

Аналитический обзор подготовлен на основе статистики рынка облигаций 10 стран (по данным Cbonds) и отражает основные характеристики российского рынка облигаций наряду с основными соседями постсоветского пространства. Долговой рынок СНГ представляет собой биполярную систему (Россия – доминирующий центр, Казахстан – второй значимый узел) с крайне неравномерным развитием. Государственный и корпоративный сегменты сопоставимы по объему, но радикально различаются по структуре выпусков. Муниципальный сегмент минимален. Для большинства стран-участниц (кроме России и Казахстана) рынок облигаций находится на этапе начального развития и представлен минимальным количеством выпусков и эмитентов.

РЕЗЮМЕ

- ✓ Высокая концентрация: на две страны (Россия и Казахстан) приходится 93,2% совокупного объема рынка СНГ (в млрд долларов США) с абсолютным доминированием РФ (78,8%).
- ✓ Низкая доля субфедеральных и муниципальных облигаций (0,9% по объему) свидетельствует о слабом развитии регионального долгового финансирования на постсоветском пространстве.
- ✓ Фрагментарность корпоративного рынка: большое число выпусков при относительно невысоком среднем размере (особенно в Беларуси, Молдове, Кыргызстане) указывает на преобладание небольших локальных займов.
- ✓ Корпоративный долговой рынок СНГ имеет ярко выраженную страновую специфику: от высококонцентрированных банковских или сырьевых структур в малых экономиках до диверсифицированного многоотраслевого рынка в России и Казахстане. Банки повсеместно являются ключевым заемщиком, за исключением стран, где доминируют государственный или инфраструктурный сегменты.

КТО И СКОЛЬКО ДОЛЖЕН НА ПОСТСОВЕТСКОМ ПРОСТРАНСТВЕ

По состоянию на 31.03.2026 совокупный объем долгового рынка рассматриваемых стран **превысил 1 трлн долларов США**, состоящий из **9 863** выпусков ценных бумаг **1 554** эмитентов. Рынок имеет ярко выраженную корпоративную доминанту как по числу участников, так и по объему и количеству инструментов. Субфедеральный и муниципальный сегменты **существенно уступают**.

Табл.1
Структура долгового рынка стран СНГ на 31.03.2026

Страна	Количество эмитентов, ед.				Количество выпусков, ед.				Объем выпусков, млрд \$			
	гос.	мун.	корп.	итого	гос.	мун.	корп.	итого	гос.	мун.	корп.	итого
Азербайджан	2		41	43	147		241	388	4,4		3,6	8,0
Армения	1		42	43	36		208	244	8,9		2,8	11,7
Беларусь	2	43	272	317	108	139	1 412	1 659	7,2	1,6	12,2	21,0
Казахстан	2	20	295	317	134	257	913	1 304	72,0	3,3	76,5	151,8
Кыргызстан	2		12	14	274		18	292	5,4		0,09	5,5
Молдова	1	4	3	8	147	7	25	179	3,1	0,004	1,0	4,1
Россия	1	26	736	763	87	75	5 445	5 607	411,1	5,1	416,9	833,1
Таджикистан	2		1	3	20		1	21	0,4		0,0005	0,4
Туркменистан	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Узбекистан	2		44	46	84		85	169	14,2		7,5	21,7
ИТОГО	15	93	1 446	1 554	1 037	478	8 348	9 863	527	10	521	1 057

Данные Cbonds, расчеты НРА

Абсолютным лидером долгового рынка СНГ является **Россия**: совокупный объем рынка составляет **833 млрд долларов США**, или **79%** от общего объема Содружества, при этом корпоративный долг достигает **417 млрд долларов США** (50% от объема РФ и 80% от всего корпоративного долга СНГ), а государственный долг — **411 млрд долларов США**, что представляет почти **79%** от совокупного госдолга региона. Количество выпусков в России составляет **5 607** единиц, или **57%** от всех выпусков по СНГ, что подтверждает статус страны как безусловного якоря рынка СНГ, формирующего его основную ликвидность и емкость.

Вторым по величине долговым рынком в СНГ является **Казахстан** с совокупным объемом **152 млрд долларов США**, что составляет **14,4%** от регионального показателя. Структура рынка также отличается сбалансированностью: государственный долг оценивается в **72 млрд долларов США**, а корпоративный — в **76,5 млрд долларов США**. Кроме того, Казахстан занимает второе место после России по числу эмитентов (**317**) наряду с Беларусью и третье по количеству выпусков (**1 304**), что свидетельствует о **развитой и диверсифицированной долговой экосистеме** в Республике.

