

# Первый заем

Растущее число стран Африки к югу от Сахары мобилизует средства на международных рынках капитала

Амаду Р.Р. Си

**Б**ОЛЬШИНСТВО стран Африки к югу от Сахары для удовлетворения части своих потребностей в иностранной валюте давно вынуждено полагаться на внешнюю помощь или кредиты от международных финансовых организаций. Однако в настоящее время многие из них впервые получили возможность заимствовать средства на международных финансовых рынках, продавая так называемые еврооблигации, обычно выраженные в долларах и евро.

Этот неожиданный резкий рост заимствования странами региона, в котором находятся некоторые из беднейших стран мира, объясняется рядом факторов, включая быстрый экономический рост и совершенствование экономической политики в регионе, низкие процентные ставки в мире и продолжающийся экономический стресс во многих ведущих странах с развитой экономикой, особенно в Европе. В ряде случаев страны Африки были в состоянии разместить облигации под более низкие процентные ставки, чем страны Европы с испытывающей проблемы экономикой, такие как Греция и Португалия.

Вместе с тем остается открытым вопрос о том, не приведет ли лихорадочное заимствование стран Африки к югу от Сахары (а также нескольких корпораций в регионе) к нарушению стабильности в долгосрочной перспективе. В какой-то момент условия низких процентных ставок, вероятно, изменятся, что приведет к увеличению стоимости заимствования для стран, а также снижению интереса инвесторов, и высокий экономический рост может не продолжиться, что затруднит обслуживание кредитов странами. Более того, политическая нестабильность в некоторых странах может также в равной степени осложнить ситуацию для заемщиков и кредиторов.

## Вместе с толпой

Южная Африка выпускает еврооблигации уже несколько лет. Однако недавно такие страны, как Ангола, Замбия, Кот-д'Ивуар, Габон, Гана, Намибия, Нигерия, Руанда, Сенегал и Сейшельские Острова, сумели мобилизовать средства на международных рынках долговых инструментов (см. рис. 1). Ожидается, что в ближайшее время еврооблигации выпустят Кения, Танзания и Уганда. В общей сложности более 20 процентов из 48 стран Африки к югу от Сахары разместили еврооблигации. Более того, ряд корпораций в странах Африки к югу от Сахары также успешно разместили еврооблигации (банк Guarantee Trust Bank в Нигерии мобилизовал в 2011 году 500 млн долл. США путем выпуска пятилетних облигаций, а компания Ghana Telecom выпустила в 2007 году пятилетние облигации на сумму в 300 млн долл. США).

Резкому увеличению продаж, в частности, способствовали следующие факторы.

- **Изменения институциональных условий.** Начиная с 2009 года лимиты МВФ в отношении заимствований стран, имеющих программы с МВФ, под несубсидируемые (нелюбимые) процентные ставки стали более гибкими. Они основаны на потенциале страны и степени ее долговой уязвимости. По состоянию на декабрь 2011 года только семь стран Африки к югу от Сахары не имели возможностей или имели ограниченные возможности осуществлять заимствование на нелюбимых условиях.

- **Уменьшение бремени задолженности.** МВФ пересмотрел свою политику после того, как многие страны-доноры и крупные многосторонние финансовые организации аннулировали долги многих менее развитых стран. Уменьшение долгового бремени позволяет странам заимствовать на международных рынках, не подвергая стрессу свою платежеспособность. (Медиана отношения государственного долга к ВВП среди стран Африки к югу от Сахары в настоящее время составляет менее 40 процентов.) Кроме того, многие страны усилили управление макроэкономикой и укрепили свои возможности измерять устойчивость долга.

Офисные здания в Виндхукке, Намибия.



- **Крупные потребности в кредитах.** Многие страны Африки к югу от Сахары имеют значительные потребности в развитии инфраструктуры — например, выработки и распределения электроэнергии, дорожной инфраструктуры, инфраструктуры портов, аэропортов и железных дорог. Средства от размещения еврооблигаций могут быть важным источником финансирования инфраструктурных проектов, которые часто требуют значительно большие средства, чем потоки помощи и внутренние сбережения.

