

---

**19 апреля 2023 г.**

---

*Экономика Турции в 2022 г. демонстрировала уверенный рост за счет увеличения внутреннего потребления домохозяйств и расширения государственных расходов. На фоне устойчивого роста экономики в 1П2022 г. дефицит бюджета заметно сократился и сложился минимальным с 2006 г. Государственный долг Турции в 2022 г. увеличился за счет внутренних заимствований при этом валютные риски на фоне ослабления турецкой лиры продолжили нарастать. При этом размер общего валового государственного долга является одним из минимальных в Европе, а с учетом сохранения роста экономики и, как следствие, доходной части бюджета не создает рисков утраты платежеспособности. Размер международных резервов достиг максимального размера за последние 9 лет. Сокращение внешнего спроса на турецкий экспорт и рост внутреннего на импорт негативно сказались на текущем счете республики, дефицит которого значительно углубился. ЦБ Турции сохранял денежно-кредитные условия в 1П2022 г. неизменными и лишь по мере замедления темпов роста экономики стал динамично снижать процентную ставку в стране. Таким образом, страна смогла преодолеть опасения по поводу возможного экономического кризиса, вследствие применения низких ставок для борьбы с инфляцией. В 2022 г. наблюдалось снижение галопирующих темпов потребительской инфляции. Фондовый рынок Турции продемонстрировал одну из наилучших динамик в мире в прошлом году, а доходность по ГЦБ поступательно снижалась как в местной, так и в иностранной валюте.*

*В 2023 г. темпы роста экономики Турции замедлятся на фоне сохранения геополитических рисков, слабого экономического роста в странах Европы, а также из-за последствий землетрясения и сокращения потребления домохозяйств в республике. Для стимулирования экономики ДКП сохранится мягкой, одним из последствий которой будет дальнейшее ослабление лиры. В 2023 г. дефицит бюджета вырастет, т.к. замедление темпов экономики, восстановление ее от землетрясения и проведение президентских выборов окажут давление на расходную часть бюджета. В 2023 г. на фоне замедления глобальной экономики условия внешней торговли ухудшатся, что отразится на торговом балансе страны. Однако сохраняющаяся валютная выручка от туристических услуг окажет сдерживающее влияние на углубление дефицита текущего счета. В текущем году мы ожидаем нормализацию ставок доходности по ГЦБ Турции на фоне более предсказуемой инфляции, стабилизации курса лиры и снижения страновых рисков, что делает интересными ГЦБ, деноминированные в валюте. Кроме того, инвесторов могут заинтересовать корпоративные бонды из сектора промышленности, транспорта и телекоммуникаций.*

**Экономика Турции - рост экономики выше среднего за 2012-2022 гг.** Экономика Турции в 1П2022 г. демонстрировала относительно высокие темпы роста на уровне 7.8% г/г. Однако во 2П2022 г. произошло замедление динамики экономического роста до 3.5% из-за снижения спроса на турецкий экспорт из-за военных действий на Украине и на фоне замедления экономического роста в странах Европы. В целом за 2022 г. ВВП республики увеличился на 5.6% г/г. Поддержку экономике в 2022 г. оказывало потребление домохозяйств, темпы роста которого сложились на уровне 22.4% г/г и лишь только в 4 квартале сократились до 16.1% г/г. В 2022 г. наблюдается расширение государственных расходов на 5.2% г/г (+2.6% г/г в 2021 г.). Причем если в течение 9М2022 г. динамика расходов находилась в диапазоне 1.6-4.7% г/г, то в 4кв2022 г. расходы бюджета увеличились на 9.0% г/г. Уровень безработицы в республике сложился на минимальном уровне за последние 8 лет в 10.4%. Существенный рост занятого населения наблюдался в сферах экономики, связанных с туристической индустрией республики. Мы полагаем, что рост экономики в Турции в 2023 г. замедлится (по разным оценкам от 2.3% до 3.0%) на фоне последствий от землетрясения, общего замедления глобальной экономики, геополитической напряженности и сокращения внутреннего потребления домохозяйств в республике.

**Денежно-кредитные условия – мягкая денежно-кредитная политика сохраняется.** В 2022 г. денежно-кредитная экспансия сохранилась. Причем, если в первой половине года на фоне высоких темпов роста экономики республики регулятор не менял денежно-кредитные условия в стране, то по мере

замедления темпов роста экономики – он начал динамично снижать процентную ставку с 14% до 9.0% к концу года. В феврале 2023 г. с целью поддержки экономики после землетрясения ЦБ Турции принял решение понизить процентную ставку до 8.5%. В 2022 г. смягчение ДКП происходило на фоне ускорения темпов потребительской инфляции (ИПЦ) с 36.1% г/г в начале года до 64.3% г/г в конце. С целью обеспечения стабильности цен в республике ЦБ Турции в 2023 г. инициировал реализацию Стратегии Лиризации (Liraization Strategy) для увеличения доли турецкой лиры в финансовой системе Турции. Курс турецкой лиры демонстрировал непрерывное ослабление и в августе 2022 г. достиг 18.2 турецких лир за доллар США (+40% с начала года). По мере смягчения ДКП темпы ослабления курса лиры замедлились со среднего значения в 5.8% за 7М2022 г. до 0.9% за оставшиеся 5М2022 г. В целом же за год турецкая лира ослабла на 44.1% до 18.7 турецких лир за доллар США. Мы считаем, что в связи с курсом на поддержку реального сектора экономики и получения максимальных конкурентных преимуществ во внешней торговле мягкая денежно-кредитная политика ЦБ сохранится и в 2023 г., а ослабление турецкой лиры продолжится хотя и с меньшими темпами (в среднем 21.6-22.7 лир за доллар США).

**Улучшение параметров государственного бюджета.** Доходы бюджета в 2022 г. увеличились в номинальном выражении в два раза и составили 2 802.4 млрд турецких лир (\$169.2 млрд). Доходы от прямого налогообложения увеличились на 102.0% г/г и составили 2 353.3 млрд лир. Расходная часть государственного бюджета Турции повысилась в 1.8 раза до 2 941.4 млрд лир (\$177.6 млрд). Наибольший рост в структуре расходов бюджета наблюдался со стороны выплаты процентных платежей по внутреннему долгу на 63.3% г/г до 195.5 млрд лир и по внешнему долгу на 97.5% г/г до 79.6 млрд лир. Государственный бюджет республики в 2022 г. сложился с дефицитом на уровне 139.1 млрд лир (\$8.4 млрд) и сократился на 31% г/г. Показатель дефицита госбюджета к ВВП сократился с 2.8% в 2021 г. до 0.9% в 2022 г. и сложился минимальным с 2006 г. (-0.6% от ВВП). Мы полагаем, что с учетом замедления темпов глобальной экономики в 2023 г. правительство Турции будет наращивать бюджетный импульс для поддержки своей экономики. Президентские выборы и восстановление экономики, пострадавшей от землетрясения, окажут давление на расходную часть бюджета республики. Сокращение темпов пополнения доходной части бюджета на фоне сокращения экспортной выручки и дальнейшего замедления внутреннего потребления приведут к углублению дефицита бюджета до 3.5% от ВВП.

