

# Турция

## Игры кончились [ПРОДАВАТЬ]

### Еврооблигации Турция 30

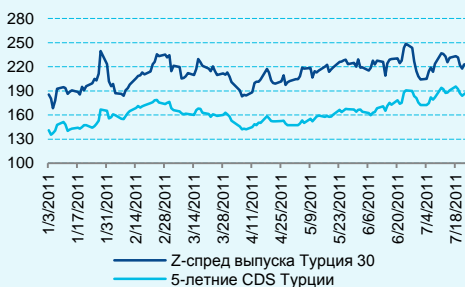
Доходность к погашению



Источник: Bloomberg

### Еврооблигации Турция 30 и CDS на 5 лет

Z-спред и спред CDS



Источник: Bloomberg

Судя по всему, период притворной невозмутимости в «отношениях» между рынком и властями Турции, когда стороны проверяли выдержку друг друга, остается позади. Первым дрогнул местный центральный банк, который после резкого ослабления национальной валюты (25 июля курс доллара США превысил 1,7 турецкой лиры) отменил проведение регулярного валютного аукциона и смягчил некоторые нормативы обязательного резервирования для банков. Благодаря благополучию в бюджетно-налоговой сфере валютные обязательства Турции до сих пор оставались невосприимчивыми к распродаже активов других классов. Тем не менее, давление на внешние обязательства в результате затяжного периода волатильности турецких активов в конечном итоге должно усилиться. Как следствие, мы начинаем аналитическое освещение обязательств Турции с рекомендации ПРОДАВАТЬ по выпуску Турция 30 и ожидаем, что его доходность повысится вслед за недавним расширением на 50 б.п. спреда CDS.

**Обоснование рекомендации.** До сих пор прочные фундаментальные бюджетно-налоговые характеристики Турции ограждали ее суверенные валютные обязательства от резких колебаний валютных курсов, процентных ставок или фондовых индексов, хотя рынок CDS реагирует по своему обыкновению гораздо раньше рынка наличных сделок. Тем не менее, затяжной период повышенной волатильности на валютном рынке несет с собой риски дестабилизации местного долгового рынка, где значительная часть погашений приходится по графику на 2012 г. и позднее. Мы в этой связи ожидаем в ближайшие месяцы усиление воздействия валютного рынка на суверенные долги и рекомендуем заранее открыть короткие позиции в долларовых внешних облигациях Турции, на котировках которых негативные факторы еще не отразились.

**История вопроса.** Дефицит счета текущих операций – одно из слабых мест Турции, которая по большинству других показателей являла собой благополучный пример роста до кризиса и после него. Проблема не представляла секрета для участников рынка, но Турция в последнее время прибегала к весьма неординарным методам ее решения, с начала года вызывая у участников рынка все больше и больше вопросов.

Несмотря на высокий уровень инфляции, колоссальное внутреннее потребление и неудержимый рост кредитования, центральный банк с ноября прошлого года уже дважды понижал процентные ставки, предпочитая противостоять назревающему перегреву экономики методами пруденциального регулирования на уровне системы (посредством, например, нормативов обязательного резервирования и искусственных ограничений). Хотя экономика начинает демонстрировать первые признаки ослабления, усилия, прилагавшиеся центральным банком, по общему признанию успехом не увенчались, поскольку темпы роста кредитования остаются повышенными, а дефицит счета текущих операций приближается к отметке в 10% ВВП.

**Перспективы.** Вплоть до последнего времени власти, по видимости, довольствовались результатами нестандартной политики, рассматривая ослабление национальной валюты в качестве наименее обременительного способа уменьшения дисбаланса во внешней торговле в краткосрочном плане, задумывая одновременно широкие структурные преобразования,

призванные перебросить мостик в более отдаленное будущее. Однако рынок, как представляется, не поверил в мечты турецкого правительства и занял оборонительную позицию. Теперь восстановление доверия и уверенности участников рынка может оказаться крайне сложной задачей, и соответствующие риски еще не отражены в уровнях доходности внешних суверенных обязательствах Турции.

**Торговая рекомендация.** Пятилетние CDS на риск Турции выросли с начала апреля примерно на 50 б.п., тогда как доходность еврооблигаций Турция 30 даже снизилась примерно на 20 б.п. (соответствующее расширение Z-спреда на 20 б.п. главным образом объясняется движением базовой безрисковой кривой). Если волатильность сохранится, рынок наличных бумаг, как мы предполагаем, в ближайшее время устремится вслед за рынком CDS. Исходя из вышесказанного и ожидая в краткосрочной перспективе повышение доходности примерно на 50 б.п. (вследствие чего котировки должны приблизиться к 160%), мы рекомендуем ПРОДАВАТЬ выпуск Турция 30 по цене 169.5% от номинала. Рынок в ближайшее время скорее всего проявит нерасположенность к рискам, поэтому дальнейшее заметное сужение спреда нам представляется маловероятным, а, следовательно, риски от позиции – ограниченными.