- **Низкая стоимость заимствования.** В последние годы страны Африки к югу от Сахары могли заимствовать средства под исторически низкие процентные ставки (иногда даже более низкие, чем для охваченных важным кризисом стран еврозоны) и на благоприятных условиях, таких как более длительные периоды погашения (см. рис. 2). Хотя стоимость заимствования находится на исторически низком уровне, доходность еврооблигаций стран Африки к югу от Сахары достаточно высока, чтобы привлечь иностранных инвесторов.

Страны Африки к югу от Сахары не единственные, кто впервые использует преобладающую низкую доходность еврооблигаций; это также делают некоторые страны Латинской Америки. Боливия недавно впервые вышла на международные рынки за последние 90 лет. Парагвай недавно выступил с первоначальным предложением, а Гондурас продал еврооблигации в начале марта 2013 года.

### Может ли это продолжаться?

Для того чтобы оценить, насколько вероятно сохранение благоприятных условий для выпуска облигаций, имеет смысл сосредоточить внимание на факторах, которые определяют стоимость заимствования и направление потоков капитала. Так называемые факторы *отталкивания* сказываются на «общем климате» продажи облигаций международным инвесторам, а факторы *притяжения* — это присущие стране факторы, которые в определенной степени зависят от ее политики. В работе Gueye and Sy (2010 и 2013) приводится исследование этих факторов по 120 странам за период с 2000 по 2009 годы.

К числу важных факторов отталкивания относятся ставка по федеральным фондам (процентная ставка овернайт, которую банки США взимают друг с друга за заимствование свободных резервов); ликвидность, измеряемая резервными деньгами (валюта в обращении и депозиты коммерческих банков в центральных банках для зоны евро, Японии, Соединенного Королевства и США); цена на нефть; показатели склонности инвесторов к риску; отношение краткосрочных процентных ставок в США к долгосрочным (наклон кривой доходности); и спреда по высокодоходным корпоративным облигациям США.

К факторам, которые притягивают средства, относятся ВВП на душу населения страны; устойчивость ее финансовых операций, включая состояние счета текущих операций (отражающего то, насколько расходы страны за границей компенсируются расходами иностранцев в стране) и отношение внешнего долга к экспорту; а также макроэкономическая стабильность (в основном отображаемая показателями инфляции). Суверенные кредитные рейтинги, достаточно точно отражающие кредитоспособность страны, охватывают большинство из этих факторы притяжения.

Факторы отталкивания показывают, что приток капитала, обуславливающий покупки еврооблигаций, выпущенных странами Африки к югу от Сахары, устойчив только в краткосрочной перспективе. Одна из причин состоит в том, что преобладающие в США рекордно низкие процентные ставки, вероятно, возрастут в среднесрочной перспективе. Другая причина связана с изменением склонности иностранных инвесторов к риску, которая усиливается в процессе поиска ими более высокой доходности, чем та, которую они могут получить в США и других «безопасных гаванях». Это предопределяет предпочтения

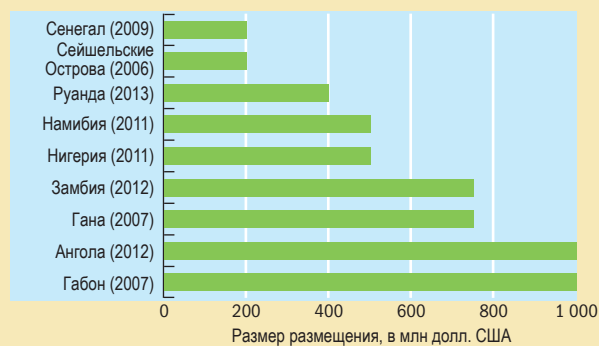
еврооблигаций из стран Африки к югу от Сахары. Однако с увеличением мировых процентных ставок и ослаблением обеспокоенности глобальным финансовым кризисом правительства стран Африки к югу от Сахары будут вынуждены конкурировать с другими эмитентами ценных бумаг.

Факторы притяжения также показывают, что приток капитала является устойчивым в краткосрочной перспективе. Смогут ли эти факторы притягивать капитал в долгосрочной перспективе, зависит от того, насколько разработчики политики в странах Африки к югу от Сахары смогут их усилить. Согласно прогнозам МВФ, краткосрочные перспективы для региона остаются в целом положительными, и экономический рост в 2013 году прогнозируется на уровне 5,4 процента (IMF, 2013). Однако

Рисунок 1

### Присоединение к общему пиру

Ряд стран Африки к югу от Сахары впервые разместил облигации на международных рынках капитала.



