

Turcja: spowalniający wzrost i narastające nierównowagi powodowane dwu dekadowym spadkiem wzrostu wydajności.

Luty 2021

Biuro Analiz PFR S.A.:

pawel.dobrowolski@pfr.pl

andrzej.kochman@pfr.pl

michal.kolasa@pfr.pl



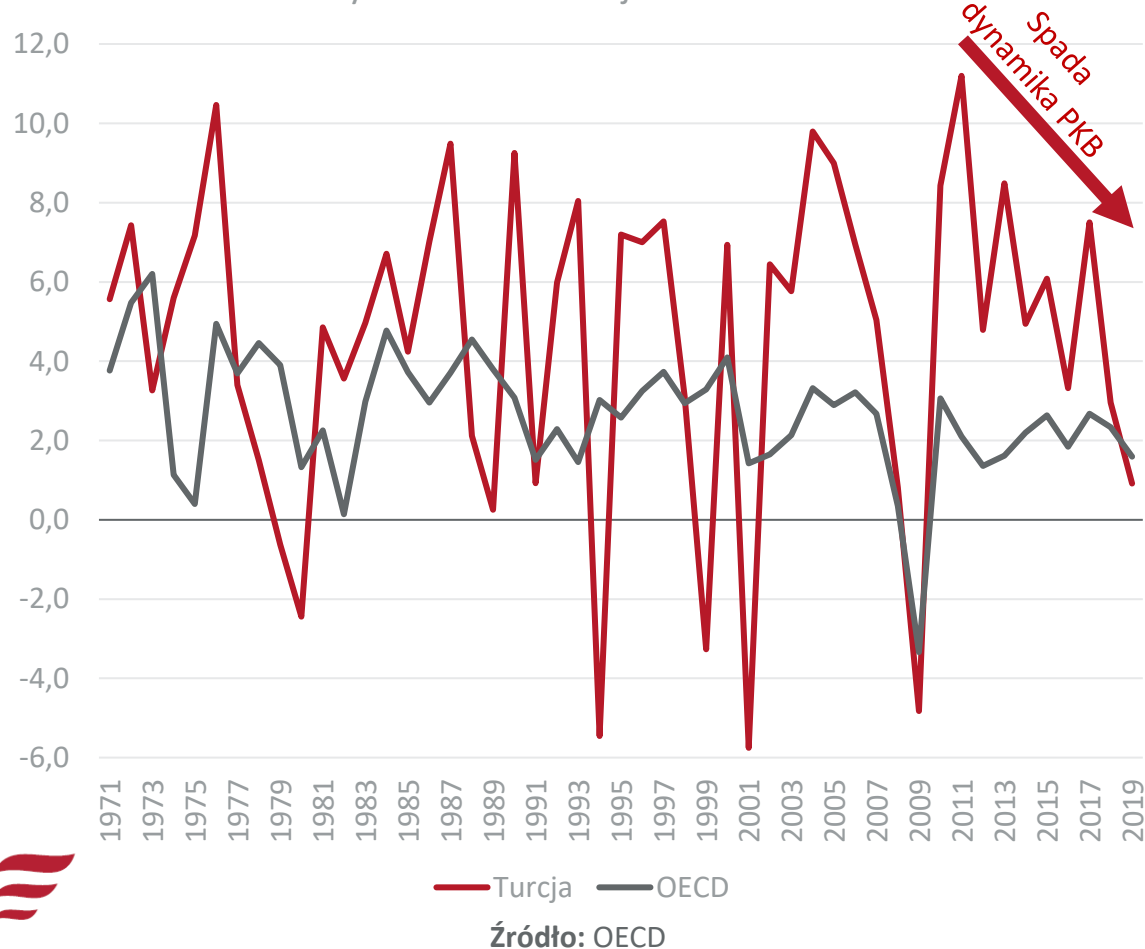
- 1. Gospodarka Turcji rośnie relatywnie szybko na tle OECD. Ale tempo wzrostu PKB spada od 2011:**
 - w 2011 PKB wzrosło o ponad 11%,
 - w 2015 wzrosło o ponad 6%,
 - w 2019 o niecały 1%,
 - a w 2020 PKB spadło o ok. -5%.
- 2. Spowolnienie gospodarki tureckiej ma źródła w wieloletnim spowolnieniu wzrostu wydajności.** Od 2000 zauważalnie spowolnił przyrost wydajności.
- 3. Wraz ze spowalnianiem tempa wzrostu PKB narastają nierównowagi gospodarcze, które są coraz bardziej widoczne po 2017.**
- 4. W ostatnich pięciu latach słabnie lira turecka.** Zwłaszcza szybko dewaluowała się w 2018 i 2020, przy okazji narastania kłopotów gospodarczych.
 - W 2020 r. lira spadła z 6,5 do Euro na początku roku do 9 Euro w grudniu.
- 5. Spadek wartości liry jest szczególnie dotkliwy dla sektora prywatnego.**
 - Zadłużenie zagraniczne na koniec III kwartału 2020 roku stanowiło równowartość 59,1% PKB.
 - A sektor prywatny odpowiada za 56% zadłużenia zagranicznego.
- 6. Władza przeciwdziałała spowolnieniu luzując politykę fiskalną oraz zwiększając kredytowanie gospodarki przez banki.**
 - Deficyt budżetowy wzrósł z -2,1% PKB w 2017 do około -7,8% PKB w 2020.
 - Kredyt bankowy jako % PKB wzrósł z 45,4% w 2011 do 59,4% w 2019.
- 7. Budżetowe i bankowe stymulowanie gospodarki, choć pozwoliło utrzymać wysoki wzrost PKB, spowodowało wzrost długu i spadek rezerw walutowych.**
 - W 2020 dług publiczny po raz pierwszy od 2009 r. przekroczył 40% PKB,
 - Rezerwy walutowe spadły do równowartości zaledwie 2 miesięcy importu.
- 8. Uzależnienie rozwoju Turcji od zagranicznego finansowania stanowi również problem dla banków europejskich.** Już w 2018 r. Europejski Bank Centralny wyraził obawy o nadmierną ekspozycję trzech banków ze strefy euro na tureckie aktywa.
 - łączna kwota finansowania banków tureckich przez banki europejskie wynosi na koniec III kwartału 2020 ok. 131 miliardów Euro.
- 9. Próba przewrotu wojskowego w lipcu 2016 nie wywołała znacznych i natychmiastowych ujemnych wpływów na gospodarkę, poza przyspieszeniem narastania deficytu budżetowego i spadkiem ratingów.**
- 10. W 2018 i 2020 udało się ustabilizować gospodarkę i utrzymać jej wypłacalność. W kolejnych latach wyzwaniem będzie utrzymanie wysokiego tempa wzrostu przy równoczesnym utrzymaniu wypłacalności banków i budżetu.**
- 11. W 2020 władze Turcji rozpoczęły ocieplanie stosunków z innymi państwami w celu uzyskania wsparcia, zwłaszcza finansowego, w stabilizowaniu gospodarki.**
- 12. Bez przywrócenia wzrostu wydajności rozwój Turcji będzie niestabilny z powracającymi spiętrzeniami nierównowag gospodarczych.**

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

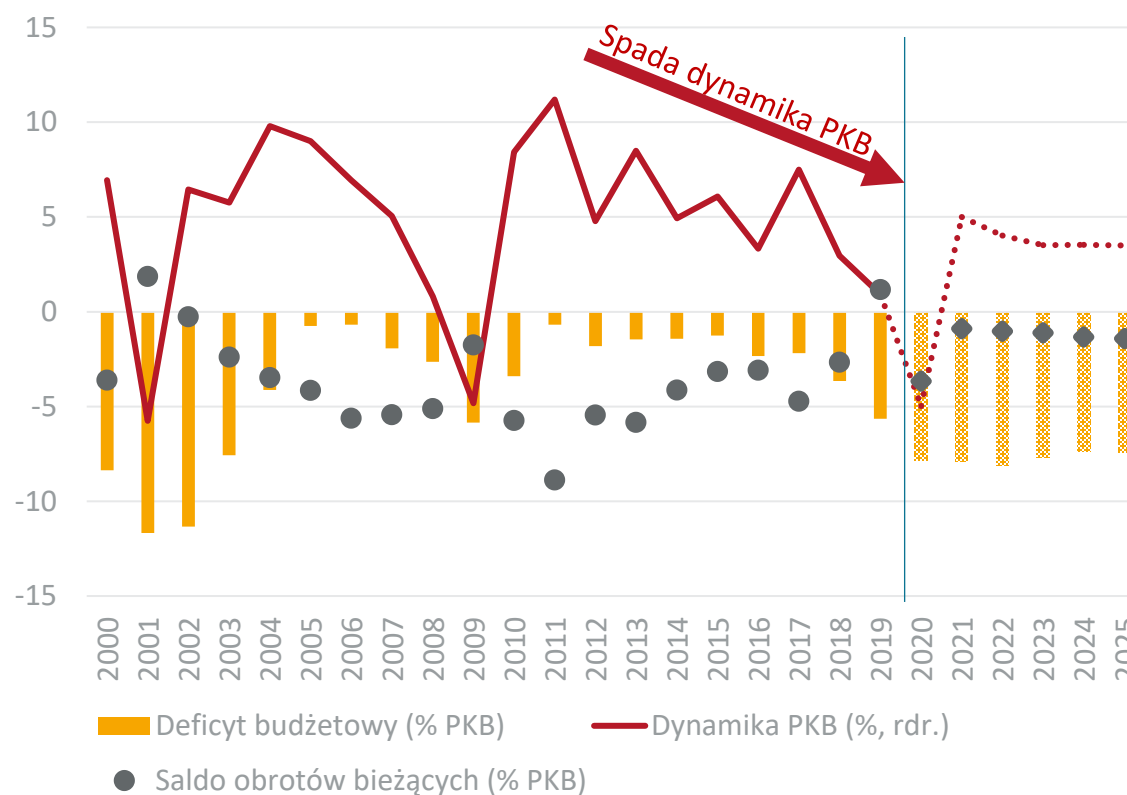
Gospodarka turecka rośnie szybciej niż przeciętna dla państw OECD. W minionej dekadzie gospodarka Turcji rosła corocznie przeciętnie o 5,6%, a gospodarki OECD o 2,0%

Ponadprzeciętnemu tempu wzrostu PKB towarzyszył deficyt salda obrotów bieżących oraz narastający dynamicznie od 2017 deficyt budżetowy.

Dynamika PKB Turcji na tle OECD



Dynamika PKB Turcji na tle deficytu budżetowego i salda obrotów bieżących



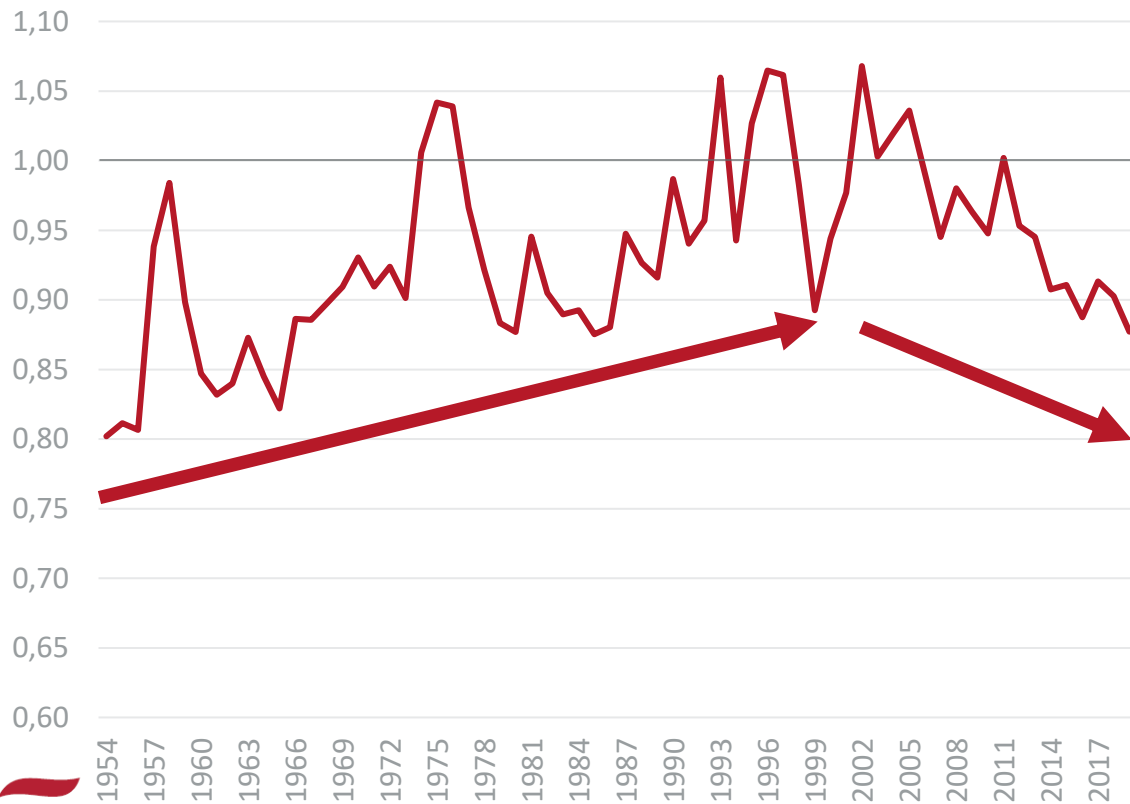
Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy, 2020 → dane szacunkowe, 2021-2025 → prognozy

Obecne spowolnienie gospodarki tureckiej ma źródła w wieloletnim spowolnieniu wzrostu wydajności. W średnim okresie można dalej stymulować wzrost PKB, np. kredytem bankowym czy deficytem budżetowym. W długim potrzebny jest wzrost wydajności.

