

---

## Обзор экономики и банковского сектора Турции

Данный обзор посвящен анализу экономической конъюнктуры и банковского сектора Турции. На фоне исторически низких доходностей в долларах США и евро, связанных с масштабными программами количественного смягчения в США и Еврозоне, инвесторы вынуждены вкладывать средства в более рискованные инструменты. В настоящий момент облигации Турецких банков с инвестиционным рейтингом торгуются с более высокой доходностью относительно эмитентов прочих развивающихся стран. В этом обзоре содержится информация о ключевых аспектах экономики Турции и их отражении на кредитном качестве крупнейших банков страны. Мы считаем, что наиболее устойчивыми банками являются Isbank, Ziraat И Akbank с точки зрения уровня просрочки по кредитам, нормы резервирования и стратегии выдачи займов. При этом кредитные спреды Isbank находятся на привлекательном уровне относительно конкурентов, поэтому мы рекомендуем покупать облигационные выпуски Isbank.

### *Инвестиционное резюме*

В последние три года Турция показывает более низкие темпы роста (в среднем на уровне 3,1%) по сравнению с историческим средним темпом роста на уровне 5%. В среднем за этот период рост ВВП государственного сектора, на который приходится 19% ВВП, составлял 7,8%, в то время как ВВП частного сектора с долей 81% от ВВП в среднем рос на 1,5%.

За последние четыре года (с 2010 по 2014 гг.) средний годовой дефицит платежного баланса составлял 68,2 млрд. долларов США, или 6,9% ВВП. Это является следствием глобального монетарного цикла, позволяющего дешево финансировать дефицит. Основным поводом для беспокойства является не рост дефицита платежного баланса Турции сам по себе, а скорее драматические изменения набора инструментов финансирования в 2010-2014 гг. Портфельные инвестиции вкупе с краткосрочными притоками иностранной валюты и депозитов покрывали около 60% дефицита, в то время как в 2002-2009 годах на них приходилось лишь 11%. С нашей точки зрения, сегодня внешнеторговый баланс Турции гораздо более рискованный, чем в прошлом, но благоприятные глобальные монетарные условия на время скрывают это.

В январе 2015 г. Центробанк Турции снизил ключевую ставку (недельного РЕПО) на 50 базисных пунктов до 7,75%, а в феврале еще на 25 б.п. до 7,50%. По итогам последнего заседания ЦБ, прошедшего в марте, было принято решение не менять уровень процентной ставки. С учетом роста инфляционных ожиданий, снижения курса турецкой лиры и нестабильности на мировых рынках и ожидаемого ужесточения денежно-кредитной политики со стороны ФРС, мы ожидаем, что цикл снижения ставок вероятно подошел к концу и дальнейшее ослабление денежно-кредитной политики маловероятно.

Турецкий банковский сектор характеризуется высоким объемом выданных кредитов относительно размера ВВП. В 2014 финансовом году соотношение кредитов к ВВП достигло рекордного значения 75%, что существенно выше, чем в 2003 году (17%). Мы полагаем, что банковский сектор достиг точки насыщения, после которой дальнейшая динамика по скорости выдачи займов

---

---

будет зависеть от конъюнктуры экономики Турции, уровня просроченности, а также от движения валюты.

**Валютные кредиты профинансированы за счет валютных депозитов.** Кредиты, предоставленные в иностранной валюте, занимают 29,4% от всего объема. В то время как на валютные вклады приходится 37,9% депозитов. При этом валютный профицит депозитов составляет 13 млрд. долл. США. Широкое использование долларов США и евро среди населения Турции подвергает банковскую систему высокому риску не только с точки зрения рентабельности, но и качества активов.

Рост кредитного портфеля в последние два года происходил преимущественно за счет корпоративного сектора, на который приходится 70,3% кредитного портфеля. **Текущее качество активов турецких банков относительно высокое** по сравнению с конкурентами из прочих развивающихся рынков, исходя из доли проблемных кредитов (NPL), которая составляет 2,8%. **По итогам 2014 г. на выданные займы приходилось 61,8% всех активов**, в то время как в 2009 г. их доля составляла 47%. Это позволило снизить зависимость достаточности капитала от колебаний на финансовом рынке, и сфокусироваться на основном виде деятельности.

**Основным источником финансовых ресурсов для турецких банков являются депозиты**, на которые приходится около 66% от общего финансирования. Однако данный источник имеет краткосрочный характер, так как по 68% из них срок погашения наступает в течение трех месяцев. Следовательно, мы прогнозируем, что местные банки станут вести более агрессивную политику по привлечению средств. Рост депозитов в течение последних четырех лет стабильно отставал от роста займов, что привело к ухудшению индикатора долгосрочной ликвидности до 112% в 2014.

**Мы оцениваем капитализацию турецких банков как высокую** – коэффициент CAR (достаточности капитала) по стандартам Базель III в 2014 году составлял в среднем 16,3%, уверенно превышая 12-процентный порог.

**Облигационные выпуски** крупнейших банков Турции **торгуются в среднем на одной кривой**, за исключением Vakifbank и Yapi Kredi, которые уступают своим конкурентам по кредитному качеству. На фоне ослабления турецкой лиры и замедления темпов роста ВВП мы рекомендуем инвестировать в долговые бумаги Isbank. Выпуски менее устойчивых банков не достаточно компенсируют риск вложения их.

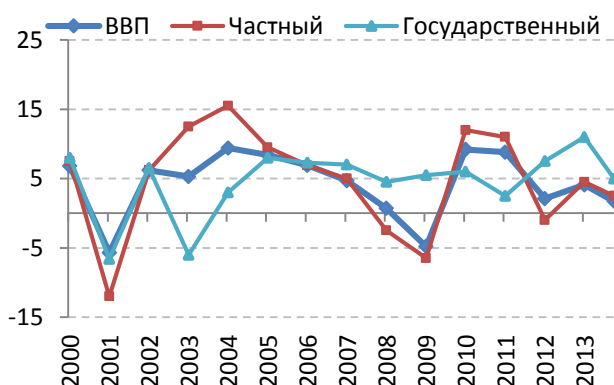
## Макроэкономика

### Динамика ВВП

Годовой рост ВВП за первые девять месяцев 2014 года составил 2,8% по сравнению с аналогичным показателем предыдущего года. По итогам 2014 финансового года мы ожидаем рост на уровне 3,0% а по итогам 2015 г. – 3,2%. Согласно опросу Центробанка, рыночные ожидания темпа роста ВВП в 2014 и 2015 годах составляют 3,0% и 3,4% соответственно. Темп роста на уровне 3,0-3,5% является низким для Турции с учетом исторического долгосрочного среднего темпа роста на уровне 5,0%.

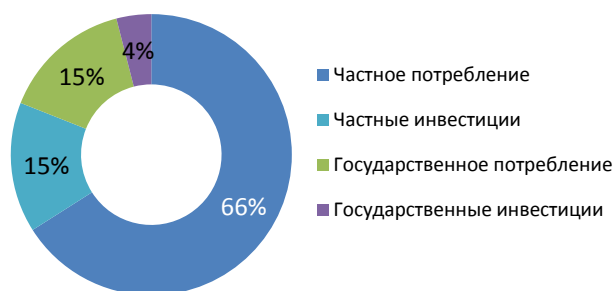
В последние три года Турция показывает более низкие темпы роста (в среднем на уровне 3,1%), не взирая на стимулирующую политику государства. В среднем за этот период рост ВВП государственного сектора составлял 7,8%, в то время как ВВП частного сектора в среднем рос на 1,5%.

### Динамика роста ВВП в государственном и частном секторе



Источник: Bloomberg

### Структура ВВП



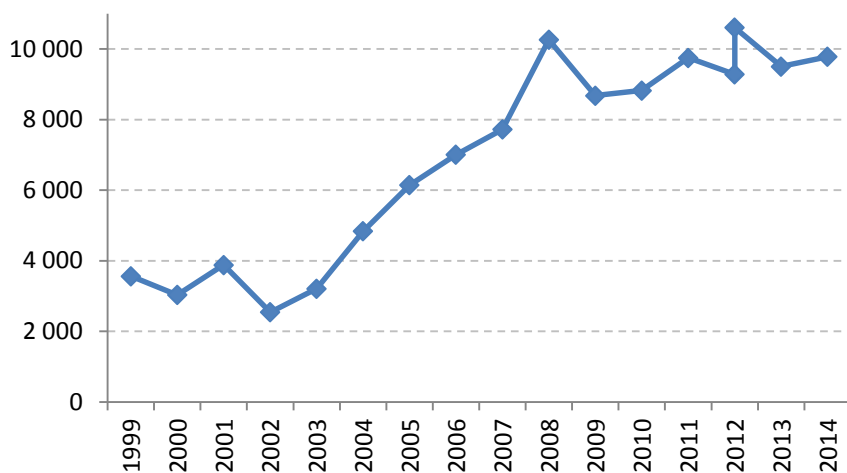
Источник: Bloomberg

Иными словами, вклад государства в рост ВВП значительно превышал вклад частного сектора, но учитывая невысокую долю государства в ВВП (лишь 19% ВВП), этого было недостаточно, чтобы обеспечить экономике желаемые темпы роста. Слабый рост ВВП в частном секторе (в среднем 1,5% за последние четыре года), особенно в течение периода низких или отрицательных реальных процентных ставок (2011-2014 гг.) показывает, что Турция, возможно, вступила в стадию ловушки среднего дохода.

