

# “Пограничные” рынки стран Африки на подъеме

Ряд стран к югу от Сахары начинает привлекать инвесторов на свои финансовые рынки

Высотные здания в центре Дар-эс-Салама (Танзания).

Дэйвид Неллор

**Н**ЕСКОЛЬКО стран Африки, имеющих развивающиеся финансовые рынки, которые, вероятно, привлекательны для институциональных финансовых инвесторов, являются многообещающими кандидатами и могут стать вторым поколением стран с «формирующимся рынком».

Те же важнейшие изменения, которые были предвестниками прихода международных институциональных финансовых инвесторов на формирующиеся рынки в 1980-х годах, происходят сегодня в некоторых странах Африки к югу от Сахары, — ускоряется экономический рост, ведущим фактором роста является частный сектор, открываются финансовые рынки (см. вставку). Важнейшую роль играют глобальные условия. Стремление получить более высокую доходность, вызванное значительной ликвидностью мирового финансового рынка, побуждает инвесторов расширять свои горизонты.

Вместе с тем новое поколение сталкивается с более сложной, более интегрированной глобальной средой, чем страны с формирующимся рынком четверть века тому назад. Тогда институциональные инвесторы приобретали доступ к экономике таких стран в основном благодаря рынкам акций или в некоторых случаях благодаря выпускам долговых обязательств в иностранной валюте. Сейчас такие инвестиции являются только частью общей картины. Инвесторы занимаются весьма разнообразной финансовой деятельностью, в том числе внутренними облигационными займами и инструментами валютного рынка. Финансовая технология также стала сложнее.

Финансовые рынки за последние 25 лет постепенно стали более продвинутыми и сложными. Однако сегодня фи-

нансовая технология передается на формирующиеся рынки Африки более или менее синхронно по мере ее разработки на продвинутых рынках, хотя недостаточная глубина рынка и его инфраструктура сдерживает ее применение.

Это означает, что страны Африки с формирующимся рынком второго поколения сталкиваются с непосредственными сложными задачами, к которым их предшественники могли адаптироваться на протяжении четверти века. Например, будет очень сложно поддерживать стабильность финансового сектора. В условиях, когда большинство финансовых потоков перемещается при посредничестве внутренних банковских систем, центральным банкам Африки необходимо существенно укрепить свой потенциал надзора для регулирования продвинутых финансовых операций, которые возникли практически за один день. В то же время у директивных органов меньше возможностей для регулирования этой деятельности. Например, пруденциальные методы регулирования потоков капитала, такие как налоги на краткосрочные потоки, легче обойти в силу наличия операций с производными инструментами, которые не использовались на формирующихся рынках поколение назад.

В настоящей статье определяются страны к югу от Сахары (помимо Южной Африки), которые предлагают институциональным инвесторам перспективу хорошей прибыли и средство диверсификации риска благодаря инвестициям на финансовых рынках. В ней отражается признание того, как изменившиеся глобальные условия влияют на экономическую политику, и поднимаются вопросы, о которых думают инвесторы, прежде чем они выходят на эти рынки.

## Кто придумал термин?

Международная финансовая корпорация придумала термин «страна с формирующимся рынком» в 1980 году для обозначения развивающихся стран с фондовыми рынками, которые стали демонстрировать признаки зрелых фондовых рынков в промышленно развитых странах. Страны с формирующимся рынком, которые дают возможность участвовать в экономике с помощью финансовых инструментов, были выявлены во всех регионах мира. В Африке в качестве страны с формирующимся рынком до настоящего времени рассматривалась только Южная Африка (см. статью «Становление стран с формирующимся рынком» на с. 54 настоящего выпуска).

## Выявление формирующихся рынков

Составители индексов формирующихся рынков принимают решение о том, относится ли страна к формирующимся рынкам на основе оценки характера и степени продвинутости фондового рынка в сравнении с уровнем развития экономики. Недавно фирма Standard and Poor's, которая в 2000 году приняла от Международной финансовой корпорации (МФК) функцию составления финансовых индексов формирующихся рынков, использовала термин «пограничные рынки» для обозначения стран с рынками, которые меньше по размеру и менее ликвидны, чем в более продвинутых странах с формирующимся рынком. Многие из стран с формирующимся

рынком в 1980-е годы, согласно сегодняшней классификации, могли бы быть названы «пограничными» рынками.

