Алевтина ДЕНИЗ,
старший специалист,
Ekspresinvest

Турецкий гамбит

За последнее десятилетие Турция сумела стать не только одним из самых раскрученных направлений в мировом туризме, но и весьма привлекательным направлением для мировых инвестиций. Показатели фондового рынка страны сумели обыграть индекс MSCI EM за период с сентября 2012-го по май текущего года. Однако события последних двух недель в корне изменили многое: антиправительственные выступления в Турции вкупе с открытым заявлением Центрального банка США об окончании количественного смягчения отправили с начала июня основные индексы фондового рынка в минус практически на 18%, кривая доходности облигаций турецкого казначейства поднялась почти на 100 б.п., а пятилетние суверенные CDS Турции, стабильно торговавшиеся ниже России на протяжении последних 12 месяцев, расширились на 95 б.п. и достигли отметки 243 — максимума в текущем году. Июньские волнения, которые заставили тысячи людей по всей стране выйти на улицы, напомнили инвесторам о факторе политического риска в Турции.

Правящая партия премьер-министра Эрдогана впервые победила на парламентских выборах в 2002 году и с тех пор только укрепила свои позиции. Утомленные предшествующим этим выборам периодом «войн» парламентских коалиций, население и бизнес-элита страны активно поддержали Партию справедливости и развития во имя политической стабильности.

Таблица 1
Турция в цифрах

Показатель	Значение
Население, млн	75
ВВП (1–й квартал 2013 г.)	3.30%
ВВП на душу населения, 2012 г.	$10 500
Инфляция, май 2013 г.	6.50%
Текущий счет (дефицит) от ВВП, апрель 2013 г.	6.10%
Ставка рефинансирования ЦБ	4.50%
2Y TL бенчмарк*	7.56%
10Y TL бенчмарк*	8.56%
TRY*	1.9317
Турция 2030*	5.6
5Y CDS*	189/192

* По данным на 28.06.2013

Стратегическое географическое положение Турции, позволившее стране стать узлом международной торговли, а также сильные демографические показатели, по которым более чем 68% населения 75-миллионной страны находится в возрасте 15–64 лет, всегда выгодно отличали Турцию от других стран Восточной Европы. В то же время традиции светского государства и стремление Турции войти в Евросоюз выгодно позиционируют страну на фоне происламских государств в регионе. Нужно отдать должное правительству Эрдогана: его команда на местах сумела правильно воспользоваться этими преимуществами и заметно изменить облик страны за последние десять лет в лучшую сторону. Обновление инфраструктуры Турции, колоссальные усилия бизнес-элиты и самого премьера в налаживании партнерства с Европой и арабским миром, создание нового позитивного имиджа Турции на мировой политической арене помогли стране занять 17-е место в мировой экономике

в 2011 году. Экономический рост Турции за период 2002–2008 годов составил в среднем 5.9%. Глобальный кризис 2008–2009 годов резко замедлил эти темпы — до 4.8%, однако сильная банковская система, поддержка правительством внутреннего спроса и грамотная кредитно-денежная политика позволили стране уже в 2010 году увеличить ВВП на 9.2%.

Кризис ипотеки и замедление роста экономики США, последующий долговой кризис в Европе вкупе с мягкой монетарной политикой центральных банков сыграли свою роль в повороте инвестиционных потоков на развивающиеся рынки, и Турция правильно воспользовалась создавшимися условиями, сумев привлечь около $3 645 млрд инвестиционных средств, в совокупности составивших 7.4% ВВП за период 2008–2012 годов. Экспорт Турции стабильно рос в среднем на 6.4% в 2001–2012 годах, при этом правительство и турецкие компании смогли вовремя диверсифицировать обремененную долговыми проблемами европейскую клиентуру клиентами из стран СНГ и Азии. Самими активными экспортерами Турции являются представители автомобилестроения, пищевой промышленности, химической отрасли, производители пластмассы и текстильной промышленности. Дополняет картину хорошо регулируемый турецкий банковский сектор с активами в размере 96.7% от ВВП на 2012 год, адекватным капиталом на уровне 17.9% и ROE на уровне 18.7%.