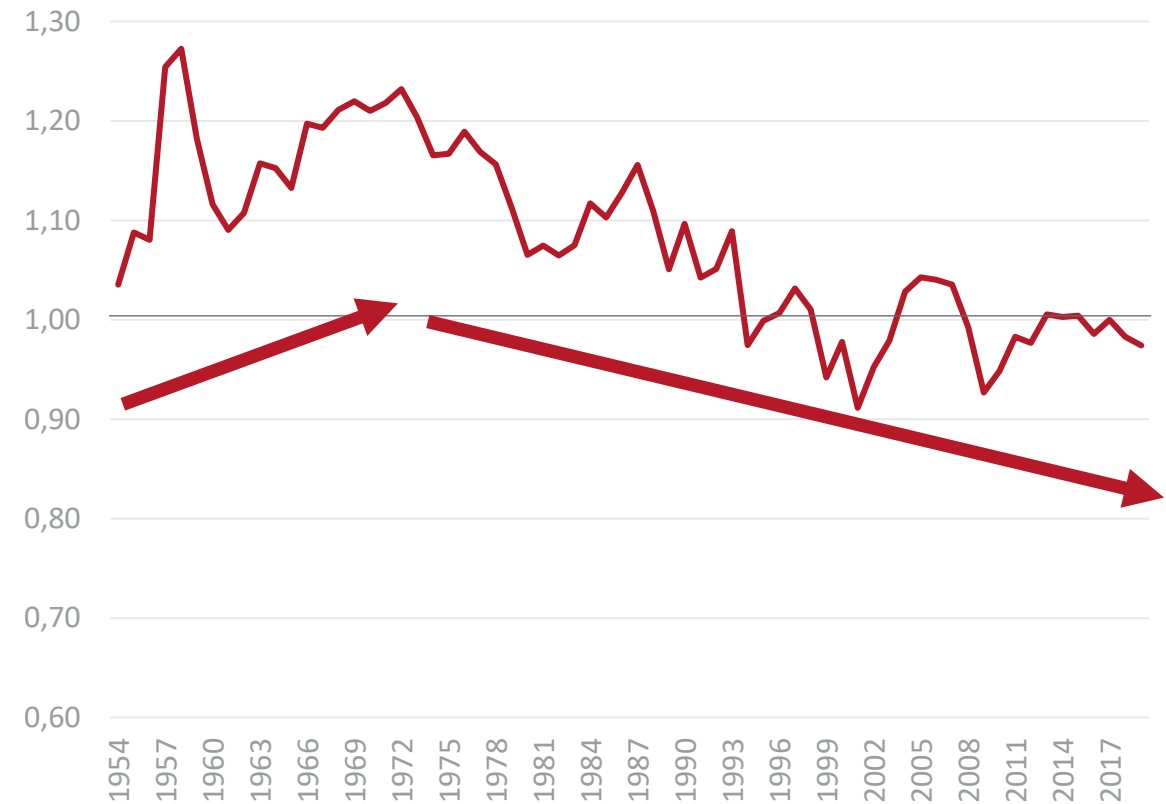
W porównaniu do wydajności gospodarki amerykańskiej (po uwzględnieniu parytetu siły nabywczej) gospodarka turecka zwiększała wydajność do początku lat 2000ych.

Mierzony w walucie krajowej wzrost wydajności spowalnia od połowy lat 1970ych i skończył się na początku lat 2000ych.

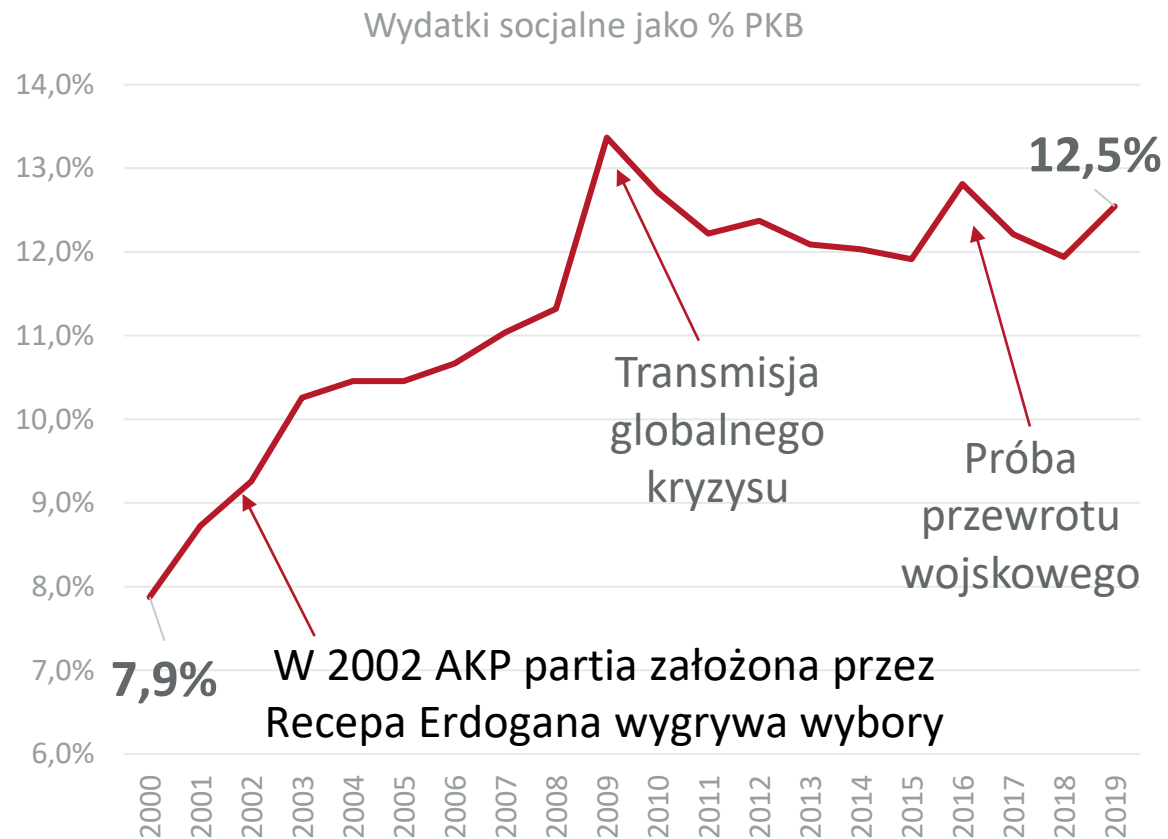
Total Factor Productivity w parytetowej sile nabywczej (TFP USA=1)



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



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



Źródło: TURKSTAT/OECD

- Dekadę temu wydatki socjalne jako % PKB wzrosły o połowę, z ok 8% do 12% PKB.
- Co istotne wzrost rozpoczął się jeszcze przed dojściem do władzy AKP założonej przez Recepa Erdogana.
- W minionej dekadzie wydatki socjalne utrzymują się stabilnie w okolicach 12% PKB.
- Zauważalne jest spowolnieniem wzrostu wydatków socjalnych w obliczu kryzysów gospodarczo społecznych.



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



Źródło: IMF World Economic Outlook, October 2020

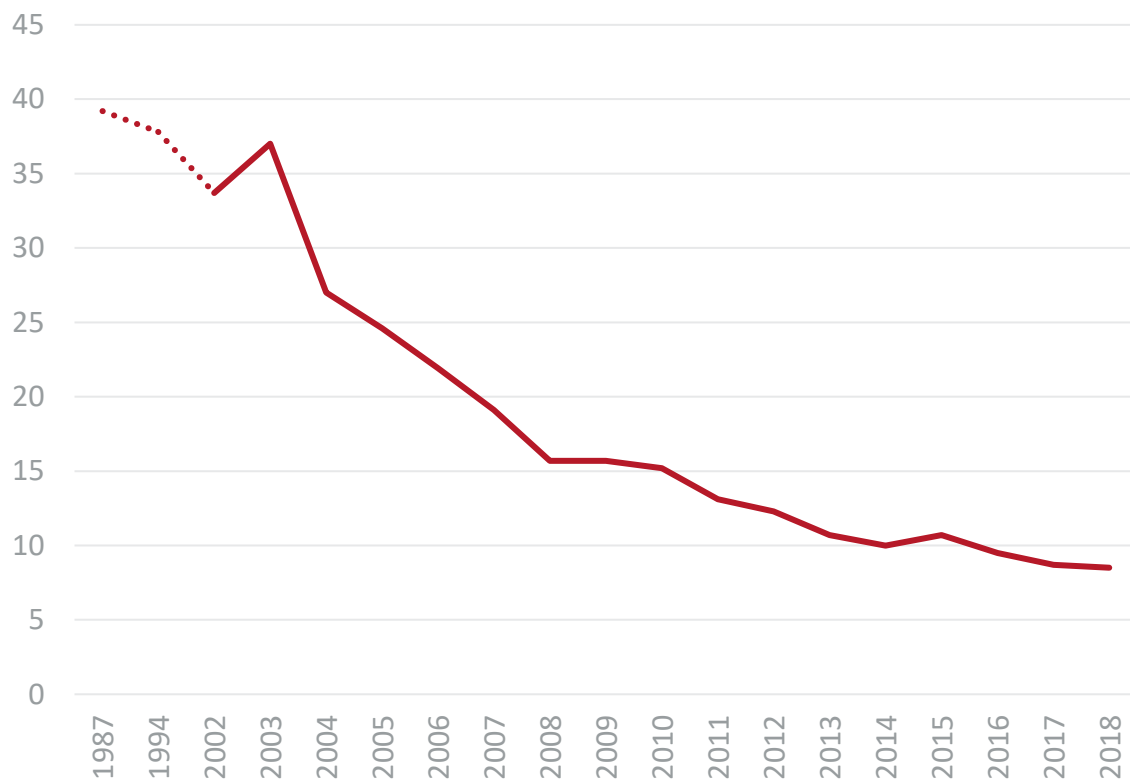
- Popularny obraz tureckiej gospodarki, gdzie religijna prawica stymuluje gospodarkę zwiększonymi wydatkami socjalnymi nie znajduje potwierdzenia w danych.
- Wzrost udziału wydatków inwestycyjnych w PKB był wyższy niż wydatków socjalnych.
- Udział inwestycji w PKB wzrósł z ok. 23% w latach 1990ych do ok 29% w latach 2000ych.
- Tj. wzrost inwestycji o ok 6 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 lat 2000ych i wynikało głównie z szybkiego wzrostu gospodarki.

Pomimo zatrzymania wzrostu udziału wydatków socjalnych w PKB około roku 2010, wskaźniki biedy wykazywały dalszy spadek w kolejnych latach.

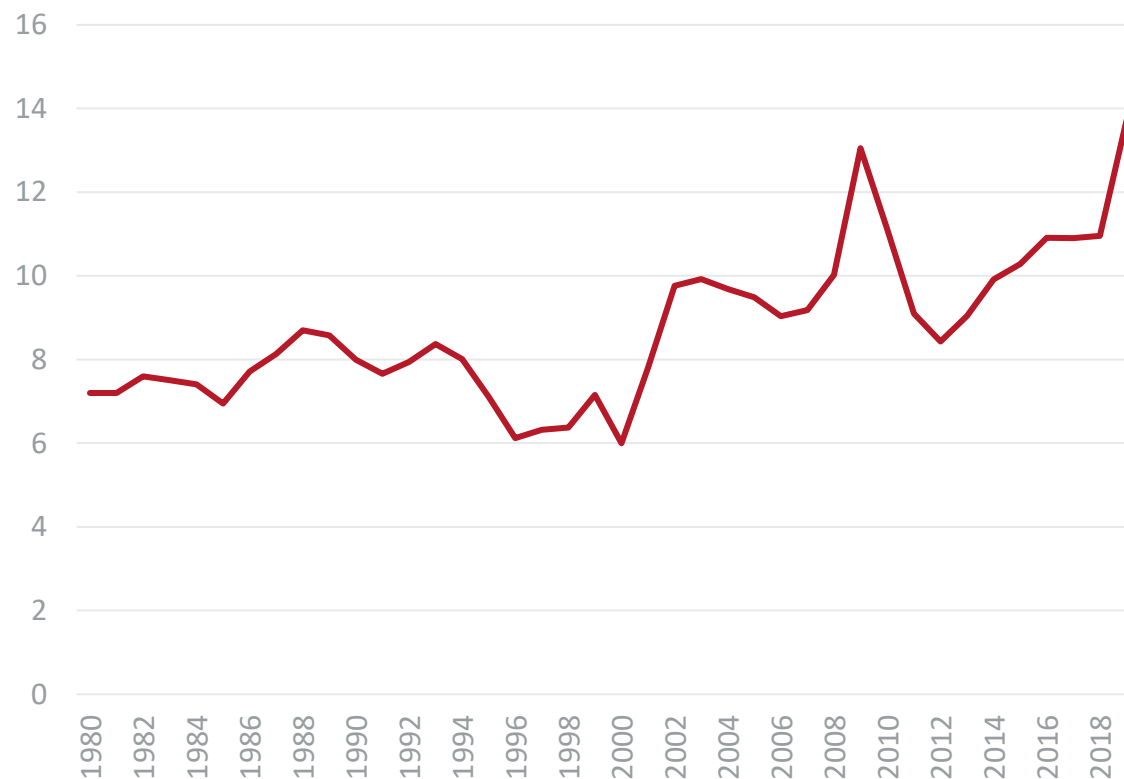
Procent populacji żyjącej za mniej niż 5,5 USD dziennie



Źródło: World Bank

Wiele problemów socjalnych Turcji nadal jest nierozwiązanych. Oficjalna stopa bezrobocia rośnie od dwóch dekad, pomimo szybkiego wzrostu gospodarczego.