Термин «страны с формирующимся рынком» используется здесь для обозначения стран Африки к югу от Сахары, которые имеют финансовые рынки и привлекают интерес инвесторов. Более общее использование термина «страны с формирующимся рынком» в настоящей статье предполагает положительный ответ на несколько вопросов, помогающих определить принадлежность к группе таких стран.

- Наблюдается ли ускорение роста экономики?
- Играет ли частный сектор ведущую роль в этом росте, и ориентирована ли политика государства на экономический рост на рыночной основе?

- Есть ли финансовые рынки, куда можно инвестировать?

Восемь стран Африки к югу от Сахары, которые отвечают этим критериям и приближаются к статусу стран с формирующимся рынком, сравниваются с основателями Ассоциации стран Юго-Восточной Азии (АСЕАН), которые были в числе первых стран с формирующимся рынком, выявленных МФК.

### Ускорение роста экономики

Страны с формирующимся рынком привлекают инвесторов, поскольку они предлагают высокую норму прибыли по сравнению со зрелыми рынками и дают инвесторам возможность диверсифицировать риск. Высокие темпы роста ВВП дают сигнал о том, что у инвесторов есть возможность «участвовать» в общих перспективах страны или искать возможности путем выявления активов с заниженной стоимостью в конкретных отраслях. Перспективы роста в странах с формирующимся рынком, скорее всего, будут основаны на преодолении отставания в технологии, значительном разрыве между фактическим и потенциальным объемом производства, молодом населении и более быстром демографическом росте, чем в странах со зрелым рынком. Процессы, обеспечивающие рост, в разных странах могут быть различными, но для стран с формирующимся рынком общим является активный рост экономики. Потенциал диверсификации риска может возникнуть на уровне стран, когда тенденции роста не синхронизированы с экономикой стран со зрелым рынком.

На отношение к перспективам роста Африки влияет опыт экономического роста Азии за счет экспорта. Аналитики утверждают, что рост за счет экспорта имеет критически важное значение, для того чтобы страны Африки могли поддерживать устойчивые высокие темпы, и задают вопрос о возможностях роста за счет экспорта, особенно в отраслях, не связанных с природными ресурсами. Хотя модель роста за счет экспорта сегодня может быть не такой жизнеспособной, как в период ускорения роста в странах с формирующимся рынком первого поколения, Африка обладает потенциалом для существенного роста за счет замещения импорта и внутрирегиональной торговли, а также благодаря традиционным экспортным рынкам.

Для определения того, какие страны имеют достаточные перспективы создания предпосылок роста, можно использовать два критерия — один для богатых ресурсами и другой для бедных ресурсами стран.

**Богатые ресурсами страны Африки** демонстрируют плохие долгосрочные макроэкономические результаты. Когда цены на биржевые товары (особенно на нефть) были высокими, правительства тратили больше, чем их экономика могла освоить, обменные курсы повышались и душили рост в отрасли, не связанных с ресурсами. Но когда цены на биржевые товары падали, отрасли, не связанные с ресурсами, не переживали подъема. Недавний бум цен на биржевые товары обеспечивает лабораторный эксперимент для проверки перспектив роста производителей природных ресурсов в Африке. Как они справляются с макроэкономическим стрессом, созданным устойчиво высокими ценами на биржевые товары? Высокие цены на ресурсы в последние годы, несомнен-

но, способствовали повышению темпов роста, но это может быть ложным сигналом; темпы роста в этих странах могут вновь снизиться, когда упадут цены на биржевые товары — хорошо известное «проклятие природных ресурсов».

Один способ оценить перспективы этих стран состоит в том, чтобы изучить их результаты сегодня и сравнить с прошлыми периодами высоких цен на биржевые товары. Есть ли что-нибудь, позволяющее предположить, что на этот раз их результаты после бума будут другими? Наилучшие перспективы среди стран с формирующимся рынком должны быть у тех производителей ресурсов, которые создали прочные экономические институты во избежание циклов бумов и спадов, наблюдавшихся в прошлом. Возьмем пример Нигерии. После начала текущего нефтяного бума в 2004 году ее экономические результаты были намного лучше, чем во время прошлых бумов 1974–1978, 1979–1983 и 1990–1994 годов, независимо от того, измерять ли рост, не связанный с нефтью, или темпы инфляции (см. рис. 1).