Правительство Эрдогана начиная с 2002 года сумело сократить бюджетные расходы и впервые за очень долгий период добилось первичного профицита бюджета страны в 2003 году. Государственный долг страны резко сократился в 2005 году и по сей день находится на вполне здоровом уровне — 43% (на конец 2012 года). Инфляционные процессы в Турции также были вполне успешно взяты под контроль, и инфляция упала до однозначных значений в 2004 году, однако попытки Центрального банка в дальнейшей борьбе с ростом цен до сих пор не принесли видимого результата. Инфляция в Турции не смогла выйти из 7–10-процентного коридора. На сегодняшний день официальный прогноз инфляции на конец 2013 года составляет 5.3% при целевом показателе ЦБ на уровне 5%. Причины высокой инфляции в Турции кроются прежде всего в ориентации экономики на внутренний спрос в паре с очевидным обстоятельством того, что страна является импортером энергии.

Турция имеет довольно высокий дефицит текущего счета. Понижение показателя

Таблица 2
Еврободы Турции

Тикер	Эмитент	Купон, %	Дата погашения	Объем выпуска, млн	S&P	Moody's	Fitch	Валюта	Доходность, %
BNKPOZ	BANKPOZITIF	7	28/10/2014	150	–	–	BBB–	USD	5.79
YKBNK	YAPIKREDI BANK	5.1875	13/10/2015	750	BB+	–	BBB	USD	4.39
AKBNK	AKBANK	5.125	22/07/2015	1000	–	Baa2	BBB	USD	3.70
YASAR	YASAR	9.625	07/10/2015	250	–	B2	B	USD	8.62
YUKSEL	YUKSEL INSAAT	9.5	10/11/2015	200	–	Caa1 /*–	CCC	USD	46.00
ISCTR	ISBANK	5.1	01/02/2016	500	–	Baa2	BBB	USD	4.06
EXCRTU	EXPORT CREDIT BANK OF TURKEY	5.375	04/11/2016	500	BB+	Baa3	–	USD	4.24
FINBN	FINANSBANK	5.5	11/05/2016	500	–	Ba2	BBB–	USD	5.84
YKBNK	YAPIKREDI BANK	6.75	08/02/2017	500	–	Baa2	BBB	USD	5.14
VAKBN	VAKIFBANK	5.75	24/04/2017	500	–	Baa2	BBB–	USD	4.87
HALKBK	HALK BANK	4.875	19/07/2017	750	–	Baa2	BBB–	USD	4.80
GARAN	GARANTI BANK	4	13/09/2017	600	–	Baa2	BBB	USD	4.72
AKBNK	AKBANK	3.875	24/10/2017	500	–	Baa2	BBB	USD	4.92
FINBN	FINANSBANK	5.15	01/11/2017	350	–	Ba2	BBB–	USD	6.07
ISCTR	ISBANK	3.875	07/11/2017	500	–	Baa2	BBB	USD	4.70
BNKPOZ	BANKPOZITIF	5	07/02/2018	150	–	–	BBB–	USD	6.62
TUPRS	TUPRAS–TURKIYE PETROL	4.125	02/05/2018	500	–	Ba1	BBB–	USD	5.18
ISCTR	ISBANK	3.75	10/10/2018	700	–	Baa2	BBB	USD	5.03
EXCRTU	EXPORT CREDIT BANK OF TURKEY	5.875	24/04/2019	500	BB+	Baa3	–	USD	5.29
YKBNK	YAPIKREDI BANK	4	22/01/2020	500	–	Baa2	BBB	USD	5.96
SISETI	TURK SISE VE CAM	4.25	09/05/2020	500	BB+	Ba1	–	USD	6.05
GARAN	GARANTI BANK	6.25	20/04/2021	500	–	Baa2	BBB	USD	5.53
GARAN	GARANTI BANK	5.25	13/09/2022	750	–	Baa2	BBB	USD	5.98
AKBNK	AKBANK	5	24/10/2022	500	–	Baa2	BBB	USD	5.95
ISCTR	IS BANK	6	24/10/2022	1000	–	Ba1	BBB–	USD	6.32
AEFES	ANADOLU EFES	3.375	01/11/2022	500	BBB–	Baa3	–	USD	4.85
VAKBN	VAKIFBANK	6	01/11/2022	500	–	Ba2	BB+	USD	6.57
YKBNK	YAPIKREDI BANK	5.5	06/12/2022	1000	–	Ba1	BBB–	USD	6.58
ACKAF	ARCELIK	5	03/04/2023	500 мм	BB+	–	BB+	USD	6.39