Остальные страны Содружества имеют **незначительную долю** на общем долговом рынке. Так, объем Беларуси составляет **21 млрд долларов США (2%)** при заметном количестве выпусков (**1 659**), что обусловлено корпоративным сегментом (**1 412** выпусков на **12 млрд долларов США**), свидетельствующим о преобладании большого числа мелких займов. Узбекистан с объемом **22 млрд долларов США (2%)** представлен только государственным и корпоративным долгом (субфедеральные и муниципальные инструменты отсутствуют). Объемы Армении, Азербайджана, Кыргызстана и Молдовы составляют соответственно **12 млрд долларов США (1%)**, **8 млрд долларов США (0,8%)**, **6 млрд долларов США (0,5%)** и **4,1 млрд долларов США (0,4%)**. Таджикистан демонстрирует крайне низкий показатель — чуть более **0,4 млрд долларов США**, представленных **21 выпуском 3 эмитентов**, что свидетельствует о неразвитости национального долгового рынка.

В отношении Туркменистана необходимо констатировать, что организованный долговой рынок в стране **фактически отсутствует как институт**. Такая ситуация обусловлена спецификой национальной финансовой системы, ориентированной преимущественно на **банковское кредитование и прямое государственное финансирование**. В отличие от большинства постсоветских государств, Туркменистан **не интегрировал** долговые ценные бумаги в механизмы привлечения ликвидности, что делает его **уникальным исключением** на карте долговых рынков СНГ. С практической точки зрения это означает отсутствие публичных индикаторов кредитного риска страны, формируемых рыночным путем. ЗАО «Ашхабадская фондовая биржа» создано в 2016 году. По результатам анализа данных биржи с 24.12.2020 по 31.03.2026 на бирже проведены **16 торгов облигациями 4 эмитентов на общую сумму 52 млн манат** (~15 млн долларов США).



Оксана Деришева, директор департамента листинга и первичного рынка СПБ Биржи:

«В Индии рынок муниципальных облигаций долго оставался неглубоким, но отдельные города смогли разместить свои выпуски благодаря кредитному качеству, улучшению отчетности и допуску бумаг к биржевой торговле; при этом даже там основная проблема вторичного рынка — все еще слабая ликвидность и ограниченный круг участников. Это полезный для СНГ пример: одного выпуска недостаточно, нужен повторяемый конвейер, а не разовые размещения.

В исследованиях по Бразилии указывалось, что для становления муниципального рынка необходимы прозрачная отчетность, ясные юридические правила, доверие к кредитному качеству и ликвидный вторичный рынок. Сочетание этих факторов делает рынок устойчивым. Это особенно близко к реалиям СНГ, где проблема обычно не в самом инструменте, а в том, что инвестор не видит массового и регулярного обращения таких бумаг».

СРЕДНИЙ ЧЕК ОБЛИГАЦИЙ В СНГ: РАЗРЫВЫ МЕЖДУ СЕГМЕНТАМИ

Несмотря на почти равные объемы госдолга (**527 млрд долларов США**) и корпоративного долга (**521 млрд долларов США**), количество корпоративных выпусков на порядок выше, что говорит о **фрагментарности корпоративного сегмента** (много небольших займов). Государственные выпуски, напротив, немногочисленны, но крупны по номиналу.

Табл.2

Средние масштабы заимствований на долговом рынке стран СНГ

Страна	Средний объем выпуска, млн \$			итого
	гос.	мун.	корп.	
Азербайджан	29,93		14,94	20,62
Армения	247,22		13,46	47,95
Беларусь	66,67	11,5	8,64	12,66
Казахстан	537,31	12,8	83,79	116,41
Кыргызстан	19,71		5,00	18,80
Молдова	21,09	0,6	40,00	22,93
Россия	4 725,29	68,0	76,57	148,58
Таджикистан	20,00		0,50	19,07
Узбекистан	169,05		88,24	128,40
ИТОГО	507,91	20,9	62,36	107,20

Данные Cbonds, расчеты НРА

Субфедеральный и муниципальный сегменты долгового рынка стран СНГ представлен **лишь в 4 государствах** и характеризуется **крайне незначительным объемом**. Суммарно по региону он составляет **всего 10 млрд долларов США** (0,9% общего рынка).

Абсолютное лидерство принадлежит **России** с показателем **5 млрд долларов США** (51% сегмента), представленных **75 выпусками 26 эмитентов**. Вторую позицию занимает **Казахстан** (**3 млрд долларов США, 33%** рынка, **257 выпусков 20 эмитентов**). Замыкают перечень **Беларусь** (**2 млрд долларов США, 16%** рынка, **139 выпусков 43 эмитентов**) и **Молдова** (**0,004 млрд долларов США, 0,04%** рынка, **7 выпусков 4 эмитентов**).

