

В 3кв2019 г. экономика Турции вышла из рецессии, начавшейся в 4кв2018 г., показав годовой рост около 1%. Основной причиной замедления экономики страны явились разногласия Турции и США, которые в свою очередь привели к существенному обесценению турецкой лиры, росту инфляции, на которую регулятор отреагировал повышением процентных ставок. В настоящий момент наблюдается положительная динамика ВВП и притока капитала как по текущему, так и по финансовому счету. Государственный долг на уровне 19,1% от ВВП дает возможность привлекать капитал в страну без ухудшения общей платежеспособности, по крайней мере в перспективе ближайших нескольких лет. Согласно новой экономической политике правительства, ежегодный рост экономики ожидается на уровне 5% в течение последующих трех лет. Однако наш прогноз по росту экономики Турции более сдержанный и составляет порядка 2,1-2,3% г/г на 2020 г.

Экономика постепенно преодолевает рецессию. Экономика Турции в последние годы демонстрировала постепенное замедление роста с 6,1% в 2015 г., показав в 4 квартале 2018 отрицательную динамику роста на уровне 3,0%. Рецессия турецкой экономики продолжилась и в первом (-2,3%) и втором квартале (-1,6%) прошлого года. В третьем квартале 2019 года экономика Турции выросла на 0,9% г/г, при номинальном росте за три квартала в \$548 млрд. (\$602,8 млрд. за 9М2018 г.). Основными драйверами роста стало промышленное производство (+1,6%) и сельское хозяйство (+3,8%). Руководство страны ставит перед собой задачу обеспечения роста экономики на уровне 5% в ближайшие годы за счет бюджетного импульса и относительно мягкой денежно-кредитной политике ЦБ РТ.

Несмотря на низкие рейтинги, наблюдается приток инвестиций. Согласно статистике ОЭСР, за 9М2019 г. приток ПИИ в Турцию составил \$5,3 млрд. (-38,7% г/г), при этом отток иностранного капитала из страны составил \$2,0 млрд. (-30,1% г/г). Увеличение оттока капитала из страны и незначительное сокращение объема инвестиций в 2018 г. наблюдалось на фоне понижения кредитного рейтинга агентством S&P до В+. Агентство Moody's также понизило суверенный рейтинг Турции до «Ва3» с «негативным» прогнозом. Несмотря на мусорные рейтинги, в 2018 г. наблюдалось увеличения притока инвестиций на 13% г/г до \$13,0 млрд. (1,7% от ВВП). В 2019 г. рейтинговые агентства понизили кредитный рейтинг еще раз, аргументируя это наличием риска острого кризиса платежного баланса и отсутствием уверенности в способности страны привлекать средства для выплаты долгов и поддержки экономики.

Жесткая денежно-кредитная политика стабилизировала экономику, но риски сохраняются. Макроэкономическая разбалансировка экономики Турции в период 2016-2018 гг. сопровождалась ростом потребительской инфляции, темпы которой превысили 25% г/г в ноябре 2018 г., снизившись до 8,55% г/г в октябре 2019 г. после значительного повышения ставки Центробанка Турции (ЦБ РТ) до 24%. В 2019 г. по мере сокращения темпов инфляции наблюдалось поступательное понижение ставки ЦБ до 12%. Однако в последние два месяца прошлого года инфляция ускорила до 11,8% г/г. Усиление инфляционных процессов в стране в период с 2016-2018 гг. транслировалось на экономику по валютному каналу. Турецкая лира ослабла с 3,7353 лиры за доллар США в начале 2018 г. до 6,8838 лиры в середине августа 2018 г. ЦБ РТ не осуществлял прямого вмешательства в курсообразование в этот период, придерживаясь политики инфляционного третирования и используя механизмы предоставления ликвидности. По состоянию на начало декабря 2019 г. курс национальной валюты после обновления исторических максимумов в 6,8838 в 2018 г. укрепился до уровня 5,2693 турецких лир за доллар США г. Ужесточение монетарной политики стабилизировало экономику, но не спасло ее от сползания в рецессию в течение 4кв2018 г. и первых двух кварталов 2019 г. Экономика, которая три месяца подряд показывала отрицательную динамику роста, вышла из рецессии только в третьем квартале 2019 г. Быстрое смягчение ДКП регулятора под давлением президента страны, сопровождаемое обесценением национальной валюты, создает риски ускорения инфляции в 2020 г.

Санкции РФ более заметно отразились на внешнеэкономической деятельности Турции в отличие от санкций США. С 1 января 2016 г. в силу вступили санкции со стороны Российской Федерации, в рамках которых был приостановлен безвизовый режим, ограничена деятельность туроператоров в направлении Турции и запрещены чартерные авиаперевозки. Также были введены ограничения на экспорт сельскохозяйственных товаров из Турции. Статистика товарного экспорта Турции показала сокращение экспорта с \$152 млрд. в 2015 г. до \$150 млрд. в 2016 г. Существенное сокращение во внешних счетах Турции наблюдалось по счету услуг, профицит которого сократился с \$24,2 млрд. до \$15,3 млрд. (-37,0% г/г) за счет сокращения положительного сальдо по счету поездок на 34,3% г/г до \$14 млрд. Частичное снятие санкций после политического урегулирования и возобновление туристического потока из РФ позволило только к концу 2018 г. приблизиться к уровням 2015 г. по этим статьям текущего счета. Несмотря на текущие санкции со стороны США, текущий счет Турции впервые за многие годы демонстрирует расширение профицита счета до 4,2 млрд в январе-ноябре 2019 г. Расширение положительного сальдо обусловлено ростом объемов товарного экспорта (3,9% г/г до \$166.6 млрд.) при одновременном сокращении объемов импорта товаров (-9,4% г/г до \$181.7 млрд.). Существенный вклад в положительное сальдо оказало расширение сальдо счета услуг на 20,9%

г/г до \$30 млрд., а также рост положительного сальдо по счету вторичных доходов на 23,6% г/г до \$900 млн. По финансовому счету также наблюдается приток в размере \$1,9 млрд. после оттока в \$2,2 млрд. в 2018 г.

ЗВР после существенной «просадки» в 2018 г. восстанавливаются, меняя при этом свою структуру.

Политика центрального банка Турции в части формирования структуры ЗВР была в разные годы подчинена разным целям. Так, если до 2011 г. регулятор старался усилить позиции турецкой лиры, то с 2011 г. и позже регулятор преследует цель обеспечить ее стабильность и защитить свою финансовую систему от возможных санкций США в ответ на торговые операции с Ираном. В 2018 г. ЗВР ЦБ Турции сократились на 13,6% г/г и составили \$93 млрд. Максимальное значение приходится на 2013 г., когда резервы составили \$131 млрд. В 2017-2018 гг. ЦБ РТ активно продавал облигации США и переводил депозиты из долларов США в золото. Это не могло не сказаться на структуре ЗВР регулятора. Особенно существенное сокращение ценных бумаг в структуре ЗВР произошло в 2018 г. в период напряженных отношений с США. По состоянию на конец 2018 г. их доля опустилась до 26,5% (61,9% в 2017 г.), в то время как доля золота в структуре ЗВР достигла 21,6% (13,2% в 2016 г.). ЗВР Турции по состоянию на декабрь 2019 года составили \$105,5 млрд. (+13,4% г/г). В структуре активов наблюдается увеличение резервов в СКВ до \$77,1 млрд. (+8,0% г/г) и рост запасов золота в номинальном выражении до \$26,9 млрд. (+33,5% г/г) и физическом объеме 553.3 тонны (+13,2% г/г). Структура ЗВР ЦБ РТ была представлена на 25,5% золотом и 32,1% ценными бумагами и на 41,0% СКВ и депозитами в СКВ.

Государственный внешний долг остается на низком уровне и составляет порядка 33,2% в структуре всего долга или порядка 19,1% к ВВП в 3кв 2019 г.

В последние 2 года наблюдается сокращение внешнего долга республики на 3,0% (2018 г.) и 2,8% (3кв2019 г.), соответственно. За последние два года показатель внешнего долга достиг своего максимального значения по отношению к ВВП и составил 55,9% и 57,4% соответственно (показатель ВВП за 2019 г. оценка). В абсолютном выражении внешний долг Турции в 3кв 2019 г. составил \$433 млрд., при этом размер краткосрочного долга сократился на 0,3% г/г до \$117 млрд., а размер долгосрочного сократился на 3,7% г/г до \$317 млрд. По состоянию на 3кв 2019 г., согласно нашей оценке, доля государственного долга в структуре всего внешнего долга страны увеличилась до 33,2% и достигла 19,1% от ВВП. Произошло это за счет прироста объема государственного долга по сравнению с предыдущим годом на 5,6% г/г до \$144,2 млрд. (исторический максимум). В последние два года Турция сокращает свои внешние обязательства. Однако у республики есть потенциал наращивания долга, т.к. в последние несколько лет (при сложной геополитической ситуации для страны) годовой прирост составлял от 10% до 14,8%.

Рост экономики в 2020 г. составит по нашему прогнозу порядка 2,1-2,3% г/г на 2020 г.

Осенью 2019 г. была представлена новая экономическая политика сроком на 2020-2021 г., в которой правительство заложило прогнозный рост экономики на уровне 5% ежегодно в течение последующих трех лет. Темпы инфляции, согласно представленному плану, в 2020 г. должны составить 8,5% и замедлиться до 5% в 2022 г. Наряду с этим предполагается расширение дефицита бюджета до 2,9% от ВВП в 2020 г. по сравнению с целевым значением в 1,8%, определенным в законе о бюджете прошлого года. В 2019 г. наблюдалось противостояние президента и руководства ЦБ РТ в части реализации денежно-кредитной политики, которая по мнению Р. Эрдогана оставалась жесткой слишком долго. Со сменой руководства ЦБ, в результате чего по мнению экспертов ЦБ утратил самостоятельность в определении и реализации своих функций, ДКП будет носить более мягкий характер, совместно с расширением дефицита бюджета способствуя тем самым росту инфляционного давления на экономику. На текущий момент наблюдается положительная динамика ЗВР и притока капитала как по текущему, так и по финансовому счету. Государственный долг на уровне 19,1% от ВВП (по данным Минфина РТ на 3кв 2019 г.) дает возможность республике привлекать капитал в страну без ухудшения общей платежеспособности по крайней мере в перспективе ближайших нескольких лет. Однако мы сдержанно оцениваем перспективы роста экономики Турции в связи с неопределенностью роста как мировой экономики, так и с неопределенностью политического курса страны.