Stopa bezrobocia



Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy

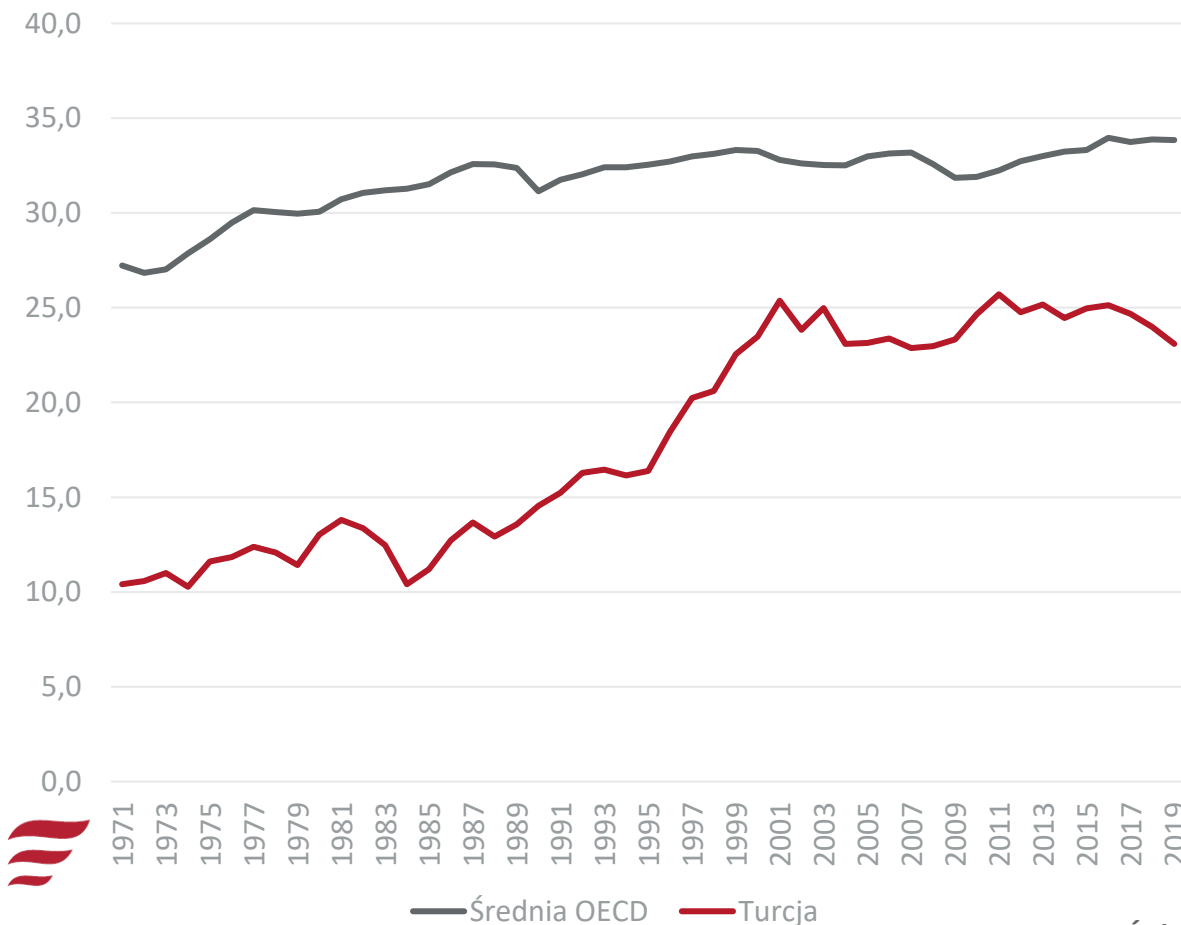


Przychody podatkowe w większości pochodzą z podatków pośrednich. Przy spowolnieniu gospodarczym relatywnie zwiększa się obciążenie najbiedniejszych.

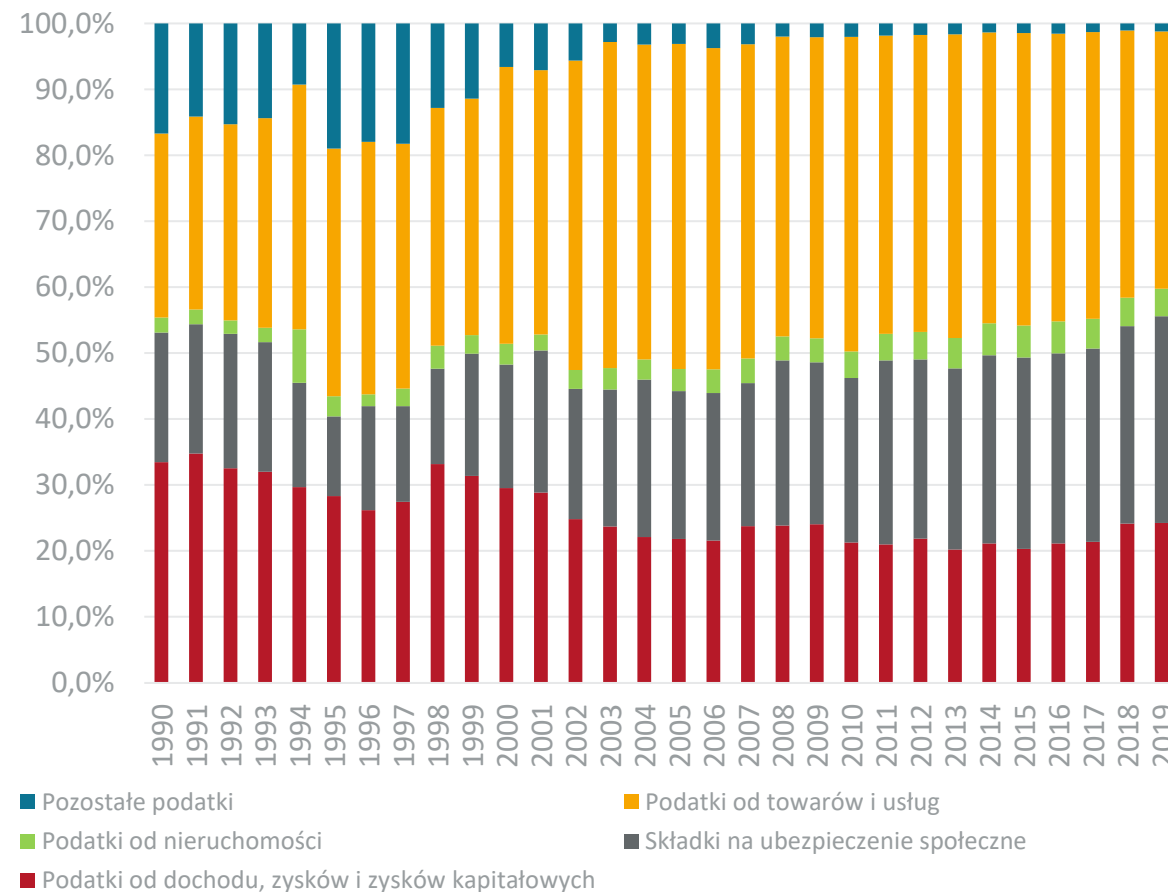
Udział podatków w PKB wzrósł z ok 10% na początku lat 1980ych do ok 25% na początku XXI i pozostaje na tym poziomie.

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 %)

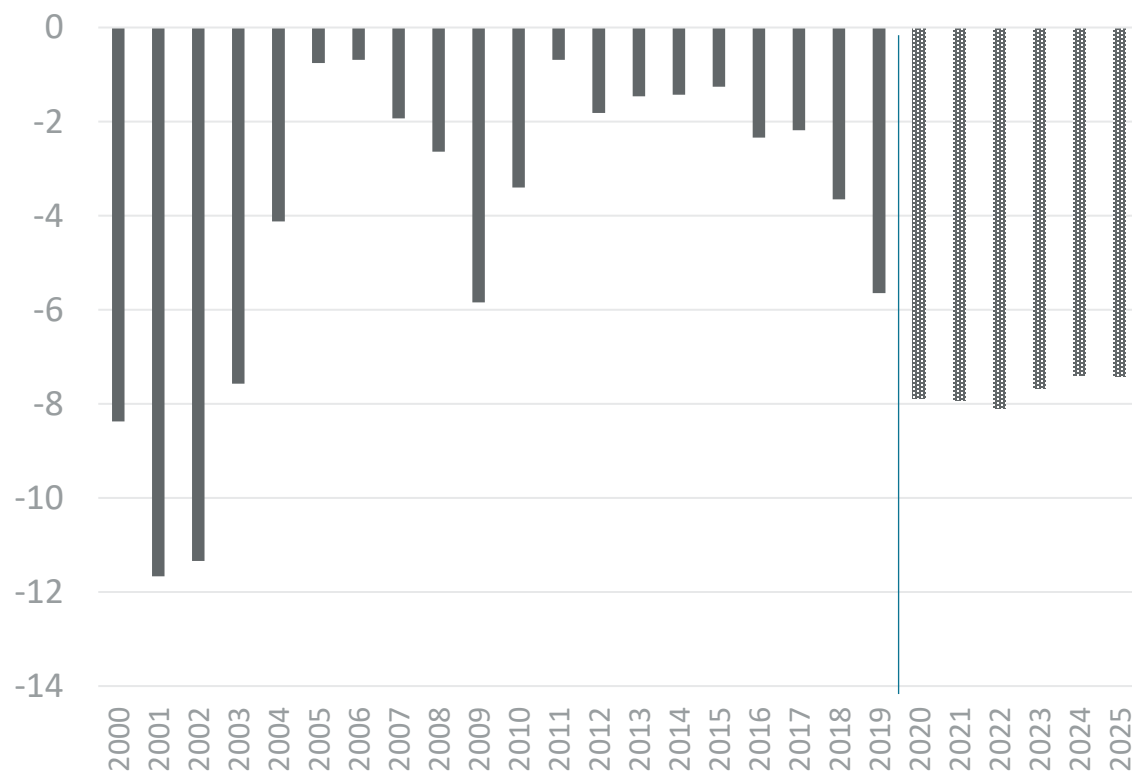


Źródło: OECD

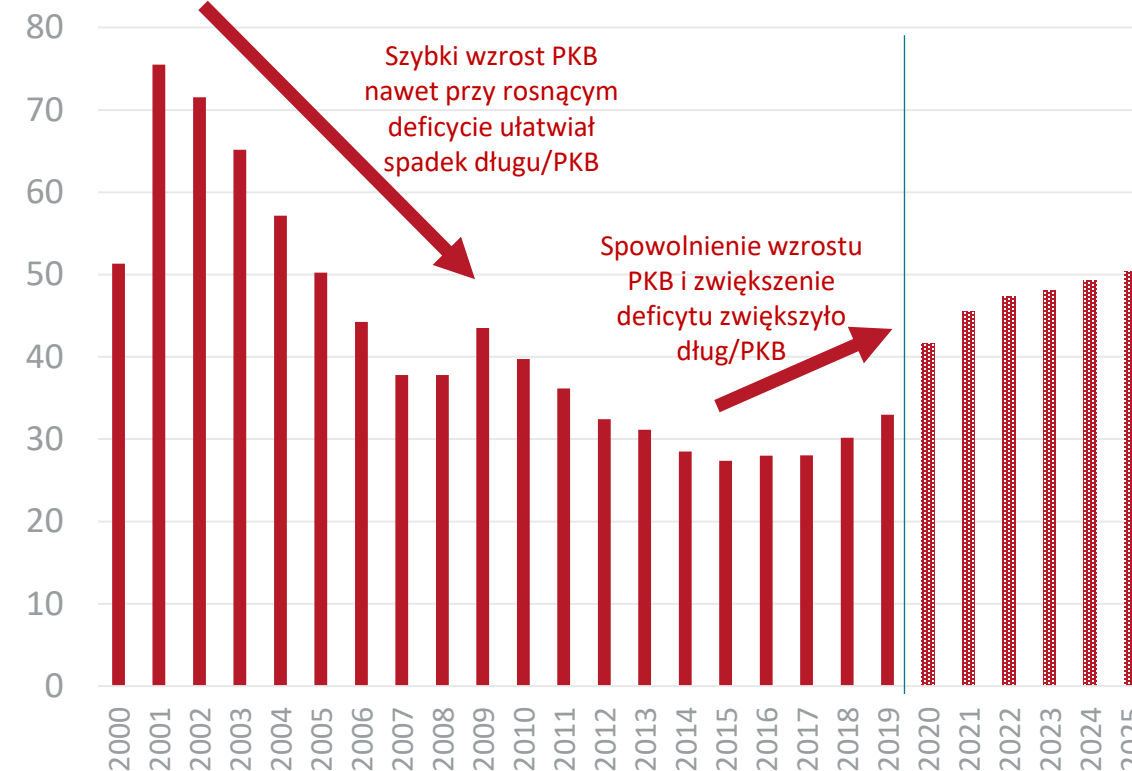
Stymulowanie gospodarki większymi wydatkami budżetowymi było łatwiejsze i bezpieczniejsze, gdy gospodarka szybko rosła.

