



Turcja

Gospodarka po wyborach

Czerwiec 2023 r.

Podsumowanie



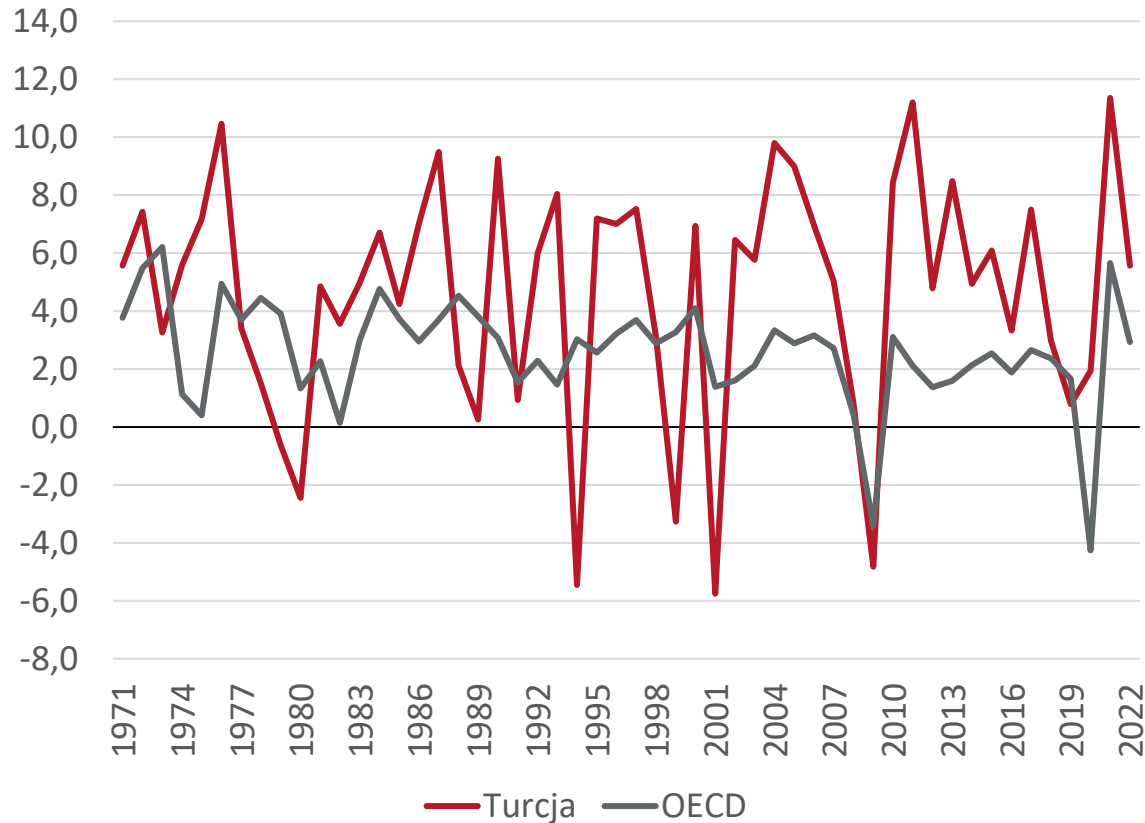
- 1. Gospodarka Turcji rośnie relatywnie szybko na tle OECD (+5,6 rdr. wobec +2,1% rdr. w 2022 r.). Ale tempo wzrostu PKB spada od 2011.** Ponadprzeciętnej dynamice PKB towarzyszył deficyt salda obrotów bieżących oraz narastający dynamicznie w latach 2017-2020 deficyt budżetowy.
- 2. Spowolnienie gospodarki tureckiej ma źródła w wieloletnim spowolnieniu wzrostu wydajności.** Od początku XXI w. zauważalnie spowolnił przyrost wydajności.
- 3. W ostatnich ośmiu latach słabnie lira turecka.** Waluta osiąga co chwilę kolejne niechlubne rekordy spadku wartości i obecnie jest na najniższym poziomie w historii udostępnianych przez Bank Centralny danych (22,1 TRY/EUR i 20,7 TRY/USD).
- 4. Spadek wartości liry jest szczególnie dotkliwy dla sektora prywatnego,** który odpowiada za ponad 52% zadłużenia zagranicznego kraju.
- 5. Po 2015 jednym ze sposobów uśmierzenia dolegliwości deprecjacji waluty było upłynianie rezerw,** przez co ich poziom utrzymuje się znacznie poniżej progów uznawanych za bezpieczne. Turcja byłaby w stanie pokryć rezerwami około 2-3 miesiące importu. Za bezpieczny poziom tego wskaźnika uznaje się wartości powyżej 6 miesięcy.
- 6. Z trwale ujemnym bilansem handlowym Turcja potrzebuje zewnętrznego finansowania,** którego obsługa staje się coraz droższa.
- 7. Jeszcze w maju 2016 r. Turcja mogła pochwalić się ratingami rządu BBB- (Fitch) czy Baa3 (Moody's).** Od tamtego czasu ocena kredytowa systematycznie się pogarszała i obecnie wynosi B (S&P), B3 (Moody's) i B (Fitch).
- 8. Na początku lutego 2023 r. w Turcji i Syrii doszło do niezwykle silnego trzęsienia ziemi, które w samej Turcji poskutkowało śmiercią ponad 45 tysięcy osób.** Jeszcze pod koniec lutego Bank Światowy szacował koszt zniszczeń w Turcji na około 34 mld USD, jednakże kolejne szacunki innych organizacji wskazywały na znacznie wyższy koszt tego tragicznego wydarzenia. Turecka Konfederacja Przedsiębiorczości i Biznesu (ang. The Turkish Enterprise and Business Confederation) wyliczyła straty na około 84 mld USD, a przedstawicielka Programu Narodów Zjednoczonych ds. Rozwoju (UNDP) w Turcji wskazywała na koszt wynoszący ponad 100 mld USD.
- 9. W perspektywie krótkoterminowej Turcji nie grozi niewypłacalność.** A ze względu na istotność tego kraju dla państw europejskich (i europejskich banków) czy Bliskiego Wschodu wydaje się prawdopodobne, że w razie poważniejszych problemów gospodarczych Turcja uzyska wsparcie finansowe z zagranicy.
- 10. W dłuższym okresie rząd w Ankarze powinien zwiększyć wydajność gospodarki** oraz zmniejszyć uzależnienie od zewnętrznego finansowania.
- 11. Stabilizacji gospodarki i wprowadzeniu potrzebnych reform strukturalnych sprzyja kalendarz wyborczy** – kolejne wybory prezydenckie i parlamentarne są zaplanowane dopiero na 2028 r.

Gospodarka Turcji rośnie szybko. Ale wraz z wygasaniem dynamiki PKB od 2011 roku zauważalnie narastały nierównowagi makroekonomiczne.

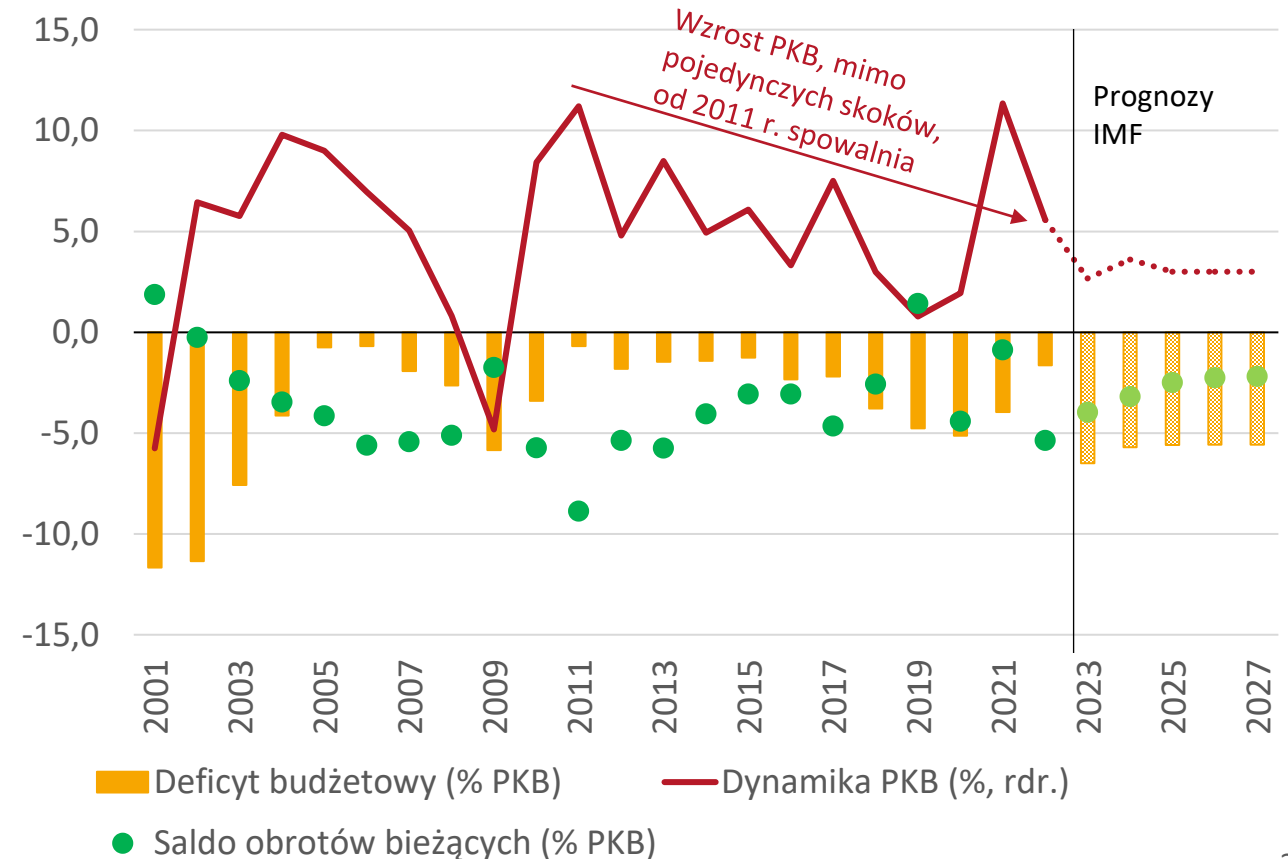


Gospodarka Turcji rosła znacznie szybciej niż przeciętna dla krajów OECD. W poprzedniej dekadzie wzrost gospodarczy Turcji wyniósł średnio 5,9%, na tle 2,1% średniej dla krajów OECD. Turecka gospodarka była jedną z tych, które nie odnotowały recesji w 2020 r. Szacunkowe dane za 2022 r. wskazują na wzrost gospodarczy Turcji na poziomie 5,6%, w porównaniu do 2,9% dla OECD ogółem. Ponadprzeciętnemu tempu wzrostu PKB towarzyszył deficyt salda obrotów bieżących oraz narastający dynamicznie w latach 2017-2020 deficyt budżetowy.

Dynamika PKB Turcji na tle OECD



Deficyt budżetowy i saldo obrotów bieżących



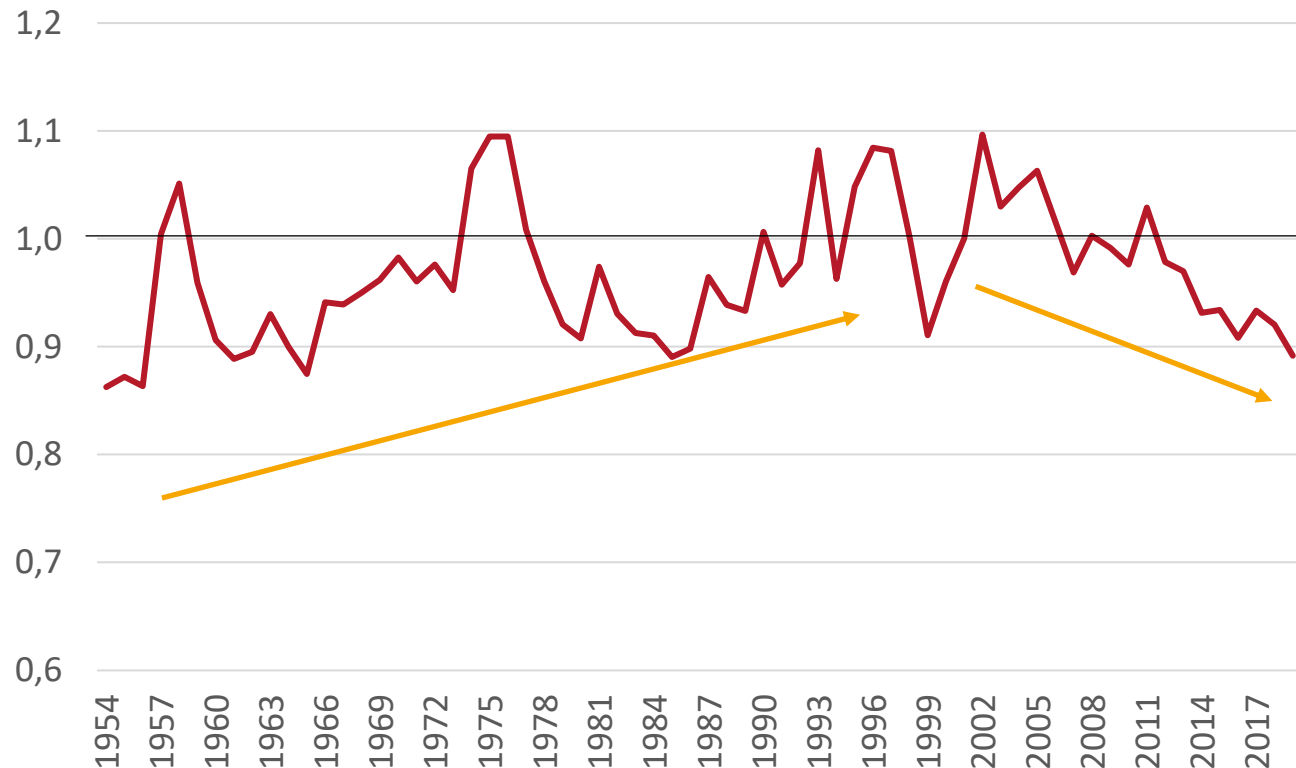
Źródło danych: Baza danych OECD / IMF, World Economic Outlook Database, April 2023 (dane po 2022 r. – prognozy IMF)

Jednym ze źródeł obecnego hamowania tureckiej gospodarki jest długotrwałe spowalnianie wzrostu wydajności.