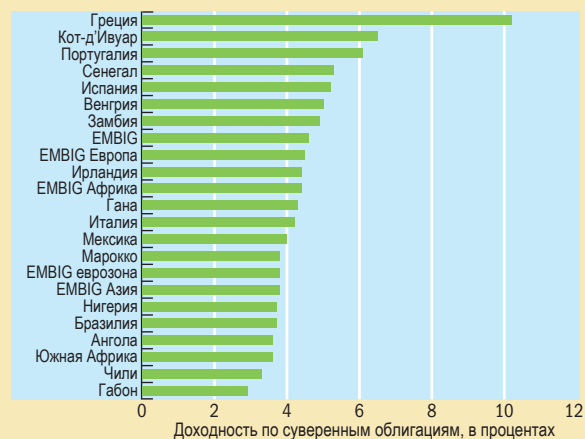
Источник: расчеты автора.

Примечание. Данные за период по конец января 2013 года. В скобках указывается год первого размещения.

Рисунок 2

### Выгодные ставки

Доходность еврооблигаций стран Африки к югу от Сахары, находится на исторически низком уровне, иногда даже более низком, чем доходность еврооблигаций охваченных кризисом стран еврозоны.



Источник: Bloomberg L.P.

Примечание. Доходность облигаций на вторичном рынке на 30 января 2013 года. Еврооблигациями называют облигации, выпущенные в иностранной валюте, обычно долларах или евро. EMBIG — глобальный индекс облигаций стран с формирующимся рынком, рассчитываемых компанией J.P. Morgan.

риски падения темпов относительно прогноза усилились, особенно вследствие неопределенных глобальных экономических условий, что в основном скажется на положении нескольких стран со средними доходами, имеющих торговые связи с Европой, включая Южную Африку (IMF, 2012). Устойчивость прогнозируемых темпов роста в регионе отчасти поддерживается факторами на стороне предложения, включая расширение секторов природных ресурсов. Однако позиции стран Африки к югу от Сахары были также усилены благодаря укреплению основ политики, улучшению управления, положительным тенденциям цен на биржевые товары и резко сократившемуся бремени внешней задолженности (по крайней мере, в настоящее время). Богатство природных ресурсов создает вызовы, которые необходимо преодолеть, включая обеспечение эффективности государственных расходов, связанных с этим богатством (см. Arezki, Gylfason, and Sy, 2011).

### Традиционные меры политики

Недавние суверенные дефолты в странах Африки к югу от Сахары указывают на необходимость укрепления факторов притяжения. Сейшельские Острова объявили дефолт по еврооблигациям на 230 млн долл. США в октябре 2008 года после резкого падения доходов от туризма во время глобального финансового кризиса, а также нескольких лет чрезмерно высоких государственных расходов. Дефолт привел к реструктуризации задолженности и сокращению государственных расходов. Вследствие споров по поводу результатов выборов Кот-д'Ивуар пропустил выплату процентов на сумму в 29 млн долл. США, что привело к дефолту в 2011 году по облигациям, выпущенным в 2010 году.

Другие вопросы по поводу политики страны встают, когда внешний долг страны оказывается дешевле ее внутреннего долга. Примером может служить опыт Ганы. В январе 2013 года правительство страны могло платить приблизительно 4,3 процента по 10-летнему займу в долларах (что отражалось в доходности по предложенным ценным бумагам на вторичном рынке). Однако по займам правительства в национальной валюте внутри страны процентная ставка составляет не менее 23 процентов по трехмесячным казначейским векселям. С поправкой на инфляцию разница в стоимости заимствования в долларах США и национальной валюте достигает 10,6 процентного пункта (5,4 процентного пункта с учетом обесценения валюты). Эта разница частично объясняется изменением политических условий: денежно-кредитная политика была ужесточена в 2012 году, и дефицит бюджета возрос до приблизительно 10–11 процентов ВВП. Однако разница также связана с низкой внешней стоимостью заимствования, которая отражает стремление иностранных инвесторов к более доходным инструментам, их доверие к готовности Ганы оплачивать свои долговые обязательства и ее способность оплачивать их благодаря положительным перспективам роста (Гана является нефтепроизводящей страной). Кроме того, разница отражает низкое развитие внутренних рынков долговых инструментов и базу инвесторов, в которой доминируют банки (что увеличивает стоимость внутреннего заимствования), и, вероятно, последствия ограничений на покупку иностранными инвесторами внутренних государственных ценных бумаг со сроком погашения менее трех лет.

