

---

**18 апреля 2022 г.**

---

*ВВП Турции после увеличения на 1.8% в 2020 г. ускорил рост до 11% в 2021 г. за счет расширения объемов промышленного производства (+16.6% г/г) и предоставления услуг (+21.1% г/г). Относительно жёсткие денежно-кредитные условия 2020 г. и большей части 2021 г. сменились раундом поступательного снижения ставки с 19% до 14% в декабре прошлого года. Смягчение происходило на фоне ускорения инфляции до 36.1% в декабре и обесценения национальной валюты до 12.98 лир за доллар США (обесценение на 76.8% г/г). Резервы страны за 2021 г. достигли \$111.2 млрд (+18.8% г/г) за счет роста активов в СКВ и FX депозитов на 43.0% (заключены валютные свопы с Китаем, Корей и Катаром) и активов в СДР в 4.5 раза. Внешнеэкономические условия улучшались весь прошлый год, рос туристический поток, что в целом положительно отразилось на сокращении дефицита текущего счета, который за 2021 г. уменьшился на 58.1% г/г до \$14.9 млрд. Дефицит государственного бюджета за 2021 г. сократился с 3.5% в 2020 г. до 2.7% от ВВП. Совокупный объем государственного долга Турции в 2021 г. увеличился на 51.6% г/г и составил T2 748 млрд лир (\$211.7 млрд) или 38.1% от ВВП страны.*

*Рост внешнего долга, «хронический» дефицит текущего счета, неустойчивый приток иностранного капитала по финансовому счету при относительно небольшом объеме накопленных резервов создает определенные риски устойчивости по внешним счетам. Однако наиболее существенным риском для устойчивости финансовой системы Турции является несамостоятельность ЦБ РТ в проведении ДКП в условиях высокой инфляции (61% г/г в марте 2022 г.), удерживающего ставку на уровне 14%.*

**Экономика в 2021 г. восстанавливалась, хотя и неравномерно.** В течение 1 и 3 квартала 2021 г. экономика Турции демонстрировала рост на уровне 7.4% г/г. Во втором квартале этот рост составил 22% (максимальное значение квартального роста с 2000 г., +11.7% г/г во 2кв2004 г.) за счет более низкой базы прошлого года. В четвертом квартале экономика Турции выросла на 9.1%, продемонстрировав при этом годовой рост на уровне 11%. В номинальном выражении ВВП за 2021 г. вырос на 42.8% г/г составил 7 209 млрд. лир или \$802.7 млрд (\$716.9 млрд в 2020 г.). Наблюдаемая квартальная динамика роста реального ВВП в 1, 3 и 4 кварталов 2021 г. в 7.4% и 9.1% для экономики Турции последних лет является явлением экстраординарного характера, хотя в исторической ретроспективе экономике удавалось достигать и более высокой динамики роста в 9.5% г/г в 2004 и 11% г/г в 2011 г. и демонстрировать среднеквартальную динамику в 9.6% и в 11%. В 2021 г. экономика Турции выросла на 11% за счет двукратного роста промышленного производства (+16.6% г/г), обрабатывающей промышленности (+17.2% г/г), сферы услуг (+21.1% г/г) и сферы связи на 20.2% г/г. Рост экономики в 2021 г. поддержало увеличение потребления домохозяйств на 15.5% г/г (2.9% г/г в 2020 г.), за счет роста минимальной заработной платы на 21.5% г/г до 3 577.5 турецких лир (порядка \$430) и расширения кредитования экономики на 37% г/г (+34.8% г/г в 2020 г.) до 4.9 трлн лир (\$377.5 млрд).

**Смягчение денежно-кредитных условий несмотря на инфляцию.** На протяжении последних двух лет темпы инфляции в Турции только нарастали и в апреле 2021 г. регулятор в очередной раз ужесточил денежно-кредитные условия в стране, увеличив процентную ставку по недельному РЕПО с 17% до 19%. На таком уровне ставка регулятора продержалась до конца сентября 2021 г. и была понижена до 18%, а потом в октябре еще на 200bp до 16%. Несмотря на нарастание темпов инфляции до 21.31% г/г в ноябре и 36.1% г/г в декабре, регулятор поступательно снижал ставку с 15% до 14%. В первом квартале 2022 г. несмотря на удвоение темпов инфляции до 61.14% г/г регулятор не стал менять денежно-кредитные условия в стране. Смягчение денежно-кредитных условий привело к тому, что турецкая лира ослабла до 12.98 лир за доллар в 2021 г (+76.8% с начала года).

**Бюджетная конструкция сохраняет устойчивость.** Согласно закону о бюджете Турции на 2021 г., было запланировано увеличение доходной части бюджета на 7% г/г до 1 101.1 млрд турецких лир (\$138.8 млрд), а расходной на 12% г/г до 1 346.1 млрд турецких лир (\$169.6 млрд), при этом государственный бюджет

планировалось свести с дефицитом в 245 млрд турецких лир (\$31.4 млрд) или 3.4% от ВВП (-3.4% в 2020 г.). По результатам 2021 г. план по доходам государственного бюджета Турции был исполнен на 127.8%, что составило 1 407.4 млрд лир (\$159.4 млрд). Расходная часть бюджета была исполнена на 117.3% от плана на 2021 г. и составила 1 599.6 млрд турецких лир (+32.9% г/г) или \$181.6 млрд. В 2021 г. государственный бюджет сложился с дефицитом в 192.2 млрд лир (\$27.8 млрд) или -2.7% от ВВП страны, сократившись с -3.5% от ВВП в 2020 г. Улучшение состояния экономики в Турции способствовало росту доходов от прямого налогообложения, которые увеличились на 48.9% г/г и составили 418.7 млрд лир.