Тикер	Эмитент	Купон, %	Дата погашения	Объем выпуска, млн	S&P	Moody's	Fitch	Валюта	Доходность, %
ASYAKA	ASYA BANK	7.5	28/03/2023	250	–	Ba3	–	USD	8.74
ALBRK	ALBARAKA	7.75	07/05/2023	200	–	–	–	USD	8.16

Таблица 3
Исламские займы сукук, выпущенные турецкими банками

дефицита до сих пор было связано лишь с замедлением экономической активности. Эта хроническая болезнь турецкой экономики до сих пор не взята под контроль и продолжает выступать основным фактором риска в случае глобальных потрясений. Правительство пытается бороться с проблемой, но, как это часто бывает в развивающихся странах, необходимые реформы откладываются в долгий ящик. В январе 2013 года правительство Турции, пытаясь увеличить объем сбережений внутри страны, обновило пенсионное законодательство. Ставя целью увеличение частных пенсионных накоплений, правительство ежемесячно спонсирует 25% месячного пенсионного вклада каждого гражданина Турции. Официальной статистики о результатах этой программы еще нет, и правильно оценить эффект стимула можно будет, скорее всего, лишь в конце года. Эти нововведения позитивны, но на данный момент их явно недостаточно для кардинального решения проблемы.

Рисунок 1
Движение основного индекса акций Турции BIST-100 и MSCI EM

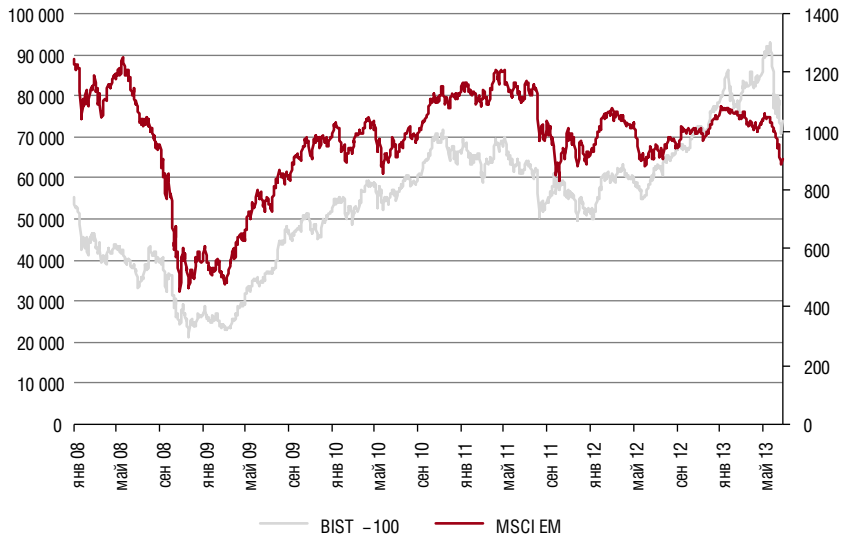
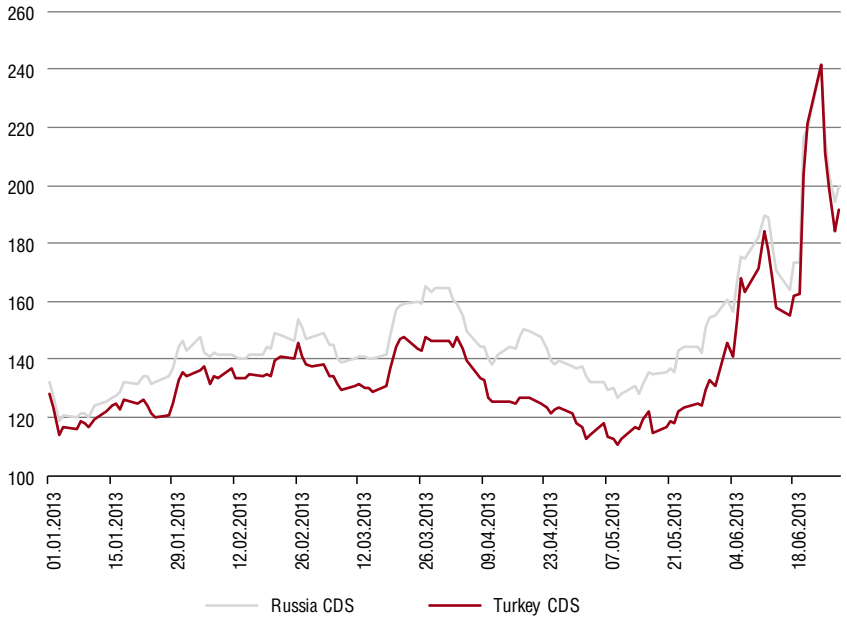


Рисунок 2
Динамика CDS России и Турции