Основные макроэкономические показатели Турции

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Реальный ВВП, % г/г	5	0,8	-4,7	8,5	11,1	4,8	8,5	5,2	6,1	3,2	7,5	2,8	0,9*
Номинальный ВВП, \$ млрд.	675	765	644	772	832	874	950	934	859	863	853	771	755**
Инфляция сред.п.	8,8	10,4	6,3	8,6	6,5	8,9	7,5	8,9	7,7	7,8	11,1	16,3	15,46
Инфляция на к.п.	8,4	10,1	6,5	6,4	10,4	6,2	7,4	8,2	8,8	8,5	11,9	20,3	11,8
Текущий счет, \$ млрд.	-36,9	-39,4	-11,4	-44,6	-74,4	-48,0	-63,6	-43,6	-32,1	-33,1	-47,3	-27,3	4,2***
Экспорт, \$ млрд.	107,3	132,0	102,1	113,9	134,9	152,5	151,8	157,6	143,9	142,5	157,0	167,9	171,1
Импорт, \$ млрд.	170,1	202,0	140,9	185,5	240,8	236,5	251,7	242,2	207,2	198,6	233,8	223,0	200,7
Текущий счет, % от ВВП	-5,5	-5,2	-1,8	-5,8	-8,9	-5,5	-6,7	-4,7	-3,7	-3,8	-5,6	-3,5	0,6%**
Валовый государственный долг, % от ВВП	38,2	38,1	43,9	40,1	36,5	32,7	31,4	28,8	27,6	28,3	28,2	30,2	30,1****
Население, млн. чел.	70,6	71,5	72,6	73,7	74,7	75,6	76,7	77,7	78,7	79,8	80,8	82,0	83,2
Безработица, %	9	10	13	11	9	8	9	10	10	11	11	11	13,4****
Официальные резервы, \$ млрд.	76,4	74,3	74,8	86,0	88,4	119,2	131,0	127,3	110,5	106,1	107,7	93,0	105,5
Обменный курс	1,1700	1,5405	1,4986	1,5439	1,8909	1,7836	2,1482	2,3350	2,9172	3,5235	3,7982	5,2894	5,9511

Источник: IMF, ITC, Bloomberg, Halyk Finance

* за 3 кв2019, ** оценка Halyk Finance, *** январь-ноябрь, **** январь-октябрь, ***** оценка МВФ

Текущее состояние экономики Турции

Историю развития экономики Турции можно условно разделить на четыре основных периода, в рамках которых реализовывались разные и порой диаметрально противоположные подходы властей к управлению экономикой страны. Так, с 1950 по 1980 гг. (первый период) экономическая политика в основном была направлена на импортозамещение, которое сопровождалось политикой количественного ограничения импорта товаров в страну, а также фиксированным или частично фиксированным курсообразованием. Существенную роль в экономике Турции играли государственные предприятия, которые занимались производством и экспортом сельхозпродукции и полезных ископаемых. Такая макроэкономическая модель развития сталкивалась с перманентными проблемами инфляционного давления на экономику, а также проблемами платежного баланса, которые отчасти были вызваны переоценённостью национальной валюты. Реализация политики 1950-1980 гг. сопровождалась ростом государственных расходов (стимулирующая налоговая политика, которая привела к росту дефицита бюджета до -4% от ВВП), расширением кредита экономике, а также ростом денежного предложения центрального банка республики Турции (стимулирующая денежно-кредитная политика), жесткими ценами на продукцию, произведенную государственными предприятиями (нерыночные подходы ценообразования), а также фиксированным номинальным обменным курсом национальной валюты. В рамках этого периода курс национальной валюты дважды девальвировался ЦБ в 1958 и в 1970 гг., но оставался фиксированным. В этот же период государство конституционно закрепило свободное движение трудовых мигрантов, что оказывало поддержку платежному балансу страны через денежные переводы из-за границы в валюте.

В 1980 г. руководство Турции поставило перед собой цель изменить принципы экономической политики в направлении ускорения роста экономики и снижения уровня инфляции (второй период). Основным принципом развития экономики в этот период стало не импортозамещение, как это было раньше, а углубление интеграции в международный рынок. Кроме того, основными экономическими агентами, которые должны были реализовывать данный рост, стали частные предприятия, а роль государства в этом процессе была существенно снижена. Для осуществления структурного изменения экономики понадобилось более 10 лет, однако наряду с относительно успешной трансформацией структуры экономики ее рост не был равномерным (5,3% в среднем в период 1981-1990 гг., 10% в 1987 г., 9,3% в 1990 г.) и сопровождался высокими темпами потребительской инфляции (52% в среднем в период 1980-1990 гг. 100% в 1980 г, 73% в 1988 г.). В рамках этого периода развития экономики была осуществлена девальвация национальной валюты и принято принципиальное решение, что подстройка курса будет осуществляться с большей частотой, чем это было ранее. В 1980 г. МВФ оказывал помощь Турции в проведении намеченных реформ экономики, в рамках которых была легализована торговля золотом, сняты ограничения по движению прямых иностранных инвестиций (ПИИ), осуществлена либерализация банковского сектора и рынка капитала. Кроме того, государство постепенно отошло от механизма количественного ограничения импорта и его лицензирования и переключилось на управление обменным валютным курсом и регулирование совокупного спроса внутри страны. Существенно возросли объемы экспорта и импорта, при этом сальдо текущего счета, будучи исторически отрицательным, вышло в положительную зону (\$1,6 млрд. в 1988 г., \$961 млн в 1989 г. и \$909 млн. в 1991 г.)¹. Жесткий государственный протекционизм сменила политика умеренного государственного участия в экономике. Заметно сократилось бюджетное финансирование государственных предприятий, а также были сделаны первые попытки их приватизации.

В период 1991-2000 г. ситуация в стране не претерпела существенных изменений. Экономический рост страны немного замедлился, однако эффекты от проведенных реформ продолжали оказывать положительный эффект на рост экономики, которая демонстрировала средний прирост на уровне 3,7%, хотя в 1994 г. и в 1999 г. наблюдалась отрицательная динамика на уровне 5,5% и 3,4% соответственно. В течение этого периода инфляционное давление хоть и снизилось, но оставалось на двухзначном уровне – в среднем 77%, в 1994 г. дойдя до 104,5%. В течение этого времени рост государственного потребления в основном оказывал существенное инфляционное давление на экономику и сопровождался заметным ростом денежного предложения в экономике (стимулирующая фискальная политика сопровождалась расширением денежного предложения). Бюджетные ассигнования преимущественно шли на расширение и улучшение инфраструктуры в стране. Расходы бюджета на экономику были не сбалансированы с тем, что экономика зарабатывала на тот момент.

Третий период развития экономики (2004-2015гг.) определялся прежде всего ускоренными темпами экономического роста, которые в среднем составили 5,9% (в отдельные годы экономика демонстрировала рост в 11,1% г/г, но не избежала и отрицательной динамики во время мирового кризиса, в 2009 г. продемонстрировав значение роста в -4,7% г/г). При этом «верная спутница» роста турецкой экономики, инфляция, отступила до однозначного уровня и в среднем за этот период составила 8,3% (в 2008 г. среднегодовой показатель инфляции составил 10,4%, а в 2009 г. - только 6,3%, минимальное значение за весь

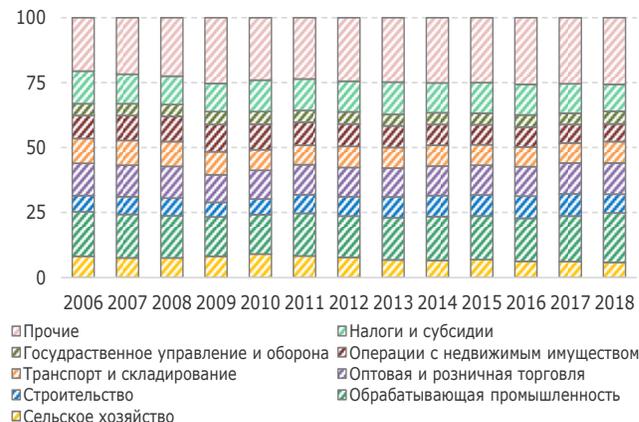
¹ По данным МВФ

период наблюдения). В течение этого периода осуществлен переход ЦБ РТ на плавающий режим курсообразования, а основой денежно-кредитной политики (ДКП) ЦБ РТ становится инфляционное таргетирование. В течение этого периода наблюдается существенное сокращение государственного долга с 57,7% от ВВП в 2004 г. (76,1% в 2001 г.) до 27,6% от ВВП в 2015 г.

Рис. 1. Динамика роста экономики Турции



Рис. 2. Структура номинального ВВП, %



Источник: МВФ², Halyk Finance

Источник: TURKSTAT, Halyk Finance

Четвертый период в развитии экономики Турции – это период с 2016 г. по текущий момент. Экономика страны демонстрирует замедление темпов роста с 6,1% в 2015 г. до 3,2% г/г в 2016 г., наряду с которым начинает ускоряться инфляция. И если в 2016 г. среднегодовой показатель инфляции составил 7,8%, то в последующие два года инфляция достигла 11,1% и 16,3% соответственно (в моменте показатели потребительской инфляции достигали 25,2% г/г). В течение этого периода экономика страны испытала на себе влияние череды внешних и внутренних политических шоков в виде участия в военной кампании на северо-востоке Сирии, санкций крупнейших держав (США и РФ), попытки военного государственного переворота, существенного притока беженцев из Сирии, Ирана и Ирака (порядка 3,6 млн. человек). Это вылилось в рост оттока капитала и существенное ослабление курса национальной валюты. Этот же период отмечен понижением суверенных кредитных рейтингов страны до уровня «мусорных».