**Внешний государственный долг стабилизировался на уровне 22.4% от ВВП.** Внешний валовый долг Турции в 2021 г. увеличился на 1.9% г/г и составил \$441.1 млрд (54.9% от ВВП). По состоянию на конец 2021 г. размер государственного долга сократился на 0.8% г/г и составил \$179.8 млрд или порядка 22.4% (24.9% в 2020 г.) от ВВП страны. При этом сокращение внешнего долга произошло за счет краткосрочной части на 10.4% до \$22.3 млрд в то время, как его долгосрочная часть выросла на 2.6% г/г и составила \$157.5 млрд. Внутренний государственный долг в 2021 г. вырос на 24.6% до 1 321 млрд лир (\$101.8 млрд). Совокупный объем государственного долга Турции в 2021 г. увеличился на 51.6% г/г и составил T2 748 млрд лир (\$211.7 млрд) или 38.1% от ВВП страны. Согласно оценке Fitch и методологии ЕС, долг страны составил 42% от ВВП в 2021 г. По данным Министерства Финансов Турции за 2021 г., объем оплаты по внешним обязательствам в 2022 г. должен составить \$93.2 млрд по основному долгу и \$58.1 млрд по процентам. Существенный удельный вес внешних обязательств в структуре валового долга страны (59% доллары США и 29% Евро) в условиях значительного обесценения национальной валюты на 77% к доллару США и на 63% к Евро за прошлый год создает избыточные валютные риски и дополнительную нагрузку на как на бюджет страны, так и на частный бизнес.

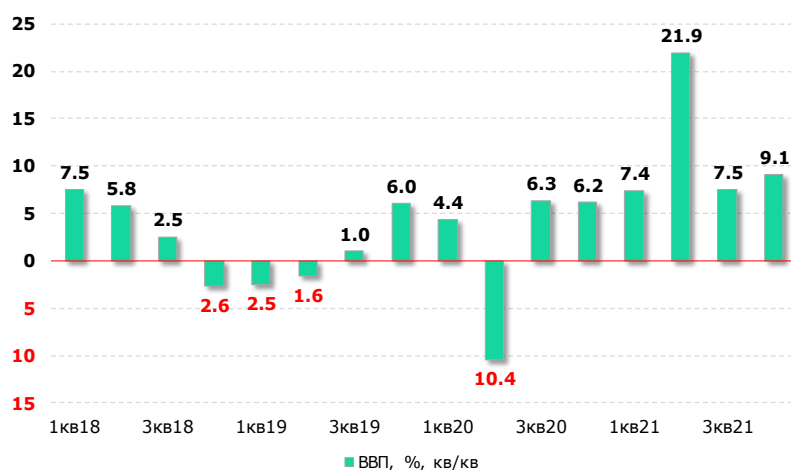
**Международные резервы – заметный прирост.** Международные резервы Турции на конец 2021 г. составили \$111.2 млрд (+18.8% г/г). В ноябре прошлого года ЗВР Турции достигли рекордного значения за последние 8 лет, составив \$125.6 млрд. Сокращение ЗВР с \$125.6 млрд в ноябре до \$111.2 млрд в декабре прошлого года было обусловлено выходом ЦБ РТ на валютный рынок 5 раз в качестве нетто-продавца валюты для стабилизации курса национальной валюты. Резервные активы в СКВ и в форме депозитов увеличились на 43.0% г/г до \$56.6 млрд, при этом их доля в структуре ЗВР увеличилась с 42.3% до 50.9%. В 2021 г. ЦБ РТ заключил три валютных свопа с целью стимулирования двухсторонней торговли в локальных валютах (Китай, Корея, Катар). ЦБ РТ заключил договор с Народным банком Китая в размере 46 млрд турецких лир и 35 млрд китайских юаней. Валютный своп договор был заключен с Банком Кореи в размере 17.5 млрд турецких лир и 2.3 трлн корейских вон. Договор с Центральным банком Катара был переподписан с расширением периода еще на три года и увеличением размера свопа в три раза до \$15 млрд. Активы в золоте наоборот сократились на 11.6% г/г и составили \$38.5 млрд. При этом сокращение произошло за счет уменьшения активов в физическом выражении на 8.2% с начала года до 21.15 млн тройских унций (658 тонн). Сокращение не компенсировало увеличение стоимости золота на 22.2% в 2021 г. до \$1,893 за тройскую унцию. Доля активов в золоте в структуре ЗВР ЦБ РТ в 2021 г. сократилась с 46.5% до 34.6%. В структуре ЗВР Турции в августе 2021 г. наблюдался существенный рост активов в СДР (Special drawing rights -специальные права заимствования) в 4.5 раза до \$7,705 млн. за счет того, что МВФ в августе распределил дополнительную ликвидность для финансирования нужд стран-членов МВФ пропорционально их квотам.