Основной причиной незначительного объема субфедерального и муниципального сегмента является **институциональное преимущество прямого бюджетного финансирования** из центра перед рыночными заимствованиями для региональных и местных властей. Кроме того, на рынке субфедеральных и муниципальных облигаций доминируют **крупные институциональные инвесторы**, которые выкупают выпуски на первичном размещении и удерживают их до погашения, что фактически **ограничивает вторичный рынок и ликвидность**, делая данные инструменты **непривлекательными для портфельных и розничных инвесторов**. В свою очередь у эмитентов **отсутствуют стимулы к повышению ликвидности** собственных бумаг, что формирует замкнутый контур стагнации сегмента.



Никита Бороданов, аналитик ФГ «Финам»:

«На постсоветском пространстве муниципальные облигации так и не стали по-настоящему «народным» инструментом прежде всего потому, что сам сегмент остается слишком маленьким и неликвидным. В обзоре прямо показано, что на субфедеральные и муниципальные бумаги приходится всего 0,9% совокупного объема долгового рынка СНГ, а основная масса выпусков фактически оседает у крупных институциональных инвесторов еще на первичном размещении и удерживается до погашения. К тому же именно муниципалы редко предлагают рынку интересные по условиям, доходности и ликвидности выпуски.

Сам сектор розницы в СНГ в корне отличается от европейского или тем более от американского рынка. В СНГ финансовая грамотность значительно ниже и население предпочитает вклады облигациям, а те, кто участвует в размещениях облигаций, гонятся за сверхвысокими доходностями в третьем эшелоне и ВДО».

Банковский сектор является **системообразующим** для большинства стран: он доминирует в топ-3 отраслей эмитентов в **Армении (2,13 млрд долларов США, 77,5%** всего корпоративного долга), **Беларуси (7,54 млрд долларов США, 61,9%)**, **Узбекистане (3,00 млрд долларов США, 40,2%)** и **Казахстане (19,69 млрд долларов США, 25,8%)**. В России банки занимают **третье место** после нефтегазового сектора и институтов развития с объемом **43,34 млрд долларов США (10,4%)**. Нефтегазовая отрасль наиболее значима для **России (102,58 млрд долларов США, 24,6%)**, **Казахстана (10,75 млрд долларов США, 14,1%)**, **Азербайджана (1,06 млрд долларов США, 29,6%)** и **Молдовы (0,27 млрд долларов США, 25,8%)**. Институты развития и государственные агентства представлены **только в России (51,02 млрд долларов США, 12,2%)** и **Азербайджане (1,56 млрд долларов США, 43,6%)**, что отражает роль государственного стимулирования в этих экономиках.

Отраслевая структура остальных стран в топ-3 отраслях эмитентов более фрагментирована. В **Кыргызстане** почти **80%** корпоративного долга приходится на **электроэнергетику (0,07 млрд долларов США)**, тогда как банки и микрофинансирование занимают **менее 10%** каждый. В **Таджикистане** единственный зафиксированный выпуск относится к **лизингу и аренде (0,0005 млрд долларов США, 100%)**. **Молдова** выделяется высокой долей **агропромышленного комплекса (0,65 млрд долларов США, 62,8%)** при заметном присутствии нефтегазового и банковского секторов. **Узбекистан**, помимо банков и нефтегаза, демонстрирует **значительный объем** эмиссий в сфере **добычи драгоценных металлов (1,5 млрд долларов США, 20,1%)**. **Беларусь** характеризуется **диверсификацией**: после банков следуют **лизинг и аренда (1,92 млрд долларов США, 15,8%)**, **строительство зданий (0,63 млрд долларов США, 5,2%)** и прочие отрасли, на которые приходится **17,1% рынка**. **Казахстан** имеет **самую высокую долю** прочих отраслей (**46,2% при 39 отраслях**), что указывает на **широкую диверсификацию** корпоративных эмитентов. В **России** прочие отрасли аккумулируют более половины всего корпоративного долга (**219,93 млрд долларов США, 52,8%**) при максимальном числе отраслей (**58**), что свидетельствует о **зрелости и многообразии** российского корпоративного облигационного рынка. Напротив, в **Кыргызстане** представлено **всего 3** прочих отрасли, в **Таджикистане – 0** (фактически один выпуск отраслевой классификации), что говорит о **неразвитости** национальных рынков.