Turcja zwiększa i zmniejsza deficyt budżetowy w miarę potrzeb i możliwości. Prognozy IMF sugerują w najbliższych latach trwale wysoki deficyt. Ubiegły rok będzie czwartym z rzędu, w którym deficyt budżetowy pogłębia się. W ciągu pięciu lat deficyt zwiększył się trzykrotnie. Od 2017 r. zmniejszały się wpływy budżetowe (z 31,2% PKB w 2017 r. do 29,5% w 2019 r.), przy jednoczesnym wzroście wydatków (z 33,4% PKB do 35,2%).

Deficyt budżetowy (% PKB)



Dług publiczny (% PKB)



Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy, 2020 → dane szacunkowe, 2021-2025 → prognozy



Po skokowym wzroście kredytu bankowego w 2020 dalsze stymulowanie gospodarki kredytem będzie trudniejsze i coraz bardziej ryzykowne.

Kredyt bankowy, wyrażony jako % PKB, wzrósł z około 20% w 2005 r. do ponad 77% w 2020 r. Tak duży wzrost w 2020 r. spowodowany jest wysoką dynamiką przyrostu kredytów, przy jednoczesnej recesji.

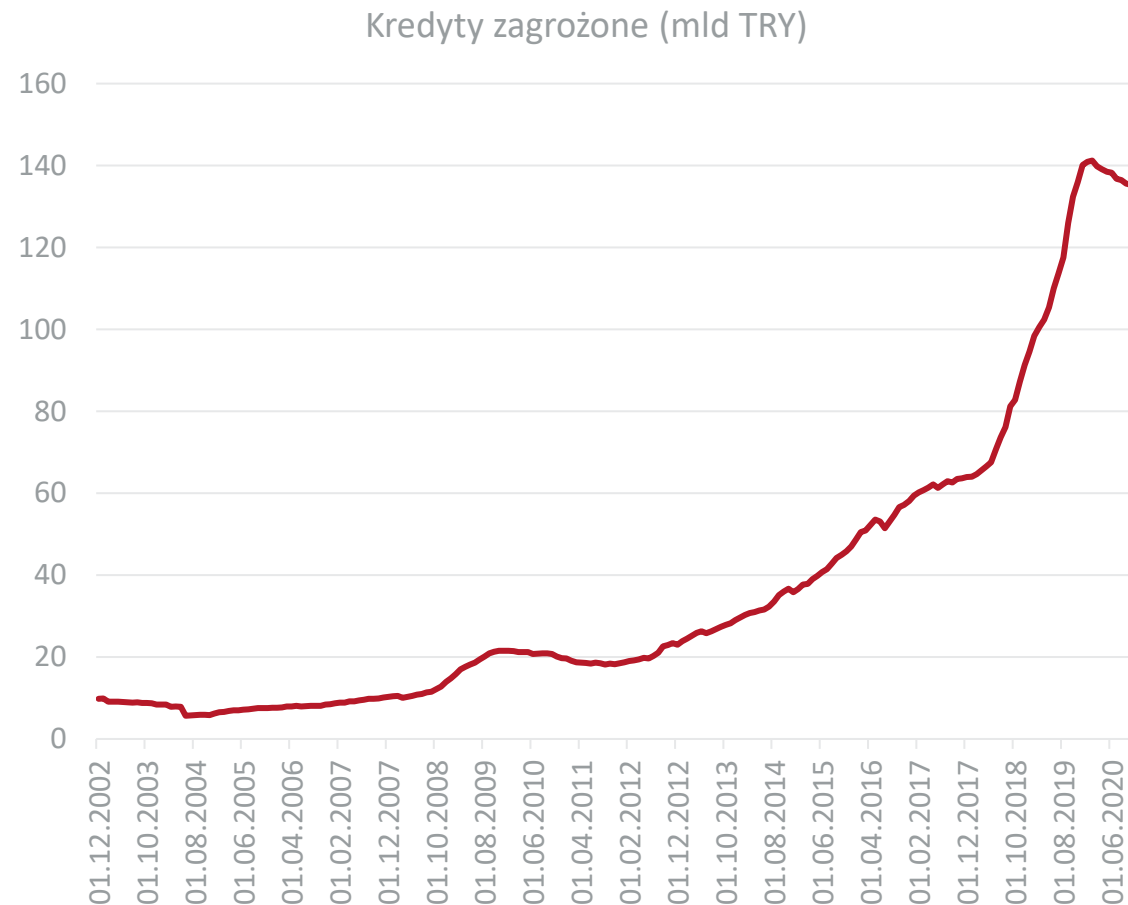


Źródło: kredyt → Bank Centralny Turcji/ PKB → IMF (2020 – dane szacunkowe)

Źródło: Bank Centralny Turcji



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

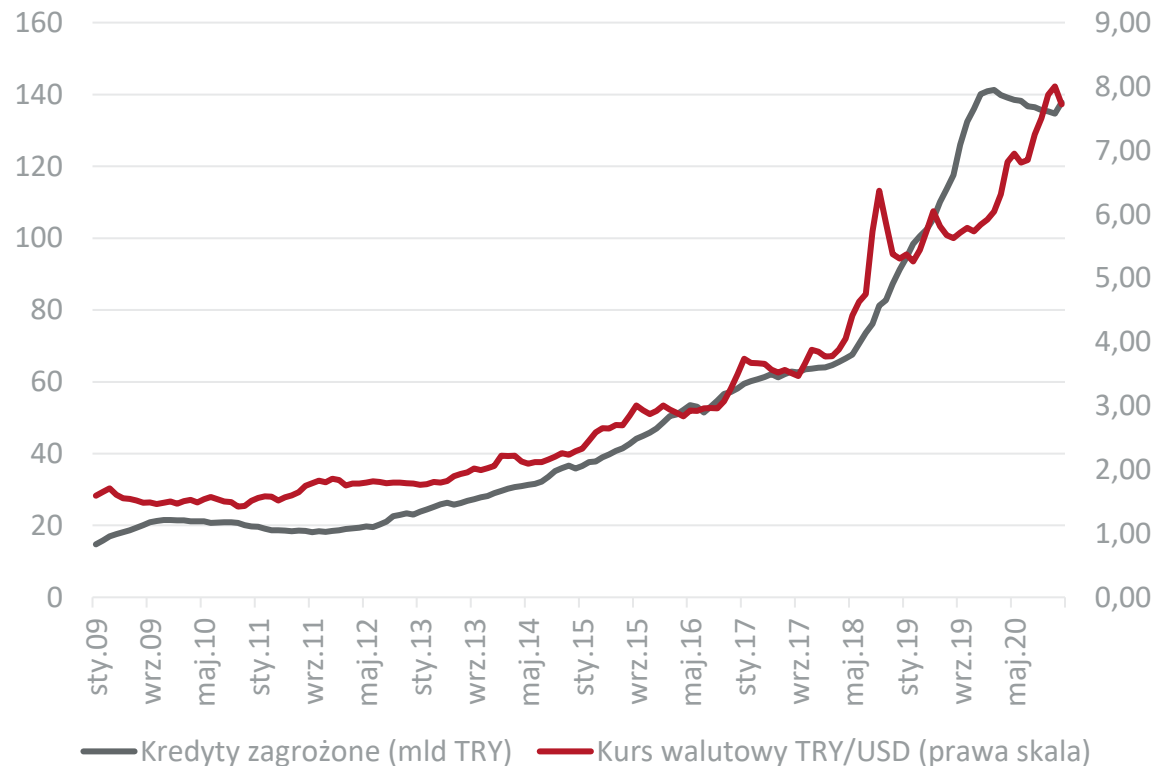


Źródło: Macrobond



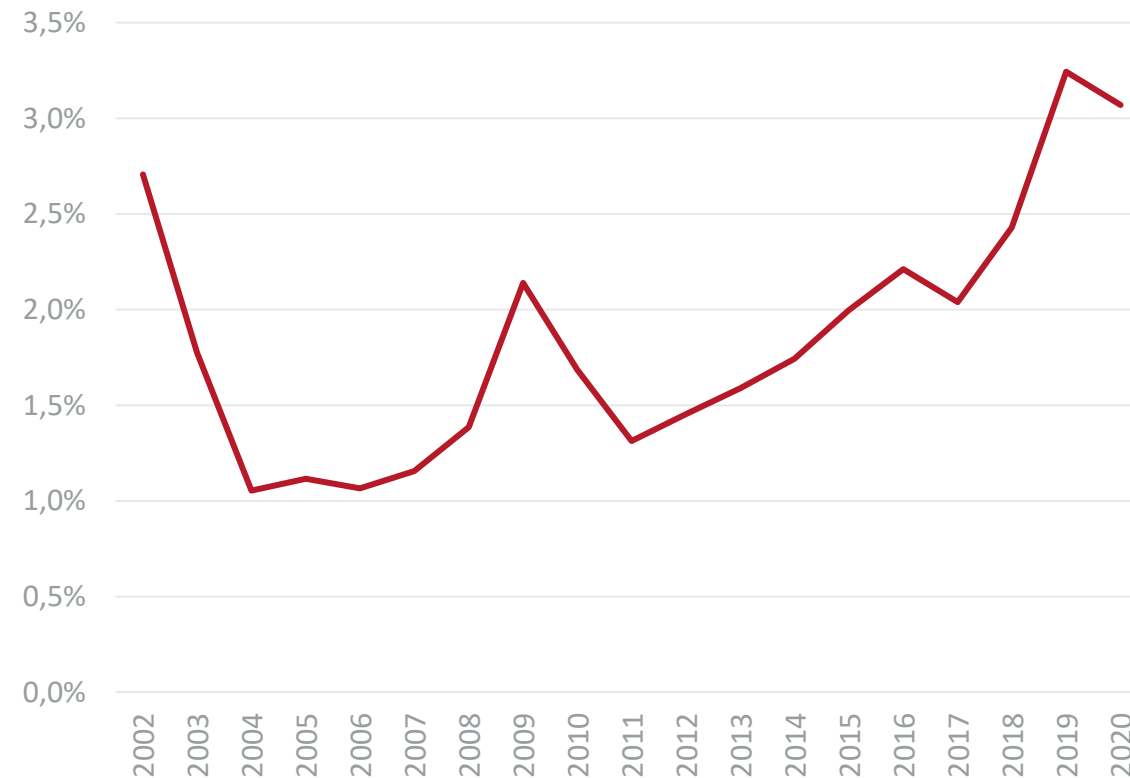
Kredyty zagrożone w relacji do PKB rosną od dekady. A ostatni ich wzrost jest silnie skorelowany z deprecjacją waluty.