**Государственный долг стабилизировался на уровне 26.9% от ВВП.** Внешний валовый долг Турции в 2022 г. увеличился на 4.5% г/г и составил \$459.0 млрд (50.7% от ВВП). Консолидированный внешний валовый государственный долг и ЦБ РУ составляет \$220 млрд или 24% от ВВП страны. Внешний долг центрального правительства Турции за 2022 г. вырос на 49.2% г/г до 2 129 млрд (\$113.9 млрд). Внутренний долг центрального правительства Турции в 2022 г. увеличился на 44.2% до 1 905.3 млрд лир (\$101.9 млрд). Таким образом, совокупный объем долга центрального правительства Турции в 2022 г. вырос на 46.8% г/г (+51.6% г/г в 2021 г.) и составил T4 034 млрд лир (\$215.8 млрд) или 26.9% от ВВП страны. Рост части долга центрального правительства в иностранной валюте отражает высокую чувствительность государственных финансов страны к изменению валютного курса, что будет увеличивать валютные риски. Несмотря на нарастание валютных рисков размер общего валового государственного долга является одним из минимальных в Европе, обслуживаемым и привлекательным в качестве среднесрочных инвестиций, в части деноминированных в иностранной валюте.

**Международные резервы – уверенный рост.** Международные резервы Турции за 2022 г. увеличились на 15.8% и составили \$128.7 млрд. Сложившийся уровень ЗВР ЦБ Турции является третьим историческим максимумом с 1981 г. Депозиты и резервные активы в СКВ выросли на 21.9% г/г до \$69.0 млрд. Активы в золоте в номинальном выражении увеличились на 19.1% г/г и составили \$45.8 млрд. Одним из источников пополнения ЗВР ЦБ Турции в 2022 г. было погашение переучтенных векселей в иностранной валюте на сумму в \$17.4 млрд, а продажа иностранной валюты за счет переучтенных кредитов позволила нарастить резервы еще на \$4.4 млрд. В 2022 г. ЦБ РТ заключил три валютных свопа с целью стимулирования двухсторонней торговли. С учетом ожидаемого ухудшения условий внешней торговли в 2023 г. давление на резервы республики будет увеличиваться и в 2023 г., по отдельным оценкам, их размер снизится до \$105 млрд.

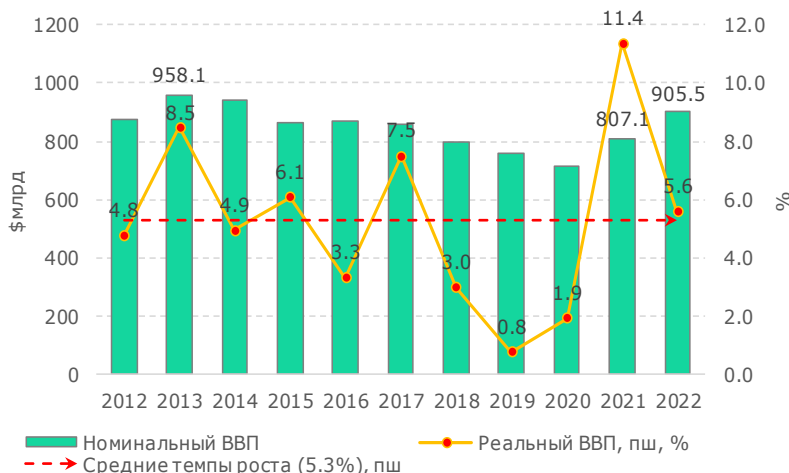
**Внешние счета – значительное углубление дефицита текущего счета.** Дефицит текущего счета Турции в 2022 г. существенно углубился (в 6.7 раза) и сложился на уровне в \$48.7 млрд (-5.4% от ВВП). Расширению дефицита текущего счета Турции в 2022 г. способствовало расширение отрицательного сальдо торгового

баланса в 3.1 раза до \$89.7 млрд и сложившийся дефицит по счету вторичных доходов на уровне \$374 млн (профицит \$948 млн в 2021 г.). Увеличение профицита по счету услуг на 56.7% г/г до \$49.8 млрд и сокращение дефицита по счету первичных доходов на 20.2% г/г до \$8.5 млрд оказали сдерживающее влияние на углубление дефицита. По финансовому счету в 2022 г. наблюдался приток капитала в размере \$33.6 млрд (приток \$28.9 млрд за 2021 г.). Замедление внешней макроэкономической динамики негативно скажется на условиях внешней торговли республики, что негативно скажется на торговом балансе страны. Однако сохранение валютных доходов от туристического бизнеса отчасти сбалансируют общий дефицит текущего счета на уровне 3.9%-4.2% от ВВП.

### Экономика Турции - рост экономики выше среднего за 2012-2022 гг.

Экономика Турции в 1П2022 г. продемонстрировала относительно высокие темпы квартального роста на уровне 7.6% г/г (+7.5% г/г в 1кв2021 г.) и 7.8% г/г (+22.2% г/г во 2кв2021 г.) соответственно. В 3 и 4 кварталах динамика роста экономики замедлилась до 4.0% г/г (+7.9% г/г в 3кв2021 г.) и до 3.5% г/г (+9.6% г/г в 4кв2021 г.). Замедление динамики экономического роста в 4кв2022 г. произошло из-за снижения спроса на турецкий экспорт в странах Европы на фоне сокращения экономики стран торговых партнеров, из-за роста геополитической напряженности и военных действий на Украине. В целом за прошлый год ВВП республики увеличился на 5.6% г/г (+11.4% г/г в 2021 г.). В номинальном выражении ВВП страны вырос на 107% г/г и составил 15 трлн турецких лир или \$905.5 млрд. В течение всего прошлого года существенную поддержку экономике оказывало потребление домохозяйств, темпы роста которого за 9М2022 г. сохранялись на уровне 20.4%-22.4% г/г и лишь только в 4кв2022 г. снизились до 16.1% г/г. В целом же за год динамика роста по

Рис.1. Годовой рост ВВП Турции, 2012-2022 гг.