Табл.3
Отраслевая структура корпоративного долгового рынка СНГ

Страна		Азербай- джан	Арме- ния	Бела- русь	Казах- стан	Кыргыз- стан	Мол- дова	Россия	Таджи- кистан	Узбеки- стан	
ТОП-3 отраслей корпоративного сегмента	Нефтегазовая отрасль	Объем эмиссии, млрд \$	1,06		10,75		0,27	102,58		1,55	
		Доля, %	29,6%		14,1%		25,8%	24,6%		20,7%	
	Институты раз- вития и гос. агентства	Объем эмиссии, млрд \$	1,56					51,02			
		Доля, %	43,6%					12,2%			
	Банки	Объем эмиссии, млрд \$	0,38	2,13	7,54	19,69	0,01	0,12	43,34		3,00
		Доля, %	10,5%	77,5%	61,9%	25,8%	8,9%	11,3%	10,4%		40,2%
	Электро- энергетика	Объем эмиссии, млрд \$		0,18			0,07				
		Доля, %		6,7%			79,2%				
	Связь и теле- коммуникация	Объем эмиссии, млрд \$		0,16							
		Доля, %		5,8%							
	Лизинг и аренда	Объем эмиссии, млрд \$			1,92						0,0005
		Доля, %			15,8%						100,0%
	Строительство зданий	Объем эмиссии, млрд \$			0,63						
		Доля, %			5,2%						
	Холдинги	Объем эмис- сии, млрд \$				10,73					
		Доля, %				14,0%					

Табл.3 (продолжение)

Страна		Азербай-джан	Арме-ния	Бела-русь	Казах-стан	Кыргыз-стан	Мол-дова	Россия	Таджи-кистан	Узбеки-стан	
ТОП-3 отраслей	Микрофинан-сирование	Объем эмиссии, млрд \$				0,01					
		Доля, %				6,1%					
	Добыча драгоценных металлов	Объем эмиссии, млрд \$								1,50	
		Доля, %								20,1%	
	АПК и сельское хозяйство	Объем эмиссии, млрд \$						0,65			
		Доля, %						62,8%			
Прочие отрасли корпоративного сегмента	Объем эмиссии, млрд \$		0,59	0,28	2,09	35,28	0,01	–	219,93	–	1,42
	Доля, %		16,4%	10,1%	17,1%	46,2%	11,9%	62,8%	52,8%	0,0%	39,1%
	количество отраслей, ед		10	17	38	39	3	0	58	0	15

Данные Cbonds, расчеты НРА

Одновременно со структурной неоднородностью весь регион сталкивается с **общим макрофинансовым вызовом**. В период низких процентных ставок (2010–2020 гг.) корпоративные заемщики – особенно банки и крупные нефтегазовые компании – **активно наращивали портфель облигаций и кредитов**, одновременно удлинняя сроки погашения. Далее, в условиях ужесточения денежно-кредитной политики (рост ключевых ставок в России, Казахстане и других странах), **ситуация качественно изменилась**. Рефинансирование ранее размещенных выпусков превратилось в **критический риск**: новые заимствования обходятся значительно дороже и предоставляются на более короткие сроки. В результате компании вынуждены либо нести повышенные процентные расходы, либо погашать крупные суммы в сжатые временные интервалы, что создает **кассовые разрывы** и **повышает вероятность дефолтов**.

Особенно уязвимыми оказываются эмитенты из стран с **недиверсифицированной отраслевой структурой и малым объемом рынка** (Кыргызстан, Таджикистан, Молдова), где возможности для замещения старых выпусков новыми крайне ограничены. В то же время даже в России и Казахстане, несмотря на широкую диверсификацию, проблема рефинансирования наиболее остро стоит в **секторах с высокой долей краткосрочных корпоративных облигаций** (например, лизинг, микрофинансирование, строительство и др.) и у эмитентов, не имеющих доступа к **бюджетному или банковскому финансированию** «длинными» деньгами.

Ужесточение денежно-кредитной политики делает более заметными риски рефинансирования, накопленные в период низких ставок. Для корпоративного рынка СНГ возрастает значимость оценки способности эмитентов обслуживать долг в новых условиях. Крупные вертикально интегрированные компании (особенно в нефтегазовом и банковском секторах), а также эмитенты из стран с развитыми институтами развития обладают большей устойчивостью. Для остальных участников (особенно в малых экономиках и несырьевых отраслях) могут потребоваться консолидация или реструктуризация обязательств.