## ANALYST CERTIFICATION

The research analysts whose names appear on research reports prepared by Otkritie Group certify that: i) all of the views expressed in the research report accurately reflect their personal views about the subject security or issuer, and ii) no part of the research analysts' compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed by the research analysts in research reports that are prepared by Otkritie Group.

The research analysts whose names appear on research reports prepared by Otkritie Group received compensation that is based upon various factors including Otkritie Group's total revenues, a portion of which are generated by Otkritie Group's investment banking activities.

## Global Disclaimer

This report has been prepared by Otkritie Securities Limited, a subsidiary of JSC Otkritie Financial Corporation. JSC Otkritie Financial Corporation, its subsidiaries, branches and affiliates are referred to herein as Otkritie Group. Otkritie Capital is the global brand name for Otkritie Group and its affiliates worldwide, as well as being a marketing name for the UK based investment research business of Otkritie Securities Limited. For more information about the structure of the group and its subsidiaries please visit [www.otkritie.com/en/about/business\\_structure/](http://www.otkritie.com/en/about/business_structure/). This report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. Nothing in this report constitutes a representation that any investment strategy or recommendation contained herein is suitable or appropriate to a recipient's individual circumstances or otherwise constitutes a personal recommendation.

It is published solely for information purposes, it does not constitute an advertisement and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell any securities or related financial instruments in any jurisdiction. The information presented herein does not comprise a prospectus of securities for the purposes of EU Directive 2003/71/EC or Federal Law No. 39-FZ of 22 April 1994 (as amended) of the Russian Federation "On the Securities Market". Any decision to purchase securities in any proposed offering should be made solely on the basis of the information to be contained in the final prospectus published in relation to such offering. No representation or warranty, either express or implied, is provided in relation to the accuracy, completeness or reliability of the information contained herein, except with respect to information concerning JSC Otkritie Financial Corporation, its subsidiaries and affiliates, nor is it intended to be a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. Otkritie Group does not undertake that investors will obtain profits, nor will it share with investors any investment profits nor accept any liability for any investment losses. Investments involve risks and investors should exercise prudence in making their investment decisions. Investing in emerging markets such as Russia, other CIS countries and emerging markets securities involves a high degree of risk and investors should perform their own due diligence before investing. Past performance is not necessarily a guide to future performance. The value of any investment or income may go down as well as up and you may not get back the full amount invested. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and may differ or be contrary to opinions expressed by other business areas or groups of Otkritie Group as a result of using different assumptions and criteria. Research will initiate, update and cease coverage solely at the discretion of Otkritie Group Research Management. The analysis contained herein is based on numerous assumptions. Different assumptions could result in materially different results. The analyst(s) responsible for the preparation of this report may interact with trading desk personnel, sales personnel and other constituencies for the purpose of gathering, synthesising and interpreting market information. Otkritie Group is under no obligation to update or keep current the information contained herein. Otkritie Group relies on information barriers to control the flow of information contained in one or more areas within Otkritie Group, into other areas, units, groups or affiliates of Otkritie Group. The compensation of the analyst who prepared this report is determined exclusively by research management and senior management (not including investment banking). Analyst compensation is not based on investment banking revenues, however, compensation may relate to the revenues generated by the investment banking business of JSC Otkritie Financial Corporation as a whole, of which investment banking, sales and trading are a part.

The securities described herein may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors. Options, derivative products and futures are not suitable for all investors, and trading in these instruments is considered risky. Mortgage and asset-backed securities may involve a high degree of risk and may be highly volatile in response to fluctuations in interest rates and other market conditions. Past performance is not necessarily indicative of future results. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related instrument mentioned in this report. For trade execution or other enquiries, clients should contact their local sales representative. Neither JSC Otkritie Financial Corporation nor any of its affiliates, nor any member of Otkritie Group's directors, employees or agents accepts any liability for any loss or damage arising out of the use of all or any part of this report. For financial instruments admitted to trading on a Russian or other regulated markets: JSC Otkritie Financial Corporation, its affiliates or subsidiaries (excluding Otkritie Inc.) may act as a market maker or liquidity provider in the financial instruments of such issuer or issuers. Otkritie Group and its affiliates and employees may have long or short positions, trade as principal and buy and sell in instruments or derivatives identified herein.

Any prices stated in this report are for information purposes only and do not represent valuations for individual securities or other instruments. There is no representation that any transaction can or could have been effected at those prices and any prices do not necessarily reflect Otkritie Group's internal books and records or theoretical model-based valuations and may be based on certain assumptions. Different assumptions, by Otkritie Group or any other source, may yield substantially different results.

