

Выпуск облигаций		
	Объем в млн	Доходность
Turkey 7.25% дек 2023	\$2 000	6.3%
Turkey 6.35% авг 2024	\$2 250	7.6%
Turkey 6.375% окт 2025	\$2 500	7.9%
Turkey 4.75% янв 2026	\$1 750	8.0%
Turkey 8.6% сен 2027	\$2 000	8.5%
Turkey 6.125% окт 2028	\$2 750	8.5%
Turkey 7.625% апр 2029	\$3 000	8.7%
Рейтинги		
	Рейтинг	Прогноз
S&P	B+	Нег.
Fitch	B+	Нег.
Moody's	B2	Нег.
		Дата
		4 апр 22
		11 фев 22
		4 дек 21

Основные макропоказатели			
	2019	2020	2021
Реальный ВВП, % г/г	0.9	1.8	11.0
Номинальный ВВП, млрд лир	4 318	5 047	7 209
Номинальный ВВП, \$ млрд	760.4	716.9	802.7
Инфляция, г/г	12%	15%	36%
Ставка ЦБ РТ (РЕПО-1 нед.)	12%	17%	14%
Безработица	14%	13%	12%
Курс USDTRY, к.п.	5.9	7.3	13.0
Курс EURTRY, к.п.	6.7	9.0	14.7

Валовой внешний и государственный долг			
	2019	2020	2021
Валовой внешний долг, \$ млрд	416	433	441
Государственный долг, млрд лир	1 329	1 813	2 748
Гос-ный внешний, млрд лир	574	752	1 427
Гос-ный внутренний, млрд лир	755	1 060	1 321
Государственный бюджет			
Доходы, млрд лир	875	1 028	1 407
Расходы, млрд лир	1 000	1 204	1 600
Дефицит, млрд лир	-125	-175	-192
Дефицит к ВВП	-2.9%	-3.5%	-2.7%
Внешний сектор и ЗВР			
Текущий счет, \$ млн	5 303	-35 537	-14 887
Торговый баланс, \$ млн	-16 781	-37 863	-29 198
Баланс услуг, \$ млн	34 084	11 538	25 190
Баланс первичных доходов, \$ млн	-12 825	-9 392	-11 778
Баланс вторичных доходов, \$ млн	825	180	899
Финансовый счет, \$ млн (приток)	1 269	7 618	28 065
ЗВР ЦБ РТ, \$ млн	105 696	93 589	111 181
СКВ, \$ млн	43 271	39 582	38 488
Золото, \$ млн	27 087	43 553	56 607
СДР, \$ млн	1 335	1 412	7 705

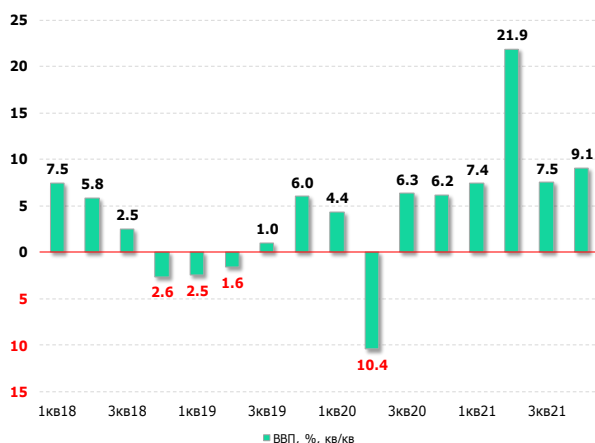
В 2021 г. государственный долг Турции увеличился на 51.6%. Тем не менее, размер госдолга составляет всего 38.1% от ВВП страны, что в сочетании с довольно устойчивой бюджетной конструкцией является приемлемым уровнем для его комфортного обслуживания. Наряду с устойчивой бюджетной конструкцией внешние балансы Турции демонстрируют улучшение. Так, дефицит текущего счета по итогам 2021 года сократился более чем в 2 раза до \$14.9 млрд, а приток по финансовому счету составил \$28.1 млрд. Международные резервы в размере \$111 млрд (+18.8% г/г) являются дополнительным накопленным буфером. Несмотря на высокие темпы инфляции (21.2% г/г за 1кв2022 г.) и очевидное отсутствие независимости Центрального банка Турции в принятии решений, мы считаем, что правительство Турции будет оставаться платежеспособным, т.к. приток валюты в страну в ближайшей перспективе будет нарастать в результате роста экспорта продукции сельского хозяйства и промышленности и доходов от оказания туристических услуг, а также за счет притока иностранного капитала на рынок недвижимости Турции.