В течение этого периода также отмечается возврат к жесткому государственному управлению экономикой. Наблюдается ухудшение положения в банковском секторе республики и сокращение внутреннего спроса населения. В 2018 г. экономика Турции замедлилась до 2,8% г/г, показав в 4 квартале отрицательную динамику роста на уровне -3,0%. Рецессия Турецкой экономики продолжилась и в первом (-2,3%) и втором квартале (-1,6%) прошлого года. В третьем квартале 2019 года экономика выросла на 0,9% г/г, при номинальном росте за три квартала в \$548 млрд. (\$602,8 млрд. за 9М2018 г.). Основными драйверами роста по результатам 3 квартала стало промышленное производство с темпами роста в 1,6% г/г (доля сырьевого сектора в 2013-2018 гг. 1,0%, доля обрабатывающей промышленности 17,2%), в то время как сектор услуг вырос на 0,6% г/г, при этом рост сельского хозяйства составил 3,8% г/г (доля в структуре экономики в 2013-2018 гг. 6,4%). Строительство, доля которого в структуре экономики составила в 2013-2018 г. 8,1%, показало отрицательный рост в 7,8%.

Новая экономическая политика правительства

В новой экономической политике на 2020-2021 г., представленной министром финансов Турции осенью 2019 г., прогнозный рост экономики был определен на уровне 5% с сохранением этого уровня в течение последующих трех лет. Согласно прогнозам МВФ, рост турецкой экономики в 2019 г. составит 0,3%, а в последующие три года не превысит 3%. Наш прогноз по росту Турецкой экономики составляет порядка 2,5-2,7% и во многом будет зависеть от внешнеэкономических условий, а также от способности турецких властей реализовать планы по выходу экономики из кризиса.

Темпы инфляции, согласно представленному правительственному плану, в 2020 г. должны составить 8,5% и замедлиться до 5% в 2022 г. Согласно прогнозам МВФ, потребительская инфляция в Турции оценивается в 2019 г. на уровне 15,7% и в последующие три года будет формироваться в диапазоне 12,4%-12,6% с последующим замедлением до 11,4%. Однако наряду с этим предполагается расширение дефицита бюджета до 2,9% от ВВП

² Данные МВФ и Минфина РТ по росту номинального ВВП в отдельные годы существенно отличаются, особенно в 2018 г. (на \$22.6 млрд.)

в 2020 г. по сравнению с целевым показателем на уровне 1,8%, определенном в законе о бюджете прошлого года.

Стимулирование экономики за счет роста государственных расходов в среднесрочной перспективе в целях обеспечения не только стимулирующего влияния на экономику, но и для ведения военных операций в регионе и прочих политических целей, будет способствовать усилению инфляционного давления на экономику. Дефицит текущего счета предполагается удерживать на уровне 1,5% от ВВП.

Инвестиции

По состоянию на 2000 г. размер накопленных прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в экономике страны составил \$18,8 млрд. При этом доля ПИИ европейских стран составила 83%. Крупнейшими странами-инвесторами в экономику Турции на тот момент являлись Нидерланды (42,1%), Германия (12,0%), Франция (9,1%) и Великобритания (7,9%). Доля инвестиций из США составила 11,4%. По состоянию на 2006 г. размер накопленных ПИИ в экономике вырос почти в 4 раза и составил \$93,5 млрд. Доля европейских стран в структуре накопленных ПИИ практически не изменилась и составила 81,1%. Существенное изменение в структуре наблюдается со стороны Нидерландов, доля инвестиций которой сократилась до 20,9%, Северной Америки (4,9%) и Германии (7,0%). В 2018 г. наблюдается сокращение

объема накопленных ПИИ в стране с \$182,7 млрд. годом ранее до \$133,2 млрд. В последние два года доля европейских стран в структуре ПИИ достигла своего минимума и составила 76,5% и 77,0% соответственно (среднее значение 80,1% в периоде с 2000-2018 гг.). В последние два года наблюдается заметный прирост доли ПИИ из РФ с 6,9% до 12,0%. В 2018 г. Нидерланды по-прежнему остаются крупнейшим инвестором в турецкую экономику с долей 25,1%. Доля Великобритании в структуре ПИИ в последние 4 года сокращалась и в 2018 г. достигла минимального значения в 4,2%. Сокращение инвестиций в экономике Турции наблюдается и со стороны Франции, доля капитала которой сократилась до минимальных 3,5%. При этом в последние годы наблюдается увеличение доли ПИИ Катара и Азербайджана.

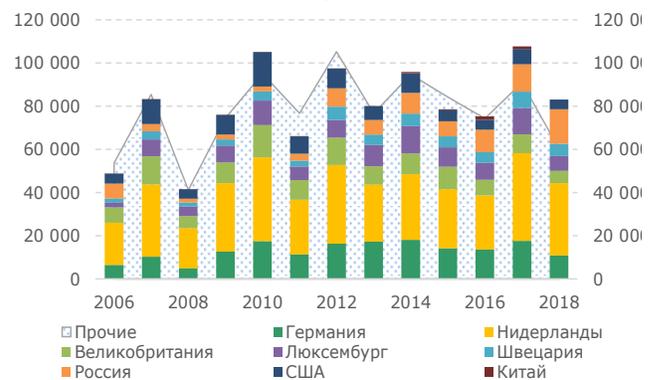
Снижение притока инвестиционного капитала со стороны европейских партнеров и США по многом обусловлено изменениями во внешней политике Турции, которые произошли в связи с ростом напряженности в отношениях с США по поводу приобретения военной техники у РФ, а также в связи с неопределенностью по поводу вступления Турции в ЕС.

Рис. 3. Инвестиции по отраслям



Источник: ЦБ РТ, Halyk Finance

Рис. 4. Инвестиции по странам



Источник: ЦБ РТ, Halyk Finance

Основными отраслями, где преимущественно были сконцентрированы ПИИ в 2006 г., были обрабатывающая промышленность (52%), отрасль услуг (37,4%) и электроснабжение, газоснабжение и кондиционирование воздуха (9%). В рамках обрабатывающей промышленности наибольшая концентрация ПИИ наблюдалась в отрасли производства компьютерной техники, электронного и оптического оборудования (6%), в химической промышленности (6,8%) и в отрасли производства транспортного оборудования (10,4%). В структуре услуг наибольшее накопление ПИИ наблюдалось в оптовой и розничной торговле (14,6%), в услугах связи (9,8%) и в предоставлении финансовых и страховых услуг (8,4%). В 2006 г. наблюдается существенное сокращение ПИИ в обрабатывающей промышленности (26,1%) и в электроснабжении, газоснабжении и кондиционировании воздуха (2,2%), в то время как в отрасли услуг наблюдается заметное увеличение концентрации ПИИ (68,9%). Основная концентрация ПИИ приходится на такие отрасли услуг как связь (32,9%), предоставление финансовых и страховых услуг (19,9%) и в банковском секторе (16,6%). В 2018 г. доля ПИИ в обрабатывающей промышленности составила 25,4%, и в электроснабжении, газоснабжении и кондиционировании воздуха 4,5% и в отрасли услуг 67,0%. В сфере услуг наблюдается заметное увеличение ПИИ в предоставлении финансовых

и страховых услуг до 28,2%, в предоставлении банковских финансовых услуг 21,7%, а также в оптовой и розничной торговле 27,7% (8,5% в 2006 г.). Таким образом, после 2006 г. наблюдается приток иностранного капитала в отрасли услуг с преобладанием финансово-посреднической и торговой деятельности.

Ежегодный приток ПИИ в Турцию за последние 14 лет в среднем составил \$14,5 млрд. При этом максимальное значение ПИИ в страну приходится на 2007 г. и составляет \$22,0 млрд. (3,3% от ВВП), в то время как минимальное значение приходится на 2009 г. и составляет \$8,6 млрд. (1,3% от ВВП). В 2018 г. наблюдается рост объема притока инвестиций на 13% г/г до \$13,0 млрд. (1,7% от ВВП) на фоне увеличения оттока иностранных инвестиций из страны на 36,9% г/г до \$3,6 млрд. при среднем значении \$2,9 млрд. 2005-2018 гг. Согласно статистике ОЭСР, за 9М2019 г. приток ПИИ в Турцию составил \$5,3 млрд. (-38,7% г/г), при этом отток иностранного капитала из страны составил \$2,0 млрд. (-30,1% г/г).

Рост оттока капитала из страны в 2018 г. наблюдается на фоне понижения долгосрочного суверенного кредитного рейтинга Турции агентством Standard & Poor's Global Ratings (S&P) до В+. Агентство Moody's также понизило суверенный рейтинг Турции до «Вa3» с «негативным» прогнозом. Понижение рейтингов международными рейтинговыми агентствами происходило вследствие внешнего шока, вызванного повышением США ввозных пошлин на алюминий (+20%) и сталь (+50%) из Турции, сильными колебаниями турецкой лиры, наблюдаемой рецессией, а также в связи с перспективой ухудшения внешних счетов республики. В 2019 г. агентство Moody's понизило кредитный рейтинг еще на один уровень до В1 с отрицательным прогнозом, аргументируя тем, что существует опасность внешнеторгового кризиса (риск острого кризиса платежного баланса) и неуверенности в способности страны привлекать средства для выплаты долгов и поддержки экономики. В 2019 г. агентство Fitch также понизило рейтинг Турции с уровня "ВВ" до "ВВ-", с негативным прогнозом.

Рынок труда

По состоянию на конец 2018 г. население Турции насчитывало 82 млн. человек (по данным МВФ), при этом население старше 15 лет составило 60,6 млн. человек (по данным Турецкого института статистики – TurkStat). По состоянию на октябрь 2019 г. количество занятого населения составило 28,3 млн. человек (-1,8% г/г, -527 тыс. чел.) или 86,6% от численности рабочей силы. Численность безработного населения составила 4,4 млн. человек (+608 тыс. человек за 12 месяцев, 16,1% г/г) или 13,4% от численности рабочей силы. Доля безработного населения, незадействованного в сельском хозяйстве, в сентябре 2019 г. составила 16,4%³ (третье самое высокое значение за период 2005-2019 гг.), однако в октябре снизилась до 15,7%. Заметный рост безработицы происходил на фоне спада экономической активности (рецессии) в конце 2018 г. и двух кварталов 2019 г. Рост в 3 квартале 2019 г. положительно сказался на сокращении доли безработного населения с 14,7% в начале года до 13,4% в октябре 2019 г.