КОНСЕРВАТИВНОЕ БОЛЬШИНСТВО: КАК УСТРОЕН КУПОННЫЙ ЛАНДШАФТ СТРАН СНГ

На рынке СНГ абсолютно доминируют облигации с **фиксированным купоном**: на них приходится **8 600 выпусков (87,2%** от общего числа всех выпусков с известным типом купона) и **789 млрд долларов США (74,7%** от суммарного объема). **Он доминирует во всех сегментах и странах**. Облигации с плавающим купоном представлены **значительно скромнее — 1 263 выпуска (12,8%)** объемом **268 млрд долларов США (25,3%)**.

Для эмитентов в регионе СНГ характерна выраженная преференция в пользу фиксированной процентной ставки, позволяющая минимизировать процентный риск и обеспечивать прогнозируемость долгового бремени. Облигации с плавающим купоном, напротив, занимают нишевое положение и используются преимущественно в ограниченном круге стран и рыночных сегментов, что отражает консервативную стратегию заимствований на постсоветском пространстве. В основном плавающий купон представлен в корпоративном сегменте (86% выпусков с плавающей ставкой), однако по объему государственные выпуски с плавающим купоном сопоставимы с корпоративными (138 млрд долларов США против 129 млрд долларов США), что указывает на выпуск крупных гособлигаций с переменной ставкой в РФ.

Табл.4

Купонный профиль долгового рынка

Страна	Плавающий купон, ед. выпусков				Плавающий купон, млрд \$			
	гос,	мун.	корп.	итого	гос,	мун.	корп.	итого
Азербайджан				–				–
Армения				–				–
Беларусь	21	91	274	386	1	1	6	8
Казахстан	30		70	100	3		7	10
Кыргызстан			2	2			0	0
Молдова	1	3	22	26	0	0	0	0
Россия	20	9	714	743	134	1	115	250
Таджикистан				–				–
Туркменистан				–				–
Узбекистан			6	6			0	0
ИТОГО	72	103	1 088	1 263	138	2	129	268

Страна	Фиксированный купон, ед. выпусков				Фиксированный купон, млрд \$			
	гос,	мун.	корп.	итого	гос,	мун.	корп.	итого
Азербайджан	147		241	388	4		4	8
Армения	36		208	244	9		3	12
Беларусь	87	48	1 138	1 273	6	1	6	13
Казахстан	104	257	843	1 204	69	3	70	142
Кыргызстан	274		16	290	5		0	5
Молдова	146	4	3	153	3	0	1	4
Россия	67	66	4 731	4 864	278	4	302	583
Таджикистан	20		1	21	0		0	0
Туркменистан				–				–
Узбекистан	84		79	163	14		7	21
ИТОГО	965	375	7 260	8 600	389	8	391	789

Данные Cbonds, расчеты НРА

Субфедеральный и муниципальный сегменты **практически полностью представлены фиксированным купоном: 375** выпусков объемом **8 млрд долларов США** против **103** выпусков с плавающим купоном (объем всего **2 млрд долларов США**). Это свидетельствует о консервативной политике местных властей, избегающих процентного риска.

Основными эмитентами плавающего купона являются **Россия** и **Беларусь** (в сумме **более 80%** всех выпусков с плавающей ставкой), тогда как по фиксированному купону лидирует **Россия**, за ней следуют **Казахстан** и **Беларусь**.

ВАЛЮТНЫЕ ПРИОРИТЕТЫ ДОЛГОВОГО РЫНКА СНГ

В большинстве рассмотренных стран СНГ на рынке государственного долга **преобладают** выпуски в национальной валюте, что отражает **стремление к снижению валютных рисков и зависимости от мировых рынков капитала**, в т.ч. рисков внешних оттоков, а также развитию внутреннего долгового рынка через стимулирование инвестиций. **Исключение составляет Таджикистан**, где доминирует иностранная валюта (**67%** против **33%** в национальной валюте). Главным катализатором ускорения перехода на национальные валюты стали **санкционные риски и геополитическая нестабильность**, а также стремление стран **сделать долговой рынок более устойчивым к внешней конъюнктуре и трансграничным потокам капитала**. Также переход на местную валюту стал возможен **благодаря значительному укреплению экономик** стран региона. Однако степень «национализации» долга в странах СНГ все-таки варьируется. Рынки с высокой долей размещений госдолга в национальной валюте и развитым рынком деривативов (Россия, Казахстан) **предоставляют возможности хеджирования от валютного риска**, но несут процентный и кредитный риск локального рынка.