**После роста на 11% в 2021 г. ВВП Турции увеличится на 3.4% г/г в 2022 г.** По данным статистики профильного ведомства Турции (Turkstat), экономика страны в 2021 г. продолжила восстанавливаться. В прошлом году ВВП Турции вырос на 11% за счет 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. также 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). В номинальном выражении ВВП за 2021 г. вырос на 42.8% г/г и составил 7 209 млрд лир или \$802.7 млрд (\$716.9 млрд в 2020 г.). В 2022 г. драйверами роста турецкой экономики будут выступать военно-промышленный комплекс страны, а также сельское хозяйство. Поддержку отрасли строительства окажет приток иностранного капитала в сферу жилищного строительства со стороны РФ, Украины и Европы. Рост туристического потока на фоне снятия карантинных ограничений и отложенного спроса будут способствовать росту сферы услуг. Согласно оценкам аналитиков, рост экономики Турции в 2022 г. составит 3.3-3.4% г/г.

**Мягкие денежно-кредитные условия способствуют росту инфляции и ослаблению курса лиры.** Рост реального сектора экономики поддерживали относительно мягкие денежно-кредитные условия в стране. С начала года ставка регулятора на уровне в 19% 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% г/г). В текущем моменте ослабление лиры продолжилось и по состоянию на конец марта ее курс ослаб на 12.86% и составил 14.65 лир за доллар. Текущий консенсус-прогноз по курсу USDTRY составляет 16.29 лиры за доллар.

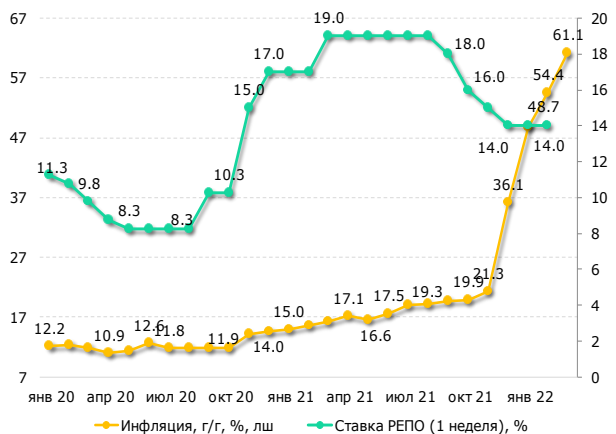
**Бюджетная конструкция стабильна, а бюджет 2022 г. предусматривает умеренные стимулирующие налоговые меры.** По результатам 2021 г. план по доходам государственного бюджета Турции был исполнен на 127.8%, что составило 1 407.4 млрд лир (\$159.4 млрд). Расходная часть бюджета была исполнена на 117.3% 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