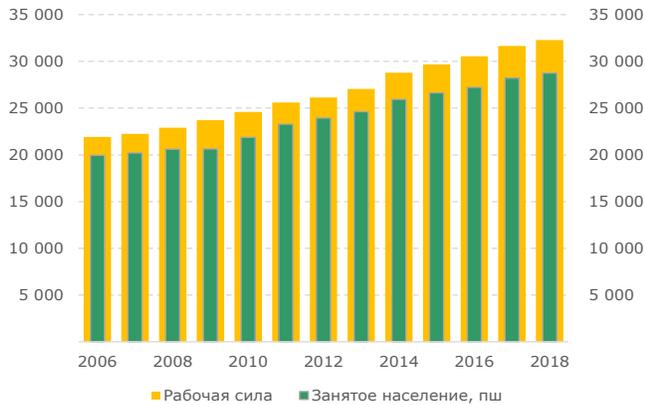
Исторически доля безработного населения в Турции в 1980-2000 гг. в среднем составляла 7,1%-7,7% и стала заметно увеличиваться, начиная с 2002-2009 гг. и достигнув своего максимума в 13,1% в 2009 г. Рост безработицы в Турции на рубеже 2008-2009 гг. был последствием глобального кризиса, влияние которого было преодолено по мере улучшения глобальной экономики. 2012 г. стал годом, в котором доля безработного населения снизилась до 8,4% (минимальное значение в текущем десятилетии). В последующие годы доля безработного населения только нарастала. Отчасти это было вызвано стагнацией в отрасли туризма и смежных с ним отраслей (пассажирские авиаперевозки, грузоперевозки) вследствие санкций РФ, введенных в ноябре 2015 г., которые также коснулись и продукции сельскохозяйственного комплекса страны, экспорта трудовых ресурсов из Турции в РФ, строительных компаний. В период 2016-2018 гг. уровень безработицы в Турции составлял порядка 10,9%-11/0%. Средний темп прироста занятого населения в экономике Турции составил в период 2006-2018 гг. порядка 1,3% (2% г/г в 2018 г.).

Согласно данным Министерства по делам семьи, труда и социальных услуг, минимальная зарплата до уплаты налогов в Турции в 2019 составила 2 558 турецких лир или порядка 446 долларов США (2 020,9 после всех отчислений). На 2020 г. минимальный размер заработной платы, установленный ведомством, составляет 2 943 турецкие лиры (чистая минимальная заработная плата, после всех отчислений составляет 2 324 лиры). По данным разных источников, средняя заработная плата в Турции в 2018 г. после налоговых вычетов (в Турции прогрессивная шкала налогообложения) составляет 4 500 турецких лир. Как правило, Министерство по делам семьи, труда и социальных услуг раз в год пересматривает минимальный размер оплаты труда в стране (МРОТ) с увеличением порядка 10% ежегодно.

Трудовая миграция граждан Турции была официально разрешена Конституцией страны в 1961 г. Изначально основной страной трудовой миграции (преимущественно неквалифицированный труд) стала Западная Германия. Чуть позже локация экспорта турецкой рабочей силы была расширена на Францию, Нидерланды, Швецию и Австрию.

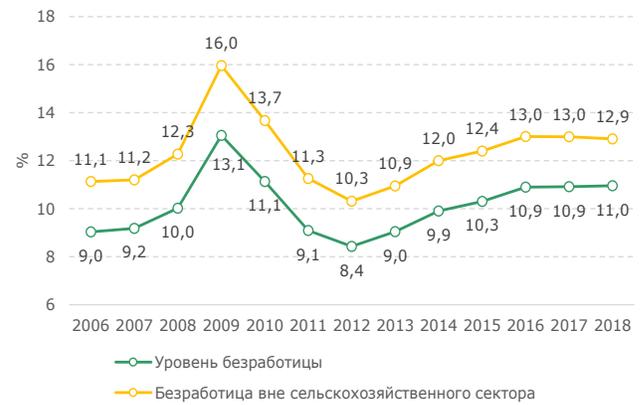
³ Численность зарегистрированных в Государственном Агентстве по трудоустройству

Рис. 5. Занятое население, тыс. чел.



Источник: TURKSTAT, Halyk Finance

Рис. 6. Уровень безработицы в Турции



Источник: TURKSTAT, Halyk Finance

Однако наряду с трудовой миграцией населения наблюдалось увеличение эмиграционного потока населения из Турции. Согласно заявлению Министерства иностранных дел Турции, по состоянию на конец 2018 г. порядка 5 млн. турок проживали за границей. Наибольшее количество турок, по заявлению министра иностранных дел Мевлюта Чавушоглу, 2 млн. человек проживают в Германии, 700 тыс. во Франции, 500 тыс. в Нидерландах и 300 тыс. в США. В Австрии и Бельгии количество турок составляет 240 тыс. и 250 тыс. соответственно. Таким образом, наибольший поток трудовых мигрантов направлен именно в эти страны. Согласно данным доклада SOPEMI Report for Turkey за 2006-2007 гг., количество турецких рабочих работающих за границей в 1980 г. составило 888 тыс. человек, в 2000 г. оно приблизилось к 1 180 тыс., а в 2005 г. оно достигло 1 343 тыс. человек. При этом денежные переводы из-за границы в эти годы составили \$1,8 млрд. в 1980 г., \$4,6 млрд. в 2000 г. Согласно статистике Всемирного банка, средний размер переводов из-за границы трудовых мигрантов с 2005 г. по 2018 г. ежегодно составляет \$1,7 млрд. По состоянию на 2018 г. в Турцию поступило денежных переводов в размере \$1,1 млрд. Исходя из приведенных данных, можно дать примерную оценку трудовых мигрантов за границей в размере 1,7-1,8 млн. человек.

Валютная политика

История современного режима курсообразования турецкой лиры начинается с 1935 г., когда курс был привязан к доллару США. В период 1946-1960 гг. курс был фиксированным на уровне 2,8 турецких лиры за доллар США. Инфляционное давление на турецкую лиру было существенным и ЦБ приходилось поддерживать курс национальной валюты в соответствии с ковенантами МВФ, членом которой страна стала в 1947 г. В 1960 г. курс турецкой лиры был девальвирован до 9 лир за доллар США в рамках стабилизационной программы МВФ (на тот момент валютная политика характеризовалась мягкой или жесткой привязкой soft and hard peg). В 1970 г. правительство Турции вновь девальвировало лиру до 15 турецких лир за доллар. В 1980 г. было принято решение корректировать обменный курс к основным валютам с большей периодичностью, чем раньше и с тех пор корректировка курса осуществлялась почти на ежедневной основе. К тому времени котировка по паре USDTRL (тикер старой турецкой лиры) составила 89 турецких лир. Инфляционное давление на экономику в Турции продолжало сохраняться и в 2001 г. курс национальной валюты составил 668 тыс. лир за доллар США (по данным Bloomberg). В том же году в Турции произошел банковский кризис и реализация ДКП, целью которой было обеспечение стабильности обменного курса, была приостановлена. В 2003 г. Национальное собрание приняло решение провести деноминацию и ввести лиру нового образца (8 серии) без шести нулей. Ввод новой лиры был осуществлен в 2005 г. С начала 2009 г. была введена 9 серия турецкой лиры, в названии которой отсутствовало слово «новая», как это было с 8 серией. По состоянию на конец 2009 г. котировка по паре USDTRY (тикер новой турецкой лиры) сложился на уровне 1,4986 лир за доллар США (лира укрепилась на 3% г/г). Еще одно укрепление турецкой лиры произошло в 2012 г. на 6% к предыдущему году до 1,7836 лир за доллар США.

В последующие годы (2013-2019 гг.) наблюдается ослабление турецкой лиры в среднем на 19%. Наиболее существенное ослабление номинального курса лиры произошло в 2018 г. (84,3% г/г) до 6,8834 лиры за доллар. Ослабление курса национальной валюты в 2018 г. произошло на фоне противостояния президента Турции и президента США, ввода санкций против министров Турции и повышения пошлин на алюминий и сталь из Турции, а также вывода иностранными инвесторами капитала из страны. Корректировке валютного курса

способствовало расширение турпотока из РФ, санкции которой к тому времени были частично сняты. В 2018 г. количество туристов из РФ составило порядка 5.9 млн. чел. или 15,2% от всего туристопотока (855 тыс. в 2016 г., 3,4% от общего количества туристов), а общее количество туристов составило рекордные 38,9 млн. чел. (25.3 млн. в 2016 г.) Это частично оказало поддержку курсу турецкой лиры, которая, достигнув 6,8838 лир в начале августа к концу года торговалась на уровне 5,2894 лир за доллар США. В 2019 г. турецкая лира продолжила обесцениваться (-12,5% г/г) и по состоянию на конец декабря 2019 г. ее курс составил 5,9511 за доллар США. Некоторое давление на валютный курс продолжали оказывать затянувшиеся разногласия между Трампом и Эрдоганом по вопросу приобретения у РФ ЗРК С-400, а также затянувшийся конфликт между президентом Турции и председателем ЦБ РТ. Камнем преткновения внутреннего конфликта с регулятором явилась жесткая ДКП в части управления инфляцией через сохранение высокой процентной ставки ЦБ ТР. Жесткая ДКП регулятора критиковалась президентом Турции вследствие ее негативного влияния на экономические показатели республики.

Рис. 7. Курс турецкой лиры 2003-2019 гг.