Источник: Turkstat

этому компоненту ВВП ускорилась до 19.7% г/г (15.3% г/г в 2021 г.). В 2022 г. наблюдалось расширение государственных расходов на 5.2% г/г (+2.6% г/г в 2021 г.). Причем если в течение 9М2022 г. динамика расходов находилась в диапазоне 1.6-4.7% г/г, то в 4кв2022 г. на фоне замедления темпов роста экономики, расходы бюджета увеличились на 9.0% г/г. Существенное сокращение динамики роста наблюдалось по валовому накоплению капитала с 7.4% в 2020-2021 гг. до 2.8% г/г в 2022 г. Этому способствовало сокращение валового накопления капитала с 4.5%-5.3% за 6М2022 г. до -0.8% и -2.6% во втором полугодии прошлого года. В течение 2022 г. существенно снизилась динамика роста экспорта товаров и услуг с 24.9% г/г в 2021 г. до 9.1% г/г в 2022 г. Существенное сокращение произошло в последнем квартале прошлого года, когда положительная динамика на уровне 12.4-16.4% г/г сменилась отрицательным значением в 3.3%. На фоне замедления динамики экспорта темпы роста импорта, наоборот, ускорились с 2.4% г/г в 2021 г. до 7.9% г/г в 2022 г. Причем расширение динамики произошло именно во второй половине года, когда темпы роста в 2.2%-5.8% г/г в первой половине года, ускорились до 10.2%-11.9% во второй.

Существенный вклад в рост экономики Турции в 2022 г. внесла положительная динамика в финансовой сфере (+21.8% г/г), сфере услуг (+11.7% г/г), сфере профессиональной и административной деятельности (+9.9% г/г), а также в сфере информации и связи (+8.7 г/г). Отрицательный вклад в рост экономики оказала динамика в сфере строительства (-8.4% г/г). Рост промышленного производства в 2022 г. сложился на уровне 3.3% г/г, а в сельском хозяйстве темпы роста увеличились на 0.6% г/г.

Индекс цикла деловой активности<sup>1</sup> демонстрировал рост выше 100% (среднее значение 117.6% за 12М2022 г.). Увеличение в 92.2% и 90.5% наблюдалось только в январе и декабре прошлого года. Замедление экономики в 4кв2022 г. отразилось на значении индекса деловой активности в сфере промышленного производства в ноябре и декабре (93.2% и 67.0%) и в сфере торговли (97.5% и 93.9%). В среднем за год в этих двух сферах экономики Турции средняя динамика составила 118.3% и 112% соответственно. В сфере строительства динамика была неравномерной в течение всего года и сложилась в среднем на уровне в 97.2%.

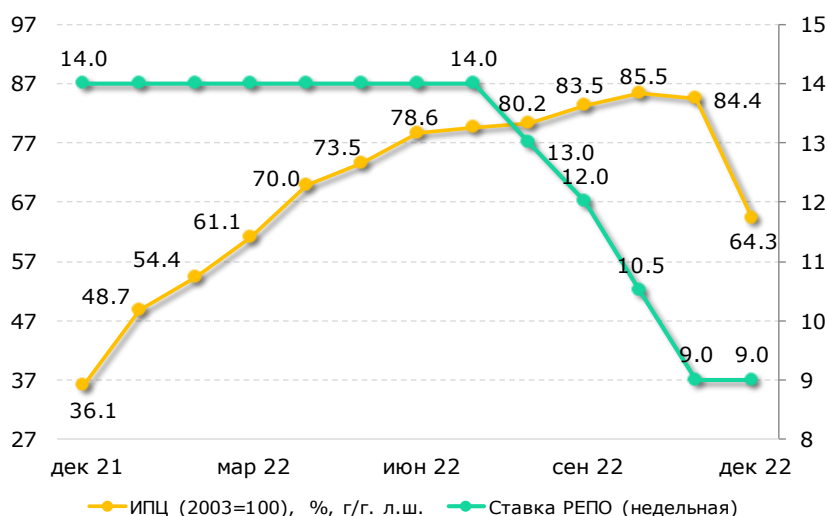
В 2022 г. количество занятого населения в республике выросло на 6.8% г/г и составило 30.8 млн человек. Существенный прирост занятого в экономике населения наблюдался в сфере искусства и развлечений (+23.4% г/г), в сфере питания и размещения (+20.2% г/г), в сфере информации и связи (+14.2% г/г), в сфере недвижимости (+13.8% г/г) и в сфере здравоохранения (+13.8% г/г). Такая динамика роста в этих сферах занятости произошла за счет расширения туристического потока в Турцию. Рост занятого населения в обрабатывающей промышленности составил 8.8% г/г, а в горнодобывающей промышленности 6.8% г/г. В сфере обращения (торговля и транспорт) увеличение занятого населения составило 7.7% г/г и 11.6% г/г. Единственной сферой, в которой наблюдалось сокращения занятости, была сфера сельского хозяйства (-1.7% г/г). При этом уровень безработицы в стране сложился на уровне 10.4% (минимальное значение за последние 8 лет) и был сопоставим с 2015 г., когда уровень безработицы составлял 10.3%.

Консенсус-прогноз агентства Bloomberg по росту турецкой экономики в 2022-2023 гг. составил 2.3% и 3.0%. Мы полагаем, что факторами замедления роста турецкой экономики выступит сокращение темпов роста экономики стран-торговых партнеров (Евросоюз, РФ и т.п.), эмбарго на российские энергоносители и угроза вторичных санкций, восстановление экономики после разрушительного землетрясения в феврале (ущерб оценивается в 9%-10% от ВВП), а также президентская электоральная гонка.

### Денежно-кредитные условия – мягкая ДКП сохраняется

В 2022 г. Центральный банк Турции (ЦБ) продолжил придерживаться политике денежно-кредитной экспансии. Причем, если в первой половине года на фоне высоких темпов роста экономики республики (7.6%-7.8%) регулятор не менял денежно-кредитные условия в стране (процентная ставка сохранялась на уровне 14% в течение 7М2022 г.), то по мере замедления темпов роста экономики с 4.0% до 3.5% он начал динамично снижать ее с шагом 100 б.п.-150 б.п. и довел до уровня в 9.0% к концу года. Решение по

Рис. 2. Ставка ЦБ РТ и инфляция



Источник: ЦБ Турции

64.3% г/г, а ИППП - до 136% г/г и до 97.7% г/г соответственно. Основной вклад в высокие темпы инфляции в Турции в 2022 г. внесли цены на энергоносители, динамика которых ускорилась с 42.9% г/г в декабре 2021 г. до 151.3% г/г в июне и замедлилась до 94.4% г/г в декабре 2022 г. Цены на продукты питания