Kredyty zagrożone na tle kursu walutowego



Źródło: Waluta → Bank Centralny Turcji / Kredyt → Macrobond

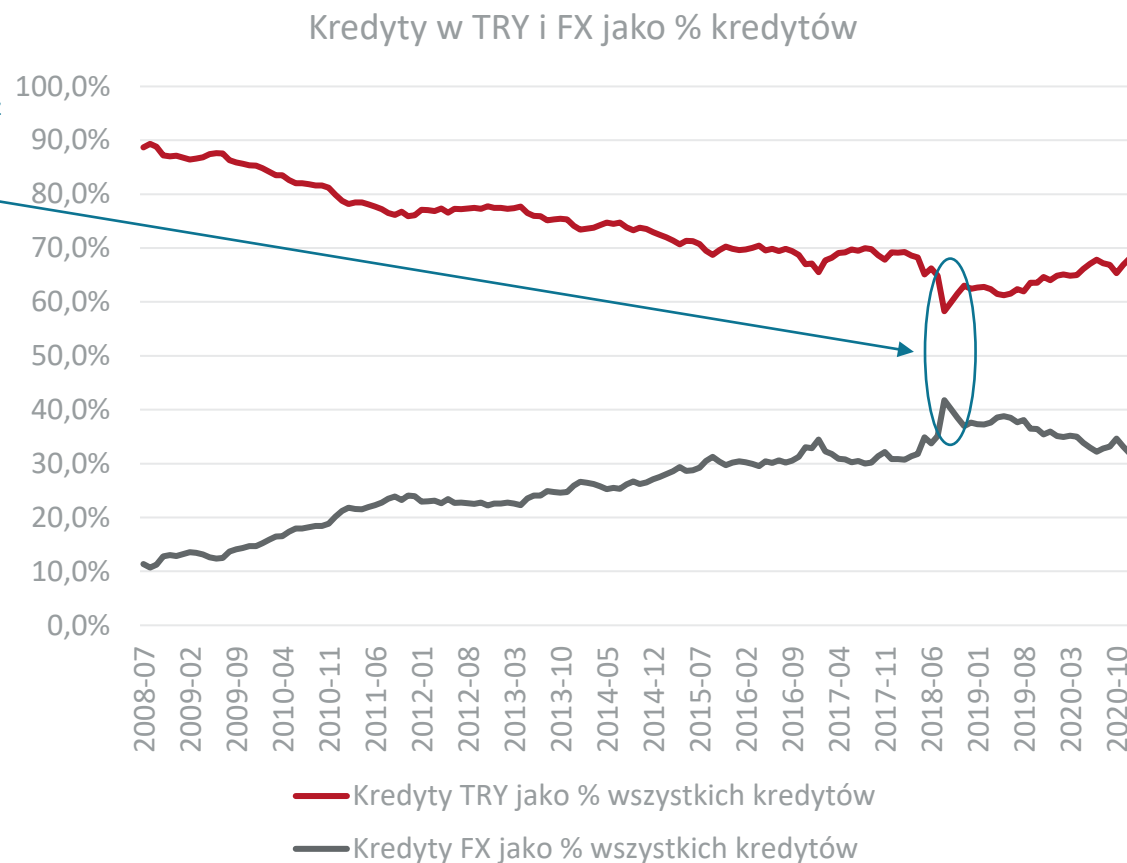
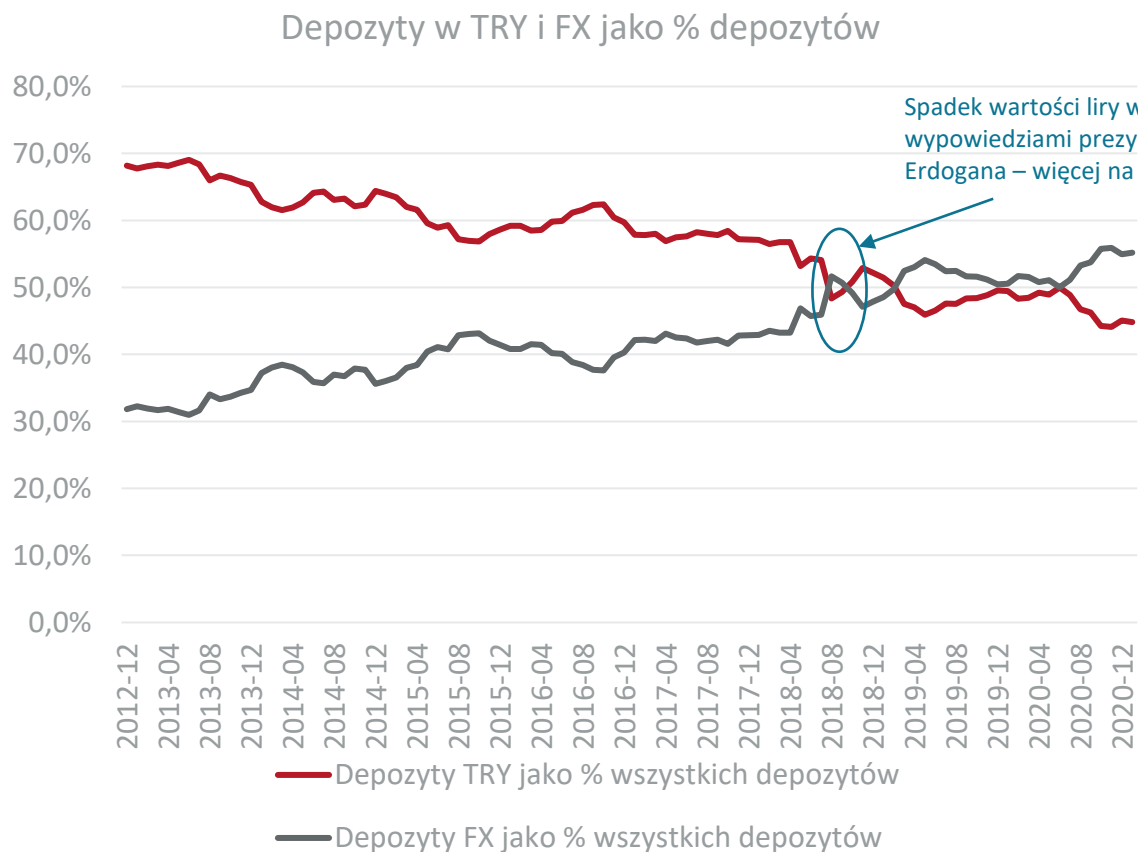
Kredyty zagrożone jako % PKB



Źródło: Kredyt → Macrobond / PKB → IMF (2020 – dane szacunkowe)



Wraz z deprecjacją waluty rósł udział depozytów i kredytów walutowych. Depozyty walutowe przekroczyły wartość depozytów w lirze w marcu 2019 r.



Od kilku lat spada wartości liry i rośnie rentowności obligacji.

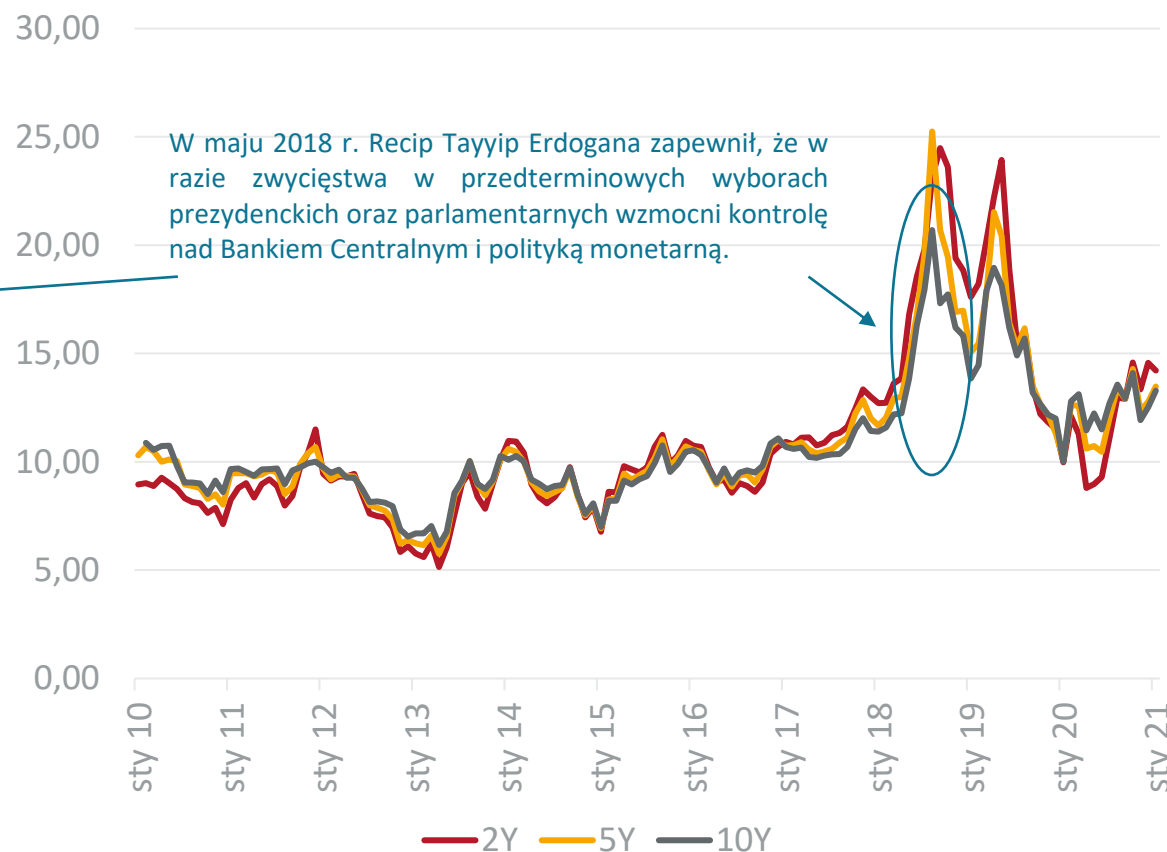
W grudniu 2020 r. turecka lira spadła do rekordowo niskiego poziomu - 9,38 TRY/EUR i 8,00 TRY/USD.

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

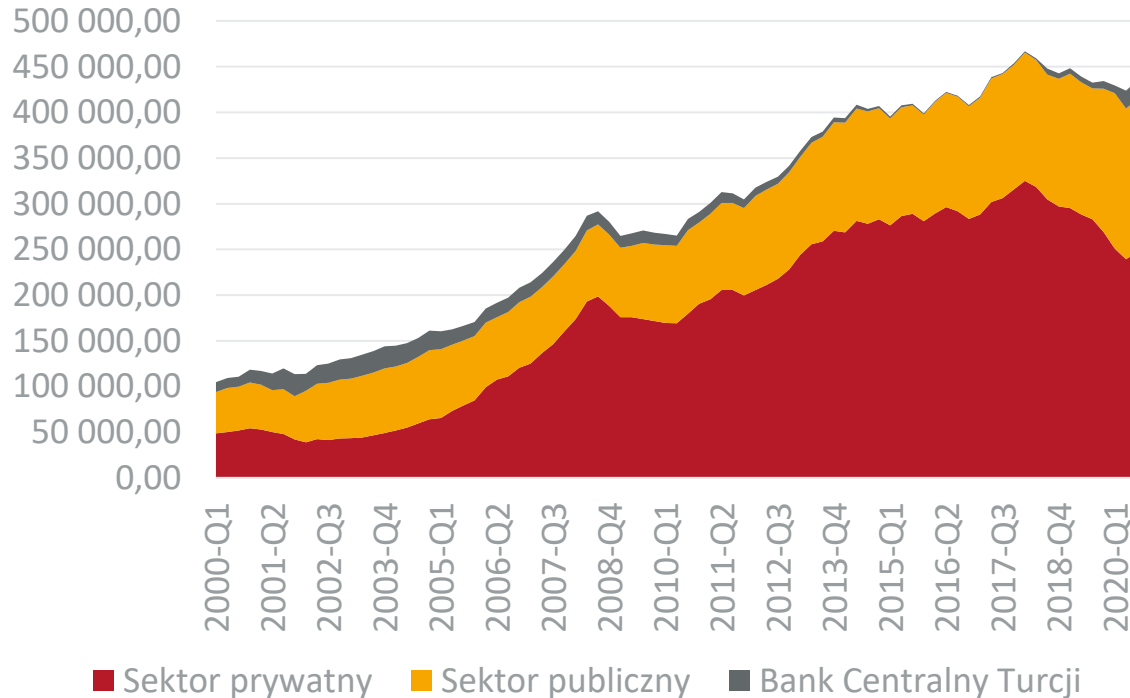


Źródło: Bank Centralny Turcji (waluta) / Investing.com (obligacje)

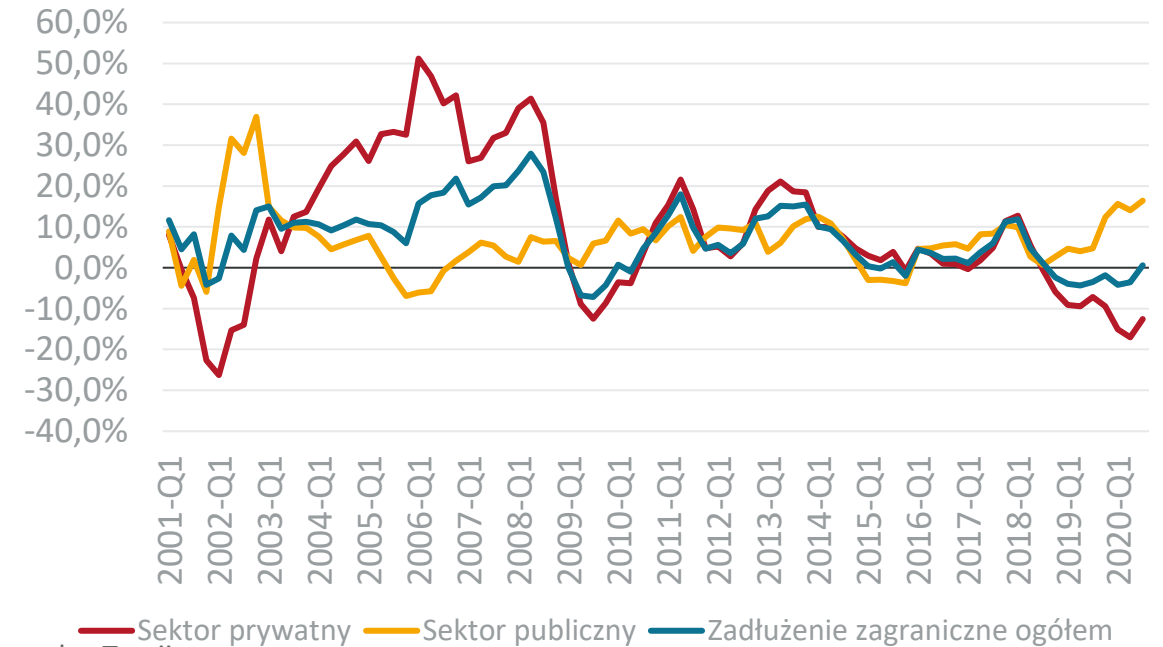
Niska wartość liry może być szczególnie dotkliwa dla sektora prywatnego, który odpowiada za ponad 56% zadłużenia zagranicznego.