Важнейшим условием этих хороших результатов является определение курса бюджетной политики с учетом способности экономики преодолевать последствия расходования растущих доходов от нефти для внутреннего спроса. Применение бюджетного правила на основе цены на нефть, позволяющего расходовать доходы от нефти в соответствии с емкостью экономики и сберегать эти доходы свыше установленной в бюджете цены, фактически разрушило связь между растущими ценами на нефть и бюджетными расходами, которая раньше приводила к бумагам и спадам. Если эту бюджетную норму можно сохранить, то перспективы продолжения роста являются внушительными.

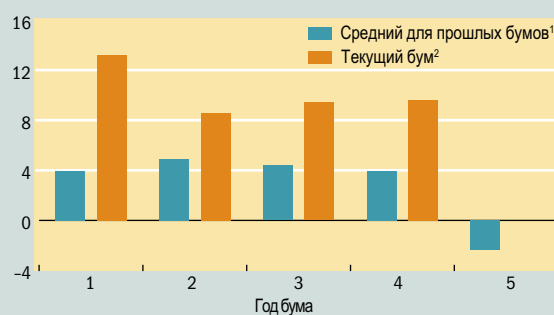
**Страны Африки, бедные ресурсами**, также вынуждены преодолевать макроэкономический стресс: они должны платить значительно более высокие цены на биржевые товары.

Вставка 1

### Решение проблемы бума в Нигерии

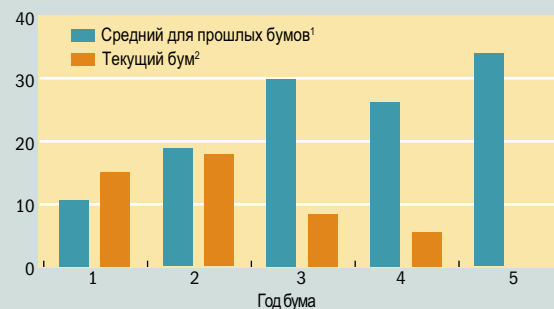
В течение первых четырех лет текущего бума нефтяной ВВП рос значительно быстрее, чем в прошлых циклах...

(Рост ВВП в процентах)



... тогда как потребительские цены росли намного медленнее.

(Рост индекса потребительских цен в процентах)



Источники: официальные органы Нигерии; персонал МФК.

<sup>1</sup>Прошлые бумы имели место в 1974–1978, 1979–1983 и 1990–1994 годах.

<sup>2</sup>Текущий бум начался в 2004 году.

Какие страны тем не менее добились хороших результатов? Некоторые страны получают высокие цены за свои биржевые товары, что компенсирует высокие цены на нефть, которые они должны были платить, но, безусловно, не все страны в таком положении. Способность поддерживать рост демонстрирует не только экономическую устойчивость, но и разрыв с прошлым.

Темпы роста можно рассматривать с учетом динамики условий торговли (см. рис. 2). Некоторые страны, условия торговли которых ухудшились, то есть общие цены на их экспорт упали относительно цен на импорт, тем не менее добились неплохих темпов роста. Это объясняется тем, что более эффективные основы их экономической политики помогли им приспособиться к повышению цен на импорт. Кроме того, благодаря накоплению значительно более высоких международных резервов эти страны имели запас на период такой адаптации. Демонстрируемые результаты, хотя и отражают растущие трудности экономической политики, до настоящего времени сигнализируют о более эффективной политике и об экономической гибкости, которая является хорошим признаком для перспектив роста экономики.

### Экономический рост, обеспечиваемый частным сектором

Основной чертой успешных стран с формирующимся рынком, независимо от их формы экономической организации, является то, что частный сектор является движущей силой роста. Институциональные инвесторы хотят быть уверенными в том, что экономическая политика будет и впредь поддерживать развитие частного сектора и что права на частную собственность будут охраняться; в этом плане они имеют общие интересы с иностранными прямыми инвесторами. Африка, как правило, имеет нелучшие показатели привлекательности деловой среды, и это делает континент менее привлекательным местом для инвесторов. Улучшение показателей в этой области, скорее всего, будет вознагражден дополнительными инвестициями.