**Более чем двукратное сокращение дефицита текущего счета.** Текущий счет республики Турции за 2021 г. сложился с дефицитом в \$14.9 млрд, сократившись на 58.1% по сравнению с 2020 г. Сокращению дефицита текущего счета способствовало сокращение дефицита по торговому счету на 22.9% г/г до \$29.2 млрд, расширение профицита по счету услуг на 118.3% г/г до \$25.2 млрд и рост профицита по счету вторичных доходов со \$180 млн за 2020 г. до \$899 млн за 2021 г. Расширению дефицита текущего счета Турции способствовало углубление дефицита по счету первичных доходов на 25.4% г/г до \$11.8 млрд. По финансовому счету без учета резервных активов ЦБ РТ Турции в 2021 г. наблюдался приток капитала в размере \$28.1 млрд (приток \$7.6 млрд за 2020 г.). Произошло это преимущественно за счет притока капитала по портфельным инвестициям до \$0.8 млрд, на фоне роста притока капитала по счету прямых инвестиций на 56.6% г/г до \$7.2 млрд и по счету прочие инвестиции в 2.3 раза до \$20.1 млрд.

## Экономика продолжает восстанавливаться, хотя и неравномерно

В течение 1 и 3 квартала прошлого года экономика Турции демонстрировала рост на уровне 7.4% г/г. Во втором же квартале рост составил 22% (максимальное значение квартального роста с 2000 г., +11.7% г/г во 2кв2004 г.) за счет более «низкой» базы прошлого года (-10.4% г/г во 1кв2020 г.). В четвертом квартале темпы роста экономики ускорились до 9.1% за счет роста промышленного производства на 10.7% г/г, обрабатывающей промышленности на 11.3% г/г и сферы услуг на 16.7% г/г. В 2021 г. экономика Турции выросла на 11% (1.8 % г/г в 2020 г.) за счет двукратного роста промышленного производства (+16.6% г/г), обрабатывающей промышленности (+17.2% г/г) и сферы услуг (+21.1% г/г), а также сферы связи на 20.2% г/г. Сдерживающее влияние на рост экономики в прошлом году оказало сокращение производства в сельском хозяйстве (-2.2% г/г), строительстве (-0.9% г/г), а также в сфере

Рис. 1. Квартальный рост ВВП Турции

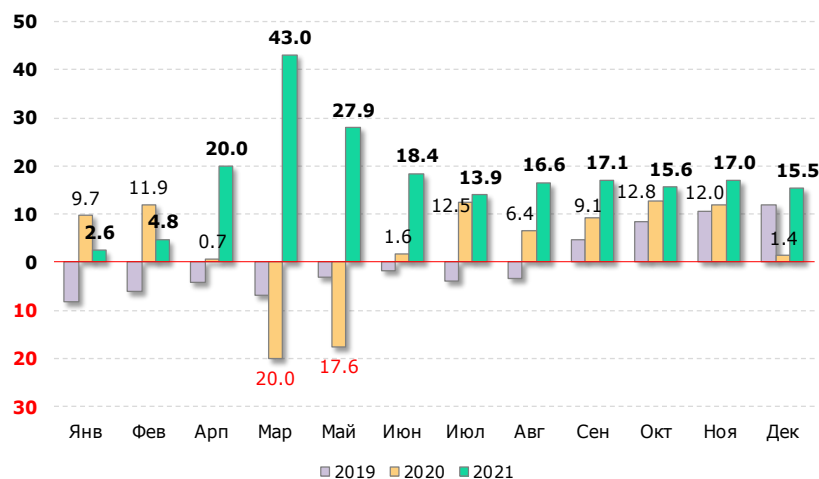


Источник: Turkstat

предоставления финансовых услуг и страхования (-9% г/г). В номинальном выражении ВВП за 2021 г. вырос на 42.8% составил 7 209 млрд. лир или \$802.7 млрд (\$716.9 млрд в 2020 г.). Наблюдаемая квартальная динамика роста реального ВВП в 1 и 3 кварталах 2021 года в 7.4% и 4 квартала в 9.1% для экономики Турции последних лет является явлением экстраординарного характера, хотя в исторической ретроспективе экономике удавалось достигать и более высокой динамики роста в 9.5% г/г в 2004 г. и 11% г/г в 2011 г. и демонстрировать среднеквартальную динамику в 9.6% и в 11%.

Такой годовой рост экономики со стороны совокупного потребления был обеспечен прежде всего

Рис. 2. Динамика розничной торговли, %



Источник: Turkstat, Halyk Finance

увеличением расходов домохозяйств на 15.5% г/г (2.9% г/г в 2020 г.). Рост потребления домохозяйств сопровождался в 2021 г. сокращением уровня безработицы до 12% (13.1% в 2020 г.), а также ростом размера минимальной заработной платы (брутто) на 21.5% г/г до 3 577.5 турецких лир (порядка \$430). Высокая динамика роста потребления домохозяйств сопровождалась расширением кредитования экономики на 37% г/г (+34.8% г/г в 2020 г.) до 4.9 трлн лир (\$377.5 млрд). В отличие от существенного роста потребления домохозяйств наблюдалось незначительное расширение государственных расходов с 2.0% в 2020 г. до 2.2% в 2021 г. При этом валовое накопление основного капитала наоборот сократилось с 7.2% г/г в 2020 г. до 6.4% г/г в 2021 г.