<sup>1</sup> total turnover index - композитный индекс оборота промышленного производства, строительства, торговли, услуг

продемонстрировали более сдержанную динамику роста с 43.8% в декабре 2021 г. до 102.6% г/г в ноябре и к концу прошлого года замедлились до 77.9% г/г. Относительно низкие темпы роста цен сложились на платные услуги, темпы роста которых ускорились с 22.3% г/г в декабре 2021 г. до 60.7% г/г в ноябре и замедлились до 55.5% г/г в декабре 2022 г. В начале 2023 г. наблюдается постепенное замедление темпов потребительской инфляции в Турции с 57.7% г/г в январе до 50.5% г/г в марте. С учетом высокой базы 2022 г., эффект которой начнет наиболее сильно проявляться с апреля текущего года и достигнет максимума в октябре и ноябре, темпы потребительской инфляции будут замедляться и, согласно прогнозу ЦБ Турции, составят 22.3% г/г. С учетом уровня процентной ставки регулятора (9%-14%) и уровня потребительской инфляции (36.1% - 64.3%) реальная процентная ставка в республике оставалась отрицательной в течение всего прошлого года. Принимая во внимание приверженность ЦБ Турции мягкой ДКП, реальная ставка сохранится отрицательной и в 2023 г. Так, в феврале 2023 г. ЦБ Турции принял решение понизить процентную ставку (1-нед. РЕПО) до 8.5%, что на фоне потребительской инфляции в 55.2% г/г сохранило значение реальной ставки на отрицательном уровне в 46.7%. Регулятор принял такое решение с целью поддержки экономики после землетрясения, ущерб от которой оценивался в 9%-10% от ВВП страны. Напомним, что целевой показатель ЦБ и Правительства Турции по инфляции в среднесрочной перспективе составляет 5%, однако выход экономики на этот показатель в периоде 3-5 лет маловероятен.

Курс турецкой лиры в течение 7М2022 г. на фоне сохранения процентной ставки на уровне 14% демонстрировал непрерывное ослабление (рис.6. Приложение 1.) и в августе 2022 г. составил 18.2 турецких лир за доллар США (+40% с начала года). По мере смягчения ДКП темпы ослабления курса замедлились со среднего значения в 5.8% за 7М2022 г. до 0.9% за оставшиеся 5М2022 г. В целом же за год турецкая лира ослабла на 44.1% до 18.7 турецких лир за доллар США. Мягкая денежно-кредитная политика ЦБ Турции не оказывает поддержки национальной валюты Турции и, кроме того, высокие темпы инфляции в стране также ведут к потере ее стоимости. В случае победы, действующего президента в Турции в 2023 г. мягкая ДКП ЦБ Турции сохранится из-за ограниченной свободы регуляторов в принятии решений в рамках ДКП. Принимая во внимание сохранение или дальнейшее смягчение ДКП ЦБ Турции, ослабление турецкой лиры продолжится и по состоянию на конец года курс по паре USDTRY составит 22.7 лир (ослабление на 21.6%). Согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, медианное значение курса по паре USDTRY в 2023 г. в среднем составит 21.82 лиры. С целью обеспечения стабильности цен в республике ЦБ Турции на 2023 г. инициировал Стратегию Лиризации (Liraization Strategy) финансовой системы Турции для увеличения доли турецкой лиры в активах и пассивах банковской системы республики, для использования лиры, как единственного платежного средства в рамках коммерческих сделок в стране, а также использовании лир в качестве обеспечения в рамках механизма предоставления фондирования Центральным банком Турции участникам денежного рынка. В рамках стратегии предполагается увеличить долю депозитов в банковской системе Турции до 60% в 1П2023 г<sup>2</sup>. В ходе реализации стратегии предполагается постепенно увеличить объемы фондирования в лирах через операции на открытом рынке (Open Market Operations - OMO), который будет использоваться, как основной канал предоставления фондирования.

Прогнозируемое ослабление турецкой лиры создает дополнительное давление на бюджет в части обслуживания внешнего долга, т.к. по мере ее ослабления будет расти доля государственного долга именно в иностранной валюте, т.к. доверие к долгу в национальной валюте будет только сокращаться. В таком случае будут нарастать валютные риски (currency mismatch), т.к. Правительство Турции будет выпускать долг в иностранной валюте, а обслуживать через бюджет в национальной. Следовательно, обесценение турецкой лиры будет приводить в номинальном выражении к росту нагрузки на бюджет по обслуживанию внешнего долга, деноминированного в иностранной валюте.

Мягкая ДКП в 2022 г. и инерционная неконтролируемая динамика инфляции, по сути, не оказывала существенного влияния на доходность ГЦБ в турецких лирах (10 лет), доходность по которым практически не изменилась (рис 7. Приложение 1.). Доходность по более коротким инструментам (2-года) была более волатильной в 1П2022 г., но резко снизилась, как только регулятор стал динамично понижать процентную ставку с 14% до 9% (1Нед. Репо). Такое движение доходности по краткосрочным инструментам отражало

---

<sup>2</sup> Согласно данным на март 2023 г. депозиты в валюте составляют 42.2%

действие трансмиссионного механизма через процентный канал, который на рынок имеет «сквозной эффект».

Движение доходности по ГЦБ в валюте со второй половины 2022 г. также шло по нисходящей и происходило на фоне роста ставки ФРС. К концу 2022 г. из-за постепенного сужения риск-премии доходность по ГЦБ в USD (10 лет) скорректировалась от пика примерно на 3 пп до 8.8%, а по более коротким бумагам (2-года) на 4.5 пп до 7.3%. На фоне ожидаемого в текущем году начала цикла смягчения монетарных условий в США и других развитых странах, мы ожидаем, рост интереса к бумагам развивающихся стран, в том числе и государственным бумагам Турции, которые будут привлекательны на фоне замедления инфляции и притока внешних инвестиций для восстановления экономики после землетрясения.