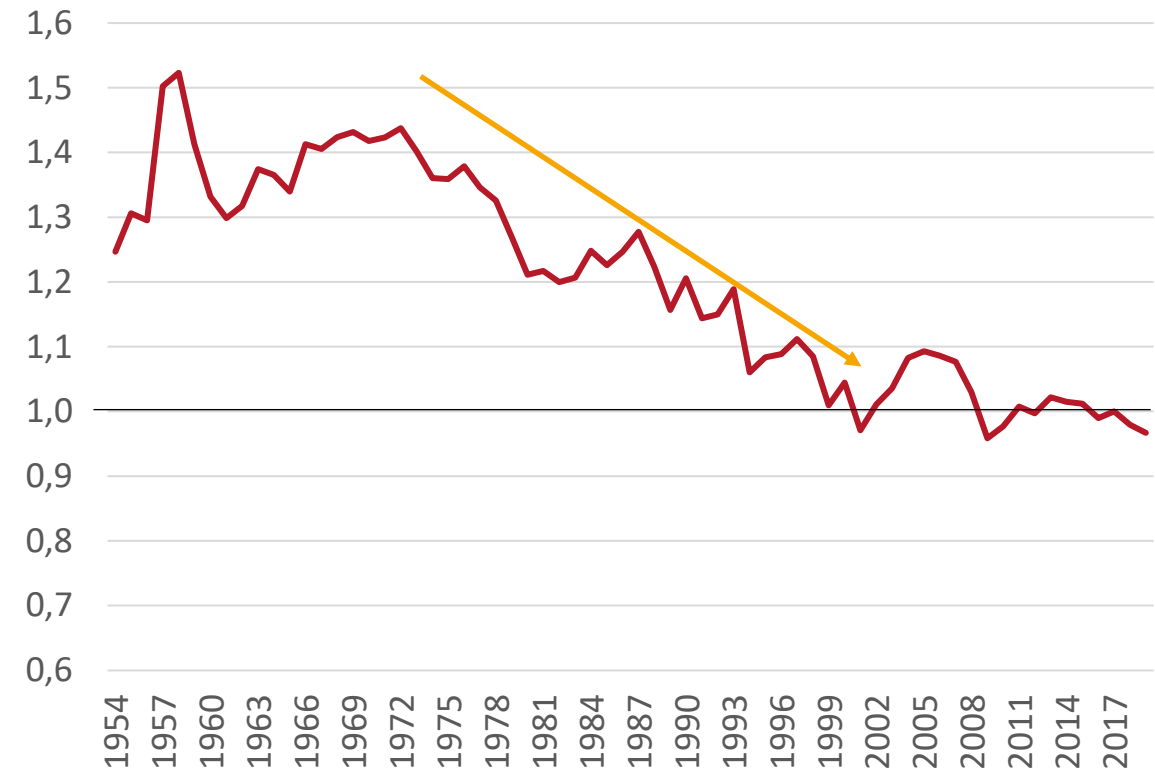


W średnim okresie można dalej stymulować wzrost PKB, np. kredytem bankowym czy deficytem budżetowym. W długim potrzebny jest wzrost wydajności. W porównaniu do wydajności gospodarki amerykańskiej (po uwzględnieniu parytetu siły nabywczej) gospodarka turecka zwiększała wydajność do początku XXI wieku. Z kolei wzrost wydajności mierzony w walucie krajowej spowalnia od lat 70' XX wieku i skończył się wraz z początkiem XXI wieku.

Total Factor Productivity w parytetowej sile nabywczej
(TFP USA=1)



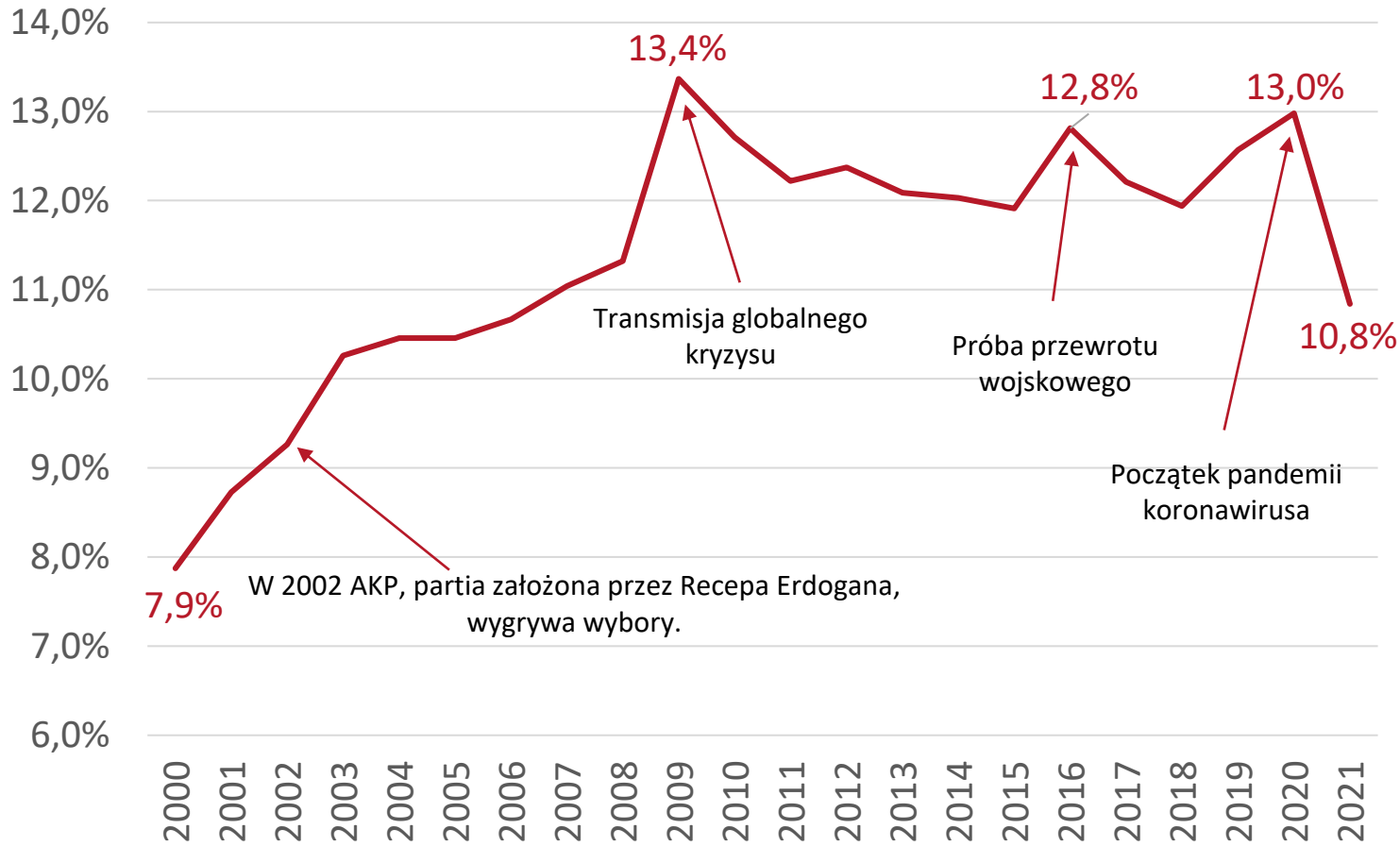
Total Factor Productivity w cenach stałych w walucie krajowej (2017=1)



Realny wzrost wydatków socjalnych miał miejsce dekadę temu i wyniósł ok 4 p. proc. PKB w przeciągu 8 lat.

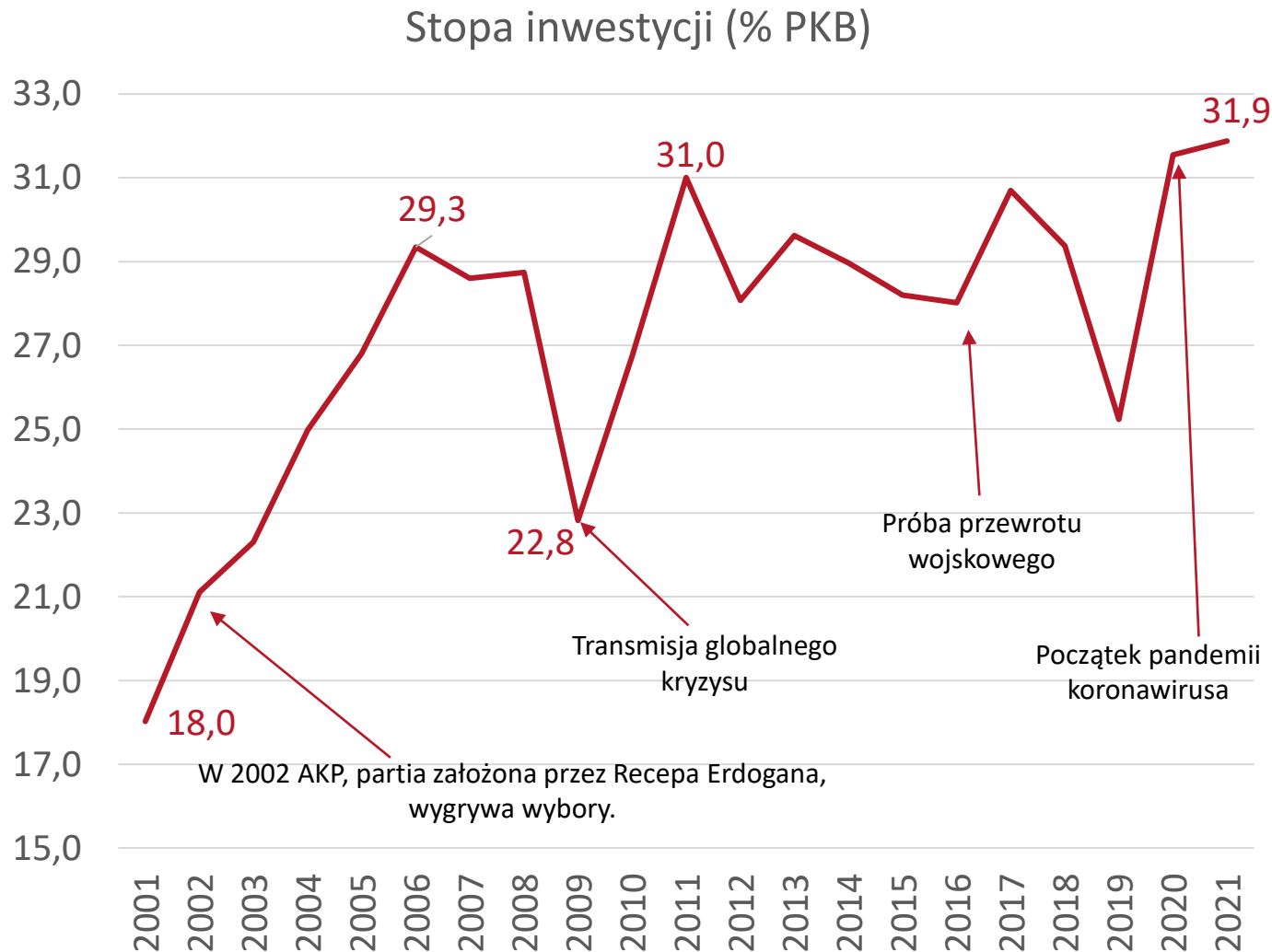


Wydatki socjalne jako % PKB



- W pierwszej dekadzie XXI wieku wydatki socjalne, wyrażone jako % PKB, wzrosły z 7,9% w 2000 r. do 13,4% w 2009 r.
- W drugiej dekadzie obecnego stulecia wydatki socjalne zmniejszyły się do około 12% i utrzymywały na tym poziomie.
- Wzrost wydatków rozpoczął się jeszcze przed dojściem do założonej przez Recepta Erdogana partii AKP.
- Zauważalne jest jednorazowe zwiększanie wydatków socjalnych w obliczu kryzysów gospodarczo-społecznych.
- W 2021 r. wydatki socjalne (jako % PKB) wyraźnie zmniejszyły się, co odzwierciedla fakt dynamicznego wzrostu PKB za którym „nie nadążył” wzrost wydatków (w ujęciu nominalnym wydatki wzrosły)

W obliczu spadającego przyrostu wydajności zwiększone stymulowanie gospodarki w dużym stopniu nakierowano na zwiększenie inwestycji.



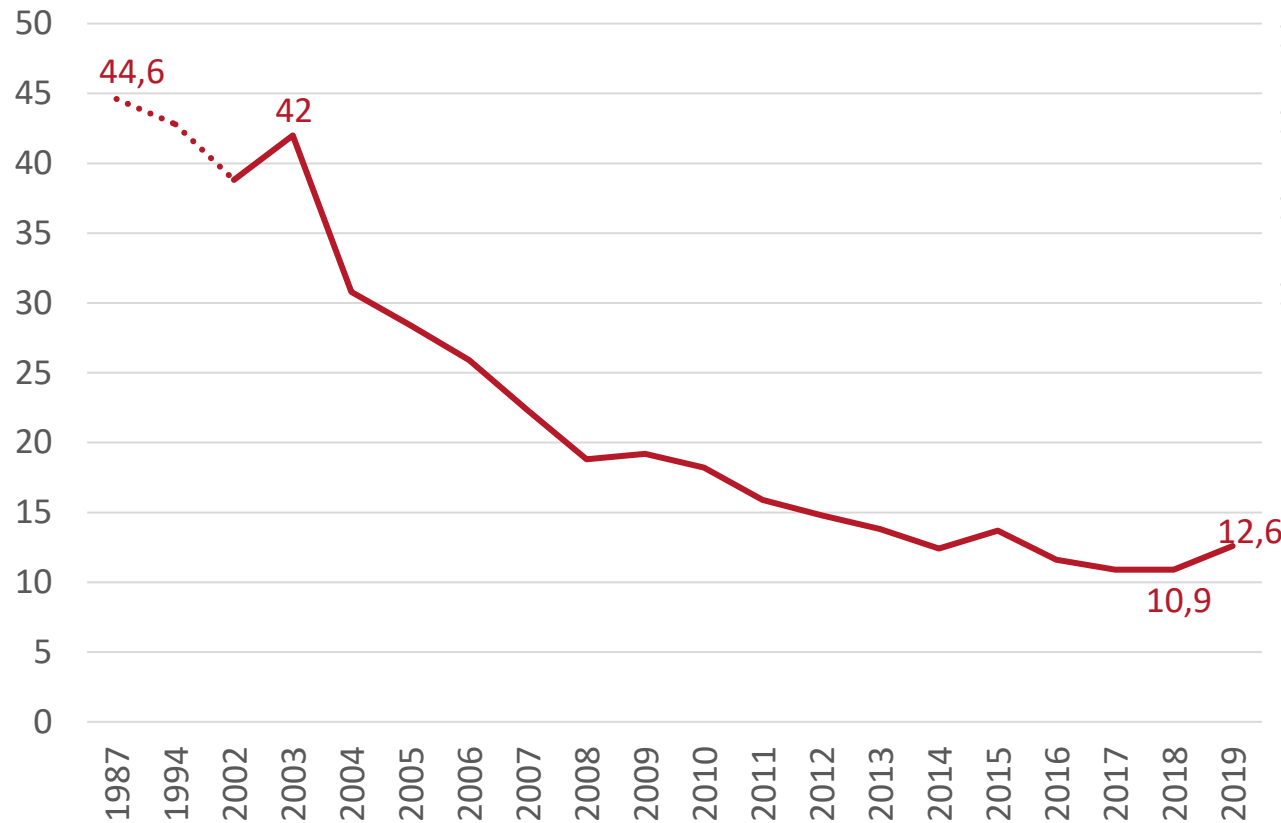
- Popularny obraz tureckiej gospodarki, gdzie władza stymuluje gospodarkę zwiększonymi wydatkami socjalnymi nie znajduje potwierdzenia w danych.
- Wzrost udziału wydatków inwestycyjnych w PKB był większy niż wydatków socjalnych.
- Udział inwestycji w PKB wzrósł z ok. 18% na początku bieżącego stulecia do około 29% w 2006 roku i przeciętnie na tym poziomie utrzymuje się od tego czasu (z pojedynczymi wzrostami i spadkami).
- Wzrost inwestycji wyniósł więc ok 11 pkt. proc. PKB wobec wzrostu wydatków socjalnych o ok. 4 pkt. proc. PKB.
- Na razie w danych nie widać by zwiększona stopa inwestycji przełożyła się na wzrost wydajności gospodarki lub średniokresowego tempa wzrostu PKB.