Рис. 1. Квартальный рост ВВП Турции



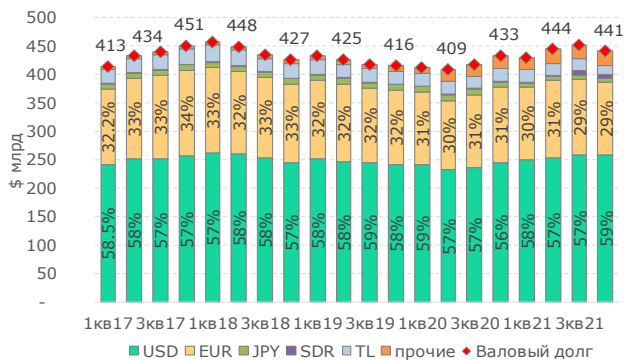
Источник: Turkstat

Рис. 2. Ставка ЦБ РТ и инфляция



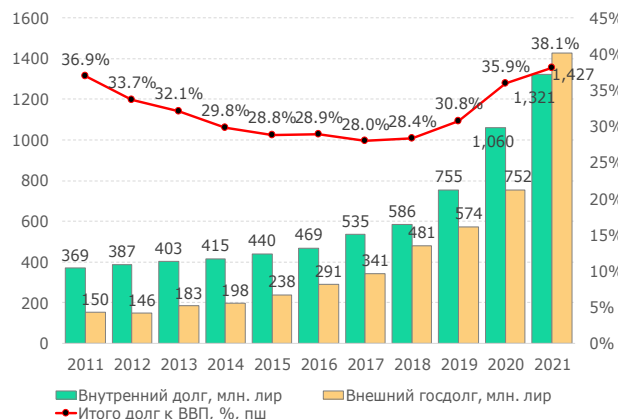
Источник: ЦБ РТ

Рис.3. Валовый внешний долг Турции, по видам валют



Источник: Министерство финансов Турции

Рис. 4. Государственный долг Турции, 2011-2021



Источник: Министерство Финансов Турции

доходов от прямого налогообложения, которые увеличились на 48.9% г/г и составили 418.7 млрд лир. Налоговый маневр бюджета 2022 г. предусматривает освобождение минимальной заработной платы от подоходного налога, при этом ожидается временное повышение ставки КПН с 20% до 23%<sup>1</sup>.

**Государственный долг Турции составляет 38.1% 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, объем оплаты по внешним обязательствам в 2022 г. должен составить \$93.2 млрд по основному долгу и \$58.1 млрд по процентам.

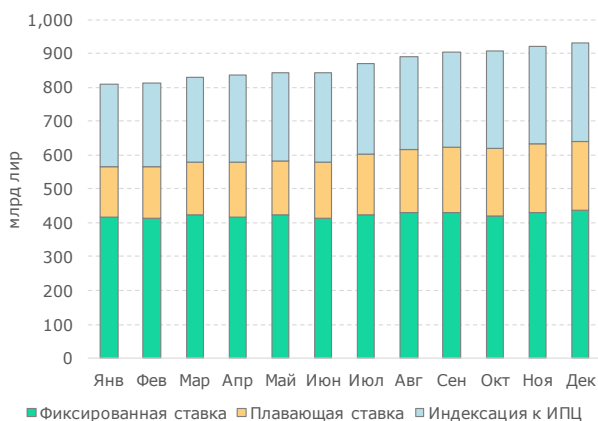
**Международные резервы – заметный прирост.** Международные резервы Турции на конец 2021 г. составили \$111.2 млрд (+18.8% г/г). В ноябре прошлого года ЗВР Турции достигли рекордного значения за последние 8 лет, составив \$125.6 млрд. Сокращение ЗВР с \$125.6 млрд в ноябре до \$111.2 млрд в декабре 2021 года было обусловлено интервенциями ЦБ РТ для стабилизации курса национальной валюты. Резервные активы в СКВ и в форме депозитов в 2021 г. увеличились на 43.0% г/г до \$56.6 млрд, при этом их доля в структуре ЗВР увеличилась с 42.3% до 50.9%. ЦБ РТ заключил в течение прошлого года три валютных свопа на сумму порядка \$22 млрд. с целью стимулирования двухсторонней торговли в локальных валютах (Китай, Корея, Катар в USD). Активы в золоте 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). 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 в 4.5 раза до \$7.7 млрд. за счет того, что МВФ в августе распределил дополнительную ликвидность для финансирования нужд стран-членов МВФ пропорционально их квотам.

**Улучшение текущего счета за счет роста экспорта товаров и туристических услуг.** 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.

**Кредитные рейтинги Турции – прогноз негативный.** 4 апреля 2022 г. агентство **Standard and Poor's** подтвердило долгосрочный суверенный кредитный рейтинг Турции в иностранной валюте на уровне "B+", прогноз «Негативный». Негативный прогноз отражает растущие риски для платежного баланса и финансовой стабильности в течение следующих 12 месяцев на фоне экономических последствий спецоперации России на Украине, ужесточения ДКП в мире и возможных ошибок в политике в преддверии парламентских и президентских выборов в Турции в середине 2023 года. **Moody's**: в декабре 2021 г. подтвердило долгосрочный суверенный кредитный рейтинг Турции в иностранной валюте на уровне B2. Прогноз рейтинга остался на «негативном» уровне.