Наиболее успешный период развития Турецкой экономики пришелся на 2001-2007 гг., в течение которых ВВП на душу населения вырос с уровня порядка 2,5 тыс. долларов США до 10000 долларов США, но с 2007 года он не показывал такого роста, что напоминает обычное торможение, возникающее, когда ВВП на душу населения достигает 10 тыс. долларов США. Для большинства развивающихся рынков, прирост с менее чем 5 тыс. долларов США до 10 тыс. долларов США произошел быстро и легко, однако на уровне около 10 тысяч большинство экономик начинает замедляться (например, Бразилия, Турция, Мексика, Малайзия). Основными примерами развивающихся стран, которые смогли вырасти до более высоких значений, являются Корея, Тайвань и Чехия, что произошло благодаря развитию технологий и экспорту. Однако, Турция с 2007-2008 гг. не осуществляла необходимых структурных реформ, которые

позволили бы стране выйти на следующий уровень. Вместо этого она разработала экономическую модель роста основанную на увеличении потребления за счет импорта и роста государственных расходов на строительство и развитие инфраструктуры.

### ВВП на душу населения



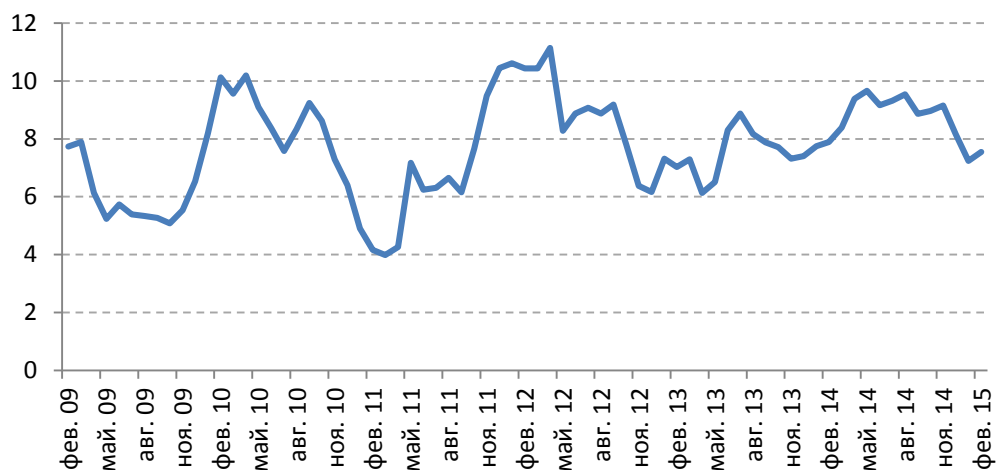
Источник: Bloomberg

Поэтому мы считаем, что новый долгосрочный прогноз роста экономики Турции составит в лучшем случае около 3%, при том, что ранее экономика росла на уровне порядка 5%.

### Инфляция

Согласно последнему исследованию Центробанка, инфляционные ожидания на 12-месячный и 24-месячный период составляют 6,8% и 6,4% соответственно. Однако, даже беглый взгляд на историю инфляционных ожиданий указывает на стабильное превышение реальных цифр над ожидаемыми. Фактическая инфляция превышала 12-месячный и 24-месячный прогнозы инфляции в среднем в 60 случаях из 80. В среднем, фактическая инфляция была на 1,2% выше 12-месячных инфляционных ожиданий и на 1,8% выше 24-месячного инфляционного прогноза. Как следствие, мы с осторожностью относимся к рыночным инфляционным ожиданиям. Мы считаем, что в 2015 и в 2016 годах инфляция составит 7,5%, что превышает ожидания рынка.

## Динамика инфляции, %



Источник: Статистический институт Турции

В то время как низкие цены на нефть оказывают положительное влияние на инфляцию, резкое падение курса турецкой лиры к доллару США оказывает негативное. Согласно нашим расчетам, 10% снижение курса лиры к доллару США повышает годовую инфляцию индекса потребительских цен на 2%. На уровне текущего курса лиры к доллару – 2,57 – это означает дополнительные 2% инфляции в 2015 г. по сравнению с 2014 годом.

## Динамика курса TRY/USD

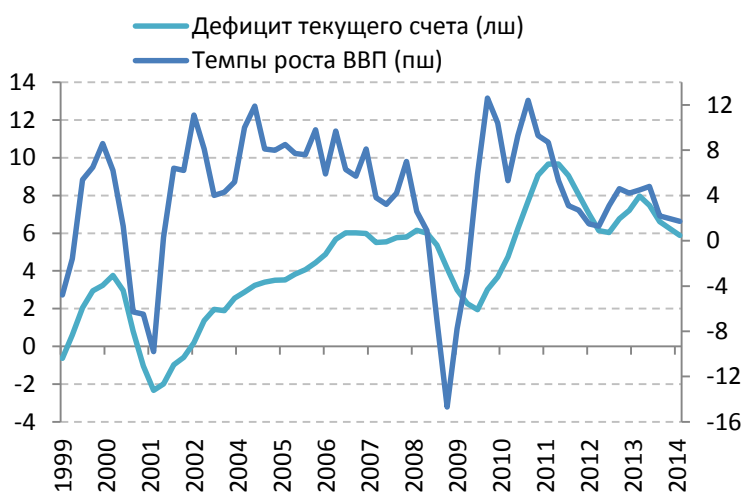


Источник: Bloomberg

## Платежный баланс

Ключевой хорошо известный макроэкономический вызов для Турции – ее способность показывать рост в условиях управления дефицитом платежного баланса. График ниже демонстрирует зависимость между ростом ВВП и состоянием текущего счета платежного баланса. Зависимость была очень сильной, особенно начиная с 2009 года, и уровень дефицита платежного баланса, связанного с темпом роста ВВП, был существенно выше (например, когда Турция показывала 6-8% рост в период с 2002 по 2007 годы, дефицит платежного баланса был более управляемым, но сегодня дефицит платежного баланса составляет 6% ВВП, в то время как темпы роста ВВП существенно ниже). Иными словами, с 2008-2009 годов структурная связь дефицита платежного баланса и роста ВВП Турции заметно ухудшилась, в основном вследствие глобального увеличения денежной массы.

### Динамика ВВП и дефицита текущего счета платежного баланса



Источник: Bloomberg

Если Турция не предпримет существенных структурных изменений с целью снижения влияния дефицита платежного баланса на рост экономики, которое за последние пять лет существенно ухудшилось, перспективы будущего роста ВВП Турции довольно пессимистичны. На наш взгляд, темпы роста ВВП не превысят 3%, в отличие от 5% и более в прошлые годы. Тем временем, еще большим риском является смена направления потоков капитала последних четырех-пяти лет, что может привести к спаду в турецкой экономике.

## Дефицит текущего счета и его финансирование

	Доллары США, млрд.					Структура движения капитала, %			
	Дефицит текущего счета	Движение капитала	Дефицит текущего счета (годовой)	Текущий счет, % ВВП	Средний рост ВВП, %	Портфельный приток	FX и депозиты	Прямые иностранные инвестиции	Долговые обязательства
1985-2000	-24	49	-1,5	-0,9	4,6	24%	11%	16%	50%
2001-2002	3	3	1,6	н/д	0,2	н/д	н/д	н/д	н/д
2002-2009	-166	195	-20,7	-4,2	5,9	14%	-3%	39%	50%
2010-2014	-273	303	-68,2	-9,2	5,4	40%	19%	15%	27%

Таблица сверху отображает более долгосрочный взгляд на ситуацию с текущим дефицитом платежного баланса Турции. Размер дефицита до кризиса 2001 года не был столь драматичен и держался на уровне 1,5 млрд. долларов США в год (1985-2000 гг.). В течение кризиса 2001-2002 годов, вследствие экономического спада, дефицита не было (напротив, имелся небольшой профицит). После 2002 г., в процессе восстановления после кризиса, проблема дефицита платежного баланса Турции стала более очевидной. С 2002 по 2009 год, годовой дефицит платежного баланса составлял 20,7 млрд. долларов США, или 4,2% ВВП – высокий, но по-прежнему управляемый показатель. Однако, с начала 2010 года сценарий изменился. За эти четыре года (с 2010 по 2014 гг.) средний годовой дефицит платежного баланса составлял 57,2 млрд. долларов США, или 6,9% ВВП. Это является следствием глобального монетарного цикла, позволяющего дешево финансировать дефицит.