Динамика розничной торговли в течение года была неравномерной из-за низкой базы прошлого года, особенно в периоде с апреля-мая, когда ее рост составлял 20.0% - 43.0% г/г, однако с августа до конца года ее рост стабилизировался на уровне 16.3% (в среднем за период). Росту розничной торговли в этом году способствовало расширение продаж компьютерной техники и телекоммуникационного оборудования в

среднем за год на 22.5% г/г (+1.7% г/г в 2020 г.), текстильных изделий и изделий из обуви на 64.0% г/г (-14.5% г/г в 2020 г.), а также расширение розничных продаж непродовольственных товаров на 28.3% г/г (+0.8% в 2020 г.).

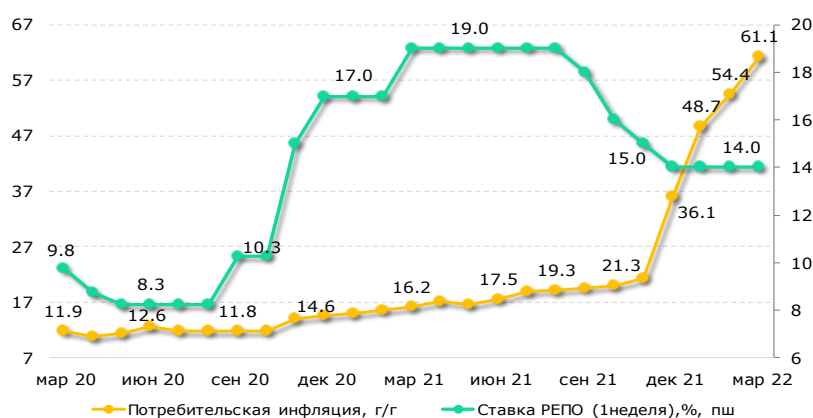
Индекс цикла деловой активности (total turnover index - композитный индекс оборота промышленного производства, строительства, торговли, услуг) продемонстрировал с начала года положительную динамику во всех составляющих отраслях и по состоянию на декабрь составил 82.9% г/г (-1.7% в декабре 2020 г., +5% в декабре 2019 г.) при среднем значении с начала 2021 г. в 57.2%. К концу 4 квартала 2021 г. наблюдалось увеличение индекса по всем составляющим его компонентам. Существенный рост показала отрасль промышленности (+101.7%), торговля (+78.4%) и сфера услуг (+83.4%). Показатель индекса цикла деловой активности демонстрировал перебегающий рост, указывая на то, что экономика все еще находится в активной фазе восстановительного роста.

Консенсус-прогноз информационного агентства Bloomberg по росту турецкой экономики в 2022-2023 г. составил 3.3%-3.4%. Мы полагаем, что основными факторами такого роста продолжит выступать потребление домохозяйств, которое будет расти за счет расширения кредита экономике на фоне сохранения мягкой денежно-кредитной политики регулятора (ставка по однонедельному РЕПО сохранится на уровне 14% в 2022 г.) и роста минимальной заработной платы (на +50.3% до 4 250 лир), а также за счет «налогового маневра», при котором минимальная заработная плата будет освобождена от подоходного налога при этом ожидается временное повышение ставки КПН с 20% до 23%<sup>1</sup>.

### Денежно-кредитные условия остаются неизменными

За последние 2 года политика ЦБ РТ дважды менялась от смягчения денежно-кредитных условий в стране до их ужесточения. В начале 2020 г. на фоне замедления темпов инфляции с 12.15% в январе до 10.94% в апреле регулятор снизил процентную ставку по недельному РЕПО с 11.25% до 8.25% к середине года. Однако

Рис. 3. Ставка ЦБ РТ и инфляция



Источник: ЦБ РТ

на таком уровне ставка продержалась недолго и на фоне постепенного нарастания темпов инфляции до 11.89% в октябре 2020 г., регулятор поднял ставку до 10.25%, а затем сразу до 15% в ноябре, когда темпы инфляции ускорились до 14.03%. Следующее ужесточение денежно-кредитных условий в 2020 г. сопровождалось повышением ставки до 17% и темпами инфляции на уровне 14.60% в декабре. До апреля 2021 г. темпы потребительской инфляции продолжили нарастать и в апреле регулятор в очередной раз ужесточил денежно-кредитные условия в стране, увеличив процентную ставку по недельному РЕПО с 17% до 19%. На таком уровне ставка регулятора продержалась до конца сентября и была понижена на 100бп сначала до 18%, а потом в октябре еще на 200 бп. до 16%. В ноябре 2021 г. несмотря на существенное ускорение темпов потребительской инфляции до 21.31% г/г, а инфляции производителей промышленной продукции (ИППП) до 54.6% г/г, ЦБ РТ продолжил смягчать денежно-кредитные условия и снизил ставку до 15%. В декабре, когда потребительская инфляция в Турции ускорилась до 36.01%, а ИППП до 80% г/г, регулятор снизил ставку до 14%. В дальнейшем ЦБ РТ несмотря на ускорение потребительской инфляции с 48.7%, а ИППП с 93.5% г/г в январе и 61.1%, а ИППП до 115% г/г в марте 2022 г., сохранял денежно-кредитные условия на том же уровне.