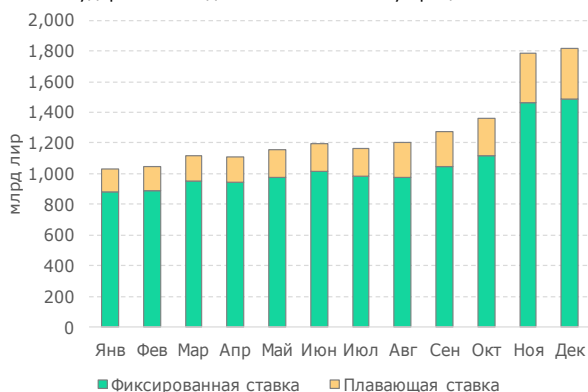
<sup>1</sup> КПН компаний, имеющих свидетельство о промышленной регистрации и фактически занимающихся производственной деятельностью и экспортом, составит 19%. От КПН освобождается также доход с дивидендов, полученных от инвестфондов.

Рис. 5. Государственный долг в лирах по типу процентной ставки



Источник: Министерство финансов Турции

Рис.6. Государственный долг в валюте по типу процентной ставки



Источник: Министерство финансов Турции

Снижение курса национальной валюты даст толчок росту турецкого экспорта, что в итоге станет более важным фактором вклада в рост ВВП Турции в 2022 г., нежели внутренний спрос, говорится в пресс-релизе. **Fitch:** 11 февраля 2022 г. агентство понизило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента Турции в иностранной валюте с ВВ- до В+, прогноз «Негативный». Понижение произошло по причине мягкой ДКП, которая может привести к закреплению инфляции на высоком уровне, обесценению лиры и как следствие повысит давление на ЗВР ЦБ РТ.

**Риски преимущественно концентрируются в политической плоскости.**

Бюджетная конструкция Турции остается стабильной, при этом денежные власти сохраняют мягкие денежно-кредитные условия в стране на фоне галопирующей инфляции и ослабления лиры. ЦБ РТ осуществляет свою ДКП согласно требованиям авторитарной политики Тайп Реджепа Эрдогана.

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.

Внешние счета зависят во многом от предоставления туристических услуг и экспорта машин, оборудования, электрооборудования, стали и золота (40% экспорта), от импорта и стоимости энергоносителей (20% импорта), а также от притока иностранных инвестиций.

Турция имеет спорные территории с Грецией. Кипрский конфликт разгорелся в еще в 70 -х годах прошлого века, когда Турция вторглась на территорию Кипра и позднее провозгласила часть Кипра Турецкой республикой Северного Кипра и позднее заявила свои права на акваторию Эгейского моря и его воздушного пространства. Перманентный тлеющий конфликт с одной из стран ЕС вызывает враждебную риторику со стороны Брюсселя, которая уже привела к вводу персональных санкций против владельцев турецких компаний за разработку спорных месторождений в Средиземном море. Турция также активно ведет военные действия на сопредельных территориях Сирии и Ирака против курдов (РПК- рабочая партия Курдистана с 1984 г. ведет борьбу за курдскую автономию в составе Турции). Перспектива страновых санкций из-за притеснения курдов, из-за конфликта с Грецией, а также из-за разработки месторождений на спорных территориях сохраняется.

Турция, будучи членом НАТО, старается проводить самостоятельную военную, экономическую и энергетическую политику – покупка С-400 у РФ, строительство атомной АЭС в г. Аккую силами АО «Росатом» стоимостью в \$20 млрд, газовый трубопровод из РФ – Турецкий поток. Америка ввела санкции против Турции за покупку зенитных ракетных систем С-400. Турция отказалась передавать зенитные установки С-400 Украине взамен на американские установки Патриот и восстановление участия Турции в программе строительства F-35.

Турция не высказывает четкой позиции по конфликту РФ и Украины, хотя скорее сохраняет положительный нейтралитет, предлагает себя в качестве медиатора конфликта. Относительно глубокая интеграция с экономикой РФ и зависимость от энергоносителей и туристического потока из РФ и Белоруссии делает Турцию скорее сторонником РФ, чем ее открытым оппонентом. Это может быть поводом либо для расширения санкций против Турции со стороны США и ЕС, либо для сокращения объемов сотрудничества с РФ.

[Более детальная информация представлена в годовом отчете «Турция - итоги 2021 г.».](#)

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 «Halyk Finance».

© 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  
A05A1B4, 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