Навигация по долговому рынку Турции: возможности и вызовы

Камаль МОХАММАДИЯ,
руководитель группы
по долговым рынкам
Ближнего Востока
и Африки, Cbonds

Географическое значение Турции как моста между континентами в сочетании с ее огромным населением и богатыми ресурсами давно является центром внимания для различных экономических субъектов. Однако понимание тонкостей ее макроэкономического ландшафта и долгового рынка необходимо для инвесторов, стремящихся воспользоваться ее потенциалом, при этом преодолевая стоящие перед ними вызовы.

ДВОЙНОЙ ВЫЗОВ: ИНФЛЯЦИЯ И ДЕВАЛЬВАЦИЯ ЛИРЫ

Хотя Турция занимала 20-е место среди крупнейших экономик с ВВП, превышающим $900 млрд по состоянию на 2022 год (Рисунок 1), ее экономический рост был отмечен волатильностью и достаточно большой амплитудой колебаний между периодами роста и спадов.

Неконвенциональная денежно-кредитная политика Центрального банка Турецкой Республики (ЦБТР),

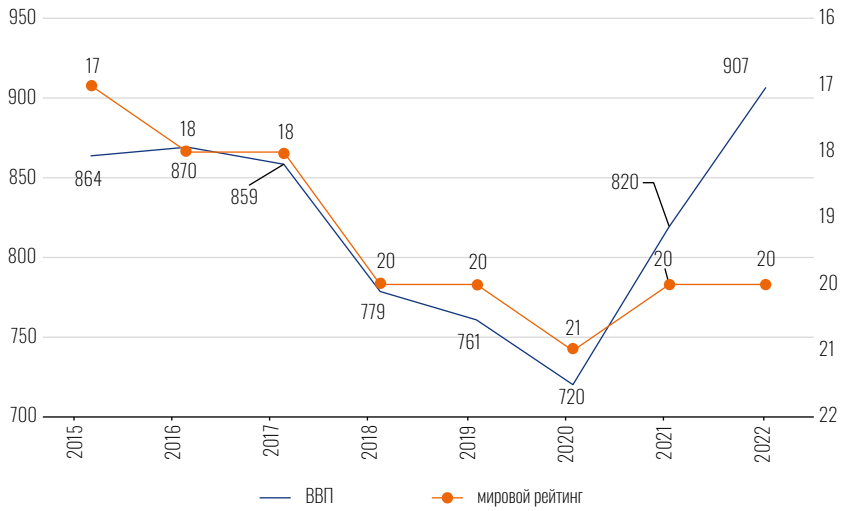
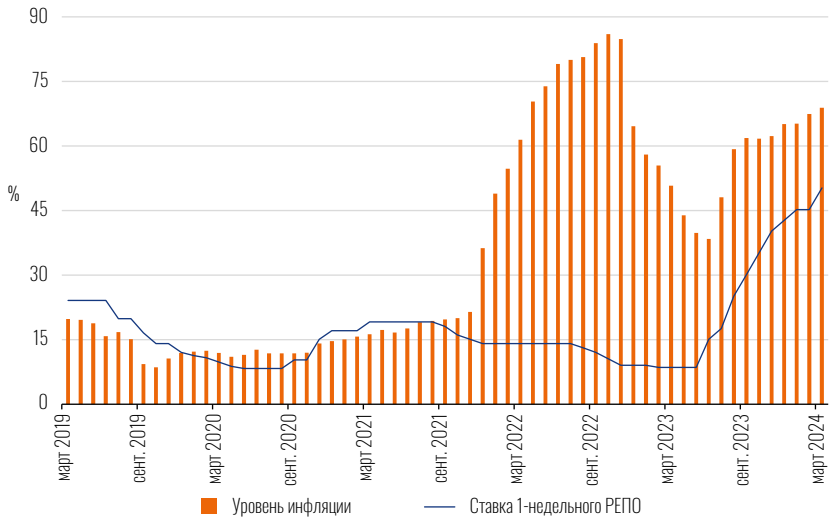


Рисунок 1
ВВП Турции
в млрд долларов США
и мировой рейтинг
(2015–2022)

Источник: Cbonds

Рисунок 2
Турция ставка 1-недельного РЕПО в сравнении с месячным уровнем инфляции (2019–2024)

Источник: Cbonds



в частности акцент на низкие процентные ставки при высокой инфляции, привела к валютному кризису и гиперинфляции.

