Константин ЕМЕЛИН,
аналитик по рынкам государственных облигаций, Cbonds

Восточный базар

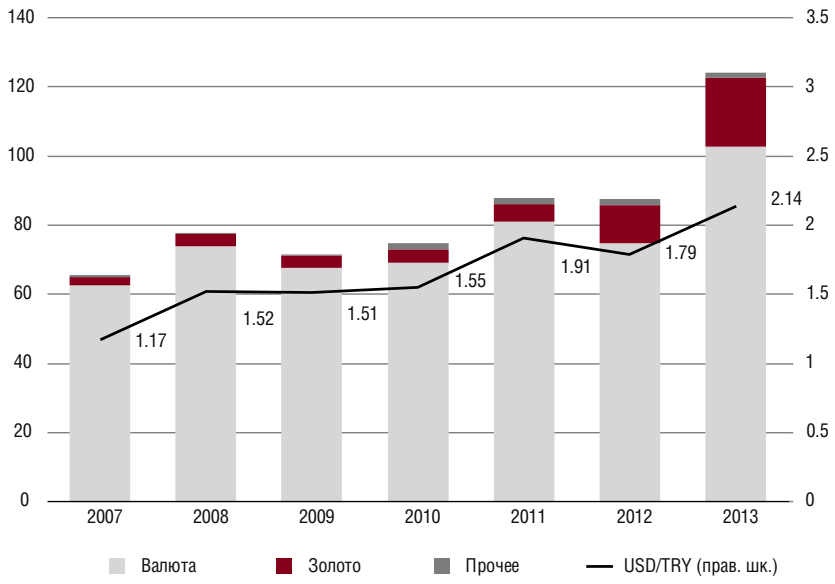
Макроэкономические процессы и тренды движения фондового рынка Турции являются типичными для государств с дешевой квалифицированной рабочей силой и емкими внутренними рынками. Особый геополитический и культурный код страны гарантирует Турции своеобразное положение среди других развивающихся экономик мира. Добро пожаловать в самую западную страну Азии, ну или в самую восточную страну Европы.

Инвестиционный климат в Турции относительно благоприятный. Международные рейтинговые агентства относят страну к нижней границе инвестиционного уровня (BB+/Baa3/BBB–), а рейтинг Doing Business за 2014 год определяет республику на 69-е место — между Киргизией и Азербайджаном. Впрочем, не будем забывать, что в данном отношении положение России в глобальных хит-парадах доверия иностранного капитала отличается несущественно.

По мнению биржевых аналитиков, к числу наиболее важных факторов, негативно влияющих на макроэкономическую стабильность Турции, относятся: политические риски, большая зависимость от импорта энергии, недостаточный уровень прямых иностранных инвестиций в национальную экономику и невысокие возможности денежно-кредитного регулирования. Тем не менее данные угрозы во многом нивелируются высоким демографическим потенциалом, относительно небольшой долговой нагрузкой государственного и частного секторов, широкой номенклатурой промышленных и экспортных товаров.

Несмотря на последовательную политику турецкого Центробанка по поддержанию стабильности цен с помощью таргетирования инфляции и умеренной девальвации лиры, ресурсы денежно-кредитной политики страны являются довольно ограниченными, и ключевые макроэкономические индикаторы испытывают большую зависимость от конъюнктуры на глобальных финансовых рынках. Показательным является резкое повышение ключевых ставок в январе 2014 года с целью приостановки оттока капитала и удержания курса лиры.