В долгосрочной перспективе странам Африки к югу от Сахары, вероятно, не удастся продолжить заимствовать средства под более низкие процентные ставки, чем те, которые платят многие страны еврозоны, если только им не удастся обеспечить высокий и устойчивый экономический рост и еще более снизить уязвимость своей макроэкономики.

Поэтому важное значение будут иметь меры политики. Краткосрочные меры политики должны быть по-прежнему сосредоточены на достижении макроэкономической стабильности, сохранении долговой устойчивости, обеспечении надлежащего

использования финансирования и вложения средств в проекты с высокими экономическими «мультипликаторами», предотвращении усиления уязвимости баланса активов и обязательств вследствие несогласованности валют и сроков погашения и управления риском существенного замедления или падения роста. Долгосрочные меры политики следует ориентировать на развитие внутренних рынков капитала и институтов, а также надлежащую последовательность действий по либерализации счета операций с капиталом.

### Нетрадиционные меры политики

Однако страны должны также учитывать чистые выгоды нетрадиционных мер политики, так как для разработки и осуществления традиционных мер потребуются время.

Например, создание эффективно функционирующего внутреннего рынка облигаций для привлечения внутренних и внешних сбережений (особенно в долгосрочной перспективе) является нелегкой задачей. Традиционные рекомендации заключаются в том, что страны должны совершенствовать макроэкономическую политику, управление задолженностью и нормативно-правовую и рыночную инфраструктуру, а также развивать базу инвесторов. Денежные рынки являются краеугольным камнем рынков капитала и естественной отправной точкой для проведения реформ. Коммерческие банки обычно являются самыми крупными инвесторами, и ключевое значение имеет эффективно функционирующий межбанковский рынок. Приоритетом должно быть также обеспечение ликвидности внутренних рынков.

Но осуществление этих традиционных мер занимает время. Используя опыт различных стран, разработчики политики в Африке могли бы в первую очередь осуществить, возможно, не самые лучшие, но успешные меры политики, а затем уже перейти к лучшим. Например, Малайзия смогла создать третий по величине рынок облигаций в Азии (после Японии и Кореи), развивая свои исламские рынки капитала. Укрепляя общие институты, правительства государств-членов Западно-африканского экономического и валютного союза расширяют свои возможности мобилизовывать внутренние сбережения среди банков и других инвесторов в восьми странах-членах союза, а также отдельно выпускать казначейские векселя и облигации. Гана, Индия и Эфиопия мобилизуют сбережения среди граждан-нерезидентов, выпуская облигации для диаспор. Наконец, канадская провинция Квебек и Марокко для развития своих внутренних рынков капитала используют государственные финансовые организации французского образца, называемые *Caisse de Dépôts*. Изучение опыта других стран может быть целесообразным способом определения дальнейшего пути для стран Африки к югу от Сахары. ■

*Амаду Н.Р. Си — заместитель начальника отдела Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.*

#### Литература:

- Arezki, Rabah, Thorvaldur Gylfason, and Amadou N.R. Sy, 2011, *Beyond the Curse: Policies to Harness the Power of Natural Resources* (Washington: International Monetary Fund).
- Gueye, Cheikh A., and Amadou N.R. Sy, 2010, "Beyond Aid: How Much Should African Countries Pay to Borrow?" IMF Working Paper 10/140 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2013, "U.S. Interest Rates and Emerging Market Bond Yield Spreads: A Changing Relationship?" *Journal of Fixed Income*, Vol. 22, No. 4, pp. 48–52.
- International Monetary Fund, 2012, *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa* (Washington: International Monetary Fund, October).
- , 2013, *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa* (Washington: International Monetary Fund, April).