Страны с формирующимся рынком первого поколения принимали меры политики, с тем чтобы утвердиться в статусе формирующихся рынков, и некоторые страны Африки поступают таким же образом. Например, Индонезия предлагала обширный набор налоговых льгот в качестве одного из свидетельств своей заинтересованности в инвестициях. К началу 1980-х годов, утвердившись в своем статусе, она отменила эти льготы и приняла традиционную налоговую структуру, при этом продолжала поддерживать свою конкурентоспособность за счет макроэкономической политики. На сегодняшний день Мозамбик, который вышел из продолжительного конфликта, восстановил доверие частного сектора, приняв такие меры как обеспечение привлекательного фискального режима для мегапроектов, в том числе для крупного алюминиевого завода «Мозал». Продемонстрировав высокие экономические показатели и уважение прав частного сектора, Мозамбик создает сбалансированную налоговую среду, которая, наряду с макроэкономической стабильностью, делает его все более привлекательным местом для инвестиций.

### Инвестирование в финансовые рынки

Финансовые рынки Африки стали вызывать значительный интерес со стороны институциональных инвесторов только в последнее время. Как и страны с формирующимся рынком первого поколения, которые приглашали институциональных инвесторов на свои рынки акций, страны Африки делают это сейчас. Капитализация рынка акций Африки в 2005 году составляла примерно 20 процентов ВВП и была сопоставимой с уровнем, достигнутым АСЕАН к концу 1980-х годов. К 2007 году капитализация рынка акций Африки превысила 60 процентов ВВП. Внутренние рынки облигаций стран Африки привлекают интерес, который не наблюдался в странах

с формирующимся рынком первого поколения. Трейдинг внутренними и внешними долговыми обязательствами на международных рынках быстро возрастает. Данные Ассоциации трейдеров формирующихся рынков показывают, что объем трейдинга на рынках долговых обязательств Африки (включая Южную Африку) в 2007 году увеличился более чем в три раза и достиг примерно 12 млрд долл. (см. рис. 3).

Нигерия, крупнейшая страна в этой группе, доминирует в этой торговле. В 2005–2006 годах Нигерия получила облегчение бремени долга от Парижского клуба и выкупила большую часть остального внешнего долга. Впоследствии торговля долговыми обязательствами Нигерии в основном велась в отношении внутренних займов. Объем трейдинга долговыми обязательствами Нигерии на конец 2007 года занимал 21-ое место в мире; он превышает многие формирующиеся рынки первого поколения или равен им. Применяя различные инвестиционные механизмы, банки Нигерии в 2006–2007 годах мобилизовали примерно 12 млрд долл., в основном среди офшорных инвесторов.

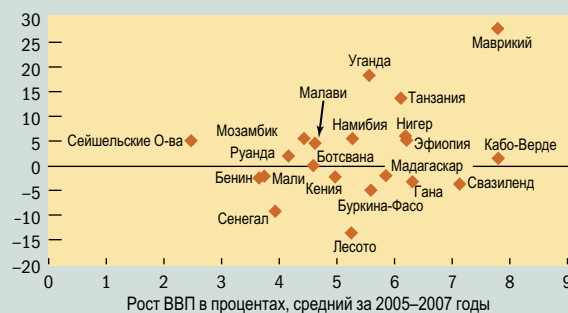
Изложенные здесь критерии формирующегося рынка (наличие роста, рост экономики, обеспечиваемый частным сек-

Рисунок 2

### Рост в неблагоприятных условиях

Несколько стран Африки к югу от Сахары, условия торговли которых<sup>1</sup> ухудшились, все же имели неплохие темпы роста.