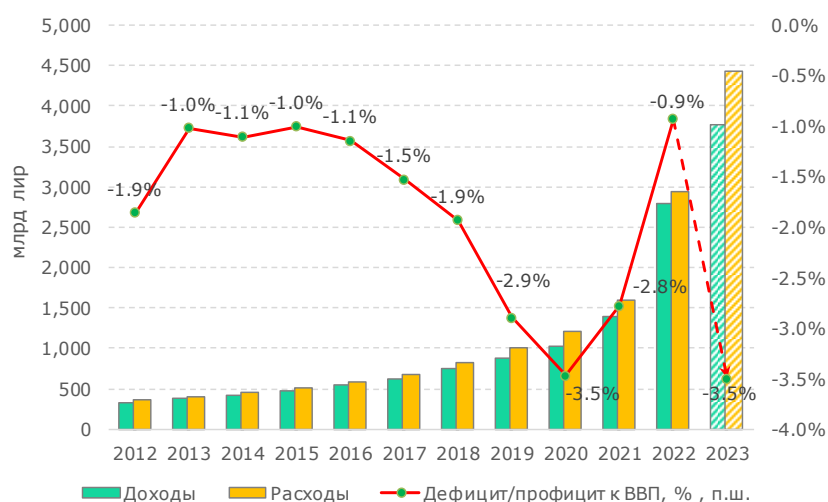
Отметим, что индекс Стамбульской фондовой биржи за 2022 г. продемонстрировал существенный рост с 1 927 пунктов до рекордных 5 509 пунктов, в то время как индекс S&P 500, к примеру, потерял порядка 20%. Такому бурному росту местного фондового рынка в прошлом году способствовали различные меры традиционного и нетрадиционного характера по снижению зависимости лиры от внешних влияний, а также снижение ставок на внутреннем рынке, что повысило привлекательность биржевых активов.

Мы полагаем, что в связи с курсом на поддержку реального сектора экономики и получения максимальных конкурентных преимуществ во внешней торговле мягкая денежно-кредитная политика ЦБ сохранится и в 2023 г., а ослабление турецкой лиры продолжится хотя и с меньшими темпами (в среднем 21.6-22.7 лир за доллар США).

### Улучшение параметров государственного бюджета

Согласно данным Министерства Финансов Республики Турции, доходы бюджета в 2022 г. увеличились в номинальном выражении в два раза и составили 2 802.4 млрд турецких лир (\$169.2 млрд<sup>3</sup>). Доходы от прямого налогообложения увеличились на 102.0% г/г и составили 2 353.3 млрд лир. Поступления в бюджет от подоходного налога увеличились на 117.3% г/г и составили 863.9 млрд лир. Поступления в бюджет по имущественному налогу повысились на 25.7% г/г до 26.5 млрд лир. Поступления от внутреннего налогообложения товаров и услуг подросли на 79.8% и составили 678.6 млрд турецких лир. Существенный рост поступлений в бюджет наблюдался также по налогу на международную торговлю, которые за прошлый год увеличились на 121.2% г/г и составили 658 млрд лир. Доля налоговых поступлений в структуре доходов

Рис. 3. Бюджет Турции 2012-2022 гг.



бюджета увеличилась с 83.1% в 2021 г. до 84.0% в 2022 г. Неналоговые поступления в бюджет увеличились на 94.5% г/г до 387.3 млрд лир.

Расходная часть государственного бюджета Турции увеличилась в 1.8 раза до 2 941.4 млрд лир (\$177.6 млрд). Наибольший прирост в структуре расходов бюджета наблюдался со стороны выплаты процентных платежей по внутреннему долгу на 63.3% г/г до 195.5 млрд лир и по внешнему долгу на 97.5% г/г до 79.6 млрд лир. Бюджетные текущие трансферты увеличились на 79.7% г/г до 1 126.1 млрд лир (доля 38.3% в структуре расходов, 39.1% в 2021 г.). Капитальные расходы бюджета

Источник: Минфин Турции

<sup>3</sup> По среднему курсу USDTRL 16.56 лир

увеличились в 2.1 раза за прошлый год и составили 279.4 млрд лир (доля 9.4%, 8.2% в 2021 г.). Оплата работникам бюджетной сферы увеличилась на 77.7% г/г до 615.3 млрд (доля 20.9%, 21.6% в 2021 г.).

Государственный бюджет республики в 2022 г. сложился с дефицитом на уровне 139.1 млрд лир (\$8.4 млрд) и сократился в годовом выражении на 31%. Показатель дефицита госбюджета к ВВП уменьшился с 2.8% в 2021 г. до 0.9%<sup>4</sup> в 2022 г. и сложился минимальным с 2006 г. (-0.6% от ВВП).

Согласно закону о бюджете Республики Турции на 2023 г., планируется увеличение доходной части бюджета на 34.3% г/г до 3 762.4 млрд турецких лир (\$201.2 млрд), а расходной на 50.4% г/г до 4 423.3 млрд турецких лир (\$236.6 млрд<sup>5</sup>), при этом государственный бюджет планируется свести с дефицитом в 660.9 млрд турецких лир (\$35.5 млрд) или 3.5% от прогнозного значения ВВП страны.

Принимая во внимание то, что в 2023 г. произошло землетрясение (ущерб, по данным Strategy and Budget Office (SBO) – Управление по стратегическому планированию и бюджету, составил 9% от ВВП страны в 2023 г.), а также с учетом расширения бюджетного импульса для поддержки экономики и выборов президента ожидается наращивание государственного долга с прогнозируемым углублением дефицита бюджета до 3.5% от ВВП.

Внешний валовый долг Турции в 2022 г. увеличился на 4.5% г/г и составил \$459.0 млрд (50.7% от ВВП). Напомним, что в 2020 г. внешний валовый долг республики достиг максимального значения с 2002 г. и составил 60% от ВВП. Прирост валового долга произошел за счет наращивания краткосрочной его части на 24% г/г до \$147.6 млрд при одновременном уменьшении долгосрочного долга на 2.7% г/г до \$311.4 млрд. При этом структурно валовый долг Турции представлен на 40.7% (41.1% в 2021 г.) валовым долгом государственного сектора, на 7.1% (5.9% в 2021 г.) внешним долгом ЦБ Турции и на 52.1% (53% в 2021 г.) долгом частного сектора. Наиболее существенную динамику прироста внешнего валового долга за 2022 г. продемонстрировал ЦБ Турции, который нарастил свои внешние обязательства на 25.9% до \$32.8 млрд, при этом прирост государственного долга составил 3.5% до \$186.9 млрд. При консолидации внешнего валового государственного долга с долгом ЦБ РТ размер совокупного долга составляет \$220 млрд или 24% от ВВП страны (\$207 млрд в 2021 г. или 25.6% от ВВП). Относительно умеренную динамику роста показал частный сектор, увеличивший свой долг за прошлый год на 2.9% до \$239.4 млрд.

Внешний долг центрального правительства Турции за 2022 г. вырос на 49.2% г/г до 2 129 млрд (\$113.9 млрд). Структура внешнего долга правительства на 85.4% (58.8% в 2021 г.) представлена обязательствами с фиксированной ставкой. Доля внешнего долга центрального правительства Турции за прошлый год сократилась с 19.7% до 14.2% к ВВП страны. Внешний долг правительства Турции на 77.3% (76.2% в 2021 г.) представлен международными облигациями и на 22.7% (23.8% в 2021 г.) кредитами.