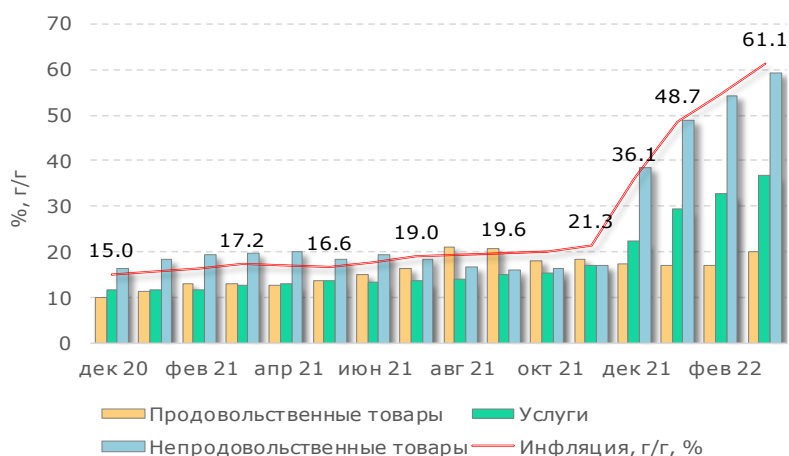
Такие действия регулятора напрямую отразились на курсе турецкой лиры к доллару США, которая за 2020 год обесценилась на 23.6% г/г до 7.34 турецких лир за доллар США. Смягчение денежно-кредитных условий

<sup>1</sup> КПН компаний, имеющих свидетельство о промышленной регистрации и фактически занимающихся производственной деятельностью и экспортом, составит 19%. От КПН освобождается также доход с дивидендов, полученных от инвестфондов.

в конце 2021 года привело к тому, что турецкая лира продолжила падение и ослабла до 12.98 лир за доллар в декабре 2021 года (+76.8% г/г). Турецкая лира оставалась крайне чувствительной к изменению процентной политики регулятора все это время. Так, ужесточение денежно-кредитных условий в конце прошлого года привело к тому, что курс лиры укрепился с 8.12 лир в октябре до 7.19 лир за доллар США в феврале 2021 г. Ужесточение денежно-кредитных условий в конце 2020 г. было ожидаемым шагом со стороны регулятора, т.к. объемы предоставленных кредитов в стране за год выросли на 34.8% до 3 576 млрд лир (\$487.1 млрд), темпы инфляции ускорились, а национальная валюта ослабла. Сохранение жестких денежно-кредитных условий в стране на протяжении почти всего 2021 г. поддержало курс национальной валюты, однако не существенным образом сказалось на темпах инфляции, которые продолжили ускоряться из-за роста издержек производства, увеличения цен на энергоносители и разрыва цепочек поставок, а также за счет «перегрева» экономики со стороны совокупного спроса.

Целевой показатель ЦБ РТ по инфляции на среднесрочную перспективу составляет 5%. Этот целевой показатель был определен еще в 2014 г. Однако самый минимальный уровень инфляции с того времени

Рис.4. Темпы инфляции в Турции



Источник: ЦБ РТ

В марте 2022 г. продуктовая инфляция достигла 70.3% г/г. Темпы роста цен на непродовольственные товары также продемонстрировали существенный рост с конца 2020 г., ускорившись с 16.4% г/г до 38.5% г/г в декабре 2021 г. В марте темпы роста цен на не продуктовые товары ускорились до 59.21% г/г. Рост цен на платные услуги в течение 2021 г. демонстрировали наименьшую динамику по сравнению с другими компонентами потребительской инфляции. Так, по состоянию на начало 2021 г. инфляция услуг составила 11.7% г/г в то время, как по состоянию на начало 2022 г. темпы роста ускорились до 22.3% г/г. В марте 2022 года рост цен на услуги продолжился и составил 36.7% г/г. Такому росту инфляции способствовали прежде всего услуги по транспортировке, цены на которые увеличились до 99.1% г/г, а также услуги туристического сектора на 60.4% г/г.

Основными причинами ускорения инфляционных процессов в Турции в 2020 г. являлась мягкая денежно-кредитная политика регулятора (регулятор динамично понижал ставку до 8.25% на фоне инфляции почти в 12%), которая по сути заменила контр-циклический фискальный импульс (поддержка государством экономики составила порядка 2.5% от ВВП) и позволила за счет роста за кредитованности населения и бизнеса сохранить бюджетную конструкцию сбалансированной при относительно невысоком росте дефицита государственного бюджета. Начало ужесточения денежно-кредитных условий в 2020 г. положительным образом сказалось на стоимости турецкой лиры, которая обесценилась только на 24% г/г, а инфляция составила 14.6% г/г (11.84% г/г в 2020 г.). Однако в 2021 г., когда ЦБ стал смягчать ДКП на фоне глобального роста издержек производства (рост стоимости нефти марки Brent до 128 долларов США за баррель), лира обесценилась на 77%, а инфляция ускорилась до 36.1%. Кроме того, отрицательная стоимость турецкой лиры (в реальном выражении) делает выгодным брать кредиты в лирах, особенно для тех, источник дохода у кого в иностранной валюте. Так, если темпы кредитования в 2020 г. при сохранении относительно жестких условиях составили 34.8% г/г, то в 2021 г. объемы кредитования увеличились на 37% г/г и достигли 4 890 млрд турецких лир. В 2019 г. портфель кредитов экономике увеличился только на 10.8% г/г.