Табл.5

Валютная структура долгового рынка

Страна	Валюта	Доля объема выпусков в нац.валюте				Доля объема выпусков в ин.валюте			
		гос,	мун.	корп.	итого	гос,	мун.	корп.	итого
Азербайджан	AZN	69%		49%	59%	31%		51%	41%
Армения	AMD	78%		41%	69%	22%		59%	31%
Беларусь	BYN	33%	71%	84%	66%	67%	29%	16%	34%
Казахстан	KZT	85%	100%	58%	72%	15%		42%	28%
Кыргызстан	KGS	86%		20%	84%	14%		80%	16%
Молдова	MDL	100%	100%	11%	78%			99%	22%
Россия	RUB	91%	100%	80%	85%	9%		20%	15%
Таджикистан	TJS	29%		100%	33%	71%		0%	67%
Узбекистан	UZS	67%		20%	51%	33%		80%	49%

Данные Cbonds, расчеты НРА

В области корпоративного долга по валютной структуре ситуация по большинству стран СНГ **менее сбалансированна**, кроме **России** и **Белоруссии**, которые де-факто **закрываются от западных рынков капитала** ввиду санкций. Доля привлечений в иностранной валюте в корпоративном долге в остальных странах СНГ в среднем **превышает 50%**. Это в первую очередь связано с желанием эмитентов минимизировать процентные расходы, необходимостью и возможностью привлечь зарубежных инвесторов из-за нехватки инвесторов на внутреннем рынке и сильной потребностью в «дешевых и длинных деньгах». В то же время более **высокая зависимость** корпоративных эмитентов от внешних рынков капитала создает **потенциальные риски сильных колебаний** валютных курсов в этих странах и доступности рефинансирования из-за движений процентных ставок на мировом рынке и изменения риск-аппетита у глобальных инвесторов.

КУПОННЫЕ ВИЛКИ ФИКСИРОВАННЫХ ГОСОБЛИГАЦИЙ

В большинстве стран СНГ в 2023–2024 гг. наблюдались рост либо сохранение купонных ставок на высоком уровне, что коррелировало с ужесточением денежно-кредитной политики центральных банков (**рост ключевых ставок для борьбы с инфляцией**). К 2025–2026 гг. в ряде стран наметились снижение или стабилизация ставок.

Табл.6

Купонная доходность государственных облигаций в национальных валютах: страновой срез и корреляция с ключевой ставкой ЦБ

Страна	Валюта	Год размещения 2023			Год размещения 2024		
		ставки	ср.ставка ЦБ	итоговый объем	ставки	ср.ставка ЦБ	итоговый объем
Азербайджан	AZN	6% – 7,5%	8,74% (9–8)	0,9	6% – 9%	7,41% (8–7,25)	1,31
Армения	AMD	9% – 9,25%	10,30% (10,75–9,25)	0,81	8,4% – 8,6%	8,04% (9,25–7)	0,79
Беларусь	BYN	4% – 11%	10,13% (12–9,5)	0,5		9,5% (9,5–9,5)	
Казахстан	KZT	14% – 15,3%	16,52% (16,75–15,75)	3,22	12	14,68% (15,75–14,25)	2,27
Кыргызстан	KGS	5% – 10%	13% (13–13)	0,6	5% – 16,3%	10,46% (13–9)	0,51
Молдова	MDL	6,25% – 9%	10,04% (20–4,75)	0,03	4,75% – 8%	3,81% (4,75–3,60)	0,04
Россия	RUB	9% – 11,25%	9,95% (7,5–16)	25,77	12% – 12,5%	17,5% (16–21)	49,24
Таджикистан	TJS		10,59% (13–10)		12%	9,27% (10–9)	0,005
Узбекистан	UZS	16,25%	14,21% (15–14)	0,35	15% – 17%	13,78% (14–13,5)	1,22

Данные Cbonds, Центральные банки стран, расчеты НРА

Табл.6 (продолжение)

Страна	Валюта	Год размещения 2025			31.03.2026		
		ставки	ср.ставка ЦБ	итоговый объем	ставки	ср.ставка ЦБ	итоговый объем
Азербайджан	AZN	6,5% – 8%	7,13% (7,25–6,75)	0,27		6,60% (6,75–6,5)	
Армения	AMD	8,4% – 9,2%	6,76% (7–6,50)	1,36		6,50% (6,50–6,50)	
Беларусь	BYN		9,63% (9,5–9,75)			9,75% (9,75–9,75)	
Казахстан	KZT	14% – 17,01	16,59% (15,25–18)	4,34	15,1% – 15,18%	18% (18–18)	0,8
Кыргызстан	KGS	3% – 16%	9,34% (9–11)	1,55	3% – 12,86%	11,40% (11–12)	1,04
Молдова	MDL	6,6% – 9%	6,13% (3,60–6,50)	0,06	7% – 7,4%	5% (5–5)	0,01
Россия	RUB	9,5% – 13%	19,18% (21–16)	36,61	–	15,71% (16–15)	–
Таджикистан	TJS	9% – 13%	8,18% (9–7,5)	0,05	8% – 11%	7,17% (7,5–7)	0,02
Узбекистан	UZS	15% – 15,5%	13,89% (13,5–14)	2,29	14% – 15%	14% (14–14)	0,48