В попытке восстановить контроль ЦБТР агрессивно повышал процентные ставки, достигнув рекордных 50 % к 21 марта 2024 года (Рисунок 2).

Однако эта резкая смена политики оказывает серьезное воздействие на рынок облигаций, поскольку рост инфляции превосходит новые процентные ставки. Более того, последние повышения ставок усилили волатильность рынка, что потенциально может привести к убыткам держателей облигаций.

Уровень инфляции в Турции, находящийся на уровне 68.5 % к марту 2024 года, обусловлен несогласованной денежно-кредитной политикой и депрециацией лиры, курс которой упал с 5.56 TRY за 1 доллар США в апреле 2019 года до 32.27 TRY за 1 доллар США в апреле 2024 года.

ИССЛЕДОВАНИЕ ТУРЕЦКОГО ДОЛГОВОГО РЫНКА

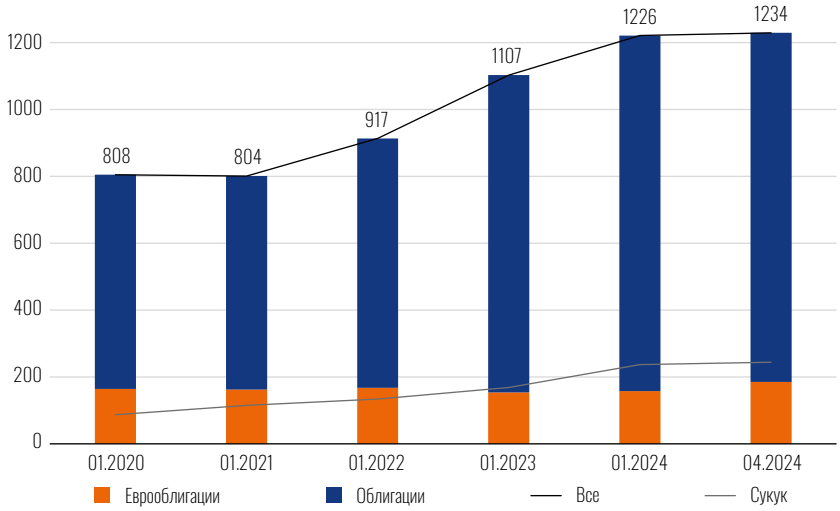
Несмотря на сложность макроэкономической конъюнктуры, долговой рынок Турции предлагает широкий спектр инструментов для инвесторов, желающих получить доступ к этому развивающемуся рынку, включая государственные ценные бумаги, корпоративные облигации и шариатско-совместимые сукук.

По состоянию на 1 апреля 2024 года внутренние облигации преобладают по количеству, составляя примерно 85 % рынка (1049 выпусков). Однако по общему объему большую долю занимают еврооблигации, составляя примерно 56 % рынка ($134.38 млрд по сравнению со $106 млрд внутренних облигаций), что демонстрирует интеграцию Турции в глобальные рынки.

Количество выпущенных облигаций в Турции постоянно растет. В целом, за последние пять лет количество выпущенных облигаций увеличилось на 50 % (Рисунок 3). Эмиссия сукук также демонстрирует стремительный

Рисунок 3
Количество непогашенных выпусков облигаций, 2019–2024 годы

Источник: Cbonds



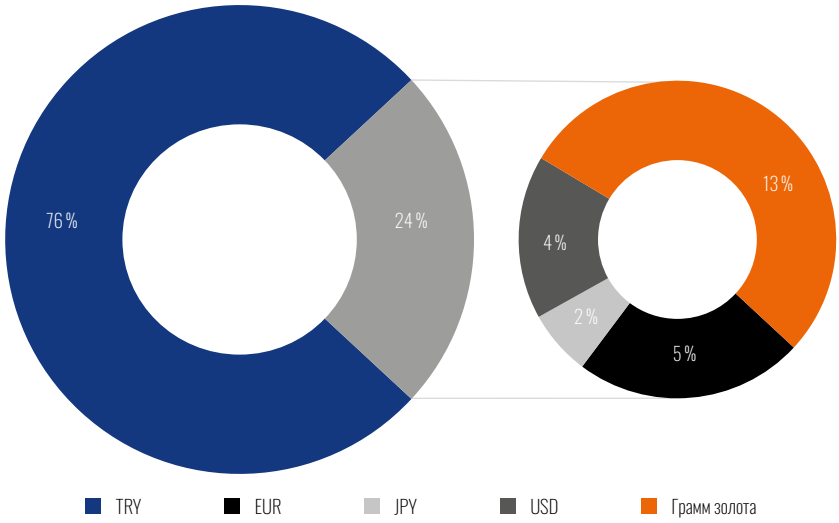


Рисунок 4
Валютная структура непогашенных выпусков местных государственных облигаций (апрель 2024 г.)