Zmniejszenie zakresu biedy było trwalsze niż podniesienie wydatków socjalnych z początku XXI wieku i wynikało głównie z szybkiego wzrostu gospodarki.

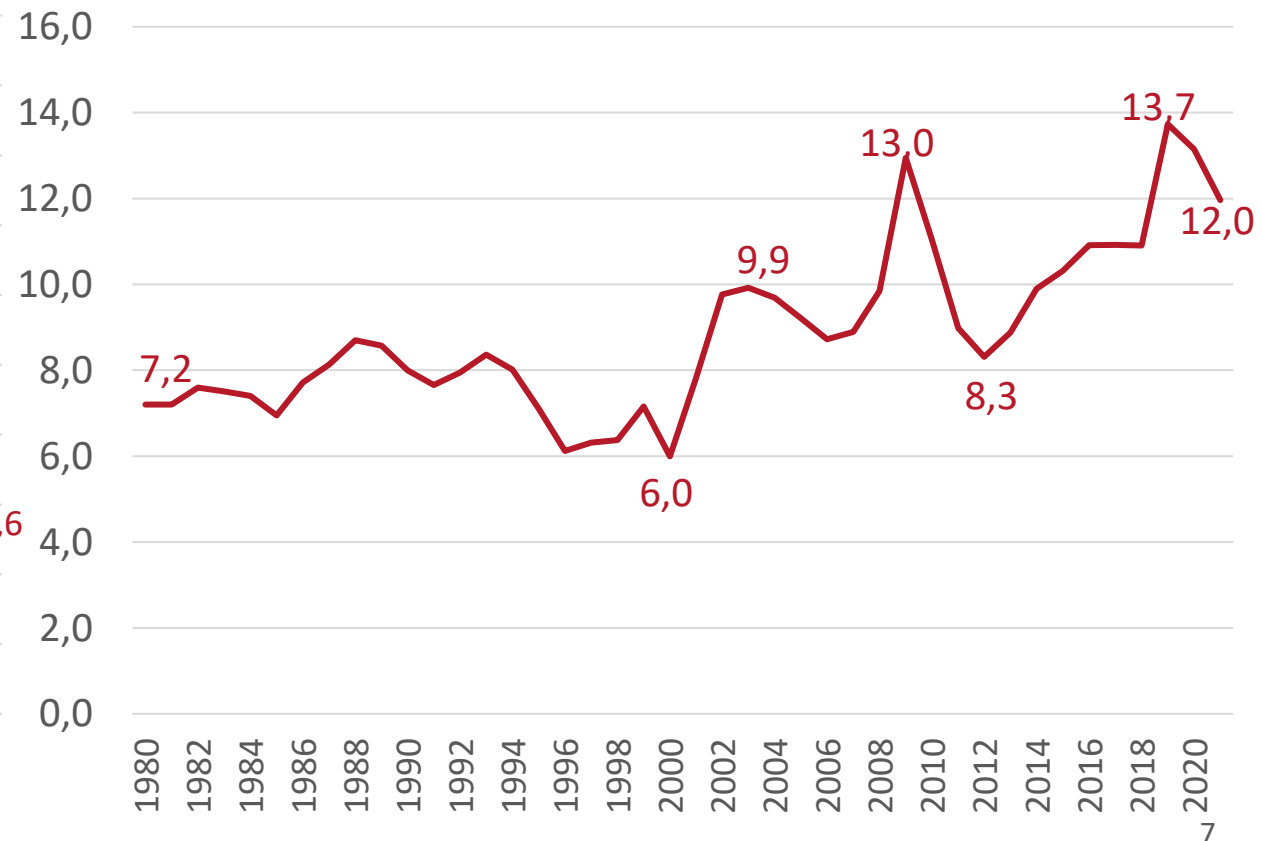


Pomimo zatrzymania wzrostu udziału wydatków socjalnych w PKB w drugiej dekadzie XXI wieku, wskaźniki biedy wykazywały dalszy spadek w kolejnych latach. Wiele problemów socjalnych Turcji nadal jest nierozwiązanych. Oficjalna stopa bezrobocia rosta od 2000 r., spadła w czasach globalnego kryzysu gospodarczego by ponownie wzrosnąć po 2012 r. Od 2019 r. bezrobocie zmniejsza się.

Procent populacji żyjącej za mniej niż 6,85 USD dziennie



Stopa bezrobocia



Źródło danych: Bank Światowy / IMF, World Economic Outlook Database, April 2023

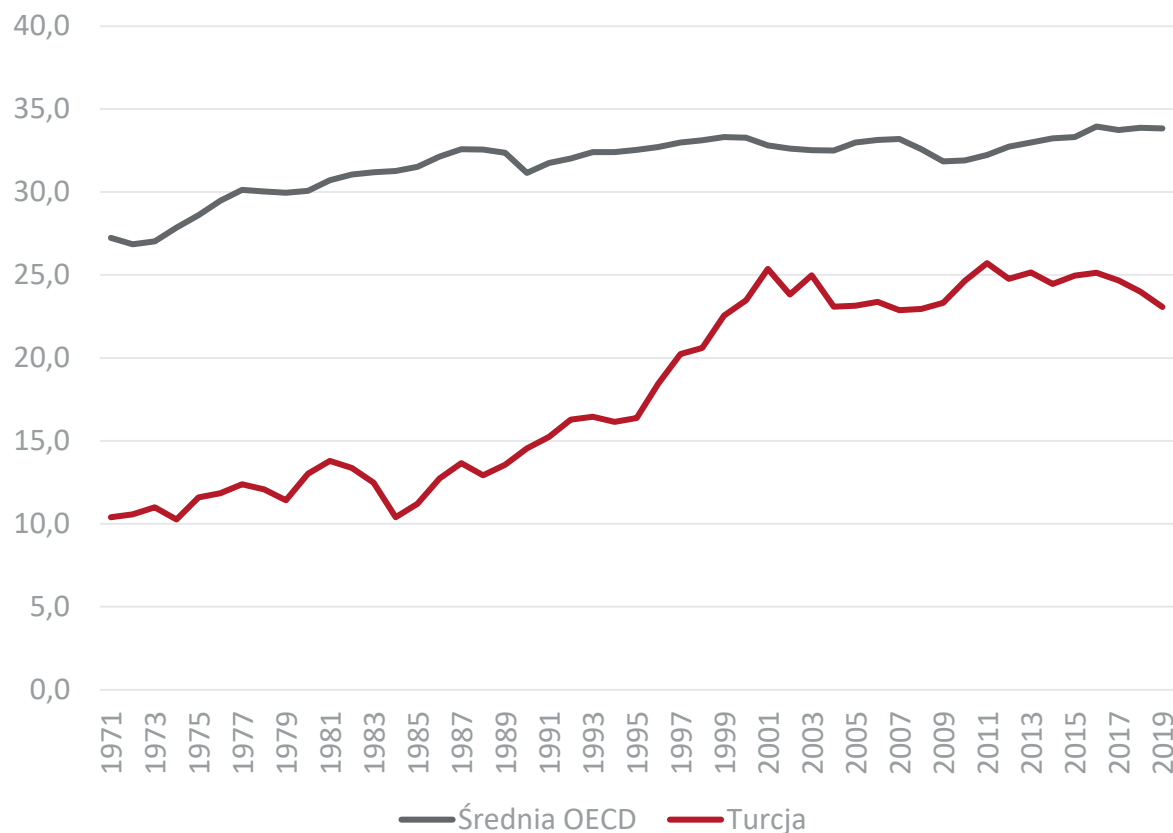
Przychody podatkowe w większości pochodzą z podatków pośrednich.

Przy spowolnieniu gospodarczym relatywnie zwiększa się obciążenie najbiedniejszych.

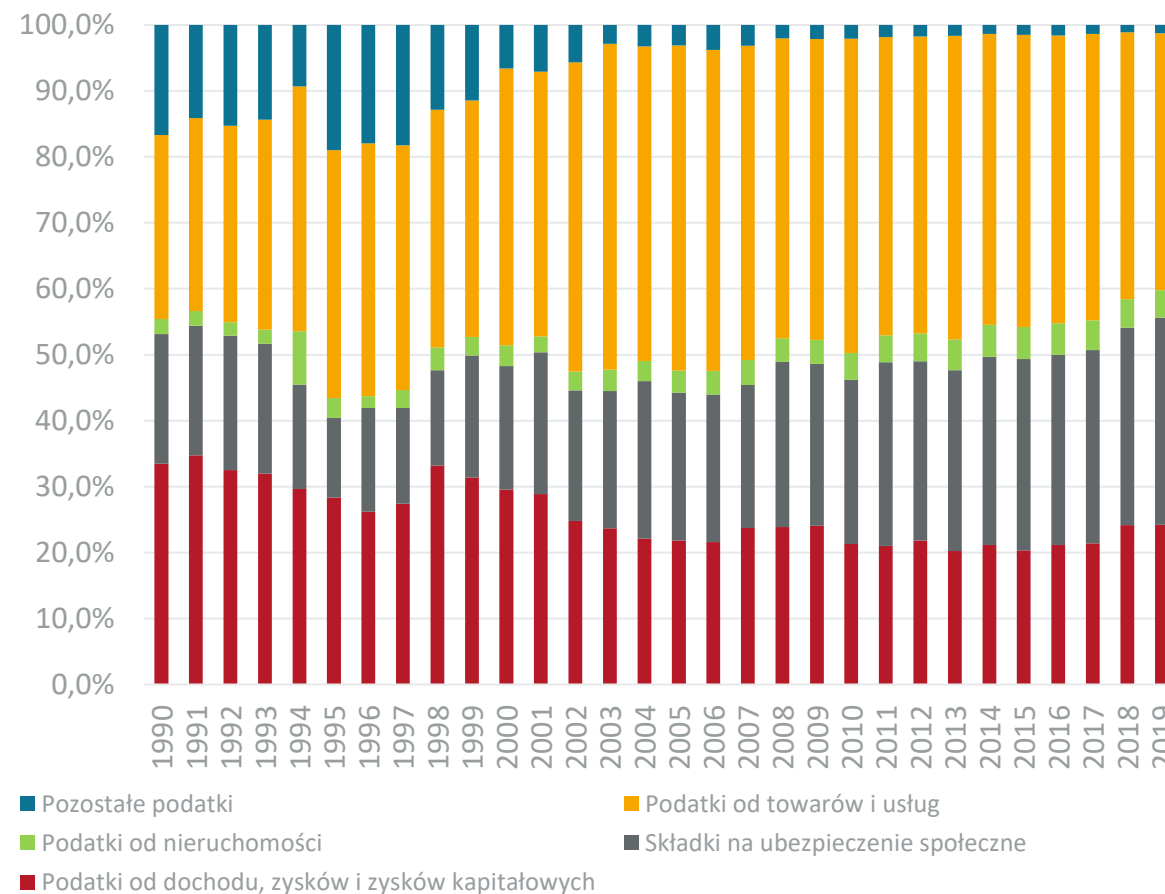


Udział podatków w PKB wzrósł z ok 10% na początku lat 1980-ych do ok 25% na początku XXI i pozostaje na tym poziomie. A w minionych trzech dekadach wzrósł udział podatku od towarów i usług (z 27,9% w 1990 r. do 37,9% w 2019 r.) i składek na ubezpieczenie społeczne (z 19,7% do 31,4%). A zmalał udział podatków od dochodów i zysków (z 33,5% do 24,2%).