**United Kingdom and the rest of Europe:** Except as otherwise specified herein, this material is communicated by Otkritie Securities Limited, a subsidiary of JSC Otkritie Financial Corporation, to persons who are eligible counterparties or professional clients and is only available to such persons. The information contained herein does not apply to, and should not be relied upon by, retail clients. Otkritie Securities Limited is authorised and regulated by the Financial Services Authority (FSA). Research produced under the brand name of Otkritie Capital complies with all FSA requirements and laws concerning disclosures and these are indicated on the research where applicable. **Russia:** Distributed by the Moscow Representative office of Otkritie Securities Limited. **United States:** Distributed to US persons by Otkritie Inc. a member of FINRA and SIPC or, by a group, subsidiary or affiliate of JSC Otkritie Financial Corporation that is not registered as a US broker-dealer (a 'non-US affiliate'), to major US institutional investors only. Otkritie Inc. accepts responsibility for the content of a report prepared by another non-US affiliate when distributed to US persons by Otkritie Inc.

All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through Otkritie Inc. and not through a non-US affiliate. Although it has accepted responsibility for the content of this research report when distributed to US investors, Otkritie Inc. did not contribute to the preparation of this report and research analysts contributing to this report who are employed by any non-US affiliate of Otkritie Inc. are not registered/qualified as research analysts with the NASD and NYSE and therefore are not subject to the restrictions contained in the NASD and NYSE rules on communications with a subject company, public appearances, and trading securities held by a research analyst account. Among other things, this means that the entity issuing this report and the analysts authoring this report are not subject to all the disclosures and other US regulatory requirements to which Otkritie Inc. and its employees and associated persons are subject.

The disclosures contained in research reports produced by Otkritie Securities Limited shall be governed by and construed in accordance with English law.

Otkritie Group specifically prohibits the redistribution of this material in whole or in part without the written permission of Otkritie Group and accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect. Images may depict objects or elements which are protected by third party copyright, trademarks and other intellectual property rights. © Otkritie Capital 2011. The key symbol and Otkritie Capital are among the registered and unregistered trademarks of Otkritie Group. All rights reserved.

**АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ +7 (495) 777 5656**

**Александр Бурганский**  
Начальник аналитического департамента  
burgansky@open.ru  
+7 (495) 213 1825

**Рынок акций**

**Владимир Савов**  
Начальник департамента  
savov@open.ru  
+7 (495) 213 1826

**Стратегия**

**Том Манди**  
mundy@open.ru  
+7 (495) 213 1833

**Павел Марьясов**  
maryasov@open.ru, доб. 4415

**Экономика**

**Владимир Тихомиров**  
tikhomirov@open.ru  
+7 (495) 213 1829

**Полина Бадасен**  
badasen@open.ru, x4663

**Нефть и газ**

**Александр Бурганский**  
burgansky@open.ru  
+7 (495) 213 1825

**Вадим Митрошин**  
mitroshin@open.ru  
+7 (495) 213 1828

**Татьяна Калачова**  
kalachova@open.ru, доб. 4717

**Андрей Богданович**  
bogdanovich@open.ru, доб. 4320

**Банки**

**Владимир Савов**  
savov@open.ru  
+7 (495) 213 1826

**Ольга Найденова**  
naydenova@open.ru, доб. 4395

**Электроэнергетика**

**Сергей Бейден**  
beiden@open.ru  
+7 (495) 213 1835

**Вадим Паламарчук**  
palamarchuk@open.ru, доб. 4401

**Долговой рынок**

**Рональд Солберг**  
Начальник департамента  
+44 20 7826 8259  
ronald.solberg@otkritie.com

**Стратегия**

Кредитная стратегия  
**Брюс Гудвин**  
bruce.goodwin@otkritie.com  
+44 20 7826 8265

Суверенные и локальные рынки  
**Вадим Соболевский**

+44 20 7826 8211  
vadim.sobolevski@otkritie.com

**Рублевые облигации**

**Евгений Воробьев**  
vorobiev@open.ru, доб. 4331

**Еврооблигации**

**Дмитрий Поляков**  
dmitry.poliakov@otkritie.com  
+44 20 7826 8205

**Наргиз Садыхова**  
nargiz.sadykhova@otkritie.com  
+44 20 7826 8268

**Рублевые облигации**

**Александр Афонин**  
afonin@open.ru, доб. 4309

**Ольга Николаева**  
nikolaeva-o@open.ru, доб. 4397

**Максим Гребцов**  
grebtsov@open.ru, доб. 4340

**Количественный анализ**

**Гарэт Весселс**  
+44 20 7826 8255  
gareth.wessels@otkritie.com

**Искандер Абдуллаев**  
abdullaev@open.ru, доб. 4300

**Том Спенсер**  
+44 20 7826 8254  
tom.spencer@otkritie.com

**Критерии присвоения аналитиками инвестиционных рейтингов по акциям**

<b>ПОКУПАТЬ</b>	Потенциал роста акции до целевой цены от 15%
<b>ДЕРЖАТЬ</b>	Потенциал роста акции до целевой цены от -15% до 15%
<b>ПРОДАВАТЬ</b>	Потенциал роста акции до целевой цены от -15% и ниже