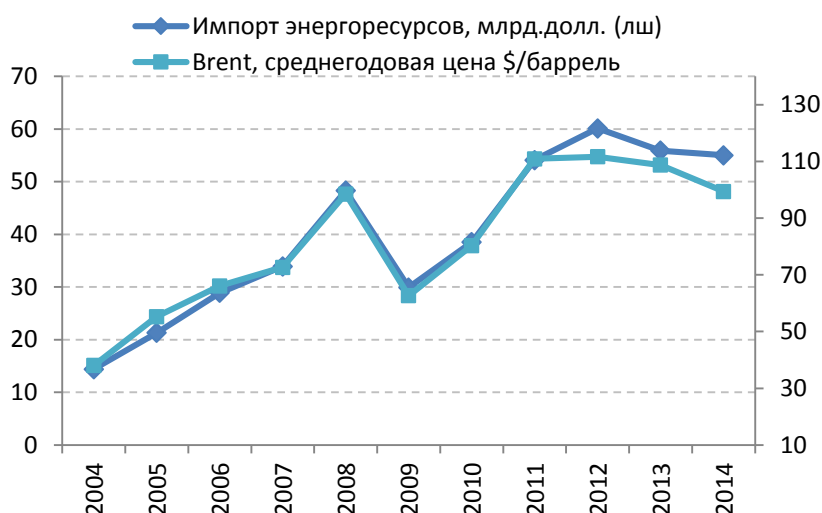
Для нас основным поводом для беспокойства является не рост дефицита платежного баланса Турции сам по себе, а скорее драматические изменения набора инструментов финансирования в 2010-2014 гг. Портфельные инвестиции вкуче с краткосрочными притоками иностранной валюты и депозитов покрывали около 60% дефицита, в то время как в 2002-2009 годах на них приходилось лишь 11%.

## Влияние нефти на текущий дефицит платежного баланса

Резкое падение цен на нефть существенно ослабило давление, связанное с текущим дефицитом платежного баланса, по крайней мере на 2015 год. Общие расходы Турции на энергоресурсы составляют порядка 55 млрд. долларов США (2014 г.), но это было при средней цене нефти марки Brent на уровне 100 долларов за баррель. Из этих энергозатрат, на закупку сырой нефти приходится около 20 млрд. долларов США, а большая часть остальных расходов относится к природному газу. Условия ценообразования на природный газ, покупаемый Турцией, являются конфиденциальными, но общепринято считать, что платежи Турции за природный газ связаны с ценой на нефть.

На графике ниже отображено отношение годового импорта энергоресурсов в Турцию (общие расходы на «минеральное топливо, сырую нефть и продукты ее переработки») к среднегодовой цене нефти марки Brent. До 2012 года наблюдается полная корреляция, после чего стоимость энергоресурсов слегка превышает уровень, предполагаемый исходя из средней цены на нефть. Это может быть связано с увеличением потребления Турцией природного газа.

### Импорт энергоресурсов и стоимость нефти



Источник: Центральный Банк Турции, Bloomberg

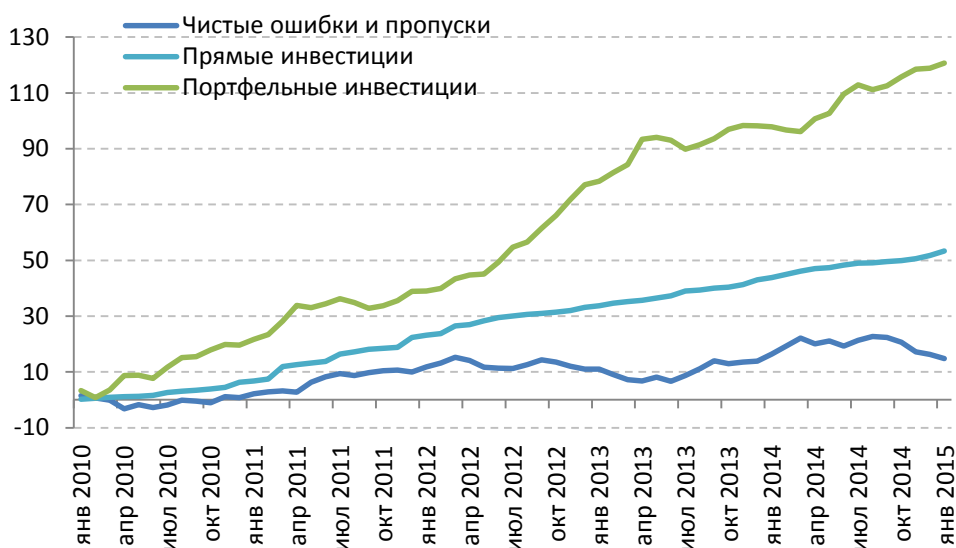
Согласно этому графику, падение средней цены нефти на 10 долларов США снижает общую стоимость импорта энергоресурсов для Турции приблизительно на 5,4 млрд. долларов. Следовательно, если предположить среднюю цену на нефть в 2015 году на уровне 60 долларов за баррель, общая стоимость импорта может снизиться на 27 млрд.: с 55 млрд. долларов США в 2014 до 21,7 млрд. в 2015 финансовом году. Потенциально, при прочих равных условиях, это может привести к резкому падению дефицита платежного баланса до 22,5 млрд. долларов США в 2015 финансовом году с 45,8 млрд. в 2014-м. Разумеется, все будет зависеть от того, останутся ли цены на нефть на среднем уровне 60 долларов за баррель в течение 2015 финансового года.



## Финансирование текущего дефицита платежного баланса

Снижение размера текущего дефицита платежного баланса – фактор позитивный, но в прошлом главной проблемой для Турции был не размер дефицита, а то, каким образом он финансировался, а также сокращение притока краткосрочного капитала. В прошлом, когда доля долгосрочных источников финансирования снижалась до менее 50%, это всегда совпадало по времени с крупными экономическими потрясениями (апрель 1994 г., ноябрь 2000 года, октябрь 2008 г.). Однако, после периода количественного смягчения Турция не переживала крупных экономических потрясений, хотя доля долгосрочных источников финансирования была на уровне около 40%, в то время как доля краткосрочных источников увеличилась до 30%. С нашей точки зрения, сегодня внешнеторговый баланс Турции гораздо более рискованный, чем в прошлом, но благоприятные глобальные монетарные условия на время скрывают это. После того, как глобальные монетарные условия нормализуются, внешнеторговый баланс Турции станет подвержен существенным рискам, что может вызвать отток спекулятивного капитала, в том числе с фондового и долгового рынка Турции.

## Приток капитала в Турцию, начиная с 2010 г., млн. долл.США



Источник: Центральный Банк Турции, Bloomberg

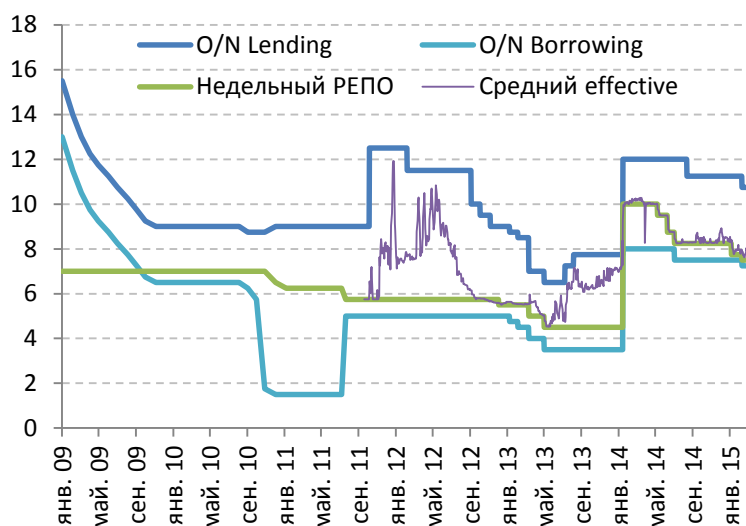
Наибольший вес в притоке капитала имели портфельные инвестиции (в которых в свою очередь преобладали инвестиции в инструменты с фиксированным доходом) – порядка 120 млрд. долларов США. Краткосрочный приток иностранной валюты и депозитов до середины 2013 года также оставался высоким, но затем выровнялся (в основном вследствие повышения внутривалютных рисков) и с тех пор ситуация не изменилась. В 2010-2014 гг. в структуре притока капитала в Турецкую экономику 40% приходилось на портфельные инвестиции и 18% на притоки иностранной валюты и депозитов из-за рубежа. Иными словами, около 60% притока по своей природе являлось краткосрочным и возвратным, в то время как в течение 2002-2009 гг. этот показатель составлял всего 13%, а до 2000 года – 35%.

## Политика Центробанка и прогноз процентных ставок

Для Центробанка Турции 2014 год начался непросто. В январе 2014 года ему пришлось резко поднять ключевую ставку (недельную ставку РЕПО) на целых 550 базисных пунктов, чтобы сохранить контроль над быстро обесценивающейся турецкой лирой. К середине 2014 года (май-июль), благодаря благоприятным внутренним и внешним экономическим факторам, Центробанк начал снижать ключевую ставку – с 10,0% до 8,25%, но затем вынужден был остановиться и снижать лишь ставку по однодневным депозитам (верхний предел коридора процентных ставок).