(Условия торговли, средние за 2005–2007 годы)



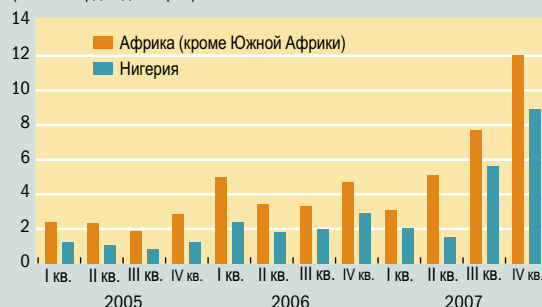
Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики» (апрель 2008 года).  
Примечание. Узвизимые государства, экспортеры нефти, Зимбабве и Южная Африка не включены.  
<sup>1</sup>Условия торговли измеряются как отношение общих цен на экспорт страны к ценам на импорт.

Рисунок 3

### Бумы в торговле долговыми обязательствами

Иностраный трейдинг на рынке долговых обязательств Африки в 2007 году увеличился более чем в три раза и достиг примерно 12 млрд долл., при этом доминирующее положение занимала Нигерия.

(В миллиардах долларов)



Источник: Ассоциация трейдеров формирующихся рынков.

тором, и рынки, на которых можно осуществлять инвестиции) можно найти в восьми странах Африки к югу от Сахары: Ботсване, Гане, Замбии, Мозамбике, Нигерии, Танзании и Уганде. На долю этих стран вместе взятых приходится порядка 40 процентов населения региона за пределами Южной Африки и почти половина его ВВП.

### Новый и старый рубежи

Эта группа стран Африки по сравнению со странами АСЕАН 1980 года выглядит неплохо (см. таблицу). В 1980 году страны АСЕАН уже испытывали высокие темпы роста экономики, но во многих других областях эти страны выглядели совсем не так как сегодня, и кандидаты из Африки, возможно, менее уязвимы и характеризуются большей экономической стабильностью, чем страны АСЕАН в 1980 году. Темпы роста в странах Африки к югу от Сахары являются высокими, как это было в Азии. В отличие от высоких темпов инфляции в странах АСЕАН в 1980-е годы, инфляция в Африке выражается однозначными числами. Для стран Африки характерны большие международные резервы и низкое отношение долга к ВВП (результат, в частности, облегчения бремени долга) в сравнении со странами АСЕАН 1980 года. Однако на органы государственного управления приходится большая доля ВВП, чем это было в странах АСЕАН.

Проблемы макроэкономической политики для стран Африки аналогичны проблемам, которые испытывали страны АСЕАН в 1980-х годах. Страны Африки часто используют денежно-кредитные агрегаты в качестве основы для достижения целей в области инфляции при поддержке политики регулируемых плавающих курсов. В условиях финансовой либерализации и других структурных сдвигах стабильность спроса на деньги и взаимосвязь между денежно-кредитными агрегатами и инфляцией становятся проблематичными. Центральные банки стремятся найти более эффективные способы решения своих задач, поскольку возникают вопросы о доверии к ним. Сегодня в Африке задача некоторых центральных банков заключается в том, чтобы перейти к таргетированию инфляции. Некоторые страны АСЕАН приняли методы таргетирования инфляции по тем же самым причинам, но только после того, как в конце 1990-х годов разразился азиатский финансовый кризис.

Поскольку участники рынка стремятся использовать различия в рыночных стоимостных оценках, крайне важно, чтобы страны-объекты инвестиций отвечали рыночным критериям на последовательность экономической политики. Опыт стран АСЕАН во время азиатского кризиса 1990-х годов показывает, что искусственная стабильность обменных курсов наряду с независимой денежно-кредитной политикой поощряет дестабилизирующие потоки краткосрочных инвестиций. Инвесторы видят стабильный обменный курс (или односторонний риск повышения курса в нефтяной экономике) и стремятся извлечь выгоды из разницы в процентных ставках; так называемые процентные арбитражные операции были характерны для Азии в конце 1980-х и 1990-х годах и уже перемещаются в Африку. Страх допустить плавающие курсы (который позволяет вести процентные арбитражные операции) вызван опасением того, что изменчивость обменных курсов будет затруднять хозяйственное планирование, а в случае нефтяной экономики — того, что курс валюты, растущий и падающий вместе с ценой на нефть, будет постоянным тормозом роста нефтяных отраслей и занятости. Противоречие между макроэкономической стабиль-

### Соответствие требованиям

Сегодня страны Африки к югу от Сахары (АЮС) с формирующимся рынком выглядят неплохо в сравнении с формирующимися рынками первого поколения.