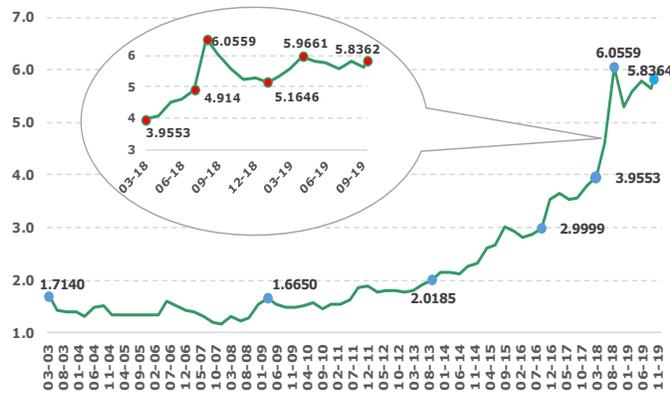
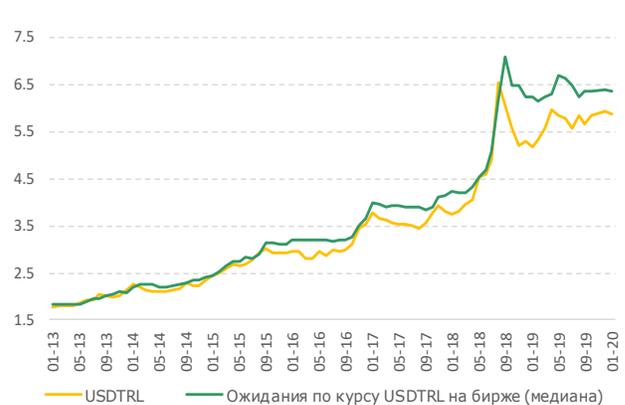


Рис. 8. Курс по паре USD/TRY и ожидания



Источник: ЦБ РТ, TURKSTAT, Halyk Finance

Источник: ЦБ РТ, TURKSTAT, Halyk Finance

Изменение курса национальной валюты Турции не могло не отразиться на девальвационных ожиданиях населения, которые начиная с 2015 г. постепенно нарастали и в сентябре 2018 г. достигли максимального значения 7,0850 турецких лир, в то время как фактический курс по паре формировался на уровне 6,5396 лир за доллар США. В ноябре 2018 г. ЦБ РТ предложил банкам валютный своп для управления ликвидностью. Использование банками этого механизма заметно увеличилось со второго квартала 2019 г. и заметно снизило риски потери ликвидности коммерческими банками в 2019 г. С августа 2019 г. было принято решение использовать этот механизм обеспечения ликвидностью со сроками исполнения через месяц, три и 6 месяцев путем проведения традиционных аукционов. В 2019 г. было проведено три аукциона со сроком исполнения через один и три месяца в объеме \$2,75 млрд. по рыночным ставкам. По состоянию на 4 декабря на рынке валютного свопа оставалось не исполнено сделок на сумму \$306 млн. ЦБ РТ продолжил практику валютных депозитных аукционов и в первые месяцы 2019 г. предоставил ликвидность банкам в объеме \$2,5 млрд. Позднее предоставление ликвидности в рамках этого механизма было временно приостановлено. По состоянию на начало декабря 2019 г. девальвационные ожидания, согласно последнему опросу населения, уменьшились до 5,8166 турецких лир за доллар США (на начало декабря котировка по паре USDTRY сложилась на уровне 5,9470). Девальвационные ожидания по паре через 12 месяцев составили 6,3527 турецких лир за доллар США. Согласно заявлению нового председателя ЦБ РТ (Мурат Уйсал), который был назначен Эрдоганом в июле, ЦБ РТ будет и дальше придерживаться свободного курсообразования.

Инфляция

Турция перешла к режиму инфляционного таргетирования в 2006 г., однако формирование необходимых механизмов было обозначено еще в денежно-кредитной политике 2002 г. Режим неявного инфляционного таргетирования существовал в 2001-2005 гг. Результатом этого стала стабилизация инфляции в стране, которая в период 1990-2002 гг. в среднем составляла 71,3%, а в 2005 г. достигла однозначных темпов и в среднем за год приблизилась к 8,2%⁴ (минимальное значение за 26 лет). В переходный период произошло формирование коммуникационного канала ЦБ, а также разработка методологии инфляционного прогнозирования. Также был расширен мандат и независимость ЦБ РТ, а местное Статистическое агентство внесло изменения в методологию учета индекса цен. На этот же период приходится стабилизация курса национальной валюты, начало процесса дедолларизации и увеличения активов, деноминированных в национальной валюте. В 2006 г. с вводом новой

⁴ По данным МВФ

ДКП регулятор перешел от режима дезинфляции к режиму обеспечения стабильности цен. Целевые значения по инфляции были установлены на уровне 5% на 2006 г. и 4% на 2007-2008 гг. Процентная ставка по предоставлению ликвидности (ставка по недельным операциям РЕПО) также демонстрировала постепенное снижение с 59% в начале 2002 г. до 13,75% в конце 2005 г. Однако в 2006 -2008 гг. инфляция ускорилась с 9,6% в 2006 г. до 10,4% в 2008 г. Наименьшие показатели инфляции в турецкой республике сложились в 2009 г. (6,3%) и в 2016 г. (7,8%) .

Однако в 2014 г. среднегодовое значение инфляции достигло 8,9%. Этому способствовало ослабление турецкой лиры в мае 2013 г., которое через валютный канал транслировалось на инфляцию, заметно ухудшив показатель инфляционных ожиданий. Регулятор в 2014 г. отреагировал удорожанием стоимости своего фондирования с 6,5% в 2013 г. до 12% в 2014 г (в 2016 г. она снизилась до 8,3%). В середине 2018 г. вслед за ослаблением курса национальной валюты вновь последовало существенное ужесточение денежно-кредитных условий (ставка увеличилась до 19,3%, а в сентябре – до 25,5%) в связи с очередным обесценением национальной валюты.

Инфляция в РТ с 2003 г. (2003=100) без учета сезонных продуктов к декабрю 2019 г. составила 456%. В разрезе компонентов потребительской инфляции наибольший прирост наблюдается со стороны продуктов питания и неалкогольных напитков, цены на которые выросли на 504,1%. Наименьшее значение накопленной инфляции потребительских цен наблюдается со стороны непродовольственных товаров (одежды и обуви) 263,4%. Рост потребительских цен на платные услуги составил 441,8%, особенно в рамках этого компонента инфляции выросли цены на услуги отелей, ресторанов и кафе 654,2%, на арендные платежи 525,5% и на услуги транспорта 460,1%. Мы полагаем, что наибольшее влияние на цены в сфере платных услуг оказывает внешний платежеспособный спрос в рамках туристических потоков в Турцию, в то время как производство текстильной продукции, одежды и обуви достаточно развито и не сильно зависит от конъюнктуры на внешних рынках.

В 2018 г. наблюдается усиление инфляционных процессов в стране после ослабления турецкой лиры с 3,7353 лиры за доллар США в начале года до 6,8838 лиры в сентябре. Ослабление на более чем 84,3% отразилось на ускорении инфляционных процессов с 10,5% г/г (инфляция цен без учета сезонных товаров) до 24,8% г/г в октябре. При этом наибольшее ускорение наблюдалось в рамках продовольственной инфляции, которая с 8,8% г/г в феврале 2018 года достигла 29,3% г/г в октябре. Цены на непродовольственные товары (одежду и обувь) выросли менее заметно с 11,5% г/г в январе 2018 г. до 18,4% г/г в октябре.

Инфляция цен на платные услуги изменилась с 9,23% в январе до 14,8% г/г в октябре. В рамках этого компонента инфляции наименьшее изменение цен наблюдалось по аренде помещений (9,2% г/г в январе, 10,2% в августе). Цены на услуги отелей, ресторанов и кафе ускорились с 11,42% г/г в начале года до 20,1% г/г в октябре. Начиная с ноября 2018 г., турецкая лира стала постепенно укрепляться и до конца года укрепились на 12,7%. Стабилизация валютного курса отразилась на инфляционной динамике, которая по состоянию на конец года хотя и оставалась высокой (20,3%), но стала постепенно снижаться. Процентная ставка регулятора в течение 2018 г. увеличилась с 16,5% в июне года до 24% в сентябре.

Рис. 9. Инфляция и инфляционные ожидания

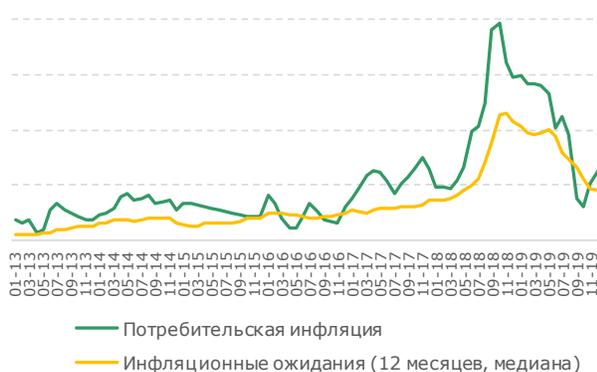
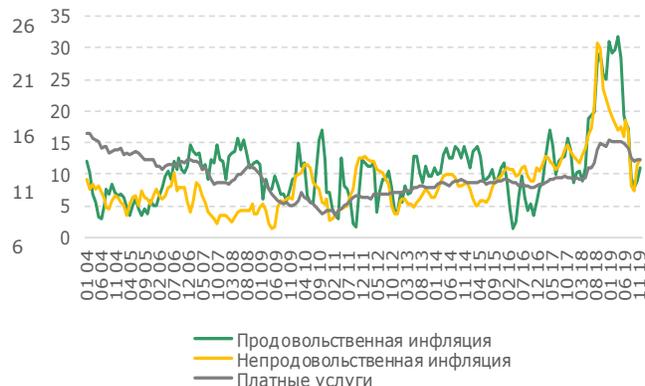


Рис. 10. Компоненты инфляции



Источник: ЦБ РТ, TURKSTAT, Halyk Finance

Источник: ЦБ РТ, TURKSTAT, Halyk Finance

Динамика снижения темпов потребительской инфляции продолжилась и в 2019 г., и по состоянию на декабрь 2019 г. показатель инфляции сложился на уровне 11,8% г/г (11,1% г/г в ноябре). При этом инфляция цен на продовольственные товары сложилась на уровне 10,9%, на непродовольственные 11,6%. Инфляция цен на платные услуги составила 12,3%. Существенный рост наблюдался на услуги образования (+14,5%) и здравоохранения (+13,6% г/г). Процентная ставка регулятора по мере снижения инфляционного давления на

экономику и возрастания давления президента Турции на руководителя ЦБ РТ стала снижаться с 19,75% в июле до 14,0% в октябре и 12% в декабре 2019 года.

Исторически политика инфляционного таргетирования в Турции может считаться успешной, т.к. фактический уровень потребительской инфляции находится выше инфляционных ожиданий со стороны населения Турции. По состоянию на декабрь 2019 г. опрос населения по инфляционным ожиданиям через 12 месяцев показал, что инфляция будет формироваться на уровне 10,07% г/г при таргете ЦБ РТ в 5%. По состоянию на конец 2019 г. ожидания населения составили 11,62% (10,56% в ноябре), что выше таргета по инфляции в 5% +/-2% на 2019 г., но незначительно выше наблюдаемой инфляции в стране.