В начале 2015 года экономический фон для Центробанка был куда более благоприятным: низкие цены на нефть, снижающаяся инфляция, решение Европейского центрального банка о начале программы количественного смягчения объемом 1,1 трлн. евро. В январе 2015 г. Центробанк Турции снизил ключевую ставку (недельного РЕПО) на 50 базисных пунктов до 7,75%, а в феврале еще на 25 б.п. до 7,50%. По итогам последнего заседания ЦБ, прошедшего в марте, было принято решение не менять уровень процентной ставки.

### Динамика ключевых процентных ставок



Источник: ЦБ Турции, Bloomberg

Дальнейшее снижение ставок мы считаем маловероятным, так как их снижение, на наш взгляд, не даст особого стимула экономике, а с учетом существующих рисков для турецкой лиры и нестабильности мировых рынков, поспешное снижение ставки может привести к дальнейшему ослаблению курса турецкой валюты.

С учетом роста инфляционных ожиданий, снижения курса турецкой лиры и нестабильности на мировых рынках и ожидаемого ужесточения денежно-кредитной политики со стороны ФРС, мы ожидаем, что цикл синжения ставок вероятно подошел к концу и дальнейшее ослабление денежно-кредитной политики маловероятно.

---

## Краткое разъяснение по плавающей учетной ставке

Центробанк Турции использует два основных заемных инструмента. Его основным источником финансирования являются недельные займы РЕПО (которая является ключевой ставкой), по которому в настоящее время установлена ставка на уровне 7,75%.

Банк ежедневно принимает решение, сколько денег одолжить системе через недельные инструменты РЕПО. Теоретически, он может прекратить кредитование на пять последовательных дней и повысить эффективную среднюю ставку до стоимости однодневных ссуд. Следовательно, средняя фактическая стоимость заемного капитала является взвешенным средним недельной ставки РЕПО (7,50%) и однодневной РЕПО (официально 10,75%, но фактически для ведущих банков на рынке, на которых приходится 90% денежно-кредитной системы – 10,25%).

Следовательно, мы должны обращать внимание не только на ключевую ставку (недельную РЕПО), хотя Центробанк и удовлетворяет большую часть рыночной потребности в финансовых ресурсах в течение года именно с помощью этого инструмента, но также на однодневную ставку, установленную на уровне 10,75%. Тот факт, что однодневная ставка существенно превышает недельную, является неутешительным для банковской системы и ограничивает дальнейшее снижение ставок банков по депозитам. С нашей точки зрения, Центробанк начнет снижать верхний предел коридора процентной ставки только тогда, когда он увидит удовлетворительное снижение фактических инфляционных показателей.

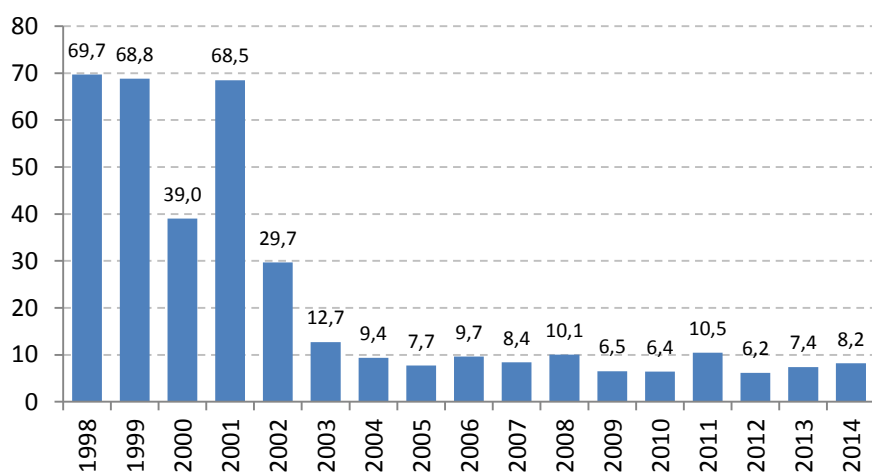
**Центробанку, возможно, придется повысить ставки во втором полугодии 2015 года.** Большинство профессиональных участников рынка, включая нас, ожидает, что процентные ставки Центробанка далее не будут снижаться – даже несмотря на предстоящие выборы в июне 2015 года. Более того, явные сигналы о восстановлении экономики США и неизбежный рост процентной ставки со стороны Федеральной резервной системы ко второму полугодю 2015 г. увеличит давление на Центробанк Турции повысить процентные ставки, особенно их верхний предел. Если, помимо глобальных факторов, по какой-либо причине произойдет также усиление факторов внутривалютного риска, резкое повышение процентной ставки может стать неизбежным и заставить рынок врасплох. Как мы отметили выше в настоящем отчете, прогноз на первое полугодие 2015 года по-прежнему благоприятный: инфляция находится на нисходящем тренде, ФРС пока не повышает ставки, а июньские выборы создают политическое давление удерживать ставки на низком уровне. Однако во втором полугодии 2015 года инфляция снова начнет расти, ФРС, вероятнее всего, повысит ставки, а политическое давление на Центробанк, вероятно, снизится.

## Прогноз процентных ставок

В краткосрочной перспективе на процентные ставки влияет множество факторов, однако в более долгосрочной перспективе они зависят лишь от устойчивого уровня инфляции и от долгосрочного уровня реальных процентных ставок.

После кризиса 2001 года Турция быстро перешла к условиям низкой инфляции (по сравнению с периодами гиперинфляции, которые она переживала ранее). С 2004 года инфляция была довольно стабильной – в диапазоне от 6% до 10% при среднем значении 8,2%. В среднесрочной перспективе (на 2-3 года), мы ожидаем инфляции на уровне в лучшем случае 7-8%. В основном этот прогноз основывается на текущем дефиците платежного баланса Турции, росте экономики и демографических факторах.

### Годовая инфляция в Турции, %

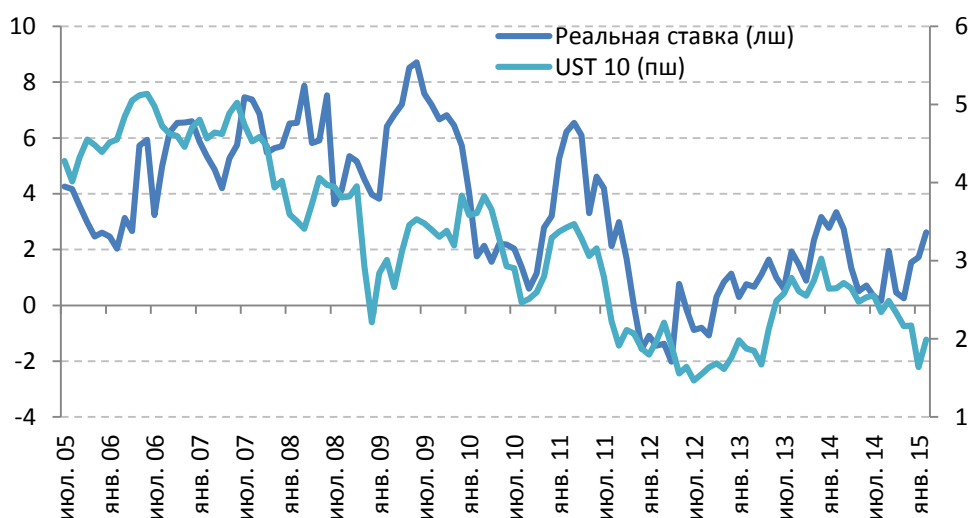


Источник: Статистический институт Турции

Инфляция, достигнув пикового значения в 9,2% в ноябре 2014 года, по состоянию на январь 2015 года постепенно снизилась до 7,2%, и ожидается ее дальнейшее незначительное снижение (благодаря эффекту базы сравнения и низким ценам на нефть). Однако такое снижение может быть ограничено резким падением турецкой лиры. Мы ожидаем, что в марте/апреле инфляция составит порядка 6%, однако затем, к концу года, вновь начнет расти. Наш прогноз инфляции на конец года – 7,5%, что превышает ожидания рынка, колеблющиеся на уровне 6-6,5%.

Реальные процентные ставки в Турции устойчиво снижаются, как и на глобальных рынках, но, главным образом, следуя за доходностью по 10-летним облигациям США. Следовательно, при уровне доходности 10-летних облигаций США около 2% (текущий уровень), реальные процентные ставки могут быть около нуля, но в более нормальных условиях потенциальной доходности по 10-летним облигациям США на уровне 3% и выше, реальные процентные ставки в Турции могут повыситься до уровня 3%. В лучшем случае, в долгосрочной перспективе, мы ожидаем минимальные реальные процентные ставки в Турции на уровне 2,5-3%, а с учетом ожидаемой инфляции 7-8% можно предположить, что процентные ставки в Турции в обозримой долгосрочной перспективе будут на уровне 10%.