Рисунок 1
Курс турецкой лиры и международные резервы Турции, $ млрд



Источник: Центральный банк Турецкой Республики

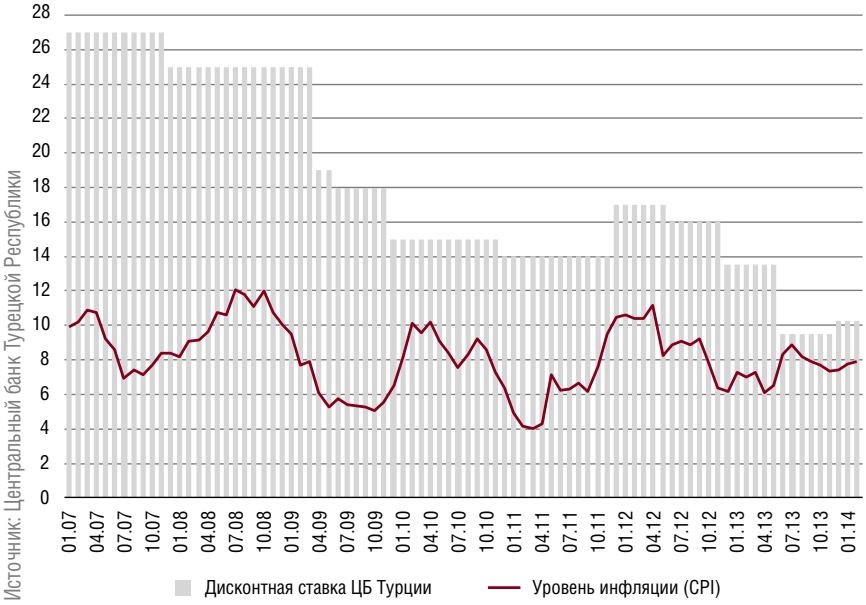


Рисунок 2
Динамика инфляции и ставка Центрального банка Турции, %

Задолженность государственного сектора Турции остается на невысоком уровне. Это объясняется неплохой бюджетной дисциплиной правительства, не оставляющего надежд на вступление страны в ЕС, а значит, стремящегося соблюдать все формальные требования к государствам-кандидатам. Государственное казначейство предпочитает кредитоваться преимущественно в национальной валюте на срок 1, 2, 5, 7 и 10 лет, что позволяет существенно сократить долларовую задолженность в случае дальнейшего ослабления турецкой лиры. За последние годы объем государственной задолженности в пересчете на локальную валюту демонстрирует значительный рост, в то время как в долларовом эквиваленте динамика более умеренна. По данным на конец апреля 2014 года, Турция задолжала примерно $237 млрд во внутренних долговых инструментах и еврооблигациях при ожидаемом ВВП в $867 млрд.

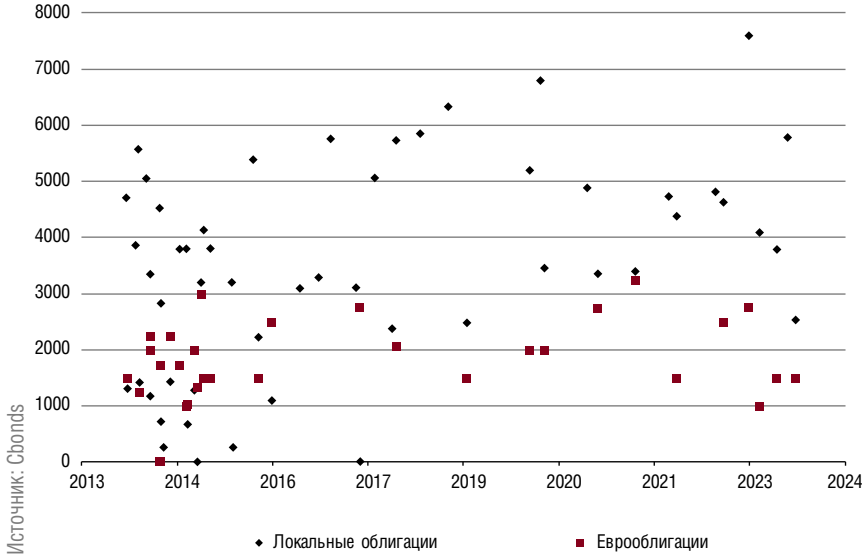
В целом структура турецкого фондового рынка построена по классической западной модели. Ключевым регулятором выступает Палата рынка капиталов Турции, в стране представлена широкая палитра национальных и международных банков, управляющих компаний, фондов и рейтинговых агентств. По данным на март 2014 года, на локальном рынке облигаций Турции насчитывается девять инвестиционных банков, 26 коммерческих банков и 46 брокерских компаний.