Внутренний долг центрального правительства Турции в 2022 г. увеличился на 44.2% до 1 905.3 млрд лир (\$101.9 млрд). Доля внутреннего долга уменьшилась с 18.2% к ВВП в 2021 г. до 12.7% в 2022 г. Порядка 24.3% (25.2% в 2021 г.) долга представлено в форме обязательств с плавающей ставкой, 54.8% (52.7% в 2021 г.) – инструменты плавающей ставкой и 20.9% (22.1% в 2021 г.) – инструменты, индексируемые к инфляции. Таким образом, совокупный объем долга центрального правительства Турции в 2022 г. вырос на 46.8% г/г (+51.6% г/г в 2021 г.) и составил Т4 034 млрд лир (\$215.8 млрд)<sup>6</sup> или 26.9% (37.9% в 2021 г.) от ВВП страны. С учетом существенного обесценения национальной валюты, валютная структура внешнего долга центрального правительства претерпела существенное изменение. Так, если в 2010 г. структура долга правительства состояла на 73.3% из долга, номинированного в турецких лирах, то в 2021 г. доля долга в турецких лирах опустилась до 34% (минимальное значение с 2003 г.) и увеличилась до 34.5% в 2022 г. Изменение валютной структуры долга центрального правительства Турции отражает высокую чувствительность государственных финансов страны к ослаблению валютного курса. Несмотря на нарастание валютных рисков, размер общего валового государственного долга (34.7% от ВВП<sup>7</sup>) является одним из

<sup>4</sup> При запланированном дефиците в 3.5% от ВВП на 2022 г.

<sup>5</sup> По курсу 18.70 на конец периода 2022 г.

<sup>6</sup> По среднему курсу 18.70

<sup>7</sup> Предварительные данные Минфина Турции, общий государственный долг

минимальных в Европе<sup>8</sup>, обслуживаемым и привлекательным в качестве среднесрочных инвестиций, деноминированных в иностранной валюте.

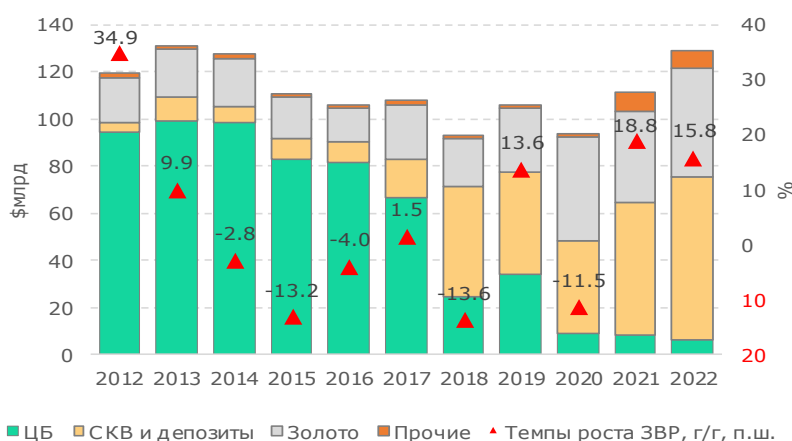
### Международные резервы – уверенный рост

Международные резервы Турции за 2022 г. увеличились на 15.8% и составили \$128.7 млрд. Сложившийся уровень ЗВР ЦБ Турции является третьим историческим максимумом с 1981 г. (2013 г. - \$131 млрд и с 2014 г. - \$127.3 млрд). Сокращение резервов наблюдается со стороны ценных бумаг на 22.0% до \$6.4 млрд, СДР на 4.8% до \$7.3 млрд, а также резервной позиции в МВФ на 5.1% до \$150 млн. Доля ценных бумаг в структуре ЗВР за прошлый год сократилась с 7.4% до 5.0%. Депозиты и резервные активы в СКВ выросли на 21.9% г/г до \$69.0 млрд, при этом их доля в структуре ЗВР увеличилась с 50.9% до 53.6%. Активы в золоте в номинальном выражении выросли на 19.1% г/г и составили \$45.8 млрд. При этом в физическом выражении авуары в золоте по состоянию на конец года не изменились и составили 25.30 млн тройских унций<sup>9</sup> (779.5 тонн)<sup>10</sup>. Доля активов в золоте в структуре ЗВР ЦБ Турции за прошлый год увеличилась с 34.6% до 35.6%. Причем ЦБ Турции нарастил свои активы в золоте на 19.6% г/г и делал это целенаправленно в течение всего прошлого года. В 2022 г. Турция нарастила объем импорта золота в страну в 3.1 раза до 379 тонн. С 2003 г. этот не самый большой размер импорта и уступает 503 тонн в 2020 г. и 421 тонн в 2017 г., однако находится выше среднего уровня в 321.5 тонн с 2003 -2022 гг. При этом наблюдается существенное сокращение объема экспорта золота из Турции на 68.9% г/г до 19 тонн. С 2005 г. это минимальный размер экспорта желтого металла из страны. Согласно данным Trade Map, среди всех стран мира Турция по объему импорта золота в страну в 2022 г. занимало 6 место, уступая только Великобритании (737 тонн), Гонконгу (667 тонн) и Бельгии (586 тонн). Швейцария (2 389 тонн) и Китай (1 345 тонн) в 2022 г. были абсолютными лидерами.

Одним из источников пополнения ЗВР ЦБ Турции в 2022 г. было погашение переучтенных векселей в иностранной валюте на сумму в \$17.4 млрд, а продажа иностранной валюты за счет переучтенных кредитов

позволила нарастить резервы еще на \$4.4 млрд. ЦБ Турции ожидал увеличения своих резервов к концу года на \$22.3 млрд в рамках этих операций. Пополнение международных резервов ЦБ Турции происходило также в рамках диверсификации источников, запущенной еще в декабре 2021 г. Валютообменные операции осуществлялись в рамках обязательной продажи части экспортной выручки ЦБ Турции, в рамках депозитной программы для нерезидентов в турецких лирах, в рамках которой обеспечивалась защита вкладов от волатильности

Рис. 4. Золото-валютные активы Центрального банка Турции



Источник: МВФ

курса национальной валюты и гарантия получения дополнительного дохода (YUVAM счета), продажа валюты ЦБ Турции в соответствии с Законом о Гражданстве, продажа валюты в рамках сделок продажи объектов жилой недвижимости нерезидентам, физическим лицам, а также продажа валюты в рамках расширенной программы жилищного финансирования.