## Динамика реальной процентной ставки и доходности казначейских облигаций



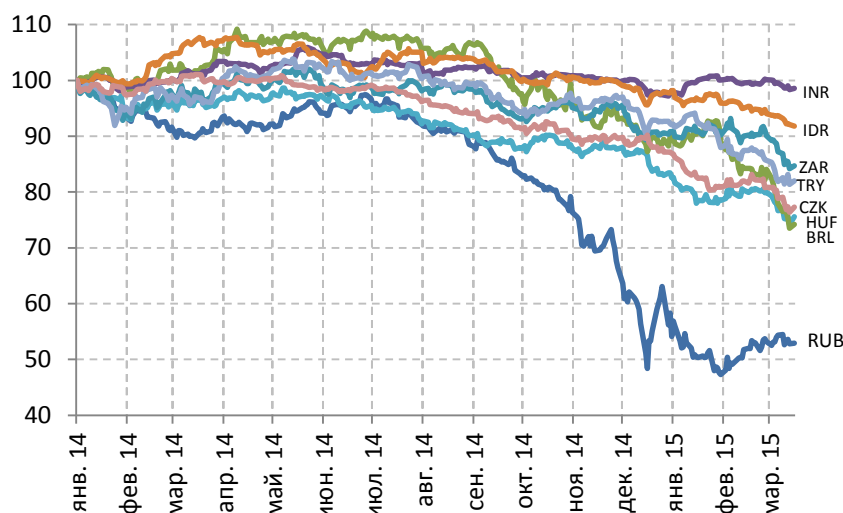
Источник: Центральный Банк Турции, Bloomberg

### Валютный рынок

Рост ВВП, инфляция и прогнозы процентных ставок в начале года вполне благоприятны, хотя, что касается оставшейся части года, существуют определенные риски. Однако, прогноз в отношении турецкой лиры уже некоторое время остается пессимистичным, в основном вследствие ослабления валют развивающихся стран в целом.

В 2014 году турецкая лира показала один из лучших результатов среди других валют развивающихся стран (третий после валют Индии и Индонезии). Падение цен на нефть с четвертого квартала 2014 года оказывает позитивное влияние на турецкую лиру относительно других валют развивающихся стран. Однако, в условиях восстановления высоких цен на нефть, существуют опасения касательно политики Центробанка Турции и роста политических рисков, и относительно высокие результаты турецкой лиры в последнее время начали ухудшаться. В течение последнего месяца она показала один из худших результатов. С учетом вышеуказанных в настоящем макроэкономическом обзоре рисков, прогноз на остаток года также не очень оптимистичный, даже несмотря на то, что низкие цены на нефть обеспечивают некоторый резерв.

## Динамика курса валют развивающихся стран к доллару США



Источник: Bloomberg, расчеты

Если брать более долгосрочный отрезок времени, то результаты турецкой лиры будут не столь хороши, как в 2014 году.

С конца 2010 года турецкая лира упала по отношению к доллару США на 40%. Это довольно слабый результат по сравнению с валютами стран Центральной и Восточной Европы, но лучше, чем результаты бразильского реала, южноафриканского ранда и российского рубля. Следовательно, в целом, как в краткосрочной, так и в средне- и долгосрочной перспективе турецкая лира более-менее соответствовала результатам других валют региона Европа – Ближний Восток – Африка, и даже несколько превышала их.

В долгосрочной перспективе, турецкая лира в реальных показателях (после поправки на инфляцию), в среднем укрепилась, но в основном в результате реального повышения курса по сравнению с развитыми рынками. По сравнению с другими развивающимися рынками, турецкая лира в реальном значении снизилась.

Прогноз в отношении турецкой лиры на 2015 год зависит от а) общей тенденции поведения валют развивающихся стран; и б) процентной политики Центробанка. Для целей настоящего анализа мы не будем рассматривать первый фактор и сосредоточимся на ситуации с процентной ставкой на локальном рынке. Как было отмечено в предыдущем разделе, мы не ожидаем дальнейшего снижения ставки Центробанком Турции. С этой точки зрения валютный курс турецкой лиры ждет как минимум стабилизация.

Это позволяет предположить обменный курс лиры к доллару на уровне 2,60 к концу года, при этом, однако, с нашей точки зрения, существуют довольно большие риски. Внешняя несбалансированность Турции с точки зрения того, как значительный дефицит платежного баланса в течение последних 5 лет финансировался краткосрочными портфельными вливаниями вкупе с политическими и геополитическими рисками создают угрозу для турецкой лиры. Резервы Центробанка Турции (около 144 млрд. долларов США) находятся на слишком низком уровне по сравнению с объемом спекулятивных денег (краткосрочных иностранных инвестиций) в Турции (около 250 млрд. долларов), Между ними всегда существовал разрыв, но он не был столь уж велик.

Это было главным образом вызвано постоянным притоком краткосрочных инвестиций с начала 2010 года (около 200 млрд. долларов), при этом резервы Центробанка за этот период выросли лишь на 34 млрд. долларов США.

### Влияние курса лиры на экономику

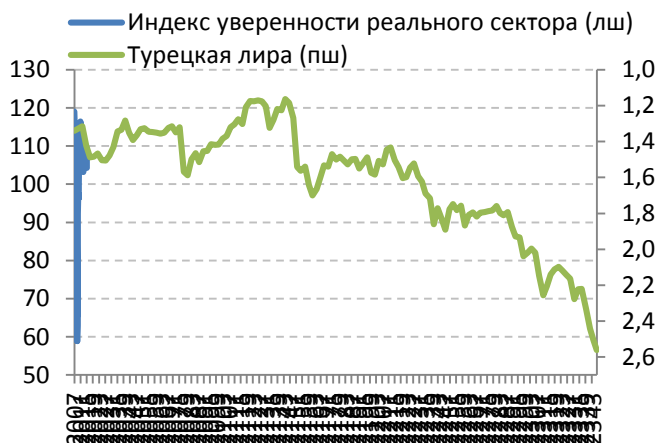
Курс лиры к доллару США оказывает довольно существенное влияние на национальную экономику, причем не только на внутренний спрос, выраженный в долларах США, но также и на потребительские настроения. Индекс доверия потребителей приблизился к своему наименьшему значению, показанному в 2008 году, и это, видимо, вызвано обесценением лиры к доллару с 2,0 до 2,5. С другой стороны, влияние курса лиры к доллару, кажется, оказывает ограниченное влияние на индекс доверия реального сектора экономики, в основном как следствие позитивных настроений экспортеров. Несмотря на снижение курса лиры к доллару с 2012 года, индекс доверия реального сектора оставался неизменным после быстрого восстановления в 2009 году.

### Индекс потребительской уверенности и курс USD/TRY



Источник: Центральный банк Турции, Bloomberg

### Индекс доверия реального сектора и курс USD/TRY

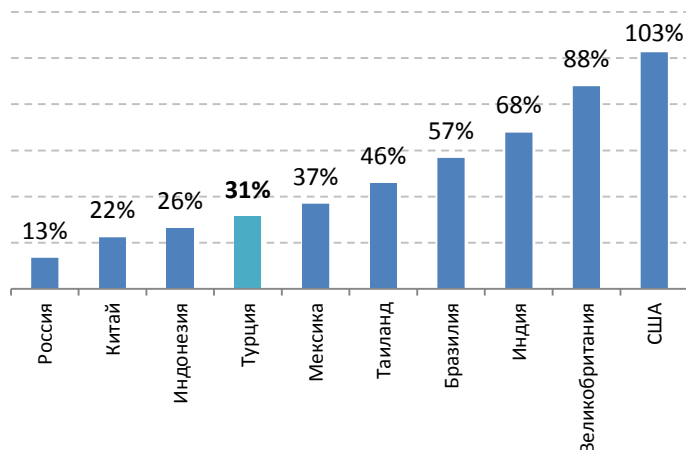


Источник: Центральный банк Турции, Bloomberg

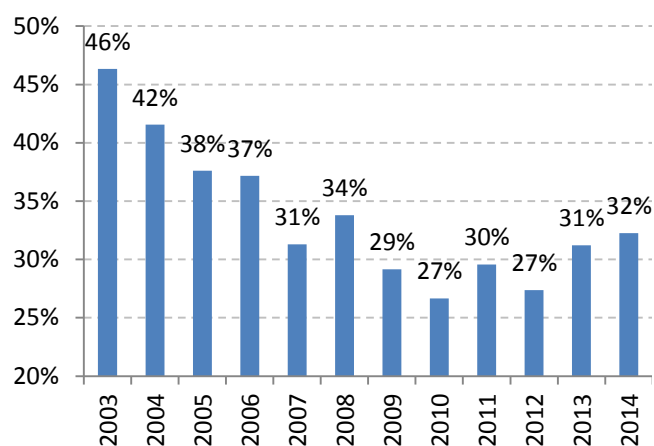
## Долговая нагрузка Турции

Государственный долг Турции составляет порядка 262 млрд. долл. США или 31% ВВП, и является одним из самых низких среди крупнейших развивающихся стран, уступая только Китаю, Индонезии и России. При этом на долю валютного долга приходится 45% или 118,6 млрд. долл. США. В последние годы наблюдалось существенное снижение государственного долга, с 66% до 31% ВВП, при этом совокупный внешний долг увеличился.