Денежно-кредитная политика на 2020 г.

Основные параметры ДКП ЦБ РТ на 2020 г. формируются в соответствии с политикой инфляционного таргетирования. Регулятор вновь установил, как это было в 2012 г. таргет по инфляции на уровне 5%, при этом отклонение от установленного таргета составляет 2% в обоих направлениях (параметр остался неизменным с прошлого года). Центральный банк РТ будет придерживаться политики плавающего обменного курса. Хотя управление курсом не является приоритетным инструментом в реализации ДКП в 2020 г., ЦБ РТ оставляет за собой право участвовать в валютном курсообразовании, если его формирование будет угрожать финансовой стабильности в стране. ЦБ РТ в рамках ДКП на 2020 г. подчеркивает необходимость следования финансовой дисциплине. ЦБ РТ будет использовать недельные аукционы в рамках операций РЕПО в качестве основного инструмента своей политики на 2020 г. для формирования ставок вторичного рынка на уровне ставок по недельным операциям РЕПО. Для обеспечения коммерческих банков иностранной валютой ЦБ РТ будет предоставлять на своем валютном депозитном рынке (CBRT FX Deposit Market) ликвидность сроком на неделю или месяц с лимитом в \$50 млрд. При этом банки могут использовать в качестве обеспечения депозиты в иностранной валюте или золоте. Спрос на валюту будет отдельно удовлетворяться для государственных предприятий, которые являются энергоснабжающими предприятиями, непосредственно самим ЦБ РТ и Министерством Финансов. ЦБ РТ в 2020 г. продолжит предоставлять ликвидность банкам через валютные свопы, форвардные сделки по лире, а также будет использовать своповые сделки с золотом для предоставления как турецкой лиры, так и иностранной валюты.

Внешний долг

Внешний долг Турции сформировался на фоне расширяющегося дефицита текущего счета, который в основном финансировался за счет притока валюты из-за границы в форме частного коммерческого и банковского долга. Динамика роста валового внешнего долга Турции была неравномерной и в среднем в период 2006-2014 гг. составила 10,4% при максимальном росте в 20-21% в отдельные годы. С 2015 г. наблюдается сокращение динамики прироста долга в среднем до 1,5%. При этом в 2018 г. наблюдается отрицательная динамика в 3,0%. За последние два года показатель внешнего долга достиг своего максимального значения по отношению к ВВП и составил 55,9% и 57,4% соответственно (показатель ВВП за 2019 г. оценка). В абсолютном выражении внешний долг Турции в 3 кв 2019 г. составил \$433 млрд., при этом размер краткосрочного долга сократился на 0,3% г/г до \$117 млрд., а размер долгосрочного сократился на 3,7% г/г до \$317 млрд.

Рис. 11. Структура внешнего долга по срокам



Источник: ЦБ РТ, Минфин РТ, Halyk Finance, *3кв

Рис. 12. Государственный долг



Источник: ЦБ РТ, Минфин РТ, Halyk Finance, *3кв

В структуре валового внешнего долга государственного долга (Казначейства и Министерства Финансов Турции по данным ЦБ РТ) остается относительно стабильной и составляет в период 2006-2019 гг. порядка 30,7% или 13,4% к ВВП. В конце 2018 г., согласно данным Министерства финансов и Казначейства РТ, доля

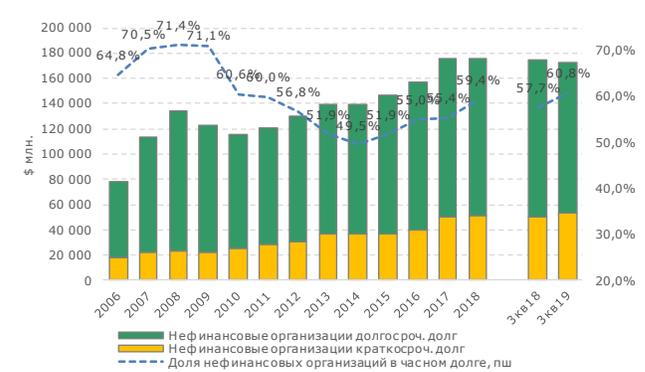
государственного долга в структуре внешней задолженности страны составила 31,7%, или \$139,9 млрд., или 17,7% от ВВП. По состоянию на конец 3 квартала 2019 г., согласно нашей оценке, доля государственного долга в структуре всего внешнего долга страны увеличилась до 33,2%⁵, а к ВВП составила 19,1%. Произошло это за счет прироста объема государственного долга по сравнению с предыдущим годом на 5,6% г/г до \$144,2 млрд. (исторический максимум). Этот прирост произошел за счет увеличения долгосрочной задолженности на 5,6% г/г до \$121,7 млрд. при росте краткосрочного долга на 5,2% г/г до \$22,5 млрд.

Рис. 13. Внешний долг банковского сектора



Источник: ЦБ РТ, Минфин РТ, Halyk Finance

Рис. 14. Долг нефинансовых организаций



Источник: ЦБ РТ, Минфин РТ, Halyk Finance

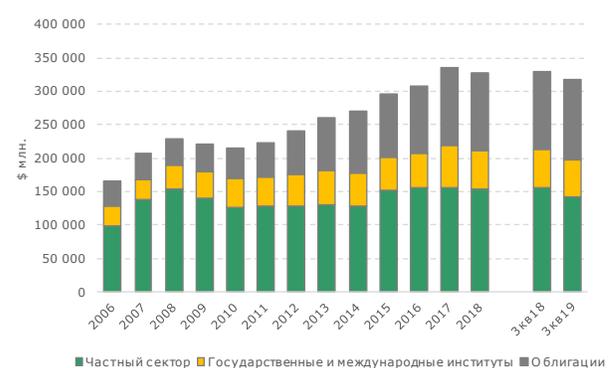
В структуре внешнего долга частного сектора до 2014 г. наблюдался процесс ускоренного формирования долга банковских организаций, доля которого по состоянию на 2014 г. в общей структуре внешнего долга составила 50,5% или \$142,6 млрд. В последующем наблюдается постепенное сокращение внешней задолженности банковского сектора до 40,6% в 2018 г. (\$119,6 млрд.) и до 39,2% (\$111 млрд.) в 3кв2019 г. Динамика роста внешнего долга банковского сектора в период 2006-2014 г. составила 20,3%, достигая в отдельные годы 51,4% г/г и 42,5% г/г. С 2015 по 2019 гг. банковский сектор активно сокращал свои внешние обязательства со средним темпом в 4,6% (в 2018 г. размер внешней задолженности сократился на 15,2% г/г). Схожая динамика наблюдается и у небанковских финансовых институтов (средняя доля в 2006-2019 г. порядка 8,6%), которая в последние годы составила -6,6% г/г (2018 г.) и -22,3% г/г (3кв2019), а задолженность сократилась с \$19,8 млрд. до \$15,4 млрд.

Рис. 15. Краткосрочный долг по кредиторам



Источник: ЦБ РТ, Минфин РТ, Halyk Finance

Рис. 16. Долгосрочный долг по кредиторам



Источник: ЦБ РТ, Минфин РТ, Halyk Finance

Одновременно наблюдается рост внешней задолженности нефинансовых организаций, которая по состоянию на 3кв2019 г. составила \$157 млрд., увеличившись 24,2% г/г. Долгосрочная внешняя задолженность нефинансовых организаций в 2019 г. сократилась на 2,2% г/г и составила \$105 млрд., в то время как годовой прирост краткосрочной задолженности составил 9,1% или \$52,4 млрд. Доля задолженности нефинансовых организаций по внешним обязательствам частного сектора сокращалась до 2014 г. и потом стала увеличиваться и в 2019 г. составила 55,4%.

⁵ Официальных данных по размеру ВВП за 2019 г. пока нет. Оценка размера ВВП за прошлый год основана на квартальных данных за 3 квартала 2019 г. с экстраполяцией размера ВВП в 1 и 2 квартале прошлого года на 4 квартал.

В структуре краткосрочного долга по типу кредитора после 2013 г. прослеживается поступательное сокращение доли денежно-кредитных институтов с 63,7% (\$83,9 млрд.) до 39,4% в 3кв2019 г. (\$45,8 млрд.). Одновременно с этим наблюдается увеличение нефинансовых институтов в структуре краткосрочного долга до 60,6% (\$70,4 млрд.) в 3кв2019 г. В структуре долгосрочного долга наибольшую долю занимают частные кредиторы турецкой экономики с долей в 44,6% в 3кв2019 г. (\$141,5 млрд.). Динамика прироста кредитования частными инвесторами турецкой экономики сокращалась с 17,5% г/г в 2015 г. до -1,6% г/г в 2018г. По состоянию на конец 3кв 2019 г. отрицательная динамика составила -9,6% г/г. Облигации являются вторым значительным по доле механизмом кредитования экономики. Так, доля облигаций в структуре внешнего долга постоянно увеличивалась с 17,0% в 2008 г. (\$38,9 млрд.) до 38% в 3кв2019 г. (\$120,3 млрд.). В 2015-2018 гг. динамика прироста внешнего долга Турции в форме облигационных займов составила в среднем 6,0% (+4,3% г/г в 3кв2019 г.). Доля государственных и международных институтов в структуре внешних кредиторов Турции в среднем с 2006-2019 гг. составила 13,4% (+12,7% в 3кв2019 г.). В последние два года динамика по этим кредиторам сложилась разнонаправленной на уровне 2,0% г/г (\$56,3 млрд.) и 13,1% г/г (\$40,2 млрд.). В 3кв 2019 г. динамика предыдущих лет повторяется. Так, наблюдается увеличение прироста внешнего долга по линии государственных займов на 2,5% г/г до \$16,3 млрд. и сокращение задолженности перед международными институтами на 6,0% г/г до \$38,9 млрд. По состоянию на конец 3 квартала 2019 г. кредиторами Турции также являлись МВФ в размере \$1,3 млрд. и Международный Банк Реконструкции и Развития (IBRD) в размере \$11,2 млрд.