Do II kwartału 2018 r. sektor prywatny był głównym sektorem generującym dług zagraniczny. Od Q3 2018 jednak zadłużenie zagraniczne tego sektora zmniejsza się, średnio o 9,6% rdr kwartalnie, rośnie natomiast zadłużenie zagraniczne sektora publicznego. Do III kwartału 2019 r. dynamika zadłużenia sektora publicznego była relatywnie niska, potem jednak znacznie przyspieszyła (w okresie Q4 2019 – Q3 2020 średni wzrost zadłużenia wyniósł 14,6% rdr.)

Dług zagraniczny Turcji (mln USD) w podziale na sektory



Dynamika roczna (kwartał do analogicznego kwartału rok wcześniej) zadłużenia w poszczególnych sektorach

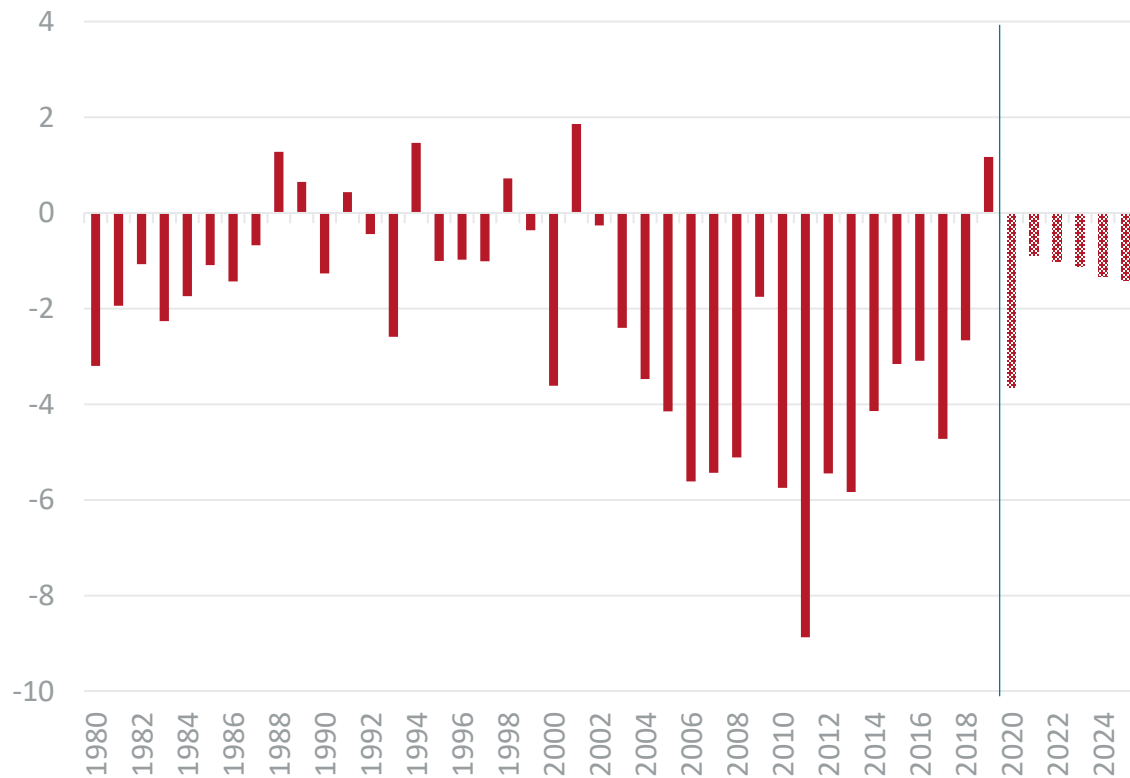


Źródło: Bank Centralny Turcji



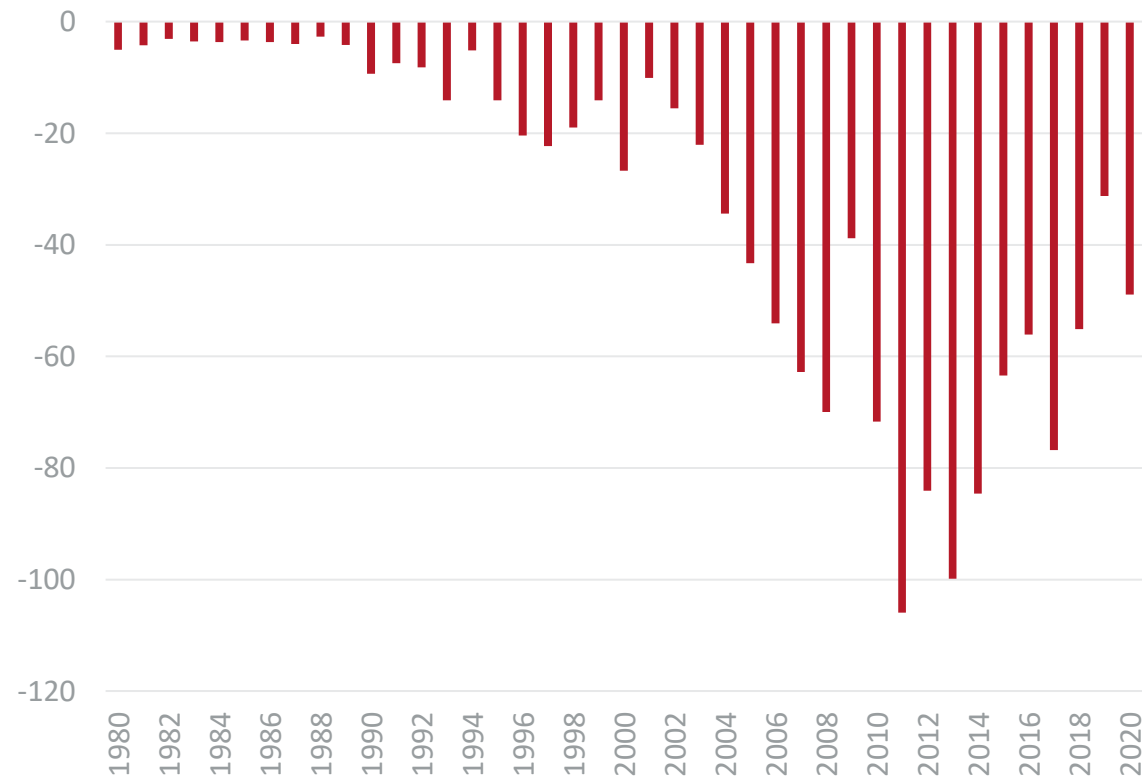
Z trwale ujemnym bilansem handlowym Turcja potrzebuje zewnętrznego finansowania.

Saldo na rachunku obrotów bieżących (% PKB)



Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy, 2020 → dane szacunkowe, 2021-2025 → prognozy

Saldo obrotów towarowych Turcji (mld USD)

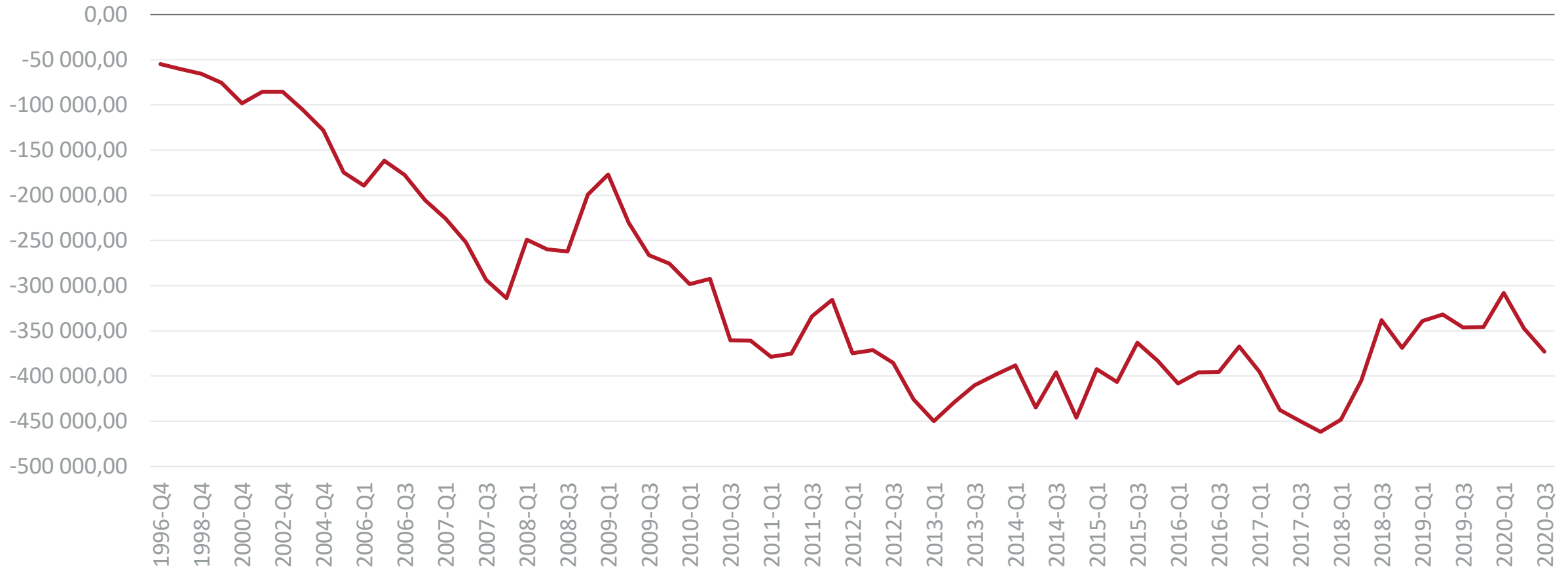


Źródło: TurkStat



Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Turcji pogarszała się do 2013.

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (mln USD)