Казначейство Турции — активный участник международного рынка еврооблигаций с довольно хорошей репутацией. Однако представители частного бизнеса Турции до 2010 года в большинстве своем практически игнорировали международные рынки капитала в качестве источника финансирования. Эта ситуация прежде всего связана с тем, что в стране не так много крупных предприятий, их бизнес-модели и отчетность прозрачны, и поэтому они с легкостью находят финансы внутри страны у банков, зачастую по более привлекательной цене. Помимо представителей банковского сектора, только агрессивно растущие эмитенты готовы были выходить на рынок евробондов почти по двухзначной цене: например, Global Holding разместил свои бумаги в 2007 году под 9.25%. А банки, казалось бы, готовые взять на себя высокие расходы за публичность, в Турции предпочитали другие источники фондирования. Важно отметить, что при отличных показателях самих банков потолок рейтинга страны никто не отменял. Поэтому турецкие банки, находясь в довольно хорошей форме, с легкостью привлекали необходимые потоки финансирования на рынке синдикаций, обходя стороной как рынок местных облигаций в турецких лирах, так и рынок международных бумаг.

Турецкие компании вплоть до 2011 года были очень редкими посетителями на международных рынках. На внутреннем рынке до 2010 года наблюдалась похожая ситуация: рынок был представлен практически только бумагами казначейства, корпоративные облигации считались не очень ликвидной экзотикой, зачастую такие выпуски организовывались через private placement.