В 2022 г. ЦБ РТ заключил три валютных свопа с целью стимулирования двухсторонней торговли в соответствующих валютах стран внешнеторговой деятельности. Так, ЦБ РТ заключил договор с Объединёнными Арабскими Эмиратами в размере 18 млрд дирхам и 64 млрд турецких лир. 6 июня 2022 г.

<sup>8</sup> Предварительные данные Eurostat - Италия (147.3% от ВВП), Франция (113.4%), Австрия (81.3%), Германия (66.6%), Нидерланды (49%)

<sup>9</sup> По данным МВФ

<sup>10</sup> По данным ЦБ Турции



был возобновлен валютный своп с Народным банком Китая сроком на 3 года. В 2021 г. лимиты по валютному свопу с Китаем составляли 46 млрд турецких лир и 35 млрд китайских юаней.

В 2022 г. на фоне роста туристического потока в 1.9 раза до 44.3 млн человек и увеличения доходов от предоставления туристических услуг в 1.5 раза до \$41.2 млрд, а также за счет роста экспорта товаров на 12.8% г/г до \$253.4 млрд и увеличения притока капитала по финансовому счету на 16.1% до \$33.6 млрд поступления ликвидности в иностранной валюте в Турцию увеличились, что также способствовало рекордному росту объема ЗВР в стране. С учетом ожидаемого ухудшения условий внешней торговли в 2023 г. давление на резервы республики будет расти и в 2023 г., по отдельным оценкам они, снизятся до \$105 млрд<sup>11</sup>.

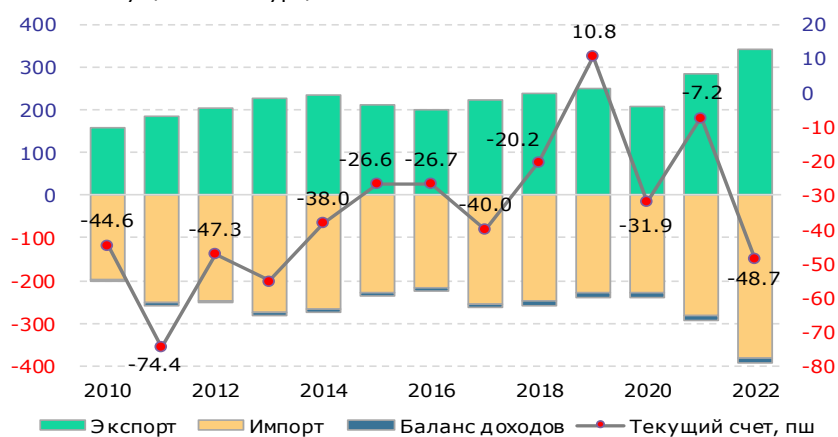
### Внешние счета – значительное углубление дефицита текущего счета

Дефицит текущего счета Турции в 2022 г., согласно предварительным данным ЦБ Турции, существенно углубился (в 6.7 раза) и сложился на уровне в \$48.7 млрд (-5.4% от ВВП по сравнению с -0.9% в 2021 г.). Такое значение дефицита текущего счета сопоставимо с дефицитом 2012 г. (\$47.3 млрд) и 2013 г. (\$55.1 млрд). Расширению дефицита текущего счета Турции в 2022 г. способствовал рост отрицательного сальдо торгового баланса в 3.1 раза до \$89.7 млрд и сложившийся дефицит по счету вторичных доходов на уровне \$374 млн (профицит \$948 млн в 2021 г.). Увеличение профицита по счету услуг на 56.7% г/г до \$49.8 млрд и сокращение дефицита по счету первичных доходов на 20.2% г/г до \$8.5 млрд оказали сдерживающее влияние на углубление дефицита по текущему счету Турции в 2022 г.

Значительному углублению дефицита по торговому счету способствовала опережающая динамика роста импорта на 35.1% г/г до \$343.1 млрд над темпами роста экспорта на 12.8% г/г до \$253.4 млрд. Расширению объемов импорта способствовал рост цен на энергоносители и цены на золото, объемы ввоза которого существенно возросли за прошлый год. Расширению профицита по счету услуг способствовала опережающая динамика экспорта услуг на 47.0% г/г до \$90.3 млрд при одновременном росте импорта услуг на 36.6% г/г до \$40.4 млрд. Рост экспорта услуг поддержало предоставление туристических услуг, объем которых вырос за 2022 г. на 54.6% г/г до \$41.2 млрд (максимум с 2006 г.). Сокращению дефицита по счету первичных доходов способствовало уменьшение дефицита по счету доходов от прямых инвестиций на 21.4% г/г до \$8 млрд и по счету доходов по портфельным инвестициям на 18.6% г/г до \$3.5 млрд. Формированию дефицита по счету вторичных доходов способствовал сложившийся дефицит по статье доходов правительства в размере \$650 млн (доход в \$430 млн в 2021 г.) и сокращение профицита по счету денежных переводов трудовых мигрантов на 26.5% г/г до \$247 млн.

По финансовому счету в 2022 г. наблюдался приток капитала в размере \$33.6 млрд (приток \$28.9 млрд за 2021 г.). Расширению притока по счету способствовало увеличение притока по счету прямых инвестиций на

Рис.5. Текущий счет Турции в 2022 г.



Источник: ЦБ РТ

17.5% г/г до \$8.1 млрд и расширение притока по статье прочие инвестиции на 82.6% г/г до \$39 млрд. При этом наблюдается отток по статье портфельных инвестиций с притока в \$751 млн до оттока в \$13.4 млрд. В 2022 г. наблюдается также заметный рост объема неучтенного капитала по счету платежного баланса «Ошибки и пропуски». Так, если за 2021 г. приток капитала составил \$1.6 млрд, то за 2022 год он расширился до \$27.9 млрд. Размер притока капитала по финансовому счету к ВВП страны в 2022 г. составил 2.4% от ВВП по сравнению с 0.1% в 2021 г.

<sup>11</sup> Оценка Fitch Ratings

Дефицит текущего счета Турции в 2023 г., согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, составит 4.1% (медиана) от ВВП, а в 2024 г. дефицит сократится до 3.2% от ВВП. Мы полагаем, что дефицит текущего счета будет формироваться в интервале 3.9%-4.2% от ВВП и во многом будет зависеть от стоимости энергоносителей, к изменениям которой экономика Турции очень чувствительна.