	АСЕАН <sup>1</sup>	Отдельн. АЮС <sup>2</sup>
	1980	2007
ВВП (годовой рост в процентах)	7,5	6,9
Инфляция (годовой ВВП, проц.)	16,5	7,3
Глубина финансового рынка <sup>3</sup>	28,9	29,1
Размеры органов гос. управл. <sup>4</sup>	11,0	22,1
Международные резервы <sup>5</sup>	3,1	9,4
Долг <sup>6</sup>	27,0	12,0
Прямые иностр. инвестиции <sup>6</sup>	1,3	4,8
Портфельные притоки <sup>6</sup>	0,1	0,3

Источник: МВФ, «Перспективы развития экономики» (апрель 2008 года).  
<sup>1</sup>Индонезия, Малайзия, Филиппины, Таиланд и Сингапур.  
<sup>2</sup>Ботсвана, Гана, Замбия, Кения, Мозамбик, Нигерия, Танзания и Уганда.  
<sup>3</sup>Денежная масса в обращении как процент ВВП.  
<sup>4</sup>Расходы органов гос. управления как процент ВВП.  
<sup>5</sup>В процентах от импорта следующего года.  
<sup>6</sup>В процентах ВВП.

ностью и допущением гибкости обменного курса, скорее всего, станет еще более очевидным в странах, осуществляющих таргетирование инфляции.

Сложные финансовые инструменты уже вводятся на финансовых рынках Африки. У этих рынков не было возможности постепенного становления, как у их предшественников, формирующихся рынков в 1980-х годах. В 1980 году инвесторы на рынках акций, как правило, следовали обычной стратегии приобретения активов в целях хранения — портфельные потоки были относительно долгосрочными, а торговля суверенными долговыми обязательствами велась в мировых финансовых центрах. Институциональные инвесторы, напротив, выходят на рынки Африки, используя разнообразные инструменты, — акции, инструменты с фиксированным доходом в национальной валюте, причем инструменты имеют и физическую форму, и форму производных инструментов. Передача технологии из формирующихся рынков в других реги-

онах на зарождающиеся формирующиеся рынки Африки ограничивается лишь глубиной рынка и нормативно-правовой и рыночной инфраструктурой.

Центральные банки в Африке должны уделять достаточное внимание стабильности финансового сектора, вопреки традиции в регионе делать упор на развитии финансового сектора. Банковская система является основным каналом, через который проходят притоки иностранного капитала, поэтому необходимо внимательно следить за банковским капиталом и практикой управления рисками. Вместе с тем сложности для центральных банков далеко выходят за пределы оценки способности капитальной базы коммерческого банка выдерживать шоки, ведущие к увеличению числа необслуживаемых кредитов. Необходимо оценивать взаимосвязи между различными компонентами финансовых рынков, такими как банки и фондовые рынки, а также последствия для валютного рынка сдвигов в банковских балансах, вызванных макроэкономическими факторами. Сегодня требуемые темпы освоения центральными банками эффективных методов надзора с учетом риска и на консолидированной основе гораздо выше, чем для формирующихся рынков первого поколения. Более того, для некоторых стран с формирующимся рынком первого поколения, таких как страны АСЕАН во время азиатского кризиса 1990-х годов, освоение таких методов оказалось трудной задачей.

### Колоссальная возможность

Повышение статуса некоторых стран Африки до формирующихся рынков дает им колоссальную экономическую возможность. Доступ к рынкам капитала является важнейшим компонентом высоких и устойчивых темпов роста, обеспечиваемых частным сектором. Такой доступ длительное время считался невозможным для Африки; сейчас он стал реальностью. Уже увеличиваются признаки того, что финансовые потоки преобразуются в рост финансового посредничества в этих странах. Для содействия устойчивому росту страны должны убедиться в том, что макроэкономическая политика и пруденциальные правила для операций с капиталом построены так, чтобы избежать ловушки изменчивых краткосрочных потоков, и что надзор способствует стабильности финансового сектора и эффективному посредничеству. ■

*Дэйвид Неллор является старшим советником в Департаменте стран Африки.*