Кризис 2007–2008 годов и последующее резкое снижение процентных ставок вкупе с нарастающей ликвидностью и низкой инфляцией подогрели интерес к облигациям

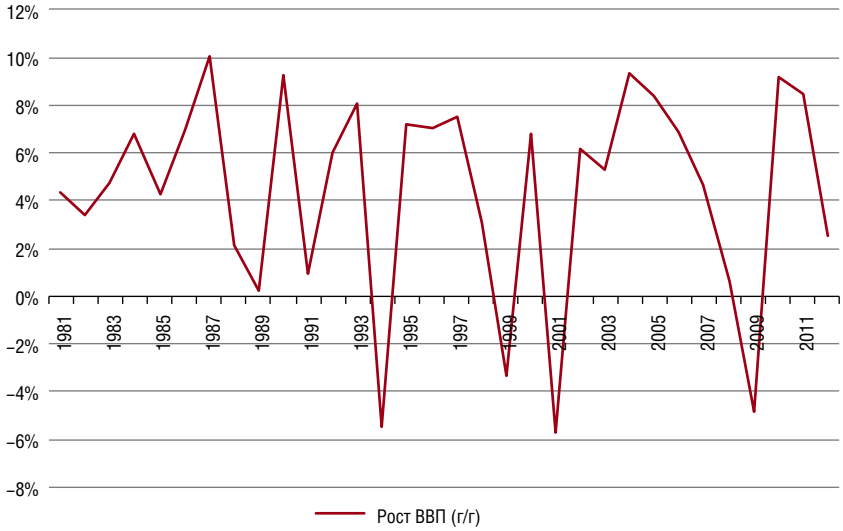
развивающихся стран и привели к значительному уменьшению ставок заимствования на рынке евробондов. В 2010 году рынок корпоративных турецких еврооблигаций оживился: крупные банки страны стали одними из первых, кто разместил евробонды. Вслед за Yapi Kredi Bank, Garanti Bank последовали холдинг Yasar и девелопер Yuksel. В 2011 году частный Akbank и государственный Halk Bank успешно разместили свои выпуски. В 2012 году окрыленные отличной макростатистикой рынки очень хорошо восприняли активность турецких заемщиков. Общий объем размещения евробондов турецких компаний за 2009–2012 годы достиг $14.1 млрд.

Усилия правительства и экономический подъем были позитивно восприняты не только международными инвесторами, но и рейтинговыми агентствами. В ноябре 2012 года агентство Fitch повысило рейтинг Турции до инвестиционного уровня с BB+ до BBB–. Нужно отметить, что решение агентства не стало сюрпризом, поскольку турецкие акции на тот момент были в плюсе на 45% с начала года, а доходность еврооблигаций Турции с погашением в 2030 году с начала 2012 года снизилась на 237 б.п, до 3.86%. Премии по доходности в корпоративных бумагах также максимально сжались в тот период. Банки Is Bank, Halk Bank без труда разместили пятилетние выпуски объемом $500 и $750 млн по рекордно низким ставкам — 3.8% и 4.9% соответственно. А турецкий нефтеперерабатывающий холдинг Tupras внес долгожданное разнообразие в рынок турецких евробондов, сконцентрированный исключительно на банках. Ожидая повышения кредитного рейтинга страны со стороны других агентств и новый приток капитала, рынок продолжал активно расти.

2013 год преподнес два сюрприза, связанных с геополитическими рисками в Турции. В начале 2013 года правительство Эрдогана наконец-то нашло хоть и не идеальное, но все же решение 30-летнего Турецко-Курдского конфликта, и именно это подтолкнуло агентство Moody's к повышению рейтинга Турции до инвестиционного уровня вслед за Fitch в мае текущего года.

Однако позитивные настроения очень скоро изменились из-за начавшихся антиправительственных выступлений в Стамбуле, которые дополнили панические продажи на всех развивающихся рынках. На сегодняшний день митинги и протесты практически прекратились и представители правительства открыто сделали заявления о своей готовности к диалогу и стремлению быть «правительством для всех». Несмотря на старания