Консенсус-прогноз Bloomberg по турецкой лире на момент подготовки отчета составляет 16.00 лир за доллар США (по состоянию на начало апреля 14.60-14.70 лир за доллар США) в 2021 г. и 16.50 турецких лир в 2023 г. С учетом того, что риски несамостоятельности ЦБ РТ сохраняются и денежные власти не могут самостоятельно проводить ДКП, дальнейшее ослабление курса национальной валюты нам кажется вполне ожидаемым, также как и сохранение ставки регулятора на уровне 14% до конца 2022 г. Однако в существенном ослаблении валютного курса турецкой лиры кроется проблема и для бюджета страны. Государственные обязательства, деноминированные в иностранной валюте, при существенном ослаблении курса национальной валюты, будут создавать дополнительное давление на государственный бюджет в части их обслуживания, особенно по валютной части долга. Это, по нашему мнению, будет основным фактором, несколько сдерживающим сильное обесценение турецкой лиры. При этом ожидаемые темпы инфляции на конец года будут лишь немногим отличаться от текущих уровней и составят порядка 57-59% г/г в силу высокой продовольственной инфляции и инфляции издержек производства, а также из-за превышения реального ВВП над потенциальным (на 18.8% в 2021 г.)<sup>2</sup>. Согласно нашим расчетам, положительный разрыв ВВП сохранится и в 2022 г.

### **Бюджетная конструкция сохраняет устойчивость**

Согласно закону о бюджете Турции на 2021 г., было запланировано увеличение доходной части бюджета на 7% г/г до 1 101.1 млрд турецких лир (\$138.8 млрд), а расходной на 12% г/г до 1 346.1 млрд турецких лир (\$169.6 млрд), при этом государственный бюджет планировалось свести с дефицитом в 245 млрд турецких лир (\$31.4 млрд) или 3.4% от ВВП (-3.4% в 2020 г.).

По результатам 2021 г. план по доходам государственного бюджета Турции был исполнен на 127.8%, что составило 1 407.4 млрд лир (\$159.4 млрд). По сравнению с доходной частью бюджета 2020 г. доходы в 2021 г. увеличились на 36.8% г/г. Доходы от прямого налогообложения увеличились на 48.9% г/г и составили 418.7 млрд лир. Поступления от косвенных налогов увеличились на 35.1% г/г до 746.1 млрд лир. Доходы по прочим платежам в бюджет увеличились на 23.4% и составили 204.7 млрд лир. Расходная часть бюджета была исполнена на 117.3% от плана на 2021 г. и составила 1 599.6 млрд турецких лир (+32.9% г/г) или \$181.6 млрд. Наибольший рост в структуре расходов бюджета наблюдался со стороны выплаты процентных платежей по внутреннему долгу (+31.8% г/г) и по внешнему долгу (+28.5% г/г). Бюджетные капитальные трансферты увеличились на 68.0% г/г. Оплата работникам бюджетной сферы увеличилась на 20.3% г/г. В 2021 г. государственный бюджет сложился с дефицитом в 192.2 млрд лир (\$27.8 млрд) или -2.7% от ВВП страны, сократившись с - 3.5% от ВВП в 2020 г.

Согласно закону о бюджете Турции на 2022 г., планируется увеличение доходной части бюджета на 4.6% г/г до 1 472 млрд турецких лир (\$88.2 млрд), а расходной на 9.4% г/г до 1 750 млрд турецких лир (\$104.9 млрд<sup>3</sup>), при этом государственный бюджет планируется свести с дефицитом в 278 млрд турецких лир (\$16.7 млрд). По состоянию на 1 марта 2022 года бюджет был исполнен на 30.4% от плана по доходной части и составил 447 млрд лир (\$32.1 млрд). Расходная часть исполнена на 19.8% от плана и составила 347 млрд лир (\$24.9 млрд). Профицит бюджета сложился на уровне 158 млрд (\$11.3 млрд).

Внешний валовой долг Турции в 2021 г. увеличился на 1.9% г/г и составил \$441.1 млрд (54.9% от ВВП). Структура долга в 2021 г. на 58.6% представлена обязательствами в долларах США (\$259 млрд) и на 29% в Евро (\$128 млрд). По состоянию на конец 2021 г. размер внешнего государственного долга сократился на 0.8% г/г и составил \$179.8 млрд или порядка 22.4% (24.9% в 2020 г.) от ВВП страны. При этом сокращение внешнего долга произошло за счет краткосрочной части на 10.4% до \$22.3 млрд в то время, как его долгосрочная часть выросла на 2.6% г/г и составила \$157.5 млрд. При консолидации внешнего правительственного долга с краткосрочным долгом ЦБ РУ (долгосрочный отсутствует) размер совокупного долга составляет \$205.8 млрд (+3.1% г/г). Структура внешнего государственного долга на 85.8% представлена обязательствами с фиксированной ставкой. Краткосрочный долг ЦБ РУ представлен на 100%

<sup>2</sup> Разрыв ВВП был рассчитан с учетом дефляции ВВП с 2005 г. при помощи фильтрации Ходрика-Прескотта (Hodrick-Prescott filter). Разрыв ВВП без дефляции составляет 25.1% (период с 2005-2021 гг.)

<sup>3</sup> из расчёта USDTRL - 16.68 лир



облигациями в размере \$26.1 млрд (+22.1% г/г). Порядка 59.5% долгосрочного долга представлены облигациями, объем которых за год увеличился на 0.4% и составил \$93.6 млрд.