Источник: Cbonds

рост, увеличившись на 173 % с 87 выпущенных сукук в 2019 году до 238 в 2024 году.

Распределение по типам выпущенных турецких сукук показывает явное преобладание сукук Вакала, которые являются исламскими инструментами, представляющими долю в активах, управляемых эмитентом от имени инвестора. Сукук Вакала составляют почти четыре пятых (79 %) всех текущих турецких сукук. За ними с большим отставанием следует сукук Иджара, представляющие собой долю в базовом активе, арендованную эмитентом, обеспечивая инвесторов периодическими арендными доходами и составляя 18 % от общего числа текущих выпусков.

ВЗГЛЯД НА РЫНОК ВНУТРЕННИХ ОБЛИГАЦИЙ

Турецкие местные государственные облигации, выпущенные Министерством финансов Турции (Хазина), представлены различными типами инструментов, учитывающими разнообразные инвестиционные предпочтения, включая облигации с нулевым купоном, облигации с фиксированной ставкой, облигации с переменной ставкой, облигации с индексацией номинала, сукук и золотые облигации.

По состоянию на апрель 2024 года большинство выпущенных государственных внутренних облигаций номинированы в турецких лирах (TRY), с меньшей частью — в иностранных валютах (EUR, USD, JPY) (Рисунок 4). Примечательны облигации, номинированные в золоте: они составляют более 10 % от общего количества облигаций и разработаны для диверсификации заимствований, расширения участия инвесторов и привлечения неиспользуемого золота в экономику.

Аналогичным образом турецкие корпорации предлагают краткосрочные коммерческие бумаги, долгосрочные облигации, сукук, обеспеченные активами ценные бумаги (ABS) и структурированные продукты.

Следует отметить, что текущая высокая процентная ставка и экономическая неопределенность отражаются в доминировании краткосрочных корпоративных облигаций,

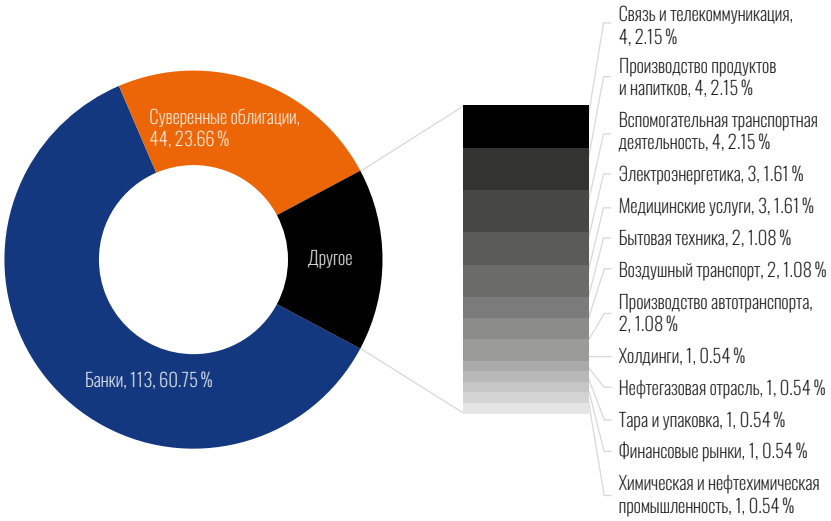
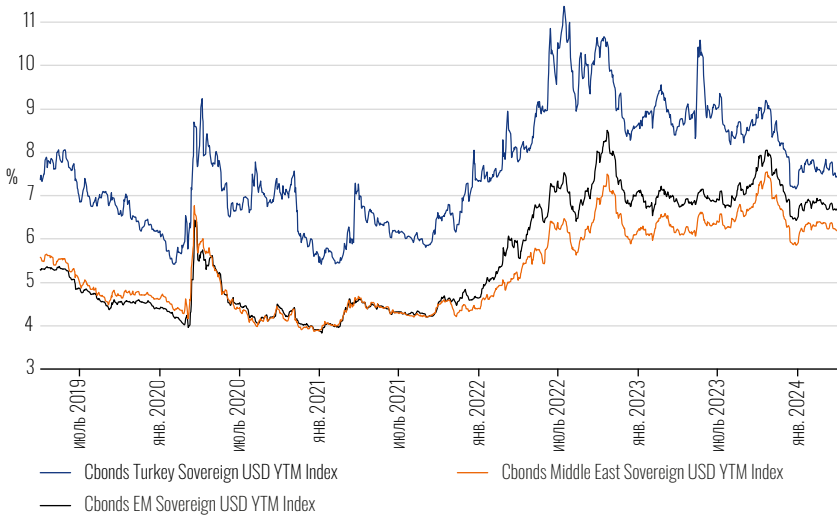