Безоговорочной финансовой столицей Турции является Стамбул (где расположены основные кредитные и инвестиционные институты страны), а не Анкара, выполняющая преимущественно политико-административные функции, что лишний раз подчеркивает западно-ориентированный характер национальной экономики. Стамбул является не только окном на Запад, но и воротами на Восток, что подтверждается сотрудничеством Стамбульской фондовой биржи и расчетно-депозитарного банка Takasbank как с ведущими мировыми торговыми площадками и расчетно-клиринговыми компаниями, так и более экзотическими финансовыми институтами Балкан, Ближнего Востока и Средней Азии. Впрочем, отсутствие доступа к стамбульской торговой инфраструктуре через системы Clearstream и Euroclear существенно осложняет прямой выход западных инвесторов на внутренний рынок страны. В связи с этим зарубежные участники обращаются к турецким инвестиционным домам в качестве посредников или переносят свое внимание на рынок еврооблигаций турецких эмитентов.

Стамбульская площадка предлагает полный ассортимент биржевых услуг и доступ к рынкам долевых и долговых ценных бумаг, производных инструментов и наличной торговли благородными металлами и бриллиантами. На рынке долговых инструментов Стамбульской фондовой биржи организованы вторичные торги локальными бумагами и государственными еврооблигациями Турции, механизмы первичного размещения долговых инструментов и нескольких типов обратного и прямого РЕПО.

К обращению на рынке долговых инструментов допускаются локальные и международные долгосрочные облигации Турции, векселя государственного казначейства и Центрального банка, долгосрочные и краткосрочные корпоративные займы, инфраструктурные облигации, секьюритизированные и

Рисунок 3
Распределение суверенных долговых бумаг Турции по сроку до погашения и объему, $ млн



обеспеченные продукты. По данным на конец марта 2014 года, на Стамбульской бирже торговались 302 долговые бумаги на общую сумму в $230.5 млрд, причем из них 72 выпуска облигаций (94% от общего объема) приходятся на суверенного заемщика. Таким образом, доля корпоративного сектора по сравнению с государственным совершенно незначительна и составляет $13.1 млрд. Подавляющее число корпоративных выпусков представлено заемщиками из финансовой отрасли, незначительный объем эмиссий приходится на долю эмитентов из сектора торговли и промышленности. Сегмент муниципальных заимствований на рынке отсутствует.

На корпоративный долг сроком до одного года приходится 28% выпусков в количественном выражении и 60% в объемном, на бумаги от года до двух лет — 27% и 15%, а на облигации от двух лет и выше — 45% и 25% соответственно. На турецком рынке преобладают дисконтные облигации, составляющие 45% в численном выражении и 67% в объемном, бумаги с плавающей ставкой насчитывают 40% общего количества и 24% общего объема, облигации с фиксированной ставкой — 15% и 9% соответственно. Средняя доходность корпоративных облигаций на торгах в марте 2014 года составляла 11.3%, а средняя доходность государственных облигаций — 10.8%.

Помимо сильного тяготения турецкого долгового рынка к краткосрочному сегменту, следует отметить еще одну его особенность — активное использование механизмов денежного рынка. Объемы ежедневных сделок РЕПО в Турции существенно превышают торги облигациями.

Присутствие иностранных эмитентов на локальном турецком рынке является довольно ограниченным. На Стамбульской фондовой бирже обращается один из двух закрытых выпусков «ВТБ Капитала» в лирах, что можно считать чуть ли не уникальным случаем размещения на внутреннем рынке Турции. Сбербанк России, второй эмитент из СНГ, выпустивший облигации в турецкой валюте, фактически осуществил сделку в «офшорных» лирах – бумаги выпущены согласно западному законодательству, для западных инвесторов, на западной площадке. Данная сделка была осуществлена с целью фондирования турецкого BenizBank, входящего в группу Сбербанка.