### Государственный долг к ВВП

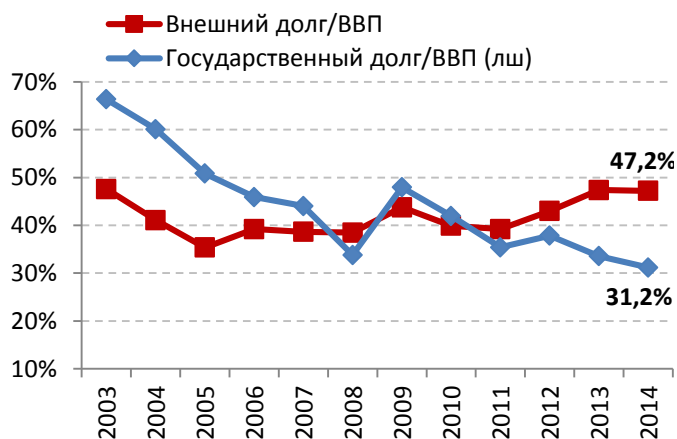


### Доля валютного долга Турции



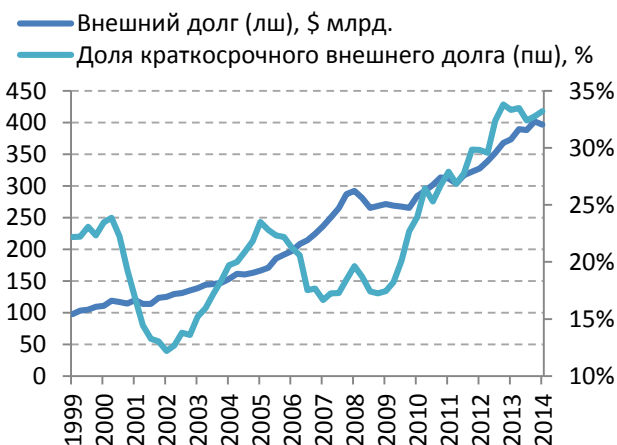
Совокупный внешний долг (государственный и корпоративный) составляет порядка 47% ВВП или 396 млрд. долл. США. Внешний долг и государственный говорят об относительно невысоком уровне задолженности турецких заемщиков.

### Динамика долга Турции



Источник: Центральный банк Турции, расчеты

### Доля валютного долга Турции



Источник: Центральный банк Турции, расчеты

Несмотря на невысокий внешний долг, доля краткосрочного внешнего долга за последние годы увеличилась с 20% в начале 2010 г. до 33% в конце 2014 г. При этом средняя дюрация государственного долга выросла с 4,1 года в 2010 г. до 6,3 лет. Это говорит о том, что снизилась необходимость в частом рефинансирования обязательств.

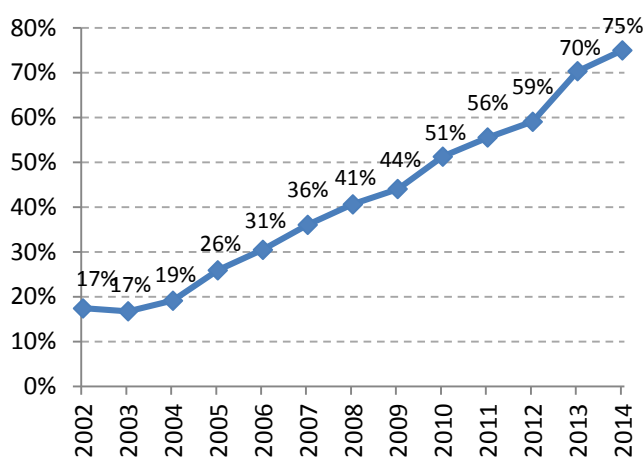


## Турецкая банковская система

Турецкий банковский сектор характеризуется высоким объемом выданных кредитов относительно размера ВВП по сравнению с развивающимися странами и значительной долей валютных займов.

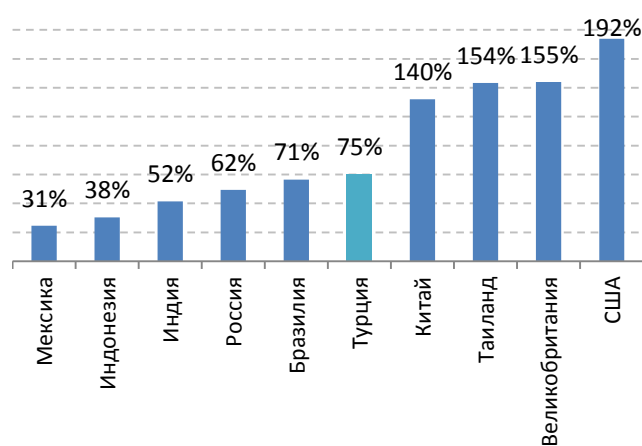
**Рост займов.** За последние пять лет кредитный портфель всей банковской системы увеличился с 338 млрд. до 520 млрд. долларов США. Таким образом, среднегодовой рост составил 18,5% в турецких лирах, что превышает темпы роста экономики страны. В 2014 г. банки сократили выдачу кредитов клиентам. Замедление турецкой экономики и скачок процентных ставок на настоящий момент оказали ограниченное влияние на рост внутреннего кредитования в 2014 году. Учитывая недавнюю нормализацию процентных ставок и ожидаемое сглаживание во втором полугодии 2014 года, мы ожидаем ускорение роста займов во втором полугодии. В целом по итогам года мы прогнозируем рост на уровне около 12%, что существенно ниже тенденций последних лет.

### Динамика выданных кредитов к ВВП Турции



Источник: BRSA, расчеты

### Коэффициент кредиты/ВВП по странам

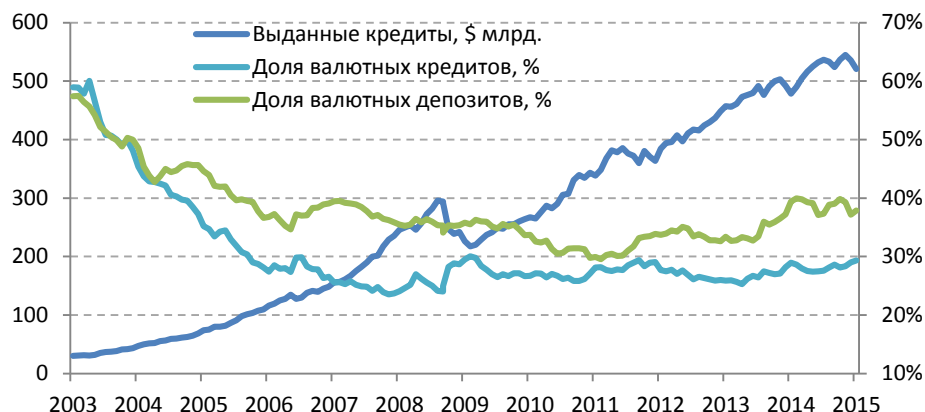


Источник: Всемирный банк

В 2014 финансовом году соотношение кредитов к ВВП достигло рекордного значения 75%, что существенно выше, чем в 2003 году (17%), так как за этот период банки быстро росли, участвуя в кредитовании реального сектора. Показатель уровень кредитов к ВВП у Турции уже превышает значения крупнейших развивающихся стран, таких Бразилия – 71%, Россия – 62%, Индия – 52%. Мы полагаем, что банковский сектор достиг точки насыщения, после которой дальнейшая динамика по скорости выдачи займов будет зависеть от конъюнктуры экономики Турции, уровня просроченности, а также от движения валюты.

**Валютные кредиты профинансированы за счет валютных депозитов.** Кредиты, предоставленные в иностранной валюте, занимают 29,4% от всего объема. В то время как на валютные вклады приходится 37,9% депозитов. При этом валютный профицит депозитов составляет 13 млрд. долл. США. Широкое использование долларов США и евро среди населения Турции подвергает банковскую систему высокому риску не только с точки зрения рентабельности, но и качества активов. Ослабление локальной валюты может оказать давление на кредитоспособность заемщиков.

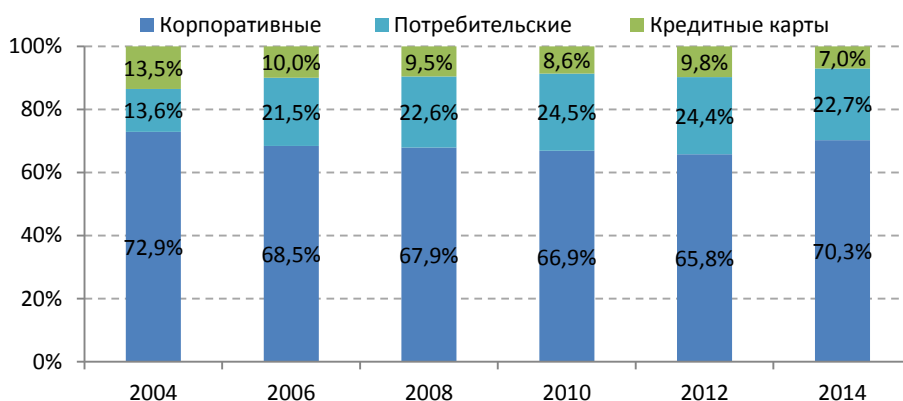
## Использование валюты в банковском секторе



Источник: Агентство банковского надзора (BRSA), расчеты

Рост кредитного портфеля в последние два года происходил преимущественно за счет корпоративного сектора, на который приходится 70,3% кредитного портфеля. Высокая концентрация на юридических клиентах является положительным фактором для кредитного качества банков. Однако из примера Halkbank можно увидеть как задержка платежей одного крупного клиента способна резко ухудшить показатель просроченности.