Внешние счета

Текущий счет

Текущий счет Турции в 2000-2018 гг. лишь только в 2001 г. сложился с положительным сальдо в \$3,8 млрд. В остальные годы дефицит текущего счета колебался от \$626 млн. до \$74,4 млрд. Среднее значение дефицита в период 2006-2018 гг. составляло \$40,1 млрд. По состоянию на конец 2018 г. дефицит текущего счета сократился на 43% г/г и по предварительным данным составил \$27 млрд. За январь-ноябрь 2019 года текущий счет Турции сложился с профицитом на уровне в \$4,2 млрд против дефицита в \$25,6 млрд. за аналогичный период прошлого года.

Начиная с 1984 г. сальдо торгового баланса оставалось всегда отрицательным. В период 2006-2018 гг. средний размер дефицита торгового счета ежегодно составлял \$54,6 млрд. и колебался от \$24,8 млрд. в 2009 г. до \$89,2 млрд. в 2011 г. По состоянию на конец 2018 г. размер дефицита торгового счета сократился на 28,9% г/г до \$41,9 млрд. Сокращению дефицита способствовала положительная динамика объемов экспорта, увеличившихся на 5,1% г/г до \$174,6 млрд. при сокращении объемов импорта на 3,8% г/г до \$216,5 млрд. В январе-ноябре 2019 г. отрицательное сальдо торгового баланса сократилось на 62,3% г/г и составило \$15,1 млрд. Сокращению отрицательного сальдо способствовала положительная динамика экспорта на 3,9% г/г до \$166,6 млрд. и дальнейшее нарастание отрицательной динамики импорта на 9,4% г/г до \$181,7 млрд.

Рис. 17. Текущий счет, \$млрд.

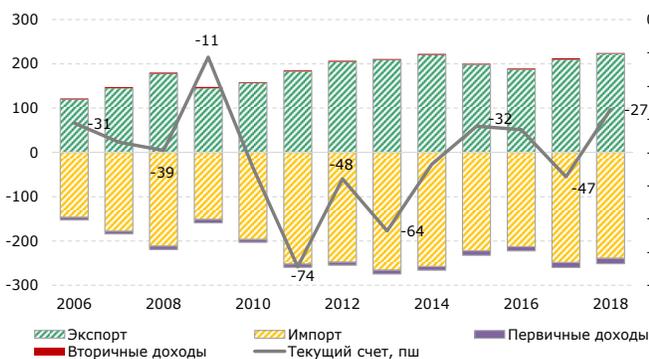
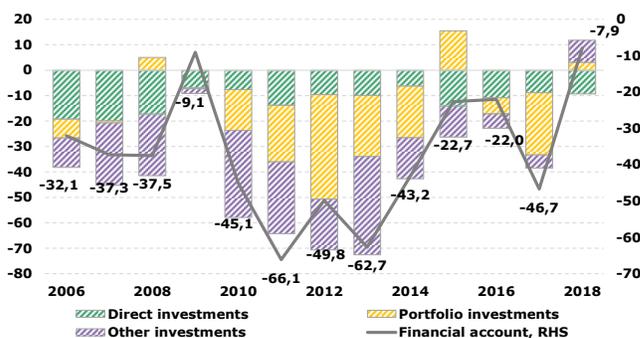


Рис. 18. Финансовый счет, \$млрд.



Источник: ЦБ РТ, Halyk Finance

Источник: ЦБ РТ, Halyk Finance

Счет услуг наоборот демонстрирует положительное сальдо, начиная с 1984 г. В период 2006-2018 гг. средний размер профицита счета составлял \$20,1 млрд. и колебался от \$13,9 млрд. в 2006 г. до \$25,8 млрд. в 2018 г. По состоянию на 2018 г. размер профицита счета услуг увеличился на 29,6% г/г и составил \$25,8 млрд. Расширению профицита счета услуг способствовал рост профицита по счету услуг транспортировки (+52,3% г/г до \$8,2 млрд.), счету прочие услуги (+27,5% г/г до \$9,9 млрд.) и счету услуг поездки (+16,8% г/г до \$20,6 млрд.). Профицит счета услуг в январе-ноябре 2019 года расширился на 20,9% г/г и составил \$29,9 млрд, за

счет роста экспорта услуг на 9,6% г/г до \$50,0 млрд. Росту экспорта услуг способствовало расширение профицита по счету поездок на 21,5% г/г до \$24,0 млрд. и расширение по счету транспортировки грузов, профицит по которому увеличился на 14,1% г/г и составил \$8,7 млрд.

По счету первичных доходов наблюдается расширение дефицита с \$1,5 млрд. в 1984 г. до \$11,9 млрд в 2018 г. Основная статья баланса первичных доходов, которая формирует дефицит по этому счету является статья инвестиционный доход к выплате, дефицит по которой расширился с \$1,5 млрд. в 1984 г. до \$10,7 млрд. в 2018 г. В январе-ноябре 2019 г. дефицит счета первичных доходов расширился на 4,3% г/г и составил \$11,4 млрд.

Счет вторичных доходов также демонстрирует положительное сальдо, начиная с 1984 г. В период 2006-2018 гг. средний размер профицита счета составлял \$1,7 млрд. и колебался от \$855 млн. в 2018 г. до \$2,3 млрд. в 2009 г. По состоянию на конец 2018 г. размер профицита счета вторичных доходов сократился на 68,5% г/г и составил \$855 млн. Сокращению профицита счета вторичных доходов способствовало сокращение положительного баланса доходов центрального правительства на 84% г/г до \$330 млн. В январе-ноябре 2019 г. наблюдается расширение профицита счета вторичных доходов на 23,6% г/г до \$900 млн.

Таким образом, в рамках текущего счета основными балансирующими статьями являются счет услуг (туризм, транспортировка грузов) и счет вторичных доходов (денежные переводы трудовых мигрантов и доходы центрального правительства). Наибольший вклад в рост их профицита оказывает счет поездок (отражает туристический поток) и счет транспортировки.

Финансовый счет

По финансовому счету Турции преимущественно наблюдается приток капитала в страну. В периоде 2000-2018 г. лишь только в 2001 г. наблюдается отток в размере \$1,6 млрд. Среднее значение притока капитала по счету за указанный период составляет \$29,6 млрд. Минимальное значение притока по финансовому счету сложилось в 2002 г. и составило \$1,4 млрд. в то время, как максимальное значение притока в размере \$66,1 млрд. приходится на 2011 г. По состоянию на 2018 г. приток капитала в страну сократился в 6 раз и составил \$7,9 млрд. Столь существенному сокращению притока капитала в страну способствовало увеличение оттока капитала по счету портфельных инвестиций с \$24,5 млрд. притока в 2017 г. до \$3,1 млрд. оттока в 2018 г., также расширение оттока капитала по счету прочие инвестиции с притока в \$5,2 млрд. в 2017 г. до оттока в \$8,7 млрд. в 2018 г. Смягчающее влияние на отток капитала по финансовому счету способствовало расширению притока по счету прямых инвестиций на 5,7% г/г до \$9,3 млрд. В январе-ноябре 2019 г. по финансовому счету наблюдается приток капитала в размере \$1,9 млрд. против оттока в \$2,2 млрд. в январе-ноябре 2018 г. Произошло это прежде всего за счет уменьшения принятия обязательств резидентами перед нерезидентами по счету портфельных инвестиций в размере \$241 млн. и по счету прочие инвестиции в размере \$2,9 млрд.

Внешнеэкономическая деятельность

Согласно данным Международного Торгового Совета (ИТС), экспортные операции Турции за 2019 г. выросли на 1,9% г/г (среднее значение прироста в 2010-2019 гг. составляет 5,6% ежегодно) и составили \$171,1 млрд. (максимальное значение с 2001 г.), в то время как импорт в Турцию сократился на 10,0% г/г (среднее значение прироста в 2010-2019 гг. составляет 4,7%) и составил \$200,6 млрд. (максимальное значение приходится на 2013 г. и составляет \$251,7 млрд.).

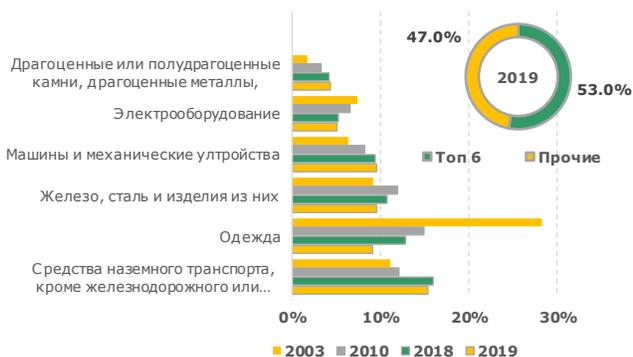
Структурно экспорт Турции в 2019 г. представлен на 15,3% (15,9% в 2018 г.) средствами наземного транспорта, на 9,6% (9,4% в 2018 г.) машинами и механическими устройствами, на 9,1% (9,1% в 2018 г.) одеждой и на 9,6% (10,8% в 2018 г.) экспортом железа и стали и продукции из них. По 6 основным товарным группам концентрация достигает 53,0% (рис.19), что сопоставимо с 54,7% в 2018 г., и заметно меньше, чем в 2003 г. 64,1%.

Крупнейшая категория турецкого экспорта, по сути, это автотранспортные средства 10 автомобильных брендов – Renault, Ford, Fiat, Hyundai, Toyota, Honda, Opel, Daimler, Isuzu и Man. Renault, Ford, Fiat начали свое производство еще в 50-60 гг. прошлого века. Производство автотранспортных средств (автобусов, легковых и грузовых машин) в республике по состоянию на конец 2018 г., согласно данным Международной организации автопроизводителей (OICA), составляет более 1,5 млн. (-8,6% г/г). Из них 1,0 млн. это пассажирские автомобили. Порядка 75% всех произведенных автотранспортных средств идет на экспорт. Главные экспортные рынки турецкого автопрома – Германия, Великобритания, Италия, Франция, Румыния и прочие страны ЕС. В 2019 г. прирост объемов экспорта по этой категории сократился на 2,2% г/г (+11,8% г/г в 2018 г.) и составил \$26,2 млрд. (\$26,7 млрд. в 2018 г.)