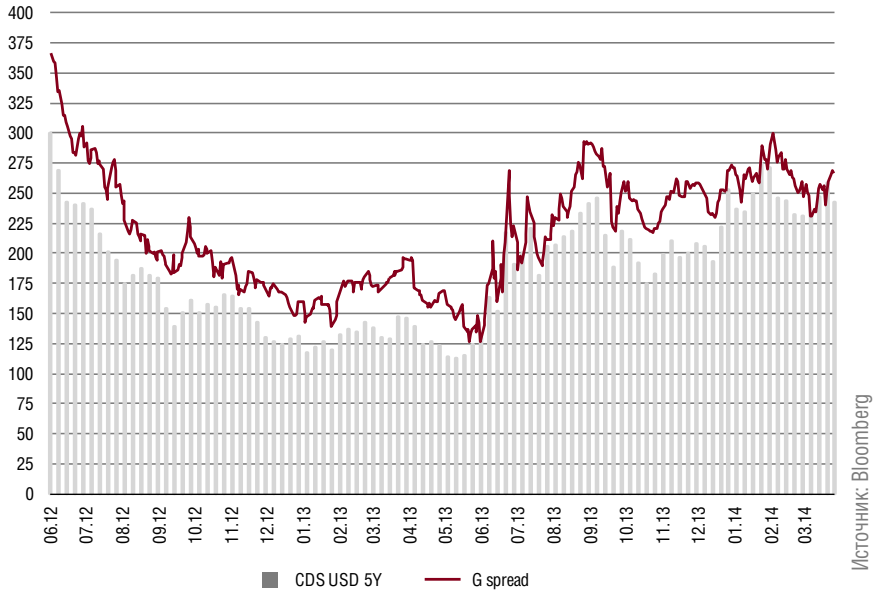


Рисунок 4
Динамика стоимости кредитно-дефолтного свопа Турции и размера G-спреда для долларового бенчмарка

В силу специфики фондового рынка республики, в частности из-за сложности торговать напрямую на Стамбульской фондовой бирже для нерезидентов, инвесторам, желающим вложиться в турецкий риск, целесообразно рассмотреть два варианта. Первый — это покупка в западных торговых системах еврооблигаций турецких эмитентов, номинированных в твердой валюте. Средняя долларовая доходность в марте 2014 года для турецкого корпоративного сектора составляла 7%, для государственного — 5.3%. Второй вариант — это покупка в западных торговых системах номинированных в «офшорных» турецких лирах еврооблигаций нетурецких эмитентов, среди которых преобладают иностранные банки развития (Европейский инвестиционный банк, Северный инвестиционный банк) и западные финансовые институты (Deutsche Bank, General Electric Capital, J.P. Morgan, KfW, Rabobank), с возможностью хеджирования позиции кросс-валютным свопом. Средняя текущая доходность таких бумаг по результатам торгов в марте 2014 года составила 11.5%. Впрочем, при желании включиться в игру именно на локальном рынке облигаций страны существует возможность доступа к торгам через местных брокеров или локальные подразделения глобальных банков.

И наконец, работая на довольно рискованном, но высокодоходном рынке облигаций Турции, помните золотое правило восточного базара: торгуйтесь!

Таблица 1
Облигации российских эмитентов в турецких лирах

Эмитент	ISIN	Дата размещения	Дата погашения	Объем эмиссии, TRY млн	Купон, %	Организаторы
«ВТБ Капитал»	TRSVTBC41516	20.04.2012	17.04.2015	300	11.28	Garanti Bank
«ВТБ Капитал»	TRSVTBC21518	04.02.2013	02.02.2015	300	7.79	Garanti Bank
Сбербанк России	XS0897427570	04.03.2013	28.06.2013	550	7.4	Sberbank CIB, J.P. Morgan, HSBC