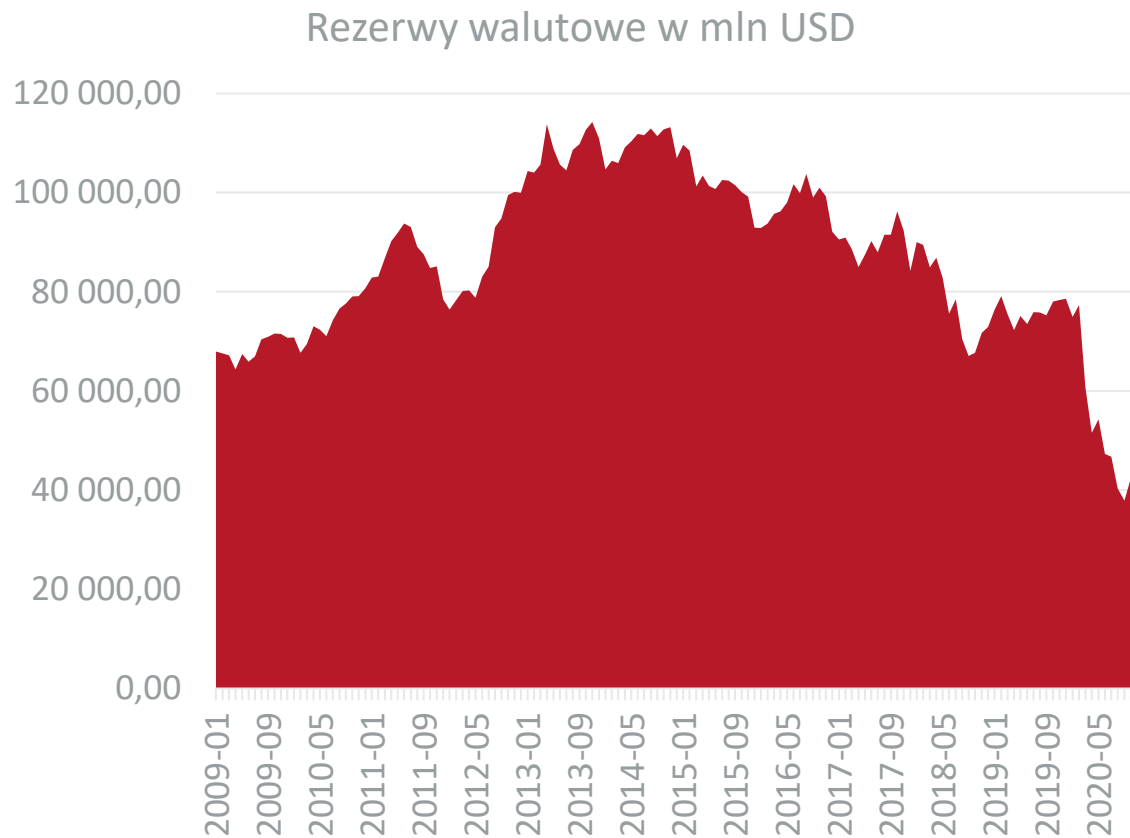


Źródło: Bank Centralny Turcji



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

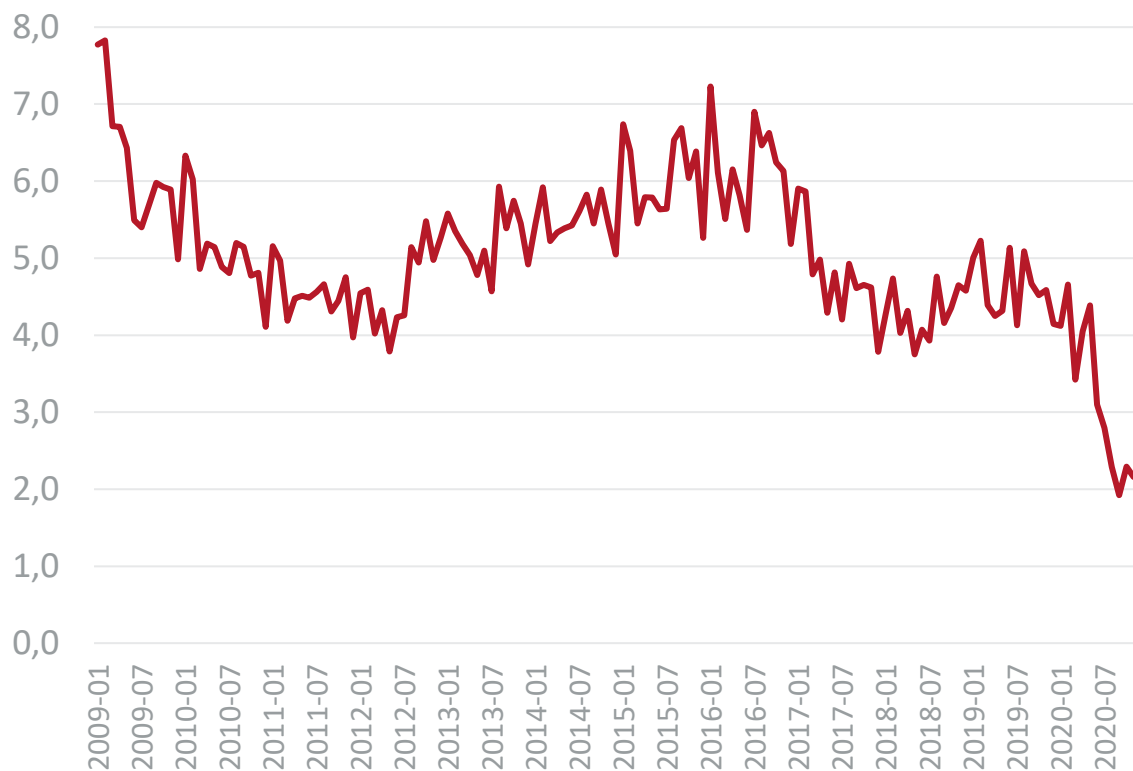
Zgodnie z danymi banku centralnego Turcji w listopadzie br. poziom rezerw wyniósł 42.692 mln USD i był o 45,5% mniejszy niż rok wcześniej.



Poziom rezerw jest znacznie poniżej progów uznawanych za bezpieczne.

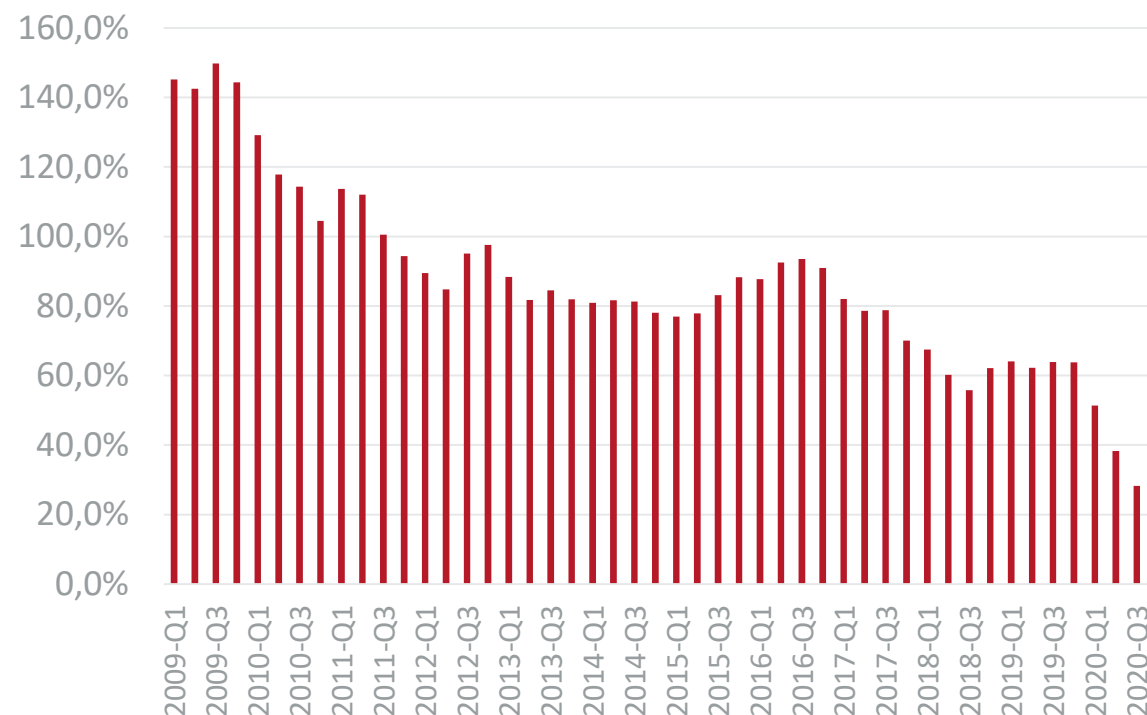
Zgodnie z najbardziej aktualnymi danymi, za listopad 2020, Turcja byłaby w stanie pokryć rezerwami około 2 miesiące importu (w listopadzie 2019 r. było to około 5 miesięcy). Za bezpieczny poziom tego wskaźnika uznaje się wartości powyżej 6 miesięcy.

Rezerwy walutowe w miesiącach importu



W III kwartale 2020 r. rezerwy walutowe byłyby w stanie pokryć 28,3% krótkoterminowego (z terminem spłaty do jednego roku) zadłużenia zagranicznego Turcji. W analogicznym kwartale rok wcześniej było to 63,9%, a dwa lata temu 55,7%.

Pokrycie krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego rezerwami walutowymi

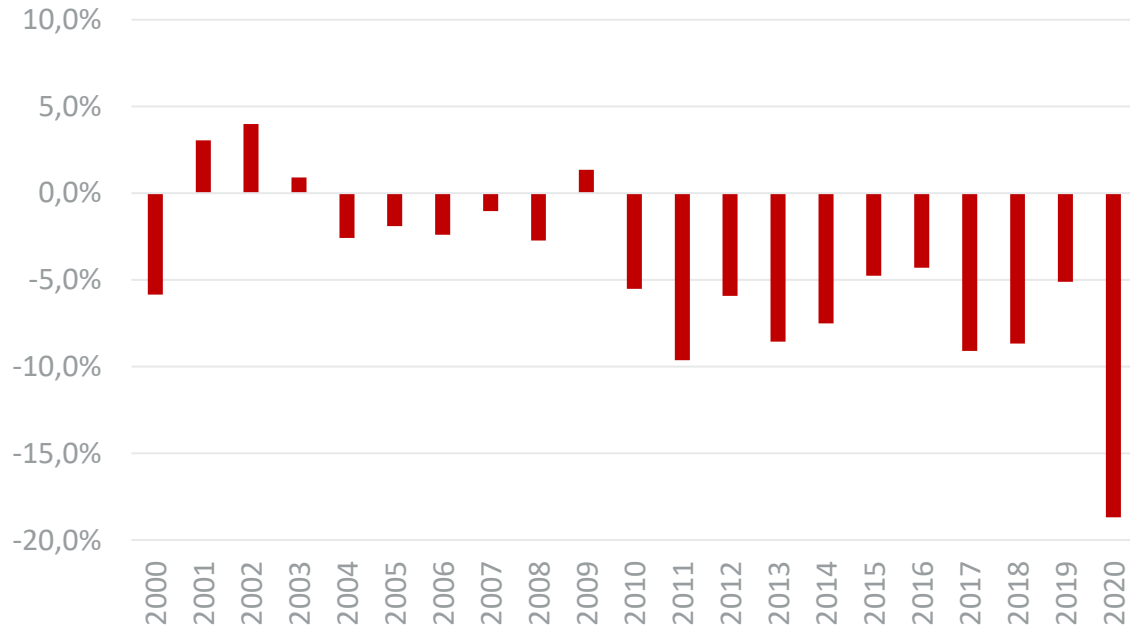


Źródło: Bank Centralny Turcji



Pogłębia się uzależnienie Turcji od krótkoterminowego finansowania zagranicznego.

Uzależnienie od krótkoterminowego finansowania zagranicznego jako % PKB
(rezerwy walutowe – zagraniczne zadłużenie krótkoterminowe - saldo na rachunku obrotów bieżących)



- W latach nadwyżki handlowej lub niskiego deficytu (2001, 2002, 2009) Turcja ma niskie zapotrzebowania na krótkoterminowe finansowanie zagraniczne.
- W minionej dekadzie zapotrzebowanie na krótkoterminowe finansowanie zagraniczne pogłębiło się.
- A w roku 2020 pogłębiło się do rekordowego poziomu.

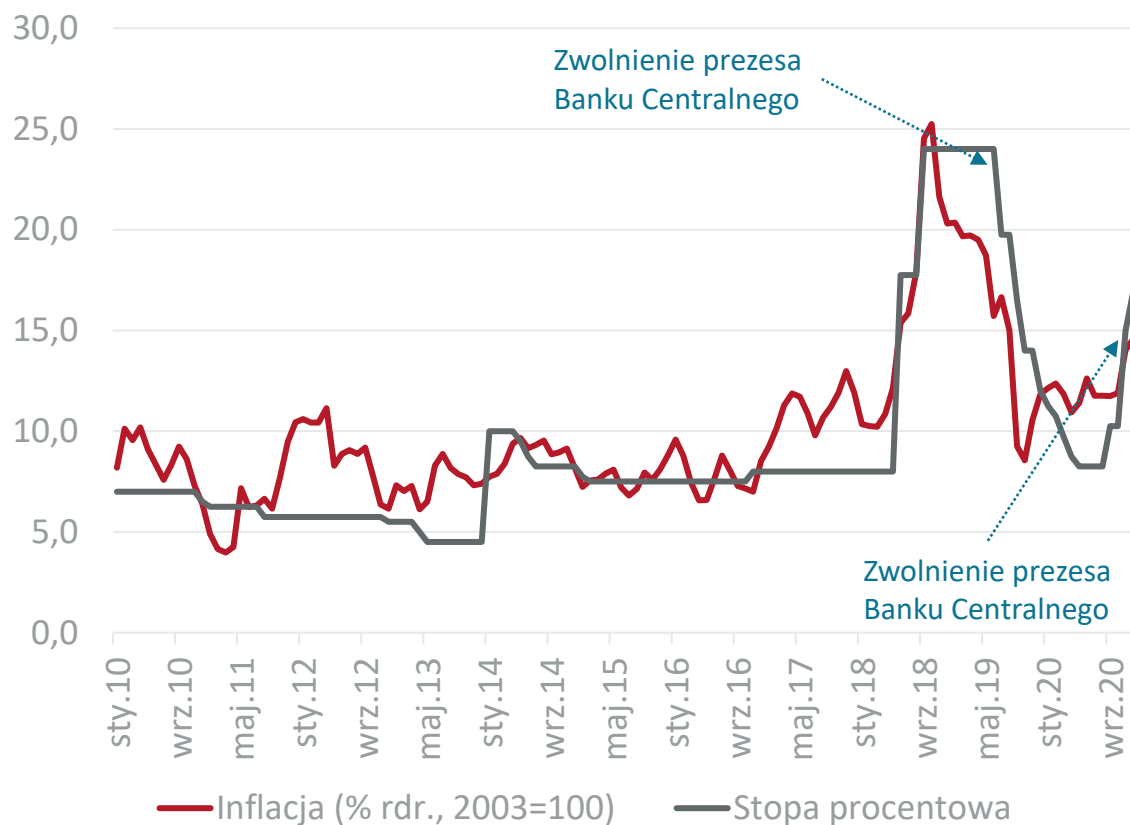
Źródło: Bank Centralny Turcji (rezerwy, zadłużenie, saldo obrotów), IMF (PKB)



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

W ciągu minionego półtora roku w Turcji dwukrotnie doszło do zmiany na stanowisku prezesa Banku Centralnego

Inflacja na tle stopy procentowej



Źródło: Bank Centralny Turcji

Na początku lipca 2019 r. prezydent Turcji zdymisjonował ówczesnego prezesa Banku Centralnego Turcji - 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%.