Przychody podatkowe jako % PKB



Struktura przychodów podatkowych Turcji (udział w %)



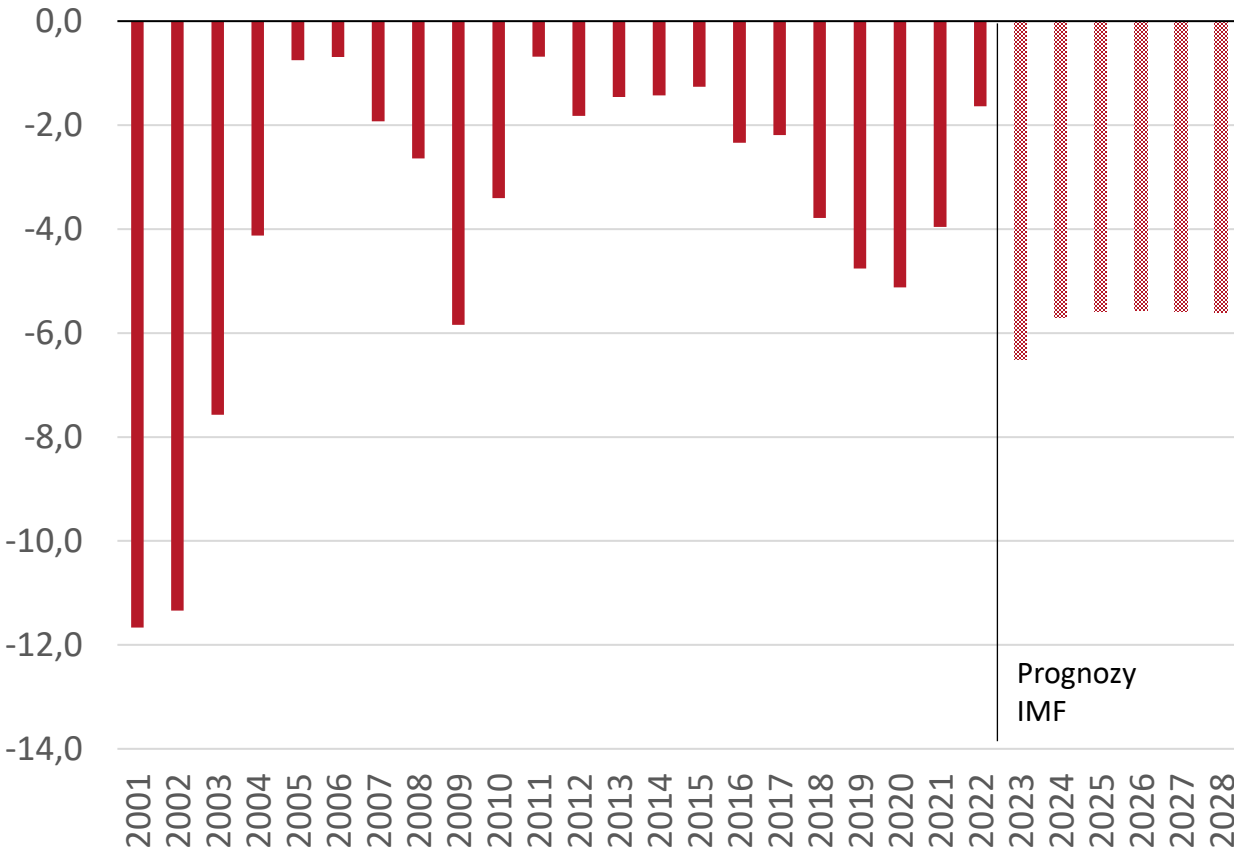
Źródło danych: OECD

Stymulowanie gospodarki większymi wydatkami budżetowymi było łatwiejsze i bezpieczniejsze, gdy gospodarka szybko rosła.

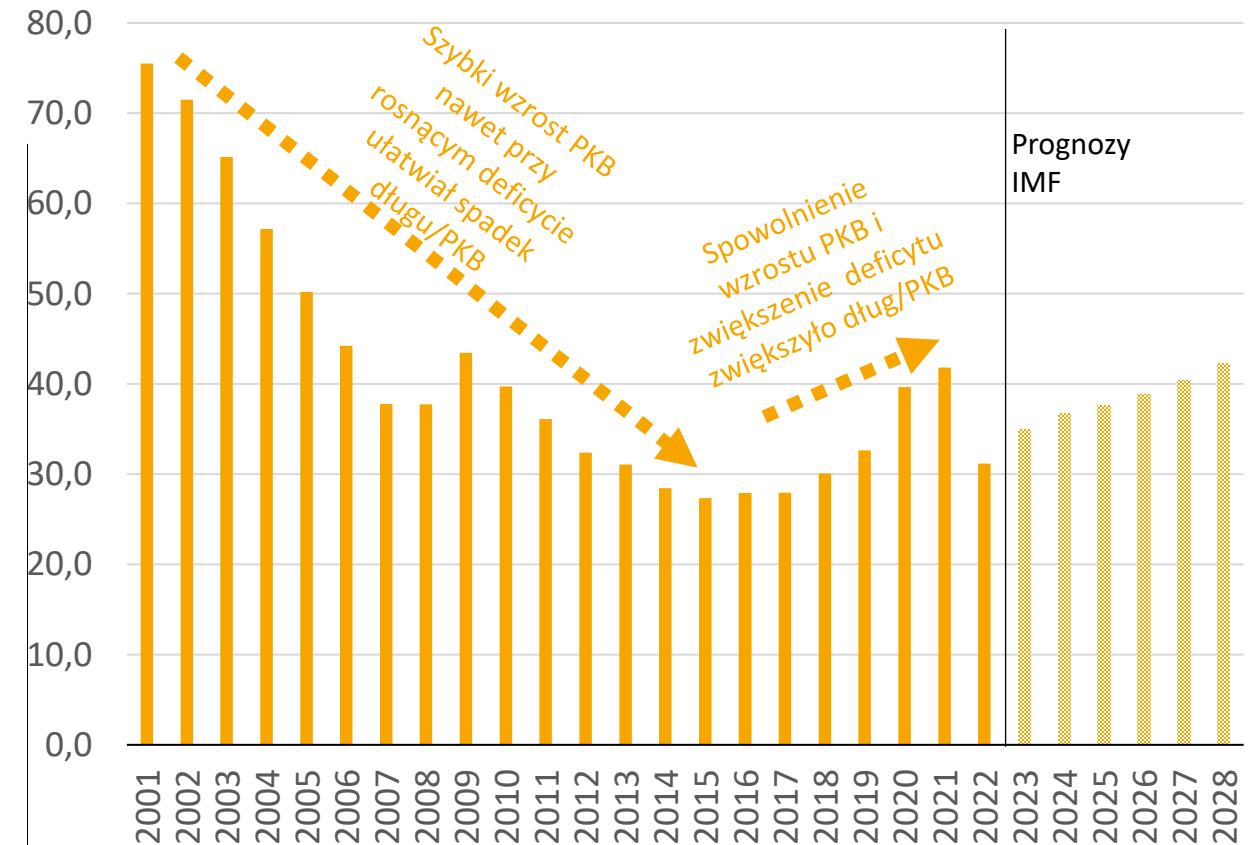


Turcja zwiększa i zmniejsza deficyt budżetowy w miarę potrzeb i możliwości. Ubiegły rok był drugim z rzędu, w którym deficyt budżetowy zmniejszał się, co wynikało ze stabilnego poziomu dochodów i znacznego ograniczenia wydatków (z 34,0% PKB w 2020 r. do 28,0% PKB w 2022 r.). Prognozy IMF jednak sugerują w kolejnych latach trwale wysoki deficyt (w okolicach 6% PKB), który będzie efektem wzrostu wydatków do 33-34% PKB przy dotychczasowym poziomie dochodów (27-28% PKB).

Deficyt budżetowy (% PKB)



Dług publiczny (% PKB)



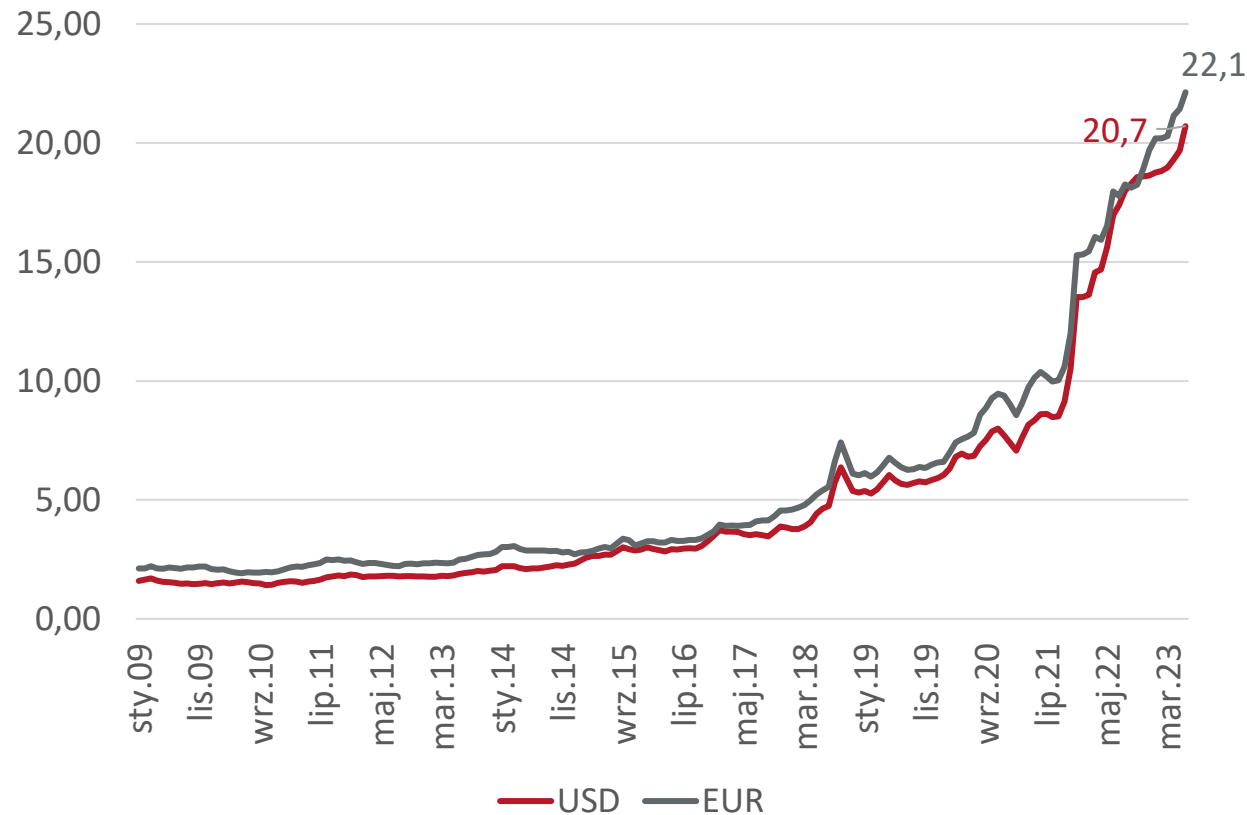
Źródło danych: IMF, World Economic Outlook Database, April 2023 (dane po 2022 r. – prognozy IMF)



Od kilku lat spada wartości liry i rośnie rentowności obligacji.

Turecka lira osiąga co chwilę kolejne niechlubne rekordy spadku wartości i obecnie jest na najniższym poziomie w historii udostępnianych przez Bank Centralny danych. Skomplikowana sytuacja gospodarcza i polityczna negatywnie odbijała się na rentowności tureckich obligacji.

Kurs walutowy tureckiej liry (TRY) do dolara amerykańskiego (USD) i euro (EUR) od 2009 r.



Rentowność tureckich obligacji

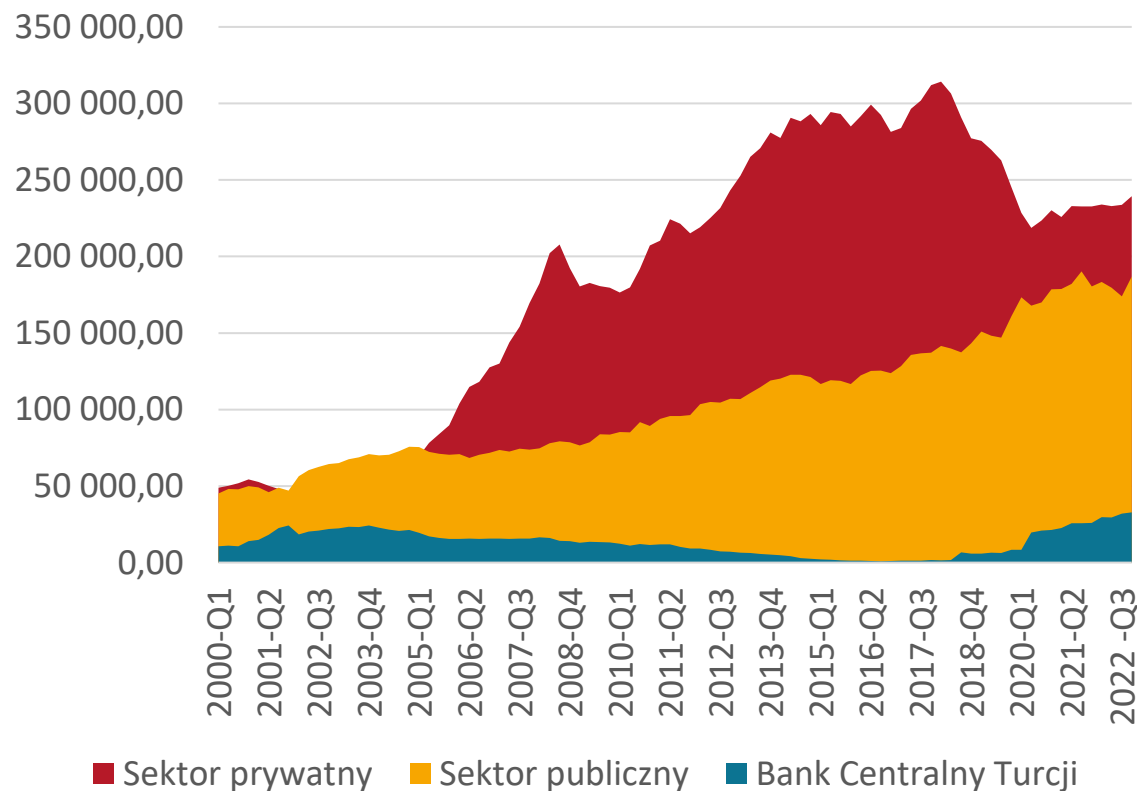


Niska wartość liry może być szczególnie dotkliwa dla sektora prywatnego

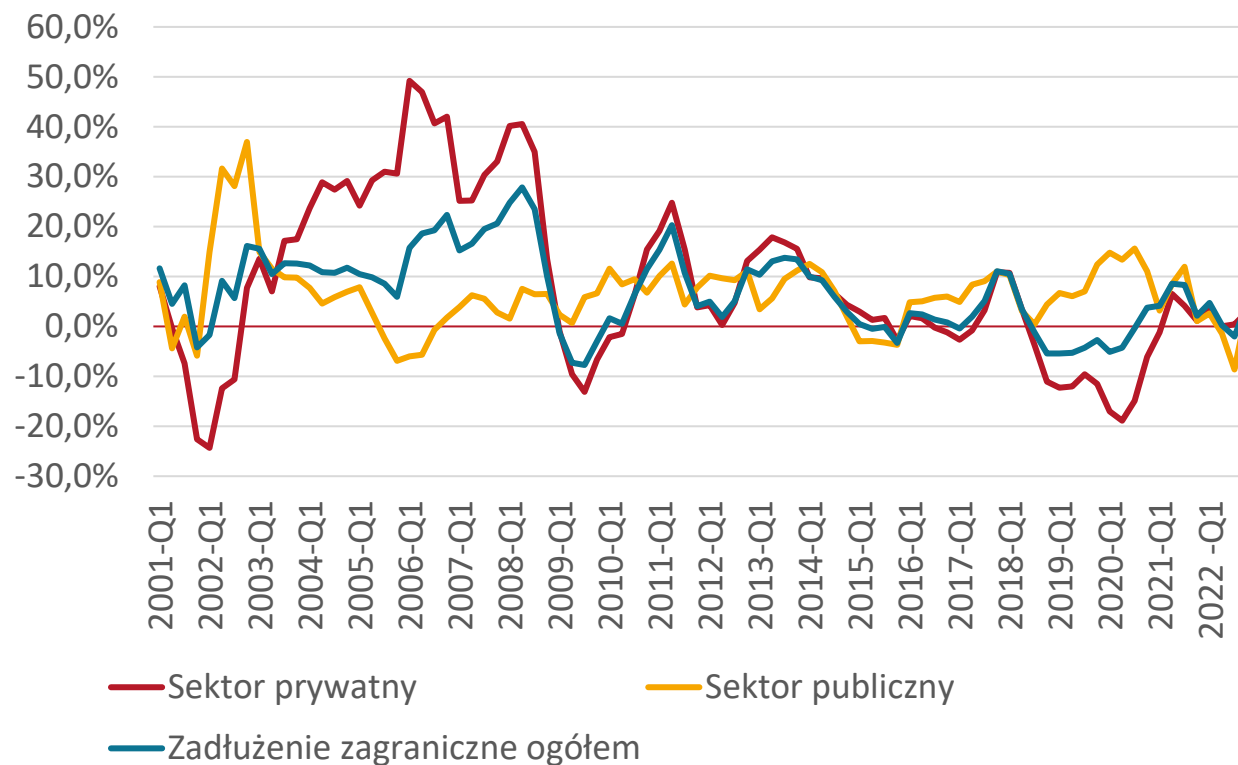


Do II kwartału 2018 r. sektor prywatny był głównym sektorem generującym dług zagraniczny. W okresie Q3 2018 do Q1 2021 zadłużenie tego sektora zmniejszało się, przeciętnie o 10,4% rdr. Sektorem głównie odpowiedzialnym za wzrost zadłużenia w tamtym okresie był sektor publiczny, którego dług rósł przeciętnie o 8,6% rdr. Obecnie (okres od Q2 2021 do Q4 2022) w obu tych sektorach zadłużenie rośnie, w sektorze publicznym średnio o 2,5% rdr., w sektorze prywatnym o 2,7% rdr.