## Структура кредитного портфеля

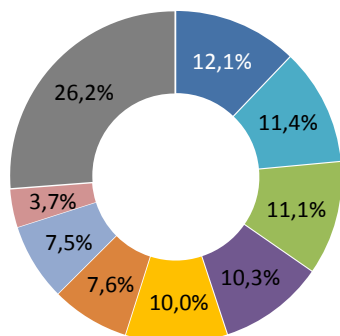


Источник: Агентство банковского надзора (BRSA), расчеты

Турецкий банковский сектор является высококонкурентным, состоящим из относительно небольшого числа банков. Согласно Турецкой ассоциации банков, в стране насчитывается 47 банков (за исключением Центробанка) обладали лицензией на осуществление деятельности на территории страны, 32 из которых являлись классическими банками, которые вправе привлекать депозиты населения, а оставшиеся 13 – банками развития. Только три из 47 банков Турции принадлежат государству, но на них приходится 30% активов всего банковского сектора. Ziraat – крупнейший государственный банк, владеющий 13% от суммы банковских активов. В Турции действуют 11 частных коммерческих банков, четыре из которых входят в топ-5 национальных банков. В целом частным банкам принадлежат свыше 50% активов турецкого банковского сектора. Крупнейшим частным банком по размеру активов является Isbank, за ним следуют Garanti, Akbank и Yapi ve Kredi.

## Доля рынка по кредитам

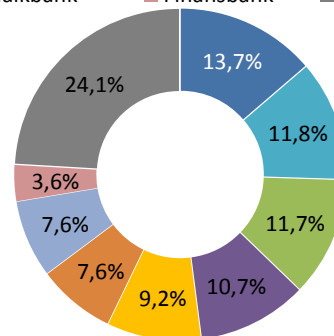
■ Isbank      ■ Ziraat      ■ Garanti  
■ Akbank      ■ Yapi Kredi      ■ Halkbank  
■ Vakif bank      ■ Finansbank      ■ Прочие



Источник: данные компаний

## Доля рынка по депозитам

■ Ziraat      ■ Isbank      ■ Garanti  
■ Akbank      ■ Yapi Kredi      ■ Vakif bank  
■ Halkbank      ■ Finansbank      ■ Прочие



Источник: данные компаний

Современные турецкие банки были основаны в 20-е – 50-е годы прошлого века, и до 1999 года их роль была ограничена инвестированием в Турецкие государственные облигации, на которые приходилось более половины общих активов банковского сектора. Эта ситуация начала меняться после кризиса 2001 года, во время которого межбанковские ставки выросли до 8,000%, масштабы экономики уменьшились более чем на 5%, а большое количество турецких банков прекратили свое существование.

В мае 2001 года регулятор банковского сектора, Агентство по банковскому регулированию и надзору (BRSA) инициировал комплексную программу реструктуризации банковского сектора, общая стоимость которой превышала 30% ВВП. Благодаря этому вмешательству, а также помощи со стороны Международного валютного фонда в размере около 30 млрд. долларов США, удалось предотвратить суверенный дефолт и дальнейшее усугубление кризиса. Национальная экономика быстро восстановилась – отчасти благодаря радикальным структурным реформам. Регулирование и надзор в банковском секторе существенно улучшились, и к 2013 году доля внутренних государственных ценных бумаг в общей сумме процентных активов местных банков снизилась до 17%.

В течение кризиса 2001 года крупные иностранные коммерческие банки продолжали поддерживать турецкие банки и корпоративных заемщиков. Сегодня конкуренция со стороны иностранных банков остается весьма заметной – на них приходится 15% банковских активов, а их присутствие на национальном рынке обеспечивается 2260 отделениями (20% от общего числа отделений банков в стране). За последнее десятилетие количество действующих в стране иностранных банков выросло с 13 до 17, поскольку они проявляют растущий интерес к местному банковскому сектору на волне устойчивого экономического роста. Сегодня иностранное участие представлено крупными банками стран Запада и Ближнего Востока, такими как BNP Paribas, ING, Citigroup, UniCredit, Dexia, GE Finance, Национальный банк Греции (NBG) и Коммерческий банк Катара, которые приобрели доли в турецких банках.

Finansbank (принадлежащий NBG) является ведущим банком с иностранным участием в Турции. На его долю приходится 3,6% общих активов. Мы считаем, что в турецком банковском секторе возможна дальнейшая консолидация, которая может произойти в результате взаимодействия

---

иностранных финансовых учреждений и более мелких национальных частных банков, либо между крупными частными турецкими банками и более мелкими частными банками или иностранными банками с целью достижения выгоды от перекрестных продаж и экономии от масштаба.

Демографические факторы, такие как рост благосостояния, большая (и растущая) численность молодого населения (50% населения не достигла 30-летнего возраста) и большой сегмент малого и среднего бизнеса, неохваченный услугами банковского сектора (по оценкам, из 3,4 млн. предприятий малого и среднего бизнеса, до 60% получают недостаточно банковских услуг), с нашей точки зрения, должны стимулировать дальнейший рост кредитования. Что касается финансирования, мы отмечаем, что низкая норма сбережений в Турции (около 14% в 2013 финансовом году) вместе с давней системной проблемой коротких сроков по депозитам должны стимулировать турецкие банки к активному привлечению средств с внешних рынков в форме еврооблигаций, синдицированных/ двусторонних кредитов, секьюритизации и т.п.

**Возвращение на первичный рынок еврооблигаций в 2014 году.** Турецкие банки во втором квартале 2014 года вернулись на первичный рынок еврооблигаций, и на настоящий момент привлекли капитала на сумму свыше 4,5 млрд. долларов США. Это на 55% больше, чем 2,7 млрд. долларов, привлеченных во втором квартале 2013 года. При этом общий выпуск с начала года снизился на 26% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Резкий всплеск во втором квартале 2014 года и сокращение с начала года можно объяснить отсутствием финансовых учреждений Турции на первичном рынке в первом квартале 2014 года. В настоящее время на стадии согласования находится еще ряд сделок, и, с учетом благоприятной глобальной ценовой среды, в ближайшие месяцы мы можем ожидать от турецких банков новых сделок.

## Сравнительный анализ крупнейших банков

### Ключевые показатели и финансовая статистика

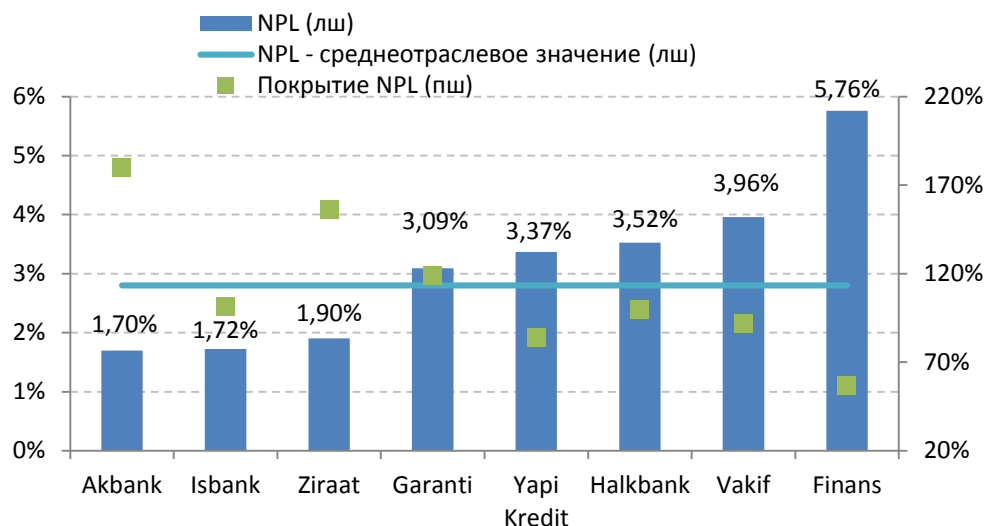
	Isbank	Ziraat	Garanti	Akbank	Yapi Kredi	Halkbank	Vakif	Finans
Активы, \$ млн.	118 106	108 355	104 457	92 995	83 244	67 389	65 266	31 744
Кредитный портфель, \$ млн.	71 792	67 500	65 841	60 840	58 998	45 200	44 628	22 049
Депозиты, \$ млн.	57 602	66 871	57 134	52 374	45 031	37 033	37 210	17 333
NPL, %	1,72	1,90	3,09	1,70	3,37	3,52	3,96	5,76
Резервы/NPL, %	101	156	119	180	84	100	92	57
Кредиты/депозиты, %	125	101	115	116	131	102	115	117
NIM, %	4,19	4,70	4,49	4,12	3,57	4,33	3,96	5,74
ROAE, %	13,4	16,4	15,5	14,3	10,8	15,6	12,4	12,6
CAR, %	16,0	18,2	13,9	14,9	14,4	13,6	14,0	16,9

Источник: данные компаний, расчеты

**Качество активов.** Текущее качество активов турецких банков относительно высокое по сравнению с конкурентами из прочих развивающихся рынков, исходя из доли проблемных кредитов (NPL), которая составляет 2,8%. Три самых крупный банка по размеру активов – Akbank, Isbank и Ziraat, отличаются самыми низкими показателями просроченности – 1,7%, 1,72% и 1,9% соответственно, а также высоким покрытием неработающих кредитов резервами. Finansbank по сравнению со своими конкурентами в большей степени сконцентрирован на потребительском сегменте и кредитных картах. Именно поэтому доля NPL значительно выше прочих банков. В будущем мы можем увидеть рост доли неработающих кредитов всего сектора в результате замедления темпов выдачи займов и ослабления турецкой лиры.