Внутренний государственный долг в 2021 г. вырос на 24.6% до 1 321 млрд лир (\$101.8 млрд). Порядка 25.2% долга представлено в форме обязательств с плавающей ставкой (+53.2% г/г), 22.1% - обязательства, индексированные к инфляции (+16.2% г/г) и 52.7% - обязательства с фиксированной ставкой (+17.6% г/г).

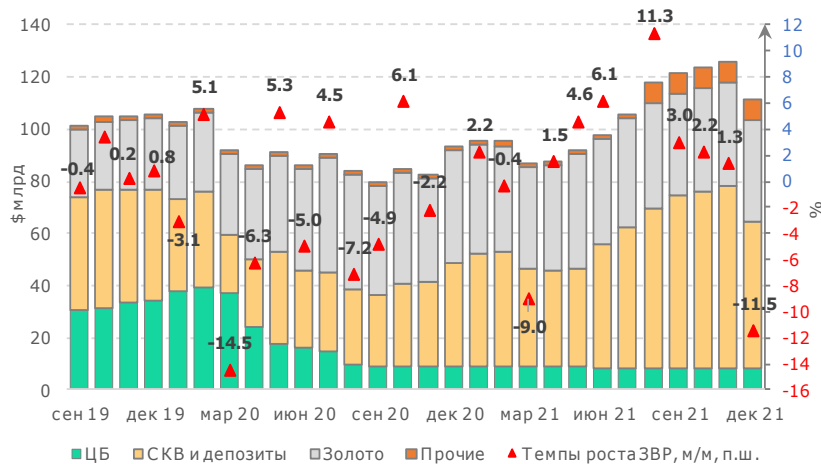
Таким образом, совокупный объем государственного долга Турции в 2021 г. увеличился на 51.6% г/г и составил T2 748 млрд лир (\$211.7 млрд) или 38.1% от ВВП страны. Согласно оценке Fitch и методологии ЕС, долг страны составил 42% от ВВП в 2021 г. По данным Министерства Финансов Турции за 2021 г., объем оплаты по внешним обязательствам в 2022 г. должен составить \$93.2 млрд по основному долгу и \$58.1 млрд по процентам.

Существенный удельный вес внешних обязательств в структуре валового долга страны (59% - доллары США и 29%-Евро) в условиях существенного обесценения национальной валюты на 77% г/г к доллару США и на 63% г/г к Евро за прошлый год создает избыточные валютные риски и дополнительную нагрузку на как на бюджет страны, так и на частный бизнес. Динамичное восстановление экономики Турции в тоже самое время предоставляет возможность для перераспределения доходов в экономике на финансирование бюджетных затрат.

### Международные резервы – заметный прирост

Международные резервы Турции за 2021 г. составили \$111.2 млрд (+18.8% г/г). В ноябре прошлого года ЗВР Турции достигли рекордного значения за последние 8 лет, составив \$125.6 млрд. Сокращение резервов

Рис. 5. Золото-валютные активы Центрального банка Турции



Источник: МВФ

наблюдается со стороны ценных бумаг (ЦБ) до \$8.2 млрд (-7.4% г/г). Доля ЦБ в структуре ЗВР сократилась с 9.5% до 7.4%. Резервные активы в СКВ и в форме депозитов увеличились на 43.0% г/г до \$56.6 млрд, при этом их доля в структуре ЗВР увеличилась с 42.3% до 50.9%. Активы в золоте наоборот сократились на 11.6% г/г и составили \$38.5 млрд. При этом сокращение произошло за счет уменьшения активов в физическом выражении на 8.2% с начала года до 21.15 млн тройских унций (658 тонн). Сокращение не компенсировало увеличение стоимости золота на +22.2% в 2021 г. до \$1,893 за тройскую унцию. Доля активов в золоте в структуре ЗВР ЦБ РТ с начала года сократилась с 46.5% до 34.6%. Напомним, что Турция в последние два года существенно наращивала объем импорта золота в страну. Так, если в 2019 г. размер импорта золота составил 290 тонн, то в 2020 г. импорт составил 502.8 тонны. За 2021 г. объем импорта золота в Турцию сократился в 4.2 раза г/г до 121 тонн (503 тонн за 2020 г.). В структуре ЗВР Турции в августе 2021 г. наблюдался существенный рост активов в СДР (Special drawing rights -специальные права заимствования) в 4.5 раза до \$7,705 млн. за счет того, что МВФ в августе распределил дополнительную ликвидность для финансирования нужд стран-членов МВФ пропорционально их квотам. Напомним, что у Турции квота в МВФ составляет 0.98%, что сопоставимо с квотой Индонезии (0.98%) и Швеции (0.93%).

В 2021 г. ЦБ РТ заключил три валютных свопа с целью стимулирования двухсторонней торговли в локальных валютах. Так, ЦБ РТ заключил договор с Народным банком Китая в размере 46 млрд турецких лир и 35 млрд китайских юаней. Валютный своп договор был заключен с Банком Кореи в размере 17.5 млрд турецких лир и 2.3 трлн корейских вон. Договор с Центральным банком Катара был переподписан с расширением периода

еще на три года и увеличением размера свопа в три раза до \$15 млрд. Сокращение ЗВР с \$125.6 млрд в ноябре до \$111.2 млрд в декабре прошлого года было обусловлено выходом ЦБ РТ на валютный рынок 5 раз в качестве нетто-продавца валюты для стабилизации курса национальной валюты.