Второй статьёй турецкого экспорта, напрямую связанной с автомобилестроением, являются машины и механические устройства (как правило, крупные узлы и агрегаты к произведенным автомобильным средствам). Турецкий рынок автомобильных комплектующих представлен такими брендами как Continental AG, Toyota Boshoku Corporation, Robert Bosch GmbH, Denso, Fuji Heavy industries (Subaru Corporation с 2017 г.) и т.п. В 2019 года прирост объемов экспорта по этой категории увеличился на 4,0% г/г (+14,5% г/г в 2018 г.) и

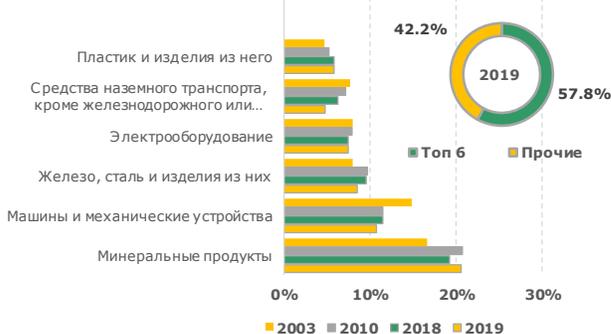
составил \$16,5 млрд. (\$15,8 млрд. в 2018 г.). Основными рынками сбыта по этой категории экспорта являются страны ЕС, Россия и Иран.

Рис. 19. Структура экспорта по товарам



Источник: ITC, Halyk Finance

Рис. 20. Структура импорта по товарам



Источник: ITC, Halyk Finance

Экспорт одежды и аксессуаров к ней в 2019 г. увеличился на 1,5% г/г (+3,5% % г/г в 2018 г.) и составил \$15,5 млрд. (\$15,3 млрд. в 2018 г.). Основными рынками сбыта по этой категории турецкого экспорта являются Германия, Соединённое Королевство, США, Франция и Нидерланды.

В 2019 г. экспортные поставки железа, стали и изделий из них наблюдается сокращение 9,2% (+30,7% % г/г в 2018 г.) до \$16,4 млрд. (\$18,1 млрд. в 2018 г.). Физический объем экспорта железа, стали и изделий из них сократился на 0,2% г/г (+20,7% % г/г в 2018 г.) и составил 22,2 млн. тонн (+22,3 млн. тонн г/г в 2018 г.). Основные потоки по этой категории товарного экспорта приходятся на Италию, США, Испанию, Израиль и Грецию.

Основными статьями импорта Турции являются минеральные продукты, доля от общего объема импорта которых в 2019 г. составила 20,5% (19,3% в 2018 г.), машины и механическое оборудование 10,7% (11,6% в 2018 г.), железо, сталь и изделия из них 8,5% (9,5% в 2018 г.) и электрооборудование 7,5% (7,4% в 2018 г.). По этим основным категориям импорта концентрация в 2019 г. составила 47,2% (47,8% в 2018 г.). По 6 основным товарным группам импорта концентрация достигает 57,8% (рис. 20), что сопоставимо с 59,8% в 2018 г., и заметно меньше, чем в 2003 г. 64,1%.

Импорт минеральных продуктов (минеральное топливо, масла и продукты из них, не включая сырую нефть) в 2019 г. сократился на 4,5% г/г (15,6% в 2018 г.) и составил \$41,2 млрд. (\$43,0 млрд. в 2018 г.). Основными импортерами по этой категории товаров были Российская Федерация (36,8%) и Иран (34,5%). В физическом выражении объем импорта по этой категории сократился на 10,9% и составил 61,5 млн. тонн (68,9 млн. тонн в 2018 г.).

Машины и механическое оборудование также, как и электрооборудование поступает в основном из Китая, Германии, США и Южной Кореи. Преимущественно это части и агрегаты для сборки автотехники. В 2019 г. по этим категориям импорта продолжается сокращение поставок на и на 16,5% г/г (-5,1% г/г в 2018 г.) до \$21,5 млрд. и на 9,5% г/г (-21,7% г/г в 2018 г.) до \$15,0 млрд. соответственно.

В ближайшей перспективе можно ожидать изменения в структуре импортных поставок энергетических продуктов в связи запуском трубопровода Турецкий поток, а также строительством ядерной АЭС, которые приведут к сокращению поставок угля в страну и увеличат поставки природного газа. Мы не ожидаем существенного изменения в структуре турецкого экспорта в ближайшие пять лет.

Золотовалютные резервы

ЗВР Турции по состоянию на декабрь 2019 года составили \$105,5 млрд. (+13,4% г/г). Максимальное значение приходится на 2013 г., когда резервы составляли \$131 млрд. В структуре активов наблюдается увеличение резервов в СКВ до \$77,1 млрд. (+8,0% г/г) и рост запасов золота в номинальном выражении до \$26,9 млрд. (+33,5% г/г) и физическом объеме 553.3 тонны (+13.2% г/г).

Политика центрального банка Турции в части формирования структуры ЗВР была в разные годы подчинена разным целям. Так, если до 2011 г. регулятор старался усилить позиции турецкой лиры, то с 2011 г. и позже регулятор преследует цель обеспечить ее стабильность и защитить свою финансовую систему от возможных санкций США из-за торговых операций с Ираном.

ЦБ РТ, после перехода на плавающий курс лиры в 2001 г., формировал свои активы в СКВ посредством каждодневных аукционов по покупке-продаже валюты. В период 2002-2010 гг. ЦБ РТ приобрел валюты на аукционах на 58,2 млрд., при этом объем продаж СКВ составил \$2,0 млрд. Объем покупок СКВ только за 2010 г. увеличился в 3,3 раза по сравнению с 2009 г. и составил \$14,1 млрд. Ситуация изменилась в 2011 г., когда объемы покупок составили \$6,5 млрд. в то время как объемы продаж за один только год увеличились до \$11,2 млрд. Начиная с 2011 г., ЦБ РТ превращается из нетто-покупателя СКВ в нетто-продавца и по состоянию на конец 2016 г. продает валюту на сумму в \$55,9 млрд. С апреля 2016 г. аукционы по покупке-продаже валюты не проводятся. По состоянию на октябрь 2019 года, агрегированное сальдо купли-продажи ЦБ РТ валюты на аукционах, составляет \$65,4 млрд. (покупка) против \$57,9 млрд. (продажа).

Рис.21. Динамика роста ЗВР ЦБ РУ

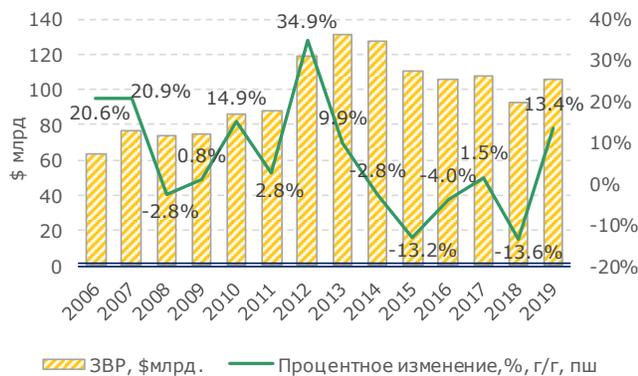


Рис. 22. Структура ЗВР ЦБ РУ



Источник: МВФ, Halyk Finance

Источник: МВФ, Halyk Finance

Структура ЗВР Турции стала претерпевать серьезные изменения в 2011 г., когда ЦБ РТ позволил коммерческим банкам формировать свои резервные требования до 10% в золоте. Это позволило коммерческим банкам вывести на рынок банковские продукты, которые, в свою очередь, позволили привлечь золото и золотые украшения физических лиц в финансовую систему Турции. В 2017 г. Казначейство Турции выпустило золотые облигации, что по отдельным оценкам вовлекло в финансовую систему порядка 75 тонн золота. В 2017 г. президент Турции Реджеп Эрдоган сделал заявление, что все международные кредиты и расчеты по торговым сделкам также должны осуществляться в золоте. В 2017 г. ЦБ РТ активно продавал облигации США и переводил депозиты из долларов США в золото. Это не могло не сказаться на структуре ЗВР регулятора. Так, в период 2000-2010 гг. средняя доля золота в структуре ЗВР ЦБ РТ составляла 4,6%, в то время как активы в ценных бумагах в среднем занимали 85,2% от общего объема ЗВР. Начиная с 2011 г. ЦБ РТ начинает уменьшать свои авуары в ценных бумагах и по состоянию на конец 2017 г. доводит их до 61,9% или \$66,7 млрд. из \$107,7 млрд. ЗВР. Существенное сокращение ценных бумаг в структуре ЗВР произошло в 2018 г. в период напряженных отношений с США. По состоянию на конец 2018 г. их доля опустилась до 26,5% (61.9% в 2017 г.), в то время как доля золота в структуре ЗВР достигла 21,6% (13,2% в 2016 г.). В декабре 2019 г. Структура ЗВР ЦБ РТ была представлена на 25,5% золотом и 32,1% ценными бумагами и на 41,0% СКВ и депозитами в СКВ.

© 2020 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».

© 2020, все права защищены.

Департамент исследований

Станислав Чув	Директор
Асан Курманбеков	Макроэкономика
Дмитрий Шейкин	Макроэкономика
Жансая Кантаева	Долговые инструменты
Таир Байгунов	Долевые инструменты
Мадина Метеркулова	Долевые инструменты
Владислав Бенберин	Долевые инструменты

E-mail

s.chuyev@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
d.sheikin@halykfinance.kz
zh.kantayeva@halykfinance.kz
t.baigunov@halykfinance.kz
m.meterkulova@halykfinance.kz
v.benberin@halykfinance.kz

Департамент продаж

Мария Пан	Директор
Айжана Молдахметова	Институциональные инвесторы
Асель Байжанова	Институциональные инвесторы
Жанна Нуралина	Розничные инвесторы
Шынар Жаканова	Розничные инвесторы
Алия Абдумажитова	Розничные инвесторы
Алия Мухаметжанова	Розничные инвесторы

E-mail

m.pan@halykfinance.kz
a.moldakhmetova@halykfinance.kz
a.baizhanova@halykfinance.kz
zh.nuralina@halykfinance.kz
sh.zhakanova@halykfinance.kz
a.abdumazhitova@halykfinance.kz
a.mukhametzhanova@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 357 31 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN
Thomson Reuters
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance