базы. Высокая доля долгосрочного капитала, ограниченный объем бумаг и участие локальных банков формируют устойчивую ценовую динамику и снижают чувствительность к краткосрочным колебаниям потоков.

Потоки капитала остаются положительными, но выраженно селективными. Фонды, инвестирующие в долговые инструменты развивающихся стран, показали приток около ~\$2–3 млрд с начала года, с концентрацией в сегменте CEEMEA. Разброс премий за риск по EM остается широким, от примерно -40 б.п. до +700 б.п., что отражает высокую дифференциацию кредитов и рост значения относительных стоимостей.

Рынок все больше смещается в сторону историй с сохраняющейся премией и фундаментальным апсайдом. По мере того как часть EM уже торгуется с отрицательной премией за риск, дальнейшее сужение спредов становится более зависимым от потоков, тогда как относительные идеи выходят на первый план.

Узбекистан остается предпочтительной историей на сужение спредов, сочетая высокую доходность и более жесткую денежно-кредитную политику. Армения выглядит более сбалансированной историей, где премия частично оправдана улучшением макроэкономики и устойчивой структурой спроса, при этом цикл снижения ставок, по сути, уже завершен и перешел в фазу паузы.



TENİZ CAPITAL

INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Назарбаева, 240 г,
БЦ Teniz Towers

Республика Казахстан,
г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

e-mail: clients@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)
+7 778 208 88 80
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz

ҚНРДА 18.05.2023 ж. берген №3.2.249/19 лицензия
Лицензия АРРФР №3.2.249/19 от 18.05.2023 г.

ҚНРДА 16.06.2023 ж. берген №4.3.19 лицензия
Лицензия АРРФР №4.3.19 от 16.06.2023 г.

Investment