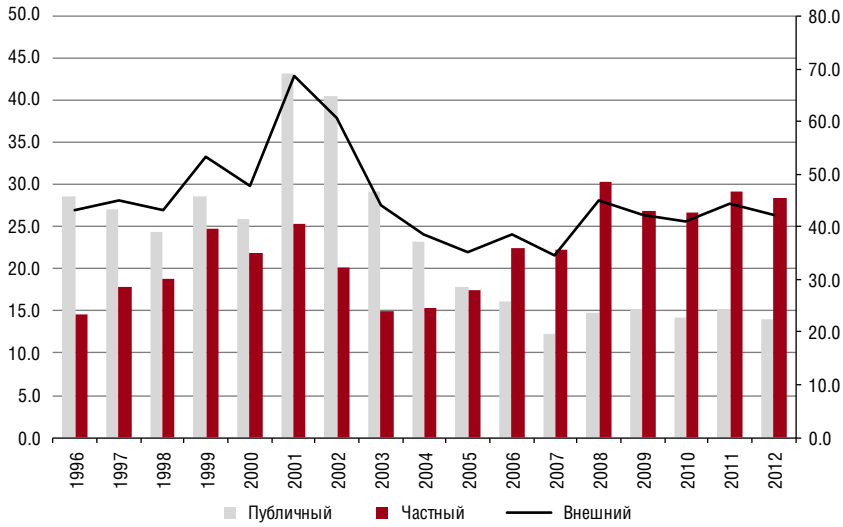
Рисунок 3
Рост ВВП Турции



Источники: IMF, CBT

Рисунок 4
Рост экспорта Турции

Рисунок 5
Государственный долг Турции (% ВВП)



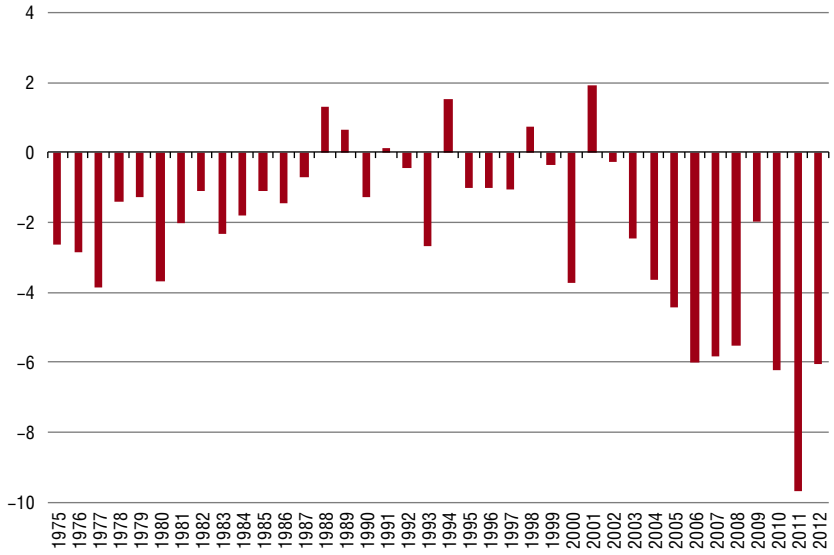


Рисунок 6
Текущий счет Турции (% ВВП)

политических соратников сгладить конфликт, премьер-министр Эрдоган продолжает давать очень категоричные оценки событиям и настаивать на том, что протесты в большинстве своем были спровоцированы силами извне. Именно этот жесткий тон премьера стал причиной столь болезненной реакции населения страны. Стоит также отметить то обстоятельство, что Эрдоган осудил действия некоторых бизнесменов, которые, по его убеждению, оказали незаслуженную поддержку протестующим. Банк Garanti и Koc Holding (владелец Tupras), представленные на рынке евробондов, уже почувствовали давление продаж в сложившихся условиях. Антиправительственные выступления утихли, и сейчас Турция готовится к муниципальным выборам в марте 2014 года и выборам президента в августе 2014 года. А самые критические для страны выборы, определяющие расстановку сил в парламенте, будут проведены в июне 2015 года. Трудно сказать наверняка, повторятся ли протесты в ближайшем будущем. Можно смело сказать, что шансов на революции по арабскому сценарию в Турции нет, однако также очевидно и то, что теперь инвесторы будут аккуратнее оценивать риски страны.