Данные Sбonds, Центральные банки стран, расчеты НРА

Преимущественно **купонные ставки по фиксированным облигациям** были ниже средних ключевых ставок ЦБ в 2023–2024 гг. (особенно в России, Казахстане, Армении), что, по мнению Агентства, **отражало ожидания рынка по снижению ставок в будущем**. К 2025–2026 гг. разрыв сократился, а в ряде случаев купонные ставки приблизились к ставке ЦБ или превысили ее (например, Узбекистан, где купон выше средней ставки ЦБ).

Анализ данных демонстрирует значительную дифференциацию купонных ставок по странам СНГ, что обусловлено различиями в инфляционных ожиданиях, направленности денежно-кредитной политики, уровне развития финансовых рынков и кредитных рисках. Облигации с фиксированным купоном в национальных валютах остаются основным инструментом заимствования для государств региона, причем диапазоны ставок в целом следуют за трендами ключевых ставок центральных банков, хотя и с определенным лагом и индивидуальными особенностями.

БУДУЩЕЕ РЫНКА СНГ

Вызовы, характерные для долгового рынка стран СНГ, **не являются уникальными** в глобальном масштабе, однако они представляют собой концентрированное проявление типичных вызовов развивающихся рынков - **процентного риска, ограниченной базы** институциональных инвесторов и **высокой зависимости от сырьевой конъюнктуры**. Специфика региона заключается в системном наложении указанных факторов на институциональные ограничения постсоветского происхождения, а в ряде случаев — на ограниченный доступ к международным рынкам капитала. В совокупности эти условия обуславливают низкий уровень развития регионального долгового рынка и его повышенную уязвимость по сравнению с сопоставимыми экономиками других регионов.



Оксана Деришева, директор департамента листинга и первичного рынка СПб Биржи:

«Для СНГ наиболее практичным был бы запуск региональных ликвидных витрин на одной или двух биржах с общими стандартами. Биржа может сформировать отдельный сегмент субфедеральных и муниципальных бумаг с обязательным маркет-мейкигом, единой системой раскрытия, стандартными ковенантами и регулярной аналитикой по каждому выпуску. Это снизит порог входа для инвесторов и сделает бумаги сопоставимыми между странами и регионами.

Для части выпусков можно было бы предложить использовать механизмы частичной гарантии, резервные фонды, эскроу-счета или привязку к доходам от конкретных инфраструктурных проектов, чтобы улучшить восприятие риска. Для рынка СНГ это важно, так как именно доверие к качеству эмитента и понятность источника погашения определяют, будет ли бумага торговаться, а не лежать до оферты.

Рынку СНГ нужен не «еще один выпуск», а инфраструктура регулярного обращения — сопоставимость бумаг, видимая доходность, гарантированная ликвидность, созданная биржей и поддержанная государственными и рыночными стимулами, и понятная инвесторская база».

Для преодоления сложившейся ситуации **необходимы институциональные преобразования**, включающие **децентрализацию фискальных полномочий, стимулирование спроса** со стороны локальных институциональных инвесторов (пенсионных фондов, страховых организаций) и формирование ликвидного вторичного рынка. Без реализации указанных мер долговой рынок СНГ сохранит свою фрагментированную структуру с доминированием узкого круга крупных эмитентов и государственных банков в качестве основных держателей облигаций, что **будет препятствовать его трансформации** в полноценный механизм рыночного финансирования.

В апреле 2026 года долговой рынок СНГ **продемонстрировал уверенный рост**, обусловленный активизацией корпоративных эмитентов (особенно в России, Казахстане и Армении), **наращиванием государственного долга** в России и частично в Казахстане, **разнонаправленной динамикой** в отдельных странах (снижение в Азербайджане, стагнация в Узбекистане, при этом Армения – **наиболее динамичный рост** в относительном выражении).