### **Рынок недвижимости Турции – спрос растет.**

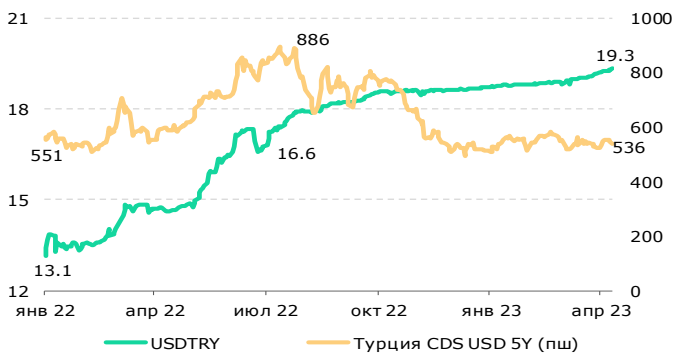
По итогам 2022 г. цены на турецкое жилье демонстрировали впечатляющий рост. Наиболее высокий рост цен зафиксирован в городах Стамбул и Анталия – более 200% в турецких лирах. Стоимость арендной платы в крупных курортных городах выросла более чем в 2.5-3 раза. Было заключено свыше 3 млн сделок по продаже недвижимости, из них 1.3 млн – объекты жилого назначения. При этом доля иностранных инвестиций в жилье ежегодно увеличивается, так, в течение 2022 г. инвестиции увеличились почти в 3 раза по сравнению с предыдущим годом. Основной причиной инвестиций в жилую недвижимость со стороны иностранных граждан является получение турецкого вида на жительство и гражданства, сохранение и преумножение капитала. Лидерами покупки турецкой недвижимости по итогам года стали граждане РФ. Самыми востребованными городами для покупки жилья стали – Стамбул и Анкара. Стоимость жилья по ожиданиям продолжит расти, и купить недвижимость в конце 2023 г. по ценам 2022 г. будет скорее всего невозможно. Основными причинами роста цен на недвижимость мы считаем, повышение спроса среди резидентов страны после землетрясений и увеличение себестоимости строительства недвижимости.

Согласно данным министерства градостроительства и окружающей среды Турции, во время землетрясений произошедших в феврале 2023 г. было разрушено более 50 тыс. зданий. Нанесенный ущерб составил порядка 10% от ВВП Турции, но даже с учетом этого мы считаем, что последствия землетрясений окажут положительное влияние на развитие рынка недвижимости. В связи с внушительным количеством, разрушенных зданий была проведена проверка, результатом которой стало ясно, что все эти дома были построены с нарушениями требований строительства жилых и нежилых зданий. Поэтому, руководство страны предприняло меры по увеличению количества проверок строящихся объектов, как следствие, это будет способствовать строительству качественных зданий, согласно установленным стандартам.

В связи с тем, что были затруднения с временным расселением пострадавших, руководством страны принято решение временно расселить людей в различных гостиницах страны. Возник существенный спрос среди резидентов на рынке недвижимости. На этом фоне коренное население все более активнее начало выступать против продажи жилья иностранным гражданам. При этом стоит отметить, что около 4.5% всех продаж жилья в 2022 г. приходилось на иностранцев, хотя в крупных городах этот показатель достигает 27%. Согласно данным Bloomberg, цены на жилье с поправкой на инфляцию в январе выросли на 95% по сравнению с прошлым годом. Бум строительства повлечет за собой удорожание строительных материалов, что в конечном счете повлияет на рост стоимости жилья.

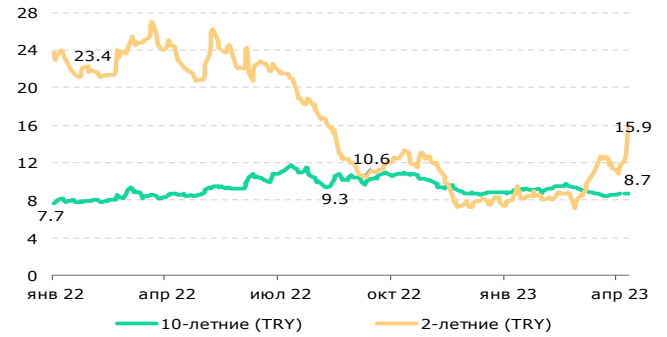
Приложение 1. Динамика отдельных показателей

Рис. 6. Курс турецкой лиры vs CDS



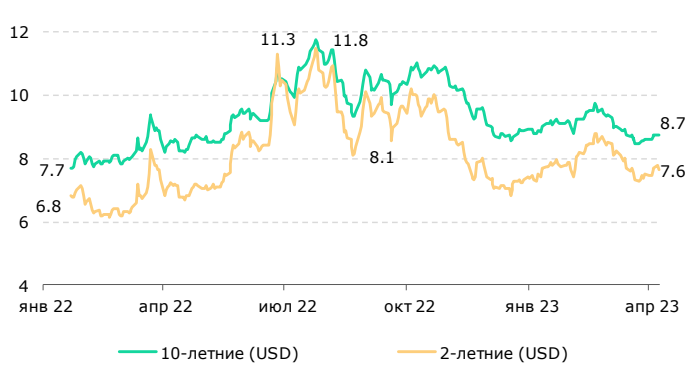
Источник: Bloomberg

Рис. 7. Доходность ГЦБ Турции в турецких лирах



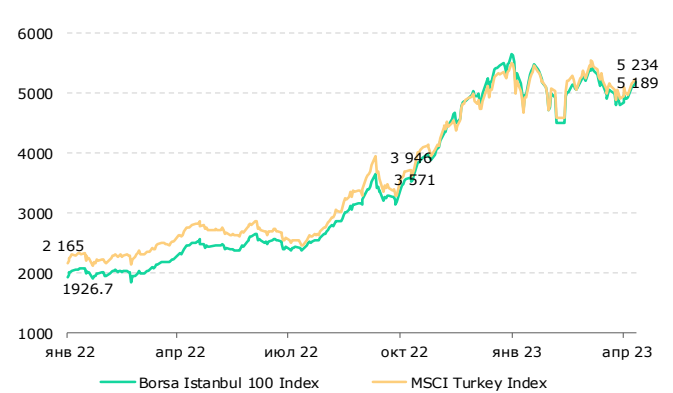
Источник: Bloomberg

Рис. 8. Доходность ГЦБ Турции в долларах США



Источник: Bloomberg

Рис. 9. Индексы Стамбульской фондовой биржи и MSCI



Источник: Bloomberg

© 2023 АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2023, все права защищены.

#### Департамент исследований

#### E-mail

[research@halykfinance.kz](mailto:research@halykfinance.kz)

#### Департамент продаж

#### E-mail

[sales@halykfinance.kz](mailto:sales@halykfinance.kz)

#### Адрес:

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 331 59 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

#### Bloomberg

**HLFN**

#### Refinitiv

Halyk Finance

#### Factset

Halyk Finance

#### Capital IQ

Halyk Finance