Отдавая себе отчет в том, что доходности большинства турецких корпоративных бумаг ниже российских, я все же хочу обратить внимание на несколько бумаг, прежде всего еврооблигации Halk Bank, государственного банка, портфель активов которого отличается от коллег по сектору короткой дюрацией и, соответственно, имеет более узкий гэп рефинансирования в условиях повышающихся ставок на рынке. Еврооблигации девелопера Yuksel привлекают высокой премией, однако компания, потерявшая контракты во время вооруженного конфликта в Ливии, испытывала проблемы с ликвидностью, в результате чего ее рейтинги были понижены агентствами Fitch и Moody's до Caa1. В мае этого года Yuksel добился-таки получения кредита на $1.35 млрд и без проблем погасил купон по облигации 2015 года, но при этом компания не сделала официального заявления о получении финансирования. В последнее время представители Yuksel полностью избегают высказываний о планах девелопера и оценки сегодняшнего положения дел, что, в свою очередь, пугает инвесторов. Доходность бумаги прыгнула вверх с нижних 20-процентных отметок до 40% за последние четыре месяца. Компания продолжает работать над рядом проектов как в Турции, так и в регионах, но в условиях бегства инвесторов с развивающихся рынков надежды на движение доходности бумаги вниз практически нет.

Казначейство Турции и турецкие компании внимательно следят за настроениями на рынке и очень правильно уловили возрастающий интерес к займам, оформленным по законам шариата, — сукук. Турецкое казначейство разместило первый долларовый сукук в 2012 году. Выпуск объемом $1.5 млрд с погашением в 2018 году был размещен под 2.8% и принят рынком на ура. Турецкие банки, чьи бизнес-модели согласуются с правилами ислама, такие как Kuveyt Turk, Albaraka, Asya Bank, также успешно провели размещения сукук на международном рынке. На наш взгляд, турецкий рынок сукук станет еще более активным в ближайшее время. Буквально месяц назад был принят свод законов, позволяющих компаниям REIT осуществлять займы в формате сукук: очевидно, что девелоперы поспешат воспользоваться этими каналами фондирования, как только настроения на рынке улучшатся.

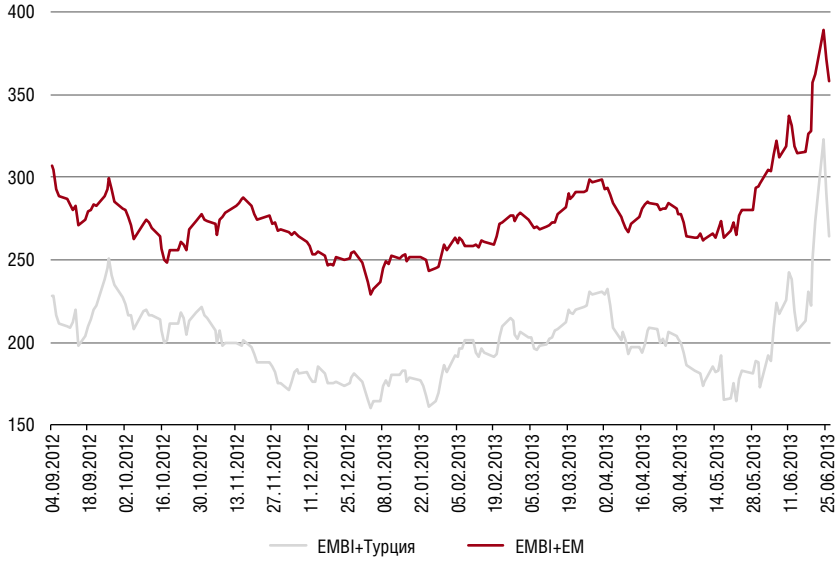



Рисунок 7
Спреды EMBI+ по Турции и странам EM