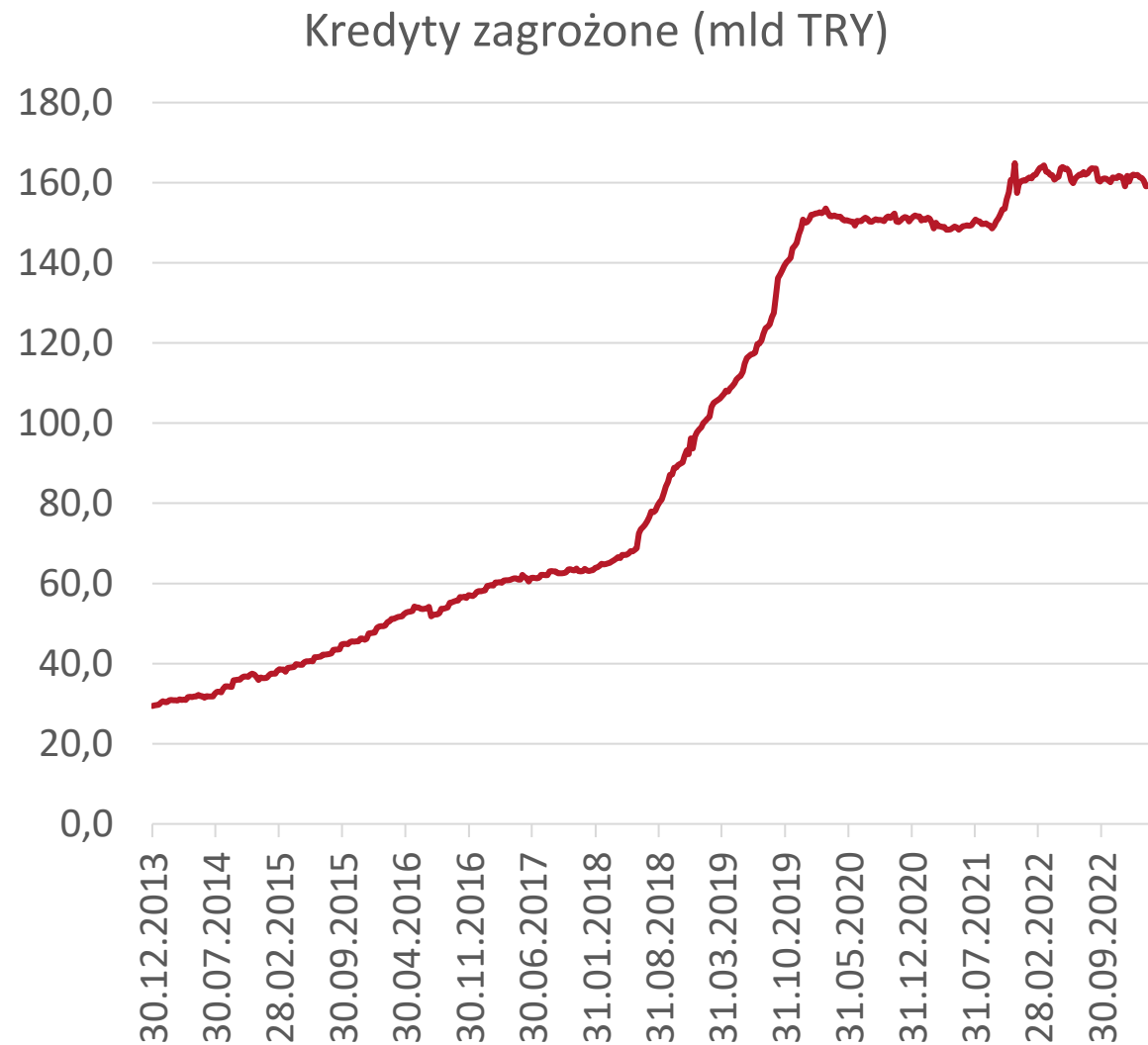
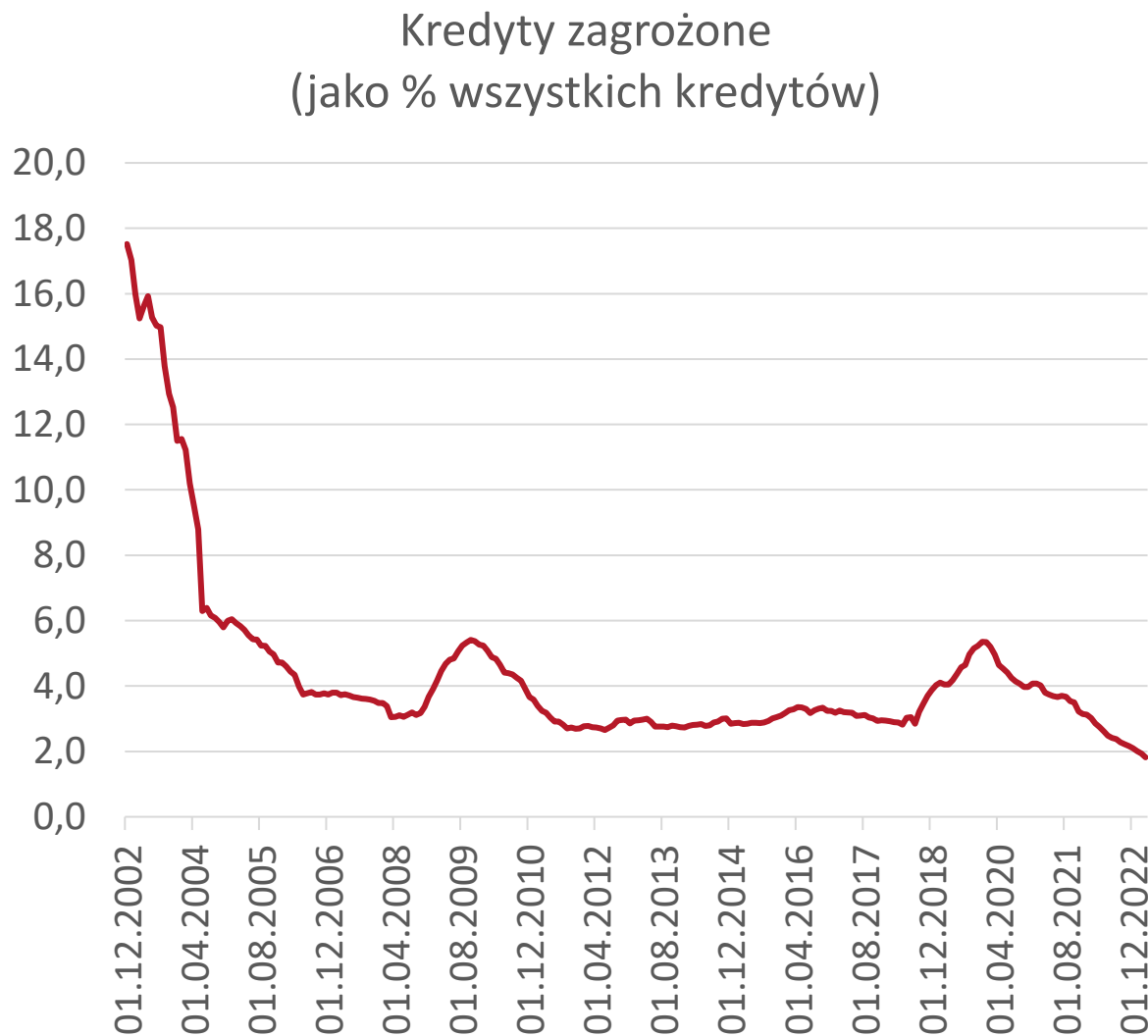
Dług zagraniczny Turcji (mln USD) w podziale na sektory



Dynamika roczna zadłużenia w poszczególnych sektorach

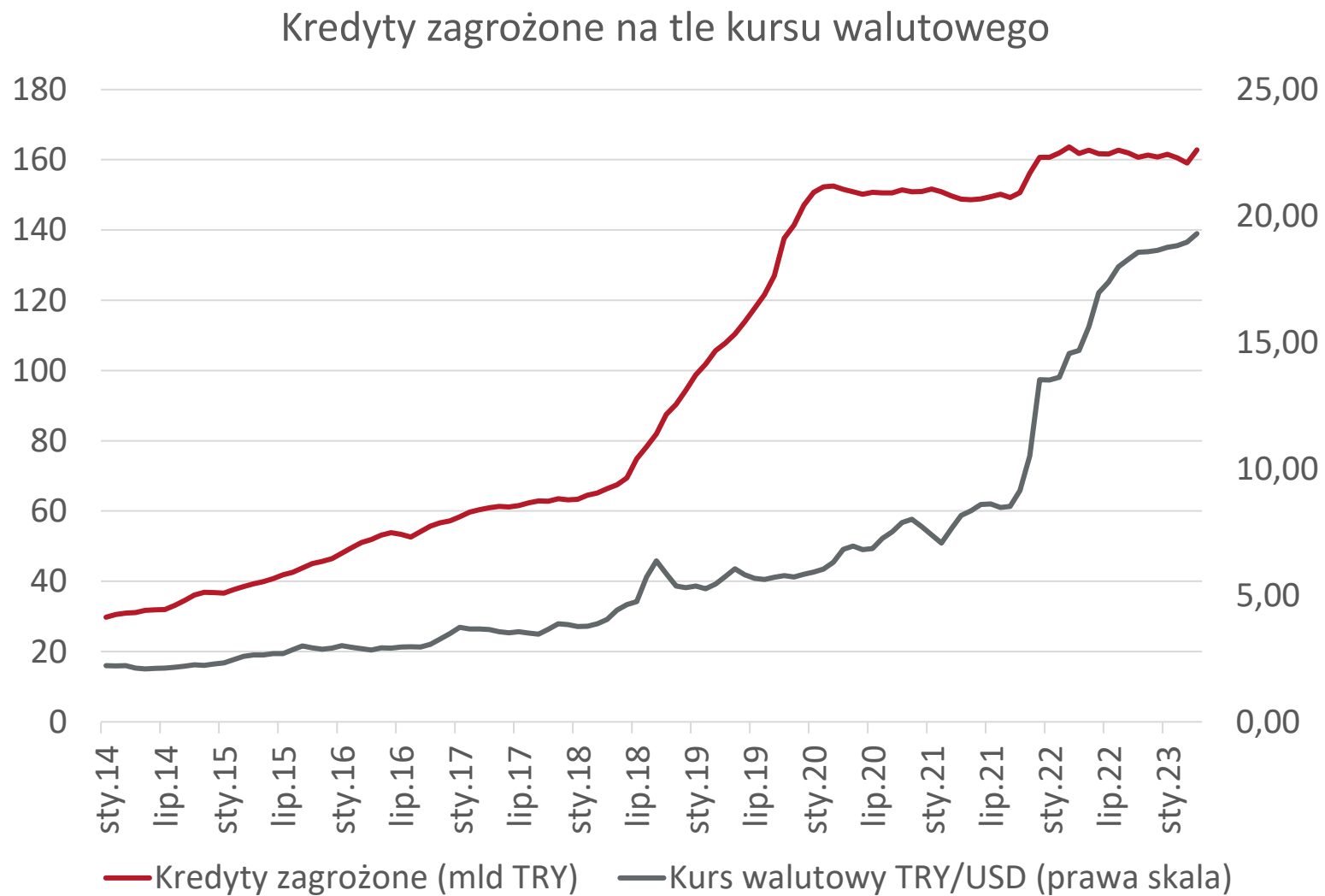


Odsetek kredytów bankowych klasyfikowanych jako zagrożone jest niski. Ale wobec szybkiego tempa przyrostu poziomu kredytów jest to złudnie niski odczyt.