Табл.7
Структура долгового рынка стран СНГ на 07.05.2026

Страна	Количество эмитентов, ед.				Количество выпусков, ед.				Объем выпусков, млрд \$			
	гос.	мун.	корп.	итого	гос.	мун.	корп.	итого	гос.	мун.	корп.	итого
Азербайджан	2		42	44	42		246	388	4,1		3,6	7,7
Армения	1		45	46	36		225	261	8,6		13,0	21,6
Беларусь	2	43	274	319	106	139	1 425	1 670	7,2	1,6	12,8	21,6
Казахстан	2	20	301	323	137	265	938	1 340	74,8	3,5	84,6	162,9
Кыргызстан	2		20	22	272		20	292	5,3		0,60	5,9
Молдова	1	4	3	8	152	7	26	185	3,3	0,004	1,0	4,3
Россия	1	26	791	818	87	74	6 336	6 497	455,5	5,3	484,2	945,0
Таджикистан	2		23	25	23		2	25	0,7		0,005	0,7
Туркменистан				–				–				–
Узбекистан	1		80	81	80		85	165	11,1		7,1	18,2
ИТОГО	14	93	1 579	1 686	1 035	485	9 303	10 823	571	10	607	1 188

Данные Sbondс, Центральных банков стран, расчеты НРА

Рост числа эмитентов и выпусков при одновременном увеличении объемов говорит о **расширении рынка** как по числу участников, так и по объему привлеченного финансирования. Корпоративный сектор окончательно занял **доминирующую позицию в структуре рынка**.

При сохранении текущей динамики по итогам 2026 года Агентство ожидает выход на уровень **1 300 – 1 500 млрд долларов США** при условии отсутствия макроэкономических шоков.

Основой роста останется корпоративный сегмент, однако в 2026 году акцент может сместиться в сторону рефинансирования «стены погашений» и инструментов с плавающей ставкой (флоатеров). Основные риски — высокая стоимость фондирования и дифференциация между эмитентами-лидерами и эмитентами-заемщиками с невысоким кредитным качеством.

В целом прогноз по долговым рынкам развивающихся стран на 2026 год оценивается как позитивный. Основными драйверами выступают замедление инфляционных процессов и возобновление притока капитала. При этом на пространстве СНГ указанная благоприятная динамика будет сочетаться с выраженной межстрановой дифференциацией.



АЙНАЗ ХАЙРУЛЛИНА

Старший директор рейтингов
финансовых институтов
рейтинговой службы НРА

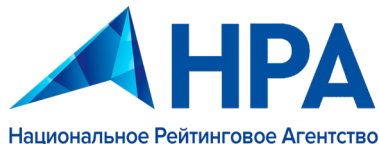
КОНТАКТЫ ДЛЯ СМИ

pr@ra-national.ru

СОТРУДНИЧЕСТВО

commercial@ra-national.ru

info@ra-national.ru



107078, г. Москва, Садовая-Спасская ул., д. 28

тел./факс: +7 (495) 122-22-55

www.ra-national.ru

Ограничение ответственности Агентства

© 2026

Настоящий аналитический обзор создан Обществом с ограниченной ответственностью «Национальное Рейтинговое Агентство» (ООО «НРА»), является его интеллектуальной собственностью, и все права на него охраняются действующим законодательством РФ. Вся содержащаяся в нем информация, включая результаты расчетов, выводы, методы анализа и др., предназначена исключительно для ознакомления; их распространение любым способом и в любой форме без предварительного согласия со стороны ООО «НРА» и подробной ссылки на источник не допускается. Любые факты неправомерного использования интеллектуальной собственности ООО «НРА» могут стать основанием для судебного преследования. Единственным законным источником публикации документа является официальный сайт ООО «НРА» в информационно-телекоммуникационной сети Интернет по адресу: www.ra-national.ru

ООО «НРА» и любые его работники не несут ответственности за любые последствия, которые наступили у лиц, ознакомившихся с настоящим аналитическим обзором, в результате их самостоятельных действий в связи с полученной из него информацией, в том числе за любые убытки или ущерб иного характера, прямо или косвенно связанные с такими действиями. Вся содержащаяся в аналитическом обзоре информация представляет собой выражение независимого мнения ООО «НРА» на дату его подготовки на основе сведений и данных, полученных из источников, которые ООО «НРА» считает надежными. Любые сделанные в нем предположения, выводы и заключения не имели целью и не являются предоставлением рекомендаций по принятию инвестиционных решений и проведению операций на финансовых рынках или консультацией по вопросам ведения финансово-хозяйственной деятельности. ООО «НРА» не несет ответственности за точность и достоверность сведений и данных, полученных из использованных источников, и не имеет обязанности по их верификации, а также по регулярному обновлению информации, содержащейся в настоящем аналитическом обзоре.