Рисунок 5
Структура рынка международных облигаций Турции (отрасль, выпуски, доля %)

Источник: Cbonds

Рисунок 6
Индекс доходности к погашению государственных облигаций в долларах США Турции, развивающихся рынков и Ближнего Востока (2019–2024 гг.)

Источник: Cbonds



более 70% которых имеют срок погашения один год или менее.

ДИНАМИКА РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ

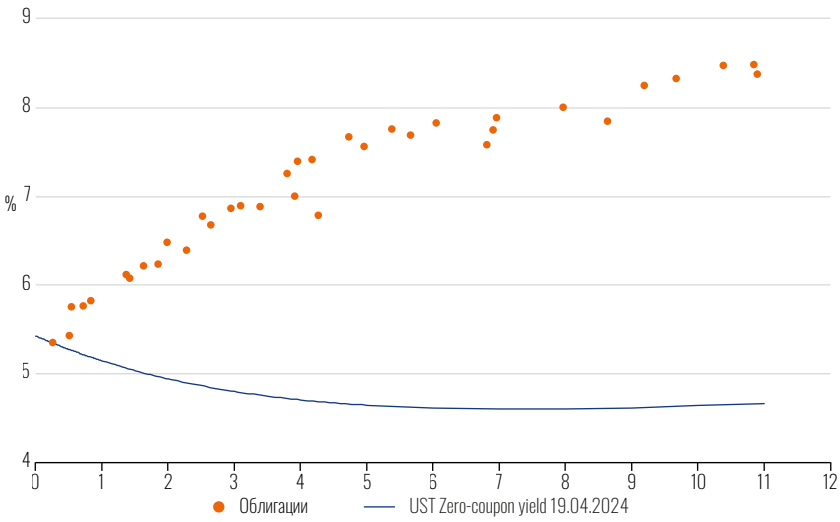
В структуре еврооблигаций преобладают государственный и банковский секторы. На долю государственного долга приходится 61% выпущенных облигаций, а на долю банков — еще 24% (Рисунок 5). В основном выпущенный в USD (78% от общего объема облигаций), рынок еврооблигаций Турции остается менее развитым по сравнению с внутренним рынком страны.

Значение облигационного индекса доходности к погашению (YTM) Турции за последние 5 лет демонстрирует стабильную динамику. Значения индекса на всем рассматриваемом временном отрезке превосходят аналогичные индексы Ближнего Востока и развивающихся стран (Рисунок 6), отражая постоянное восприятие инвесторами турецкого долга как существенно более рискованного.

Карта рынка (Рисунок 7) демонстрирует существенную разницу в отношении долгосрочного риска между рынком Турции и США. Эта разница показывает, что за принятие на себя риска долгого держания суверенного долга Турции инвесторы требуют более высокую доходность.

ОЦЕНКА РЫНКА ТУРЕЦКИХ ОБЛИГАЦИЙ

Инвестирование в турецкий рынок сопряжено с существенными вызовами для инвестора, однако, с другой стороны, предлагает и заманчивые перспективы. Этот рынок обладает существенным потенциалом доходности, но требует высокой доли осмотрительности и профессиональных действий в условиях высокой волатильности. Для эффективного инвестирования в турецкий рынок необходимо учитывать инфляционные и валютные риски, ориентироваться в различных типах предлагаемых инструментов фиксированной доходности. В конечном счете успех на этом динамичном рынке зависит от всестороннего понимания экономического климата Турции и стратегического подхода к инвестированию.

Рисунок 7
Карта доходности турецких суверенных еврооблигаций

Источник: Cbonds