Źródło danych: Macrobond

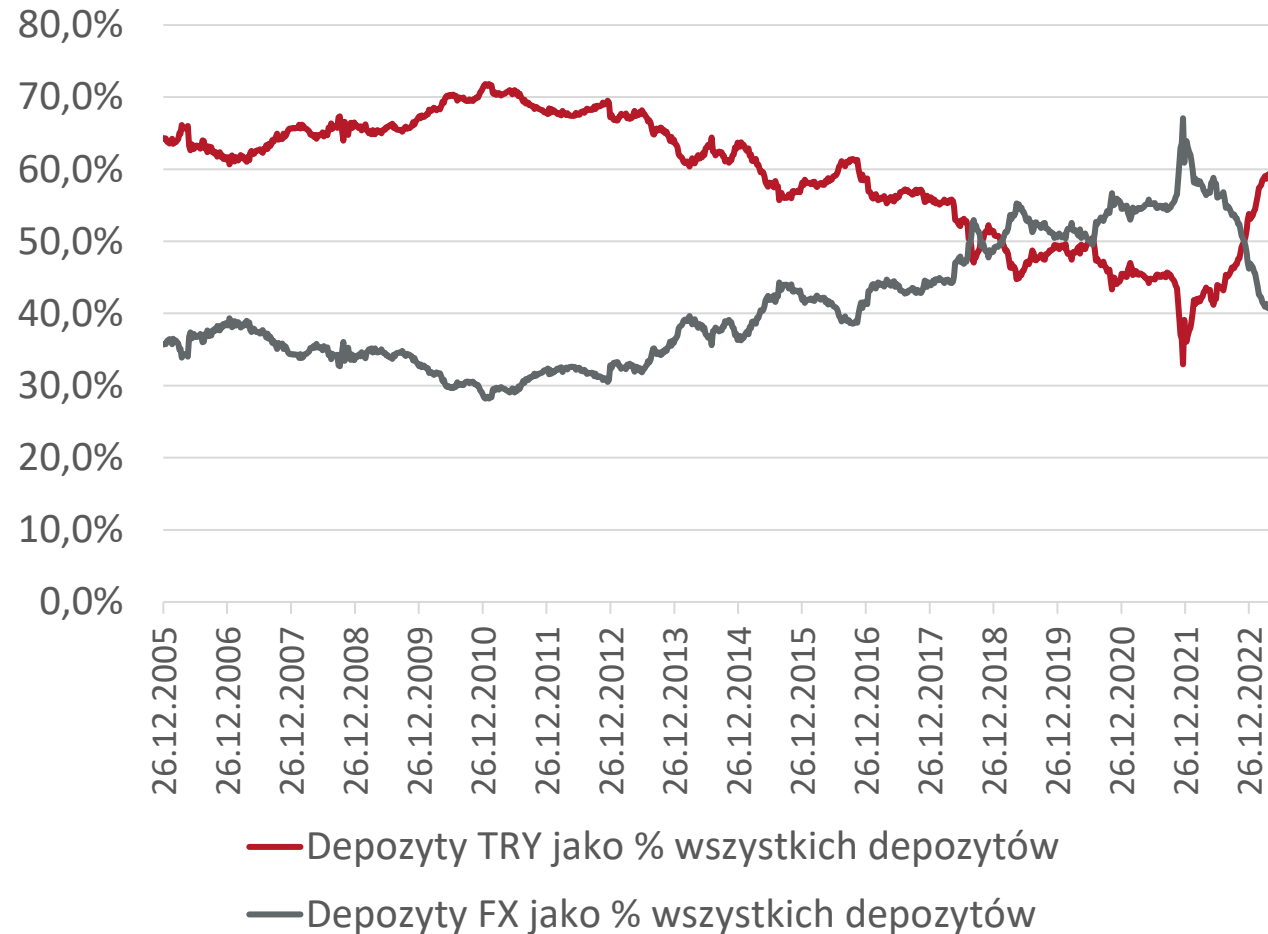
Wzrost kredytów zagrożonych jest skorelowany z deprecjacją waluty





Do grudnia 2021 r. rosła dolaryzacja i euroizacja gospodarki tureckiej.

Depozyty TRY i FX jako % wszystkich depozytów



Wraz z deprecjacją waluty rósł udział depozytów i kredytów walutowych.

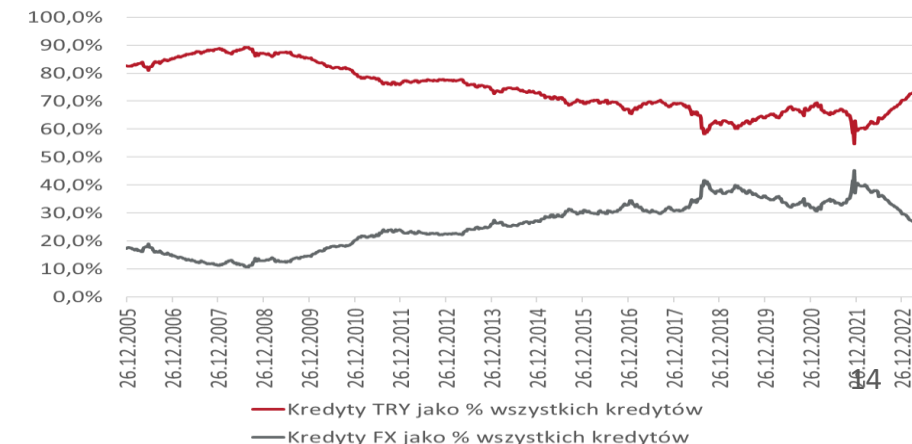
Depozyty walutowe przekroczyły wartość depozytów w lirze w marcu 2019 r. Od końcówki 2021 r. tendencja ta odwróciła się, na co wpływ miał wprowadzony przez rząd program ochrony depozytów złożonych w krajowej walucie.

Program (KKM) miał na celu zachęcenie posiadaczy walut obcych do wymiany środków na liry, a rachunki depozytowe oferowały znacznie wyższe oprocentowanie i gwarancję, wspieraną przez bank centralny i Skarb Państwa, na wypadek potencjalnych strat kursowych.

Oprocentowanie depozytów w lirach w ramach KKM nie może być niższe od obowiązującej stopy procentowej Banku Centralnego Turcji, w marcu 2023 r. została zniesiona „górną” granica oprocentowania.

W maju 2023 r. wartość depozytów w ramach KKM wyniosła około 2,35 biliona TRY (~120 mld USD).

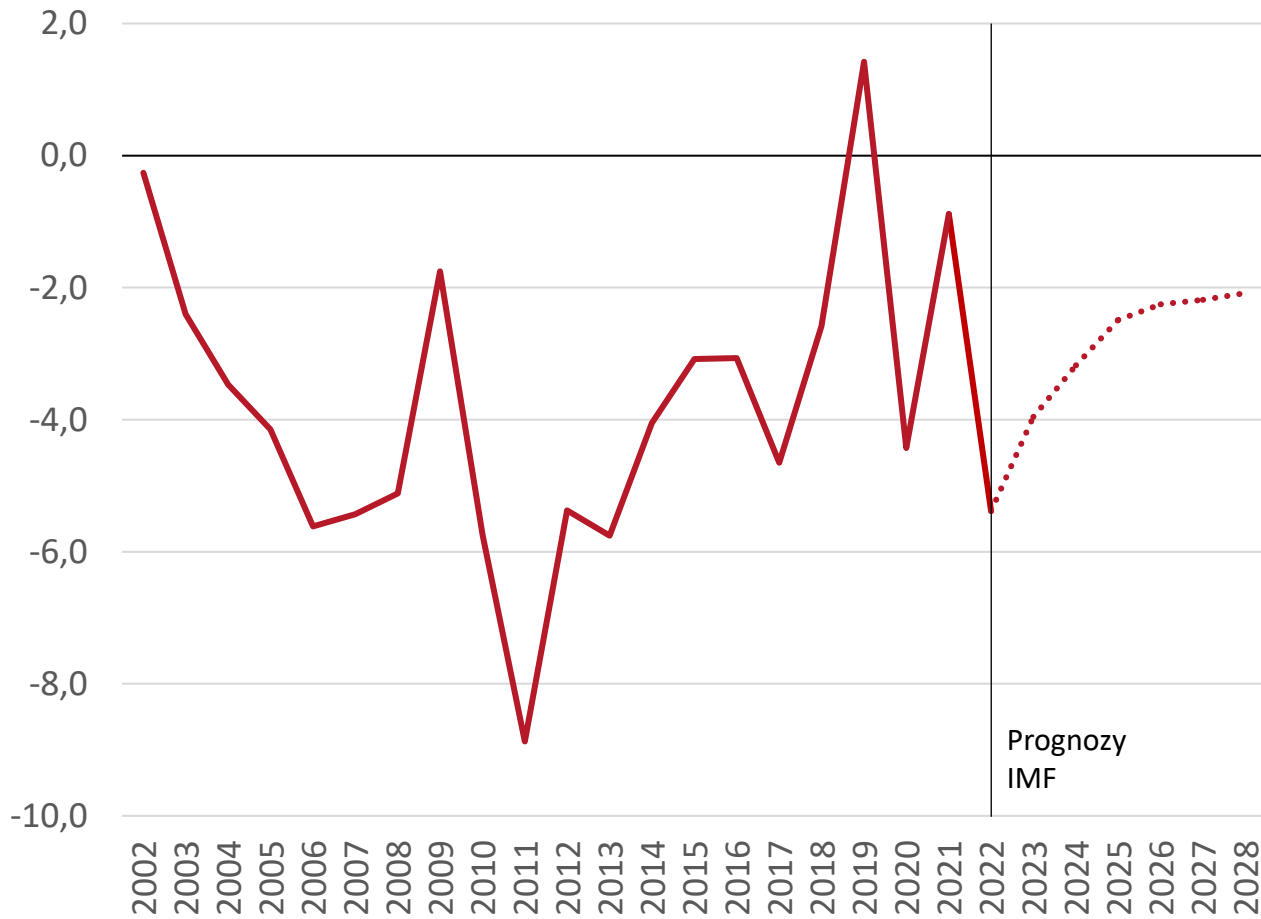
Kredyty TRY i FX jako % wszystkich kredytów



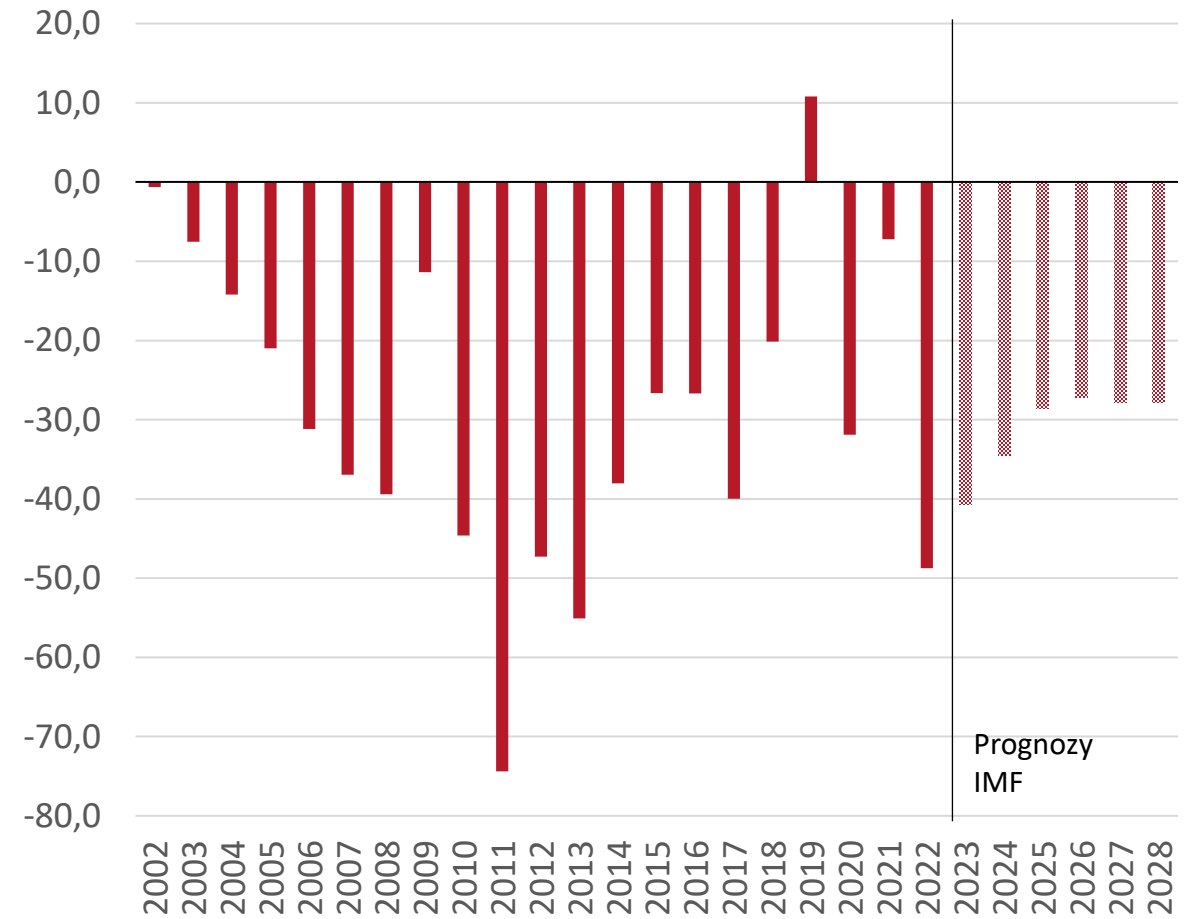
Z trwale ujemnym bilansem handlowym Turcja potrzebuje zewnętrznego finansowania.