Структура активов претерпела существенные изменения в течение последних пяти лет. После банковского кризиса в 2001 г. банки стали активно сокращать долю ценных бумаг за счет наращивания кредитного портфеля. По итогам 2014 г. на выданные займы приходилось 61,8% всех активов, в то время как в 2009 г. их доля составляла 47%. Это позволило снизить зависимость достаточности капитала от колебаний на финансовом рынке, и сфокусироваться на основном виде деятельности.

## Доля неработающих кредитов

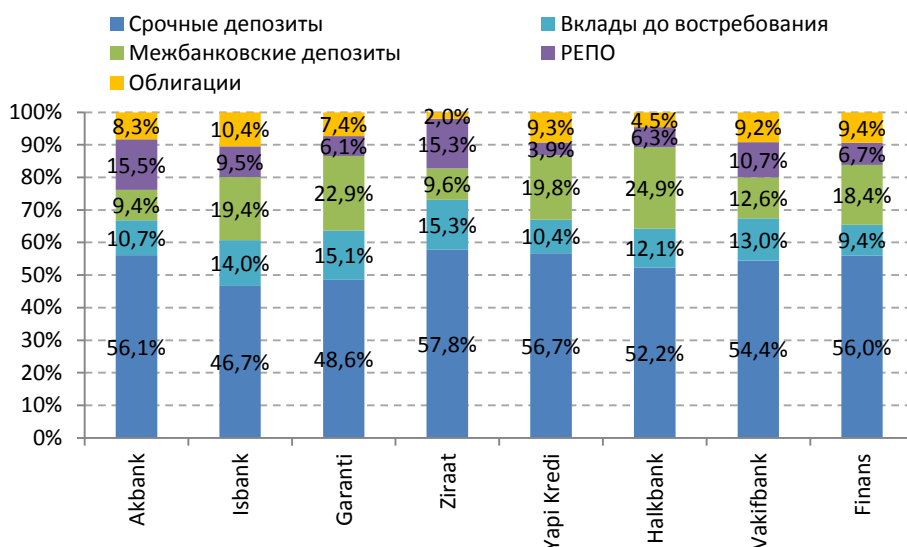


Источник: данные компаний, расчеты

Высокий уровень возвратов кредитов внутри страны, продажа устаревших проблемных кредитов и уход от более рискованных розничных займов в пользу корпоративных займов и кредитования малого и среднего бизнеса должны помочь в борьбе с ухудшением качества активов и сохранить коэффициент проблемных кредитов на управляемом уровне – около 3,2%. При этом укрепление доллара США может оказать негативный эффект на NPL.

**Структура фондирования.** Основным источником финансовых ресурсов для турецких банков являются депозиты, на которые приходится около 66% от общего финансирования. Однако, с учетом низкой по своей структуре внутренней нормы сбережения на уровне 14%, рост депозитов в течение последних четырех лет стабильно отставал от роста займов, что привело к ухудшению индикатора долгосрочной ликвидности до 112% в 2014 финансовом году с 89% в 2010 финансовом году. Более того, срок по депозитам также остается коротким – по 68% из них срок погашения наступает в течение трех месяцев. Следовательно, мы прогнозируем, что местные банки станут вести более агрессивную политику по привлечению средств и будут стремиться диверсифицировать набор источников финансирования посредством синдицированных займов и выпуска ценных бумаг. Это может ограничить финансовую гибкость банков в дальнейшем расширении кредитования в случае ухудшения ситуации с внешней ликвидностью.

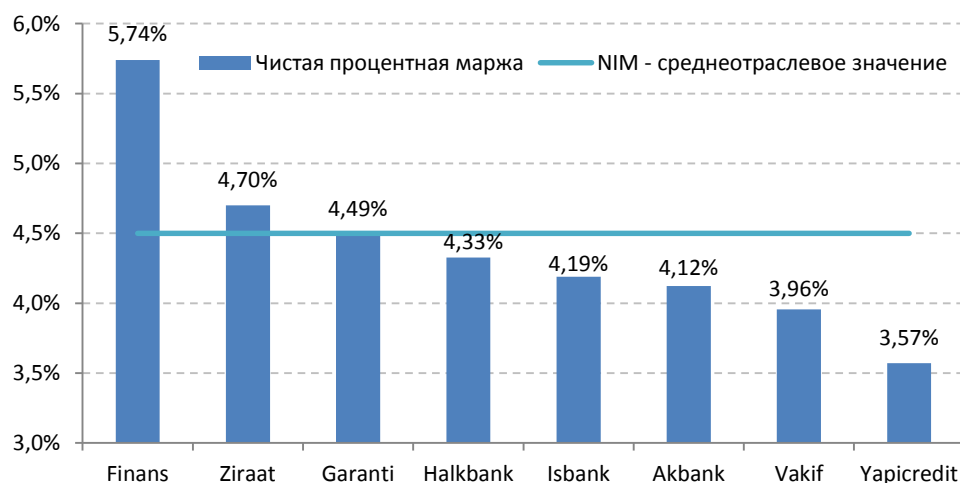
## Структура пассивов



Источник: данные компаний, расчеты

**Рентабельность и чистая процентная маржа (NIM).** Мы ожидаем, что турецкие банки будут испытывать трудности с доходностью, по крайней мере до третьего квартала 2015 года, под негативным воздействием возросшей стоимости финансовых ресурсов, замедленного роста займов и регулятивных мер, снижающих привлекательность высокодоходного потребительского кредитования. Однако, эти эффекты будут частично смягчены более высокой доходностью по индексированным облигациям (облигациям, привязанным к ИПЦ), имеющимся у большинства турецких банков, постепенному пересмотру цен потребительских кредитов в сторону возрастания.

## Уровень чистой процентной маржи

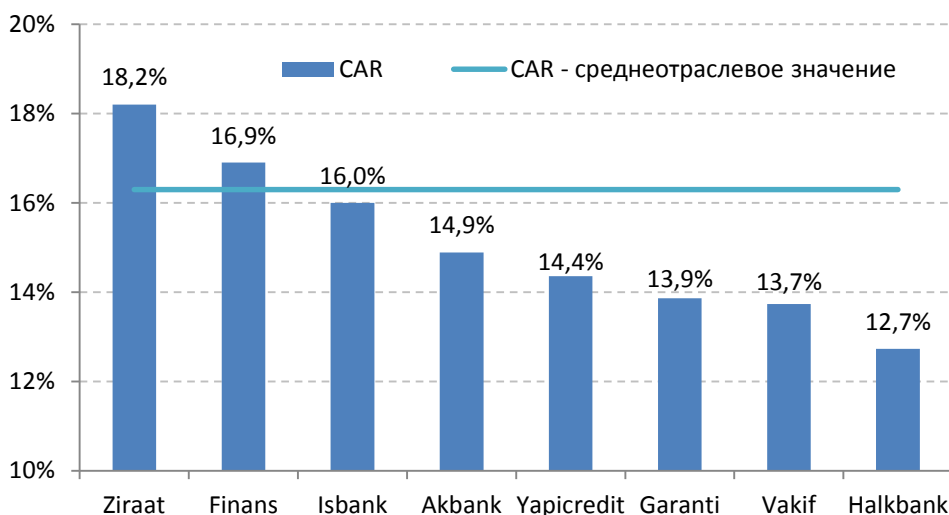


Источник: данные компаний, расчеты

**Достаточность капитала (CAR).** Мы оцениваем капитализацию турецких банков как высокую – коэффициент CAR (достаточности капитала) по стандартам Базель III в 2014 году составлял в среднем 16,3%, уверенно превышая 12-процентный порог. В 2014 году турецкие банки начали применять правила Базель III, что резко повысило достаточность их собственных средств, поскольку теперь банки могут полностью отражать свои доходы от переоценки ценных бумаг и их дочек в основной части капитала 1-го уровня (Базель II позволял реализовывать и относить к капиталу 2-го уровня лишь 45% такого дохода). Полное внедрение положений Базель III ожидается к 2019 году. С учетом этого, мы высоко оцениваем способность турецких банков абсорбировать убытки без каких-либо угроз для их основного капитала в обозримом будущем.

Ziraat, несмотря на консервативную политику выдачи кредитов лидирует в рейтинге по достаточности. За ним следует Finansbank с нормативом 16,9%, который является самым рискованным среди конкурентов.

### Коэффициент достаточности капитала



Источник: данные компаний, расчеты



---

---