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

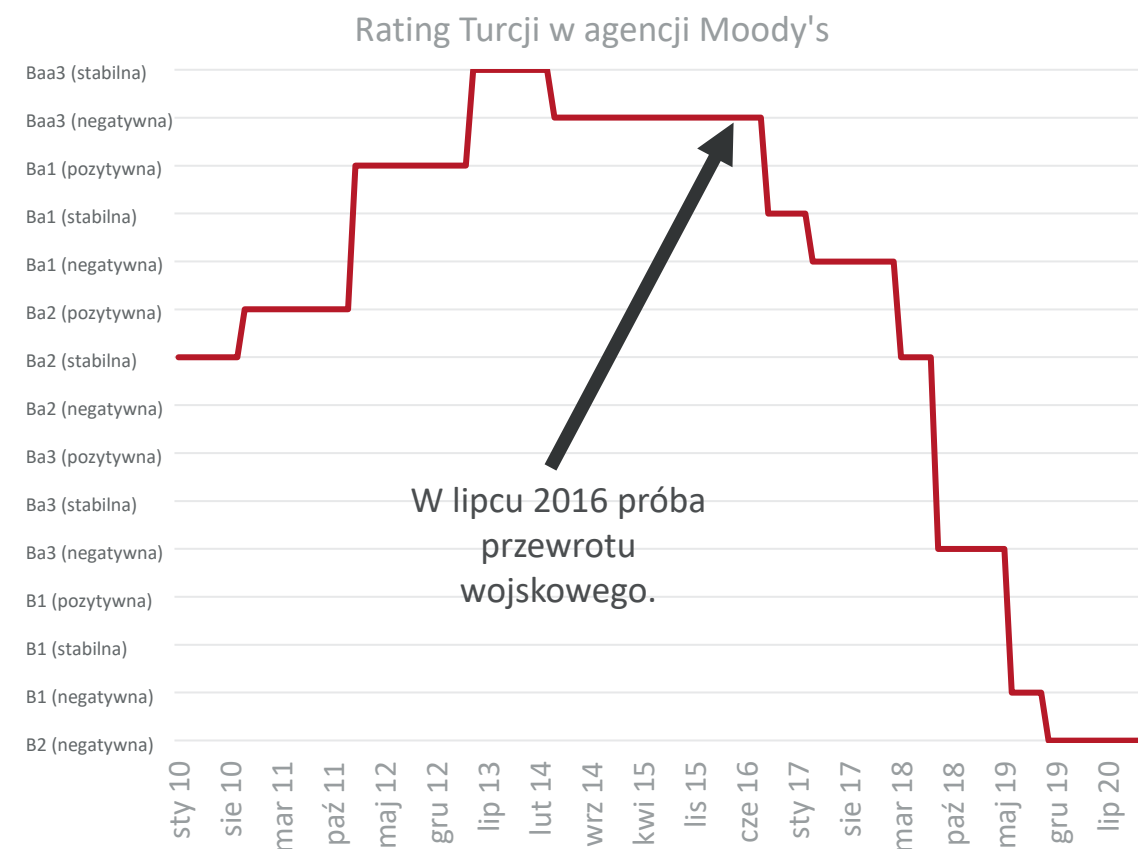
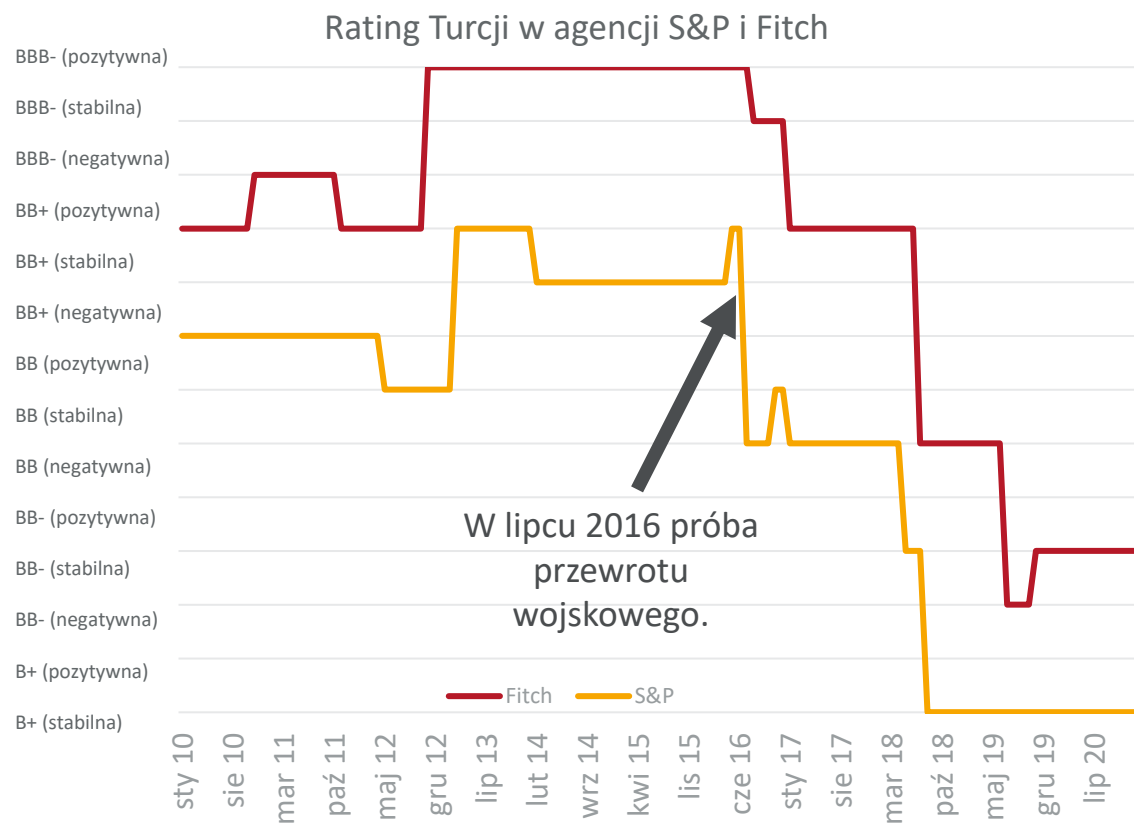
Murat Uysal został odwołany na początku listopada 2020 r., a nowym prezesem BCT został Naci Agbal, były minister finansów (2015-2018), a także doradca prezydenta (od 2018).



Pogorszenie sytuacji gospodarczej i niestabilność polityczna znalazła odzwierciedlenie w spadku ratingów.

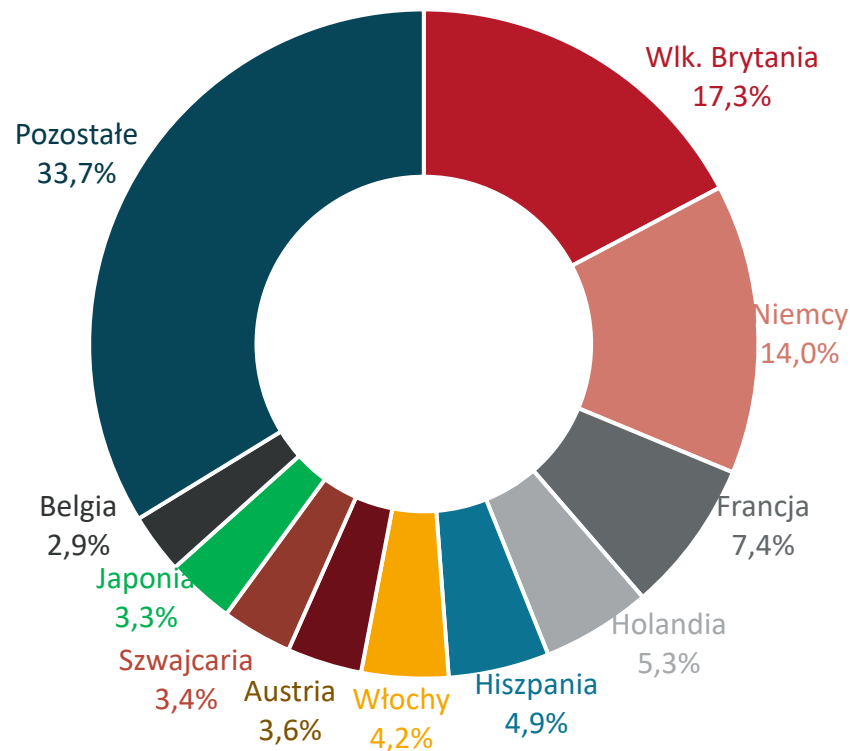
Aktualna ocena kredytowa (perspektywa)	S&P	Moody's	Fitch
	B+ (stabilna)	B2 (negatywna)	BB- (negatywna)

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), B2 (Moody's) i BB- (Fitch). Tak ocenione papiery wartościowe uznaje się za spekulacyjne i zniechęca do inwestowania w nie.



Ewentualna niewypłacalność Turcji spowoduje istotne problem dla części europejskiego sektora bankowego.

Roszczenia zagranicznych banków wobec Turcji na koniec III kwartału 2020 r. (udział)



Turcja jest mocno zależna od zagranicznego finansowania, którego bardzo chętnie udzielały 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.

Zgodnie z najbardziej aktualnymi danymi BIS (Banku Rozrachunków Międzynarodowych) w III kwartale 2020 r. roszczenia zagranicznych banków wobec Turcji wyniosły 131,2 mld USD, z czego 62,4% tej kwoty przypadało na banki pochodzące z krajów Unii Europejskiej.

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

Po prawej stronie tabela z S&P Global Market Intelligence (z lipca 2019 r.).

Select Turkish banks owned by foreign European banks

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 Yapıve Kredi Bankası AŞ is the main banking arm of Italy-based UniCredit SpA in Turkey.

³ Yapıve Kredi is 81.90% owned by Koç Finansal Hizmetler AŞ in which UniCredit SpA has 50% ownership.

⁴ 99.85% owned by PAO Sberbank of Russia.

⁵ 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.

⁶ 99.99% owned by ING Bank NV, a subsidiary of ING Groep NV.

⁷ 99.99% owned by HSBC Middle East Holdings BV and 10.01% owned by HSBC Bank Middle East Ltd, both are subsidiaries of HSBC Holdings PLC.

⁸ 96.00% owned by Deutsche Bank AG.

⁹ 96.00% owned by Rabobank International Holding BV, a subsidiary of Rabobank.

Source: S&P Global Market Intelligence

Źródło: Bank Rozrachunków Międzynarodowych



W ostatnich kilkunastu tygodniach Turcja rozpoczęła ofensywę dyplomatyczną, w celu normalizacji stosunków politycznych i gospodarczych

Zła sytuacja gospodarcza sprawiła że prezydent Erdogan rozpoczął proces łagodzenia napiętych stosunków z państwami w regionie oraz z USA i Europą.

W perspektywie krótkoterminowej Turcji nie grozi niewypłacalność. A ze względu na istotność tego kraju dla państw europejskich czy Bliskiego Wschodu wydaje się prawdopodobne, że w razie poważniejszych problemów gospodarczych Turcja uzyska wsparcie finansowe z zagranicy.

W dłuższym okresie rząd w Ankarze powinien zwiększyć wydajność gospodarki oraz zmniejszyć uzależnienie od zewnętrznego finansowania.

Stabilizacji gospodarki i wprowadzeniu potrzebnych reform strukturalnych sprzyja kalendarz wyborczy – kolejne wybory prezydenckie i parlamentarne są zaplanowane dopiero na 2023 r.



Greece and Turkey hold first crisis talks since 2016

<https://www.dw.com/en/greece-and-turkey-hold-first-crisis-talks-since-2016/a-56340074>

'Dear Tayyip': Erdogan, Macron exchange letters

The Turkish and French presidents exchange letters in which they agree to resume talks aimed at mending ties.

<https://www.aljazeera.com/news/2021/1/15/france-and-turkey-exchange-letters-to-improve-collaboration>

Turkey, Saudi Arabia eye improved ties after Gulf crisis ends

<https://www.aljazeera.com/news/2021/1/25/turkey-and-saudi-arabia-on-the-verge-of-a-return-to-cordiality>

EU, Turkey to work on improving relations after tumultuous 2020

EU foreign policy chief welcomes Turkish foreign minister to Brussels for talks aimed at improving ties.

<https://www.aljazeera.com/news/2021/1/21/eu-turkey-press-for-improved-relations-after-tumultuous-2020>

Turkey signals compromise with US over Russian S-400 missiles

The purchase of air defence system has put extra strain on US-Turkey relations, which have also been complicated by the conflict in Syria.

<https://www.aljazeera.com/news/2021/2/9/turkey-signals-compromise-with-us-over-russian-s-400-missiles>

PKB – dynamika (%)	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020
Rok do roku	1,1	6,3	4,7	-8,5	5,4
Kwartał do kwartału	0,4	2,0	0,2	-10,8	15,6

Rezerwy walutowe	paź.20	lis.20	gru.20
Wartość w mln USD	40 835 41	136 48	461
W miesiącach importu	2,3	2,2	Bd.

Ceny	paź.20	lis.20	gru.20	sty.21
Inflacja (% rdr., 2003=100)	11,9	14,0	14,6	14,97

Kurs walutowy	paź.20	lis.20	gru.20	sty.21	lut.21
TRY/USD	7,87	8,00	7,72	7,39	7,19
TRY/EUR	9,27	9,46	9,38	9,01	8,67

Rentowność obligacji	paź.20	lis.20	gru.20	sty.21	lut.21
2Y	14,58	13,35	14,57	14,25	14,83
5Y	14,29	12,37	12,77	12,93	13,43
10Y	14,10	11,93	12,51	12,57	13,03

Źródło: OECD (PKB)/ TURKSTAT (Inflacja)/Bank Centralny Turcji (Rezerwy, kurs walutowy)/ Investing.com (Obligacje)