Saldo na rachunku obrotów bieżących (% PKB)



Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld USD)

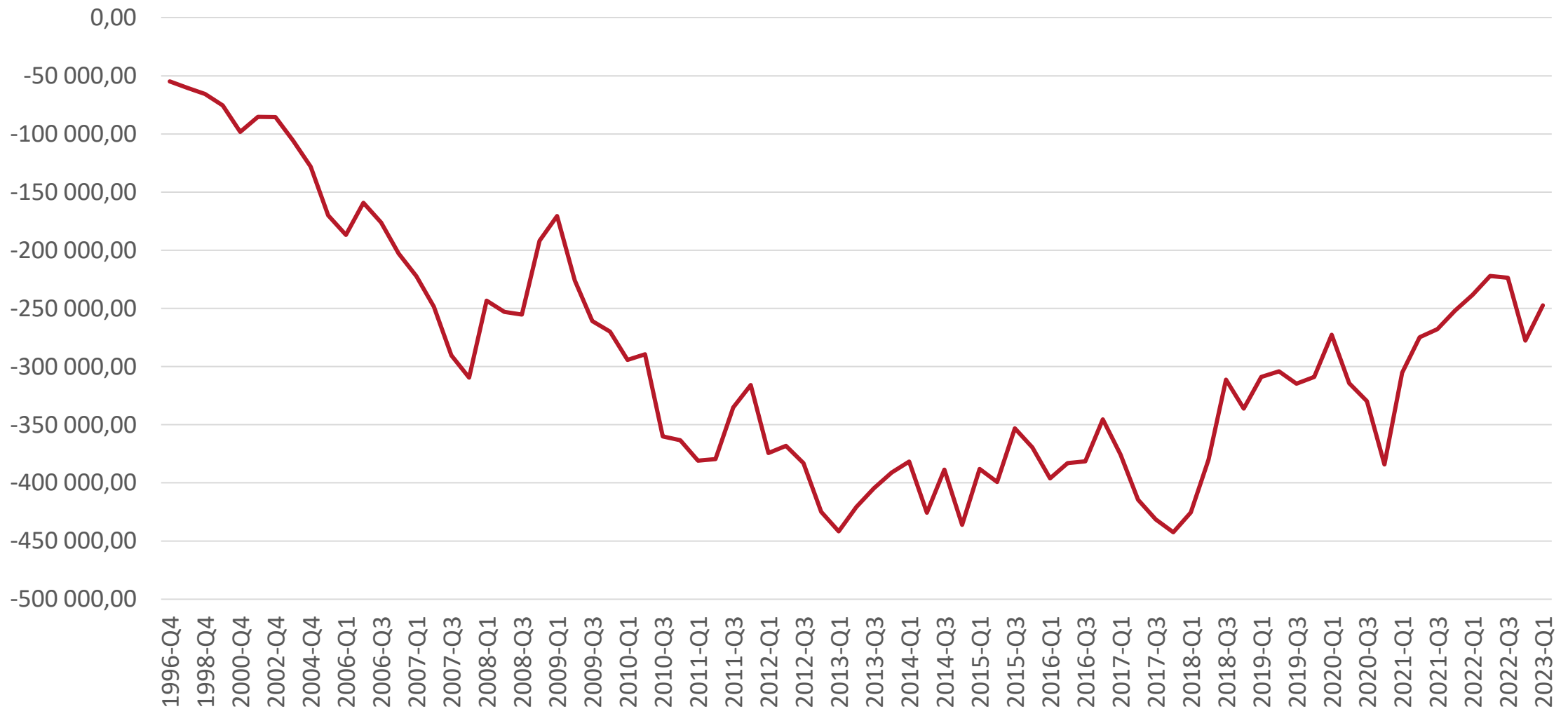


Źródło danych: IMF, World Economic Outlook Database, April 2023 (dane po 2022 r. – prognozy IMF)

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Turcji pogarszała się do 2013, ale pozostaje na trwale ujemnym poziomie



Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (mln USD)

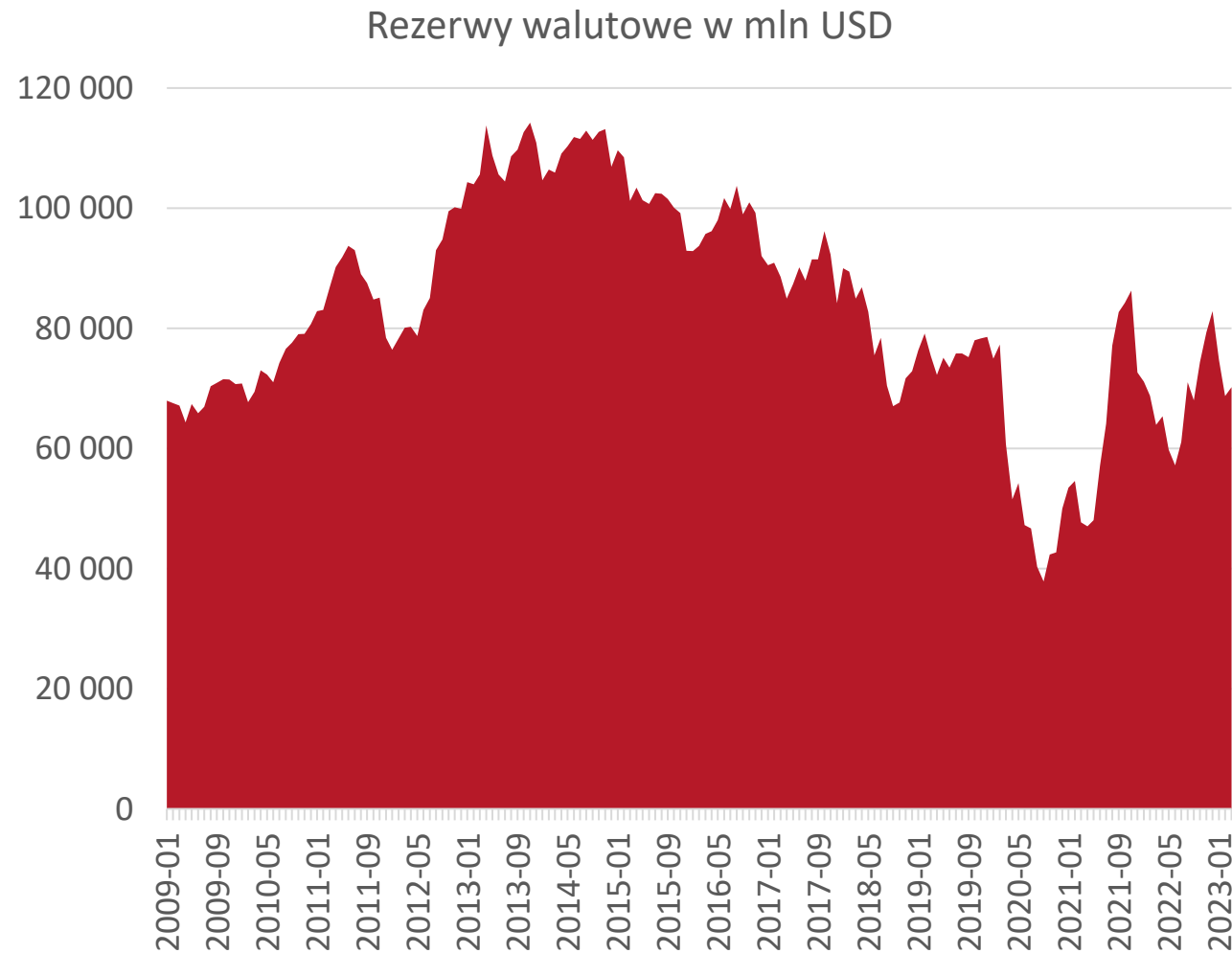


Źródło danych: Bank Centralny Turcji

Po 2015 jednym ze sposobów uśmierzenia dolegliwości deprecjacji waluty było upływnianie rezerw.



Zgodnie z danymi banku centralnego Turcji w marcu br. poziom rezerw wyniósł 68.800 mln USD i był o 9,9% większy niż rok wcześniej.



Źródło danych: Bank Centralny Turcji

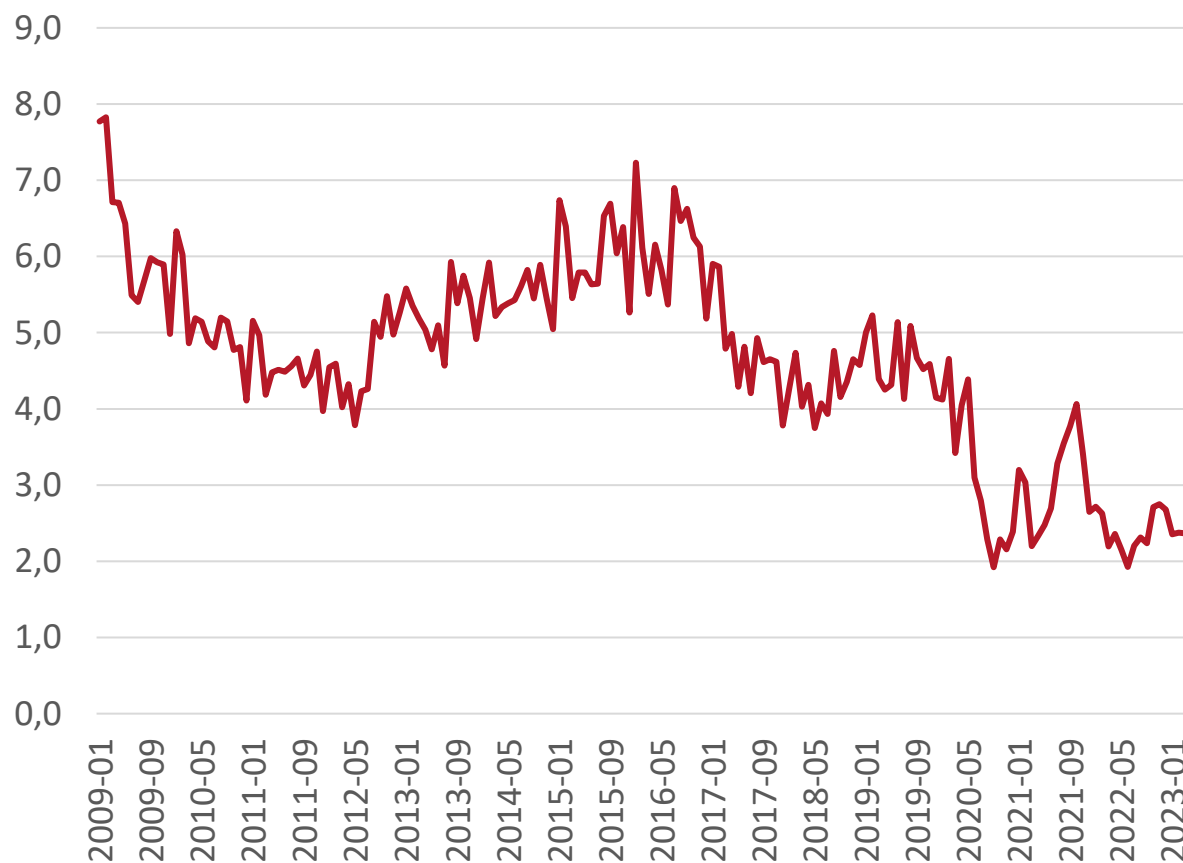
Po 2015 jednym ze sposobów uśmierzenia dolegliwości deprecjacji waluty było upłynnianie rezerw.



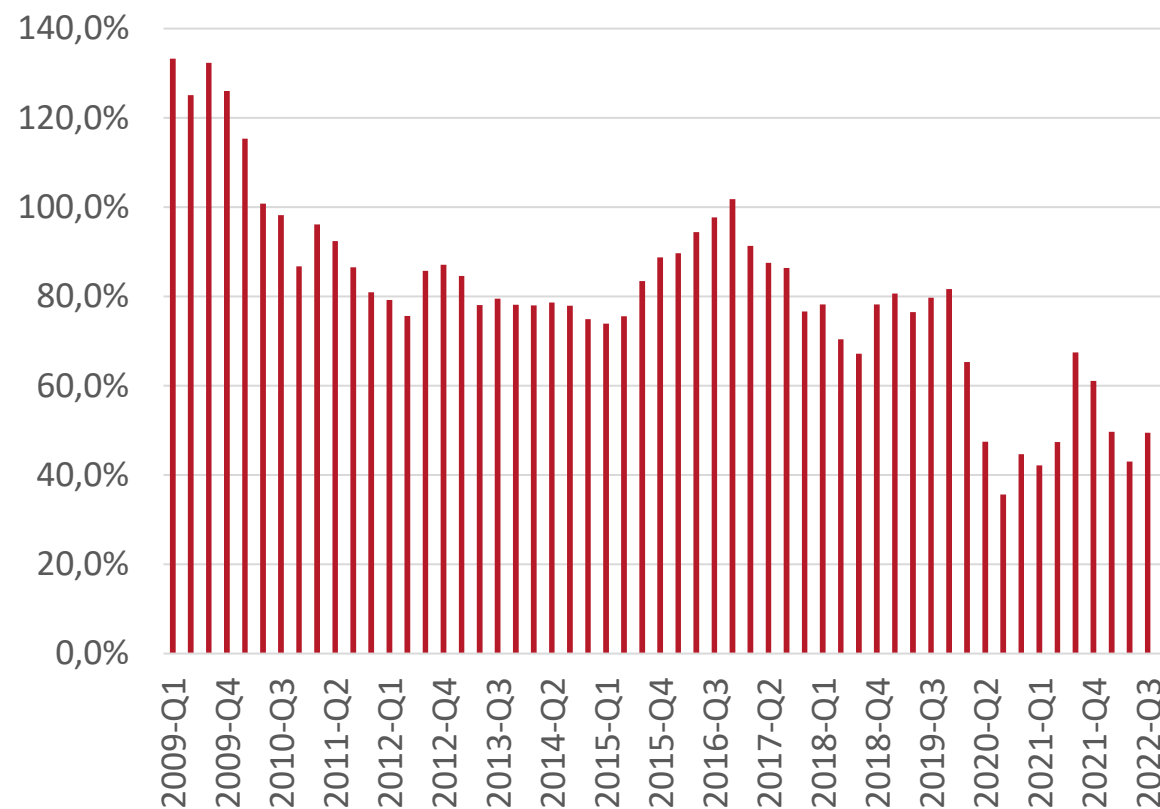
Poziom rezerw utrzymuje się znacznie poniżej progów uznawanych za bezpieczne. Zgodnie z najbardziej aktualnymi danymi, za marzec 2023 r., Turcja byłaby w stanie pokryć rezerwami około 2-3 miesiące importu. Za bezpieczny poziom tego wskaźnika uznaje się wartości powyżej 6 miesięcy.

W IV kwartale 2022 r. rezerwy walutowe byłyby w stanie pokryć 56,1% krótkoterminowego (z terminem spłaty do jednego roku) zadłużenia zagranicznego Turcji. W analogicznym kwartale rok wcześniej było to 61,0%, a przed wybuchem pandemii (w Q4 2019 r.) 81,7%.

Rezerwy walutowe w miesiącach importu



Pokrycie krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego rezerwami walutowymi

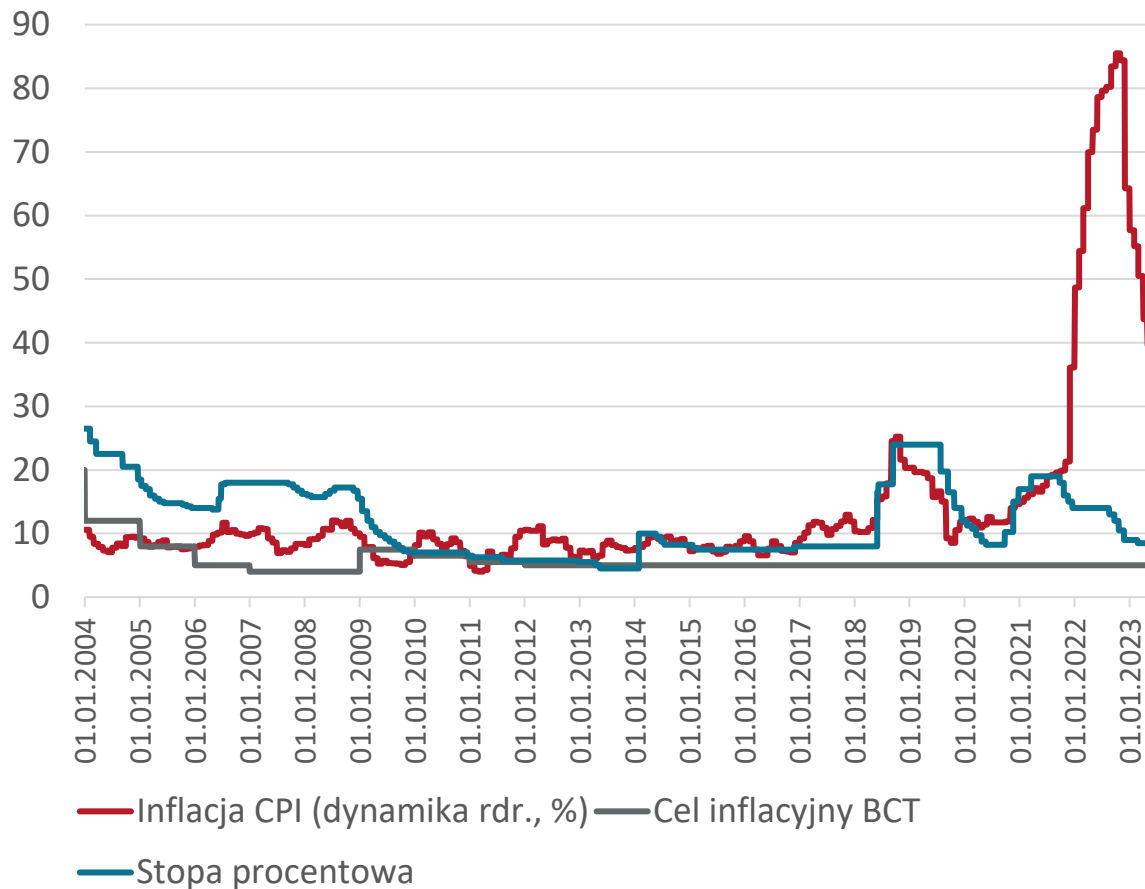


Źródło danych: Bank Centralny Turcji

Wraz ze wzrostem nierównowag gospodarczych rosły napięcia pomiędzy administracją gospodarczą a kierownictwem politycznym.