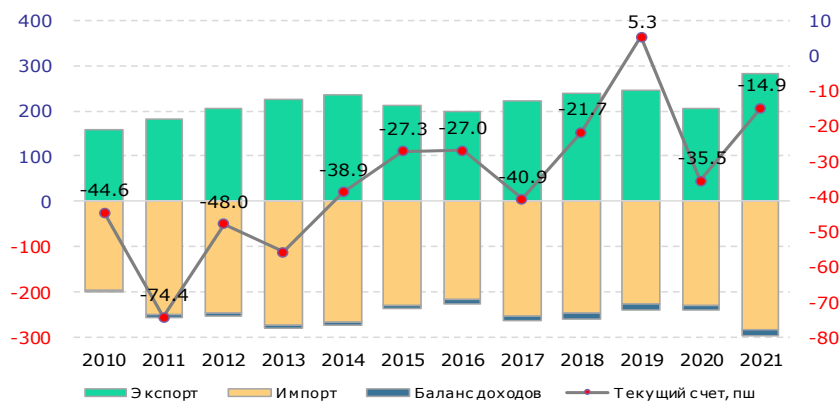
В 2021 г. на фоне роста туристического потока на 85.5% г/г до 29.4 млн человек и увеличения доходов от предоставления туристических услуг в два раза до \$20.8 млрд, а также за счет роста экспорта товаров на 33.5% г/г до \$225 млрд и притока капитала по счету прямых инвестиций на 56.6% до \$7.2 млрд приток ликвидности в иностранной валюте в Турцию заметно увеличился, а давление на ЗВР сократилось, что и способствовало росту объема ЗВР в стране. Мы полагаем, что в 2022 г. на фоне высоких цен на энергоносители, роста геополитической напряженности, роста дефицита продовольствия и сдержанного роста объема инвестиций в экономику ЗВР Турции будут испытывать на себе давление и сложатся на уровне порядка \$105-106 млрд.

### Внешние счета – двукратное сокращение дефицита

Текущий счет Турции за 2021 г. сложился с дефицитом в \$14.9 млрд, сократившись на 58.1% г/г. Сокращению дефицита текущего счета способствовало сокращение дефицита по торговому счету на 22.9% г/г до \$29.2 млрд, расширение профицита по счету услуг на 118.3% г/г до \$25.2 млрд и рост профицита по счету вторичных доходов с \$180 млн за 2020 г. до \$899 млн за 2021 г. Расширению дефицита текущего счета республики способствовало углубление дефицита по счету первичных доходов на 25.4% г/г до \$11.8 млрд.

Сокращению дефицита по торговому счету способствовала опережающая динамика роста экспорта на 33.5% г/г до \$225 млрд над импортом, который увеличился на 23.1% г/г до \$254 млрд. Расширению профицита по счету услуг способствовала прежде всего опережающая динамика экспорта услуг на 60.3% г/г до \$56.8 млн при одновременном росте импорта услуг на 32.3% г/г до \$31.6 млрд. Рост экспорта услуг поддержало предоставление туристических услуг, объем которых увеличился за 2021 г. в 2.1 раза до \$19.7 млрд. Расширению профицита в рамках счета вторичных доходов способствовало расширение доходов правительства в 2.9 раза до \$430 млн при сокращении частных денежных переводов на 14.4% г/г до \$517 млн. Углублению дефицита по счету первичных доходов способствовало расширение дефицита по счету прямых инвестиций в 4.1 раза до \$3.3 млрд, а по портфельным инвестициям - на 14.4% г/г до \$4.3 млрд.

Рис. 6. Текущий счет Турции в 2021 г.



Источник: ЦБ РТ

По финансовому счету без учета резервных активов ЦБ РТ Турции в 2021 г. наблюдался приток капитала в размере \$28.1 млрд (приток \$7.6 млрд за 2020 г.). Произошло это преимущественно за счет притока капитала по портфельным инвестициям до \$0.8 млрд, на фоне роста притока капитала по счету прямых инвестиций на 56.6% г/г до \$7.2 млрд и по счету прочих инвестиций в 2.3 раза до \$20.1 млрд.

В течение 2021 г. наблюдается также заметный отток неучтенного капитала по счету платежного баланса «Ошибки

и пропуски». Так, если за 2020 г. приток капитала составил \$3.9 млрд, то за 2021 год отток капитала составил \$10.2 млрд. Таким образом, за 2021 г. общий приток капитала в Турцию (без учета ЗВР ЦБ РТ) составил \$13.2 млрд против оттока в \$27.9 млрд в 2020 г. В 2021 г. дефицит текущего счета Турции составил 1.9% от ВВП против дефицита в 5.0% от ВВП за 2020 г. Консенсус-прогноз по внешнему счету Турции на 2022 г. составляет -3.8% от ВВП. Мы полагаем, что с учетом адаптации турецкой экономики к новым условиям, расширения туристического потока после жесткой изоляции 2020 г. и частичной 2021 г., а также за счет слабой лиры дефицит по текущему счету составит порядка 2.5%-2.8% от ВВП. Росту дефицита будет способствовать инфляция продовольственного и энергетического импорта.



**Подготовлено АО «Halyk Finance»**

© 2022 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 «HalykFinance».

© 2022, 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**

**Thomson Reuters**

Halyk Finance

**Factset**

Halyk Finance

**Capital IQ**

Halyk Finance