Inflacja na tle stopy procentowej i celu inflacyjnego



Od 2019 r. czterokrotnie zmieniano władze Banku Centralnego Turcji

Na początku lipca 2019 r. prezydent Turcji zdymisjonował ówczesnego prezesa Banku Centralnego Turcji – rządzącego od 2016 r. Murata Cetinkaya. Prezydent Erdogan od dłuższego czasu toczył spór z Cetinkay’em i wzywał BCT do obniżenia stóp procentowych w celu walki ze spowolnieniem gospodarczym. 25 lipca 2019 r. Bank Centralny Turcji, już z nowym prezesem (Murat Uysal), obniżył wartość stóp procentowych o 425 pb, z 24% do 19,75%. Później jeszcze trzykrotnie zmieniano prezesa BCT, ostatniej zmiany dokonano po majowych wyborach.

Obniżanie stóp procentowych było jednym ze sposobów na walkę ze spowolnieniem – rząd w Ankarze chciał stymulować gospodarkę poprzez tanie pożyczki od państwowych banków.

Imię i nazwisko	Przejęcie urzędu	Opuszczenie urzędu
Murat Çetinkaya	Kwiecień 2016	Lipiec 2019
Murat Uysal	Lipiec 2019	Listopad 2020
Naci Ağbal	Listopad 2020	Marzec 2021
Şahap Kavcıoğlu	Marzec 2021	Czerwiec 2023
Hafize Gaye Erkan	Czerwiec 2023	-

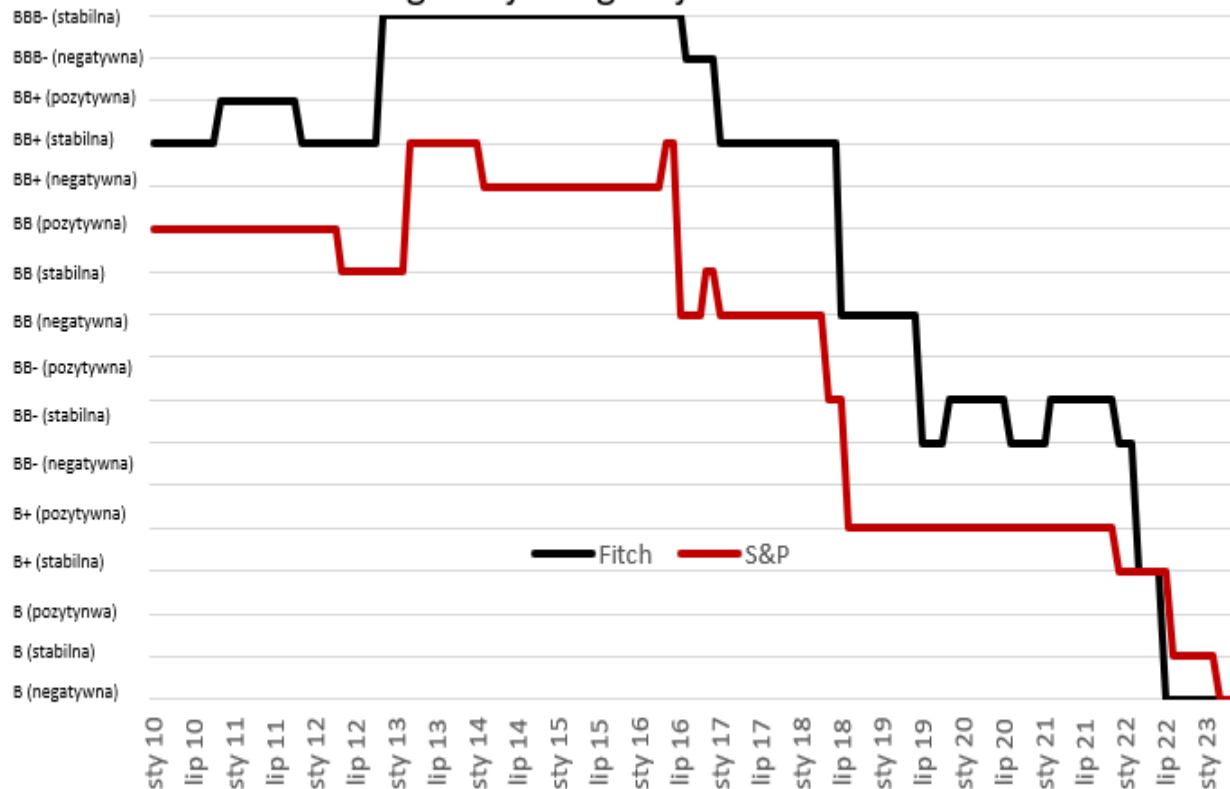
Pogorszenie sytuacja gospodarcza i niestabilność polityczna znalazła odzwierciedlenie w spadku ratingów.



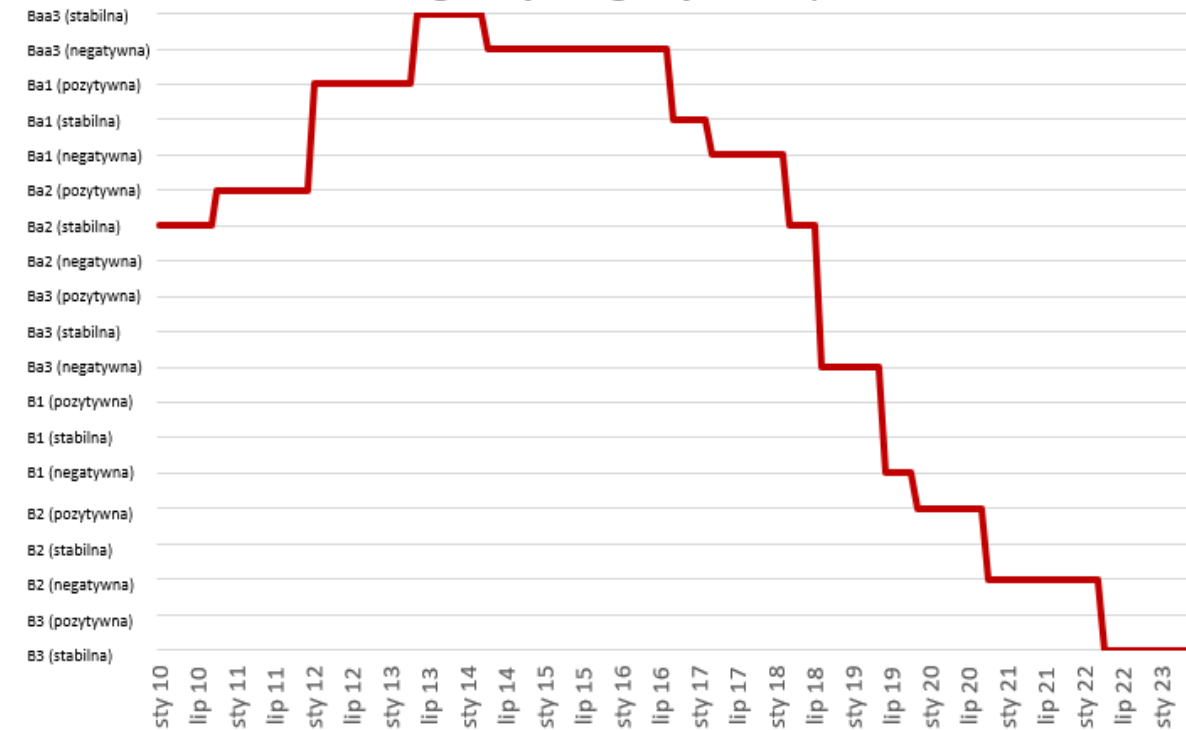
Aktualna ocena kredytowa (perspektywa)	S&P	Moody's	Fitch
	B (negatywna)	B3 (stabilna)	B (negatywna)

Jeszcze w maju 2016 r. Turcja mogła pochwalić się ratingami rządu BBB- (Fitch) czy Baa3 (Moody's). Od tamtego czasu ocena kredytowa systematycznie się pogarszała i obecnie wynosi B (S&P), B3 (Moody's) i B (Fitch). Tak ocenione papiery wartościowe uznaje się za spekulacyjne i zniechęca do inwestowania w nie.

Rating Turcji w agencji S&P i Fitch



Rating Turcji w agencji Moody's





Pogorszenie sytuacja gospodarcza i niestabilność polityczna znalazła odzwierciedlenie w spadku ratingów.

Turcja jest mocno zależna od zagranicznego finansowania, którego bardzo chętnie udzielają europejskie banki.

W 2018 r. Europejski Bank Centralny wyraził obawy o nadmierną ekspozycję trzech banków (BBVA, UniCredit, BNP Paribas) ze strefy euro na tureckie aktywa. Do listy banków posiadających duże zaangażowanie w Turcji należy zaliczyć także HSBC oraz ING.

W 2021 r. agencja informacyjna Thomson Reuters wśród europejskich banków najbardziej zaangażowanych w Turcji wymieniła BBVA (jako bank z największą ekspozycją na tureckie aktywa), ING, UniCredit oraz BNP Paribas.

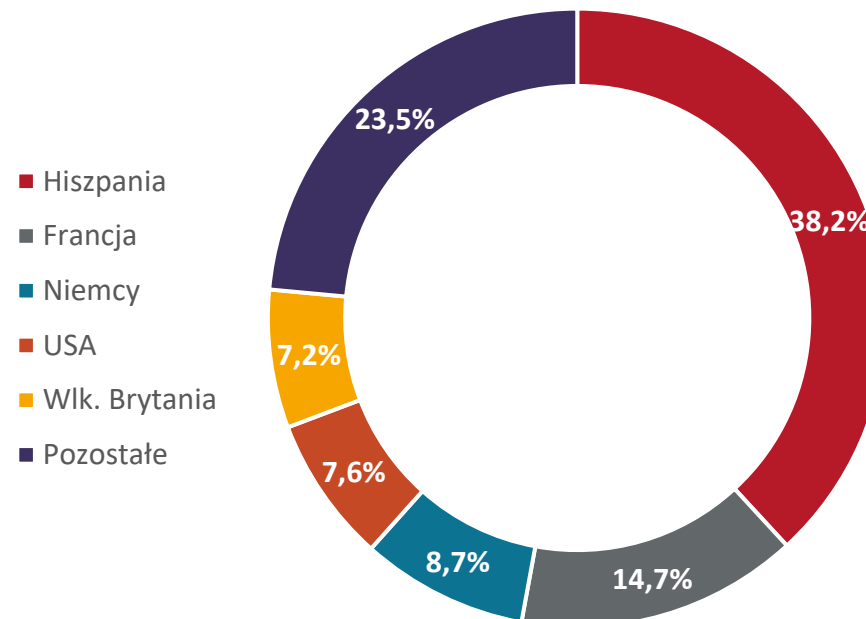
Europejskie banki nie tylko udzielały finansowania, ale także są właścicielami niektórych banków tureckich.

Poniżej tabela z S&P Global Market Intelligence (z lipca 2019 r.).

Company	Total assets (Turkish lira billions)	European owner	European owner country
Türkiye Garanti Bankası AŞ ¹	423.32	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	Spain
Yapı ve Kredi Bankası AŞ ²	393.43	UniCredit SpA	Italy
DenizBank AŞ ³	209.94	PAO Sberbank of Russia	Russia
Türk Ekonomi Bankası AŞ ⁴	103.51	BNP Paribas SA	France
ING Bank AŞ ⁵	69.97	ING Groep NV	Netherlands
HSBC Bank AŞ ⁶	30.21	HSBC Holdings PLC	U.K.
Deutsche Bank AŞ ⁷	2.64	Deutsche Bank AG	Germany
Rabobank AŞ ⁸	1.72	Rabobank	Netherlands

Data compiled July 22, 2019.
¹ 49.85% owned by Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA.
² Yapı ve Kredi Bankası AŞ is the main banking arm of Italy-based UniCredit SpA in Turkey. Yapı ve Kredi is 81.90% owned by Koç Finansal Hizmetler AŞ in which UniCredit SpA has 50% ownership.
³ 99.85% owned by PAO Sberbank of Russia.
⁴ 55.00% owned by TEB Holding AS, 23.51% owned by BNP Paribas Yatirimlar Holding AS, and 21.23% owned by BNP Paribas Fortis Yatirimlar Holding AS, all of which are subsidiaries of BNP Paribas SA. BNP Paribas SA directly holds 0.24% of the bank.
⁵ 99.99% owned by ING Bank NV, a subsidiary of ING Groep NV.
⁶ 89.99% owned by HSBC Middle East Holdings BV and 10.01% owned by HSBC Bank Middle East Ltd, both are subsidiaries of HSBC Holdings PLC.
⁷ 99.99% owned by Deutsche Bank AG.
⁸ 96.00% owned by Rabobank International Holding BV, a subsidiary of Rabobank.
 Source: S&P Global Market Intelligence

Roszczenia zagranicznych banków wobec Turcji na koniec 2022 r. (udział)





Biuro Analiz PFR S.A.:

pawel.dobrowolski@pfr.pl

michal.kolasa@pfr.pl

andrzej.kochman@pfr.pl