

# СТРАНОВОЙ РИСК ДЛЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНЖЕНЕРНЫХ РАСЧЁТОВ: БЕЛАРУСЬ И РОССИЯ COUNTRY RISK FOR INVESTMENT ENGINEERING CALCULATIONS: BELARUS AND RUSSIA

Трифонов Николай Юрьевич<sup>1,2,3</sup>  
Trifonov Nikolai Yu.<sup>1,2,4</sup>

<sup>1</sup>Совет объединений оценщиков Евразии, Беларусь, Минск

<sup>1</sup>Council of Valuers' Associations of Eurasia, Belarus, Minsk

<sup>2</sup>Международная инженерная академия

<sup>2</sup>International Academy of Engineering

<sup>3</sup>Российская инженерная академия

<sup>3</sup>The Russian Academy of Engineering, Russia, Moscow

<sup>4</sup>Royal Institution of Chartered Surveyors, Great Britain, London

(e-mail: soo\_sng@tut.by)

*Аннотация:* Среди показателей финансово-экономического состояния некоторой страны своё место занимает премия за страновой риск, часто кратко называемая страновым риском. Величина премии за страновой риск важна для характеристики государственного долга, инвестиционной привлекательности страны для инвестора, оценки стоимости инвестиционных инженерных проектов и активов в этой стране, в первую очередь предприятий. Описан опыт расчёта премии за страновой риск для Беларуси, России и некоторых других стран.

*Abstract:* Among the indicators of the financial and economic condition of a country, the country risk premium (CRP) takes its place. The CRP value is important for characterizing public debt, the investment attractiveness of the country for investors, and valuation investment engineering projects and assets in the country, primarily enterprises. The experience of CRP calculating for Belarus, Russia and some other countries is described.

*Ключевые слова:* премия за страновой риск, инвестиционная привлекательность, Беларусь, Россия, оценка стоимости, инженерный проект, ставка капитализации.

*Keywords:* country risk premium, CRP, investment attractiveness, Belarus, Russia, valuation, engineering project, capitalization rate.

## Введение

Прямая связь между риском и доходностью на интуитивном уровне была известна человечеству давно. Например, в китайском языке понятие «риск» записывается двумя иероглифами, первый из которых означает опасность, а второй – удачу. В России примерно с XVIII в. бытует поговорка «Кто не рискует, тот не пьет шампанского!». В середине прошлого века эти мысли были формализованы в экономических расчетах, в которых была выделена так называемая «безрисковая» ставка. В дальнейшем при рассмотрении расчётов в иностранной валюте появилось понятие премии за страновой риск.

*Премия за страновой риск  $R_c$*  (по-английски country risk premium, CRP) – это премия за риск инвестирования иностранных средств в инвестиционный инженерный проект (или объект оценки) в некоторой стране, связанный с потерей (полной или частичной) этим проектом (или объектом оценки) стоимости вследствие действия общеэкономических, финансовых и социально-политических факторов, присутствующих в стране независимо от проекта (или объекта оценки).

Величина этой премии, часто кратко называемой страновым риском, существенна для оценки инвестиционной привлекательности страны (напр. [1]), входит в формулы

оценки эффективности инвестиционных проектов [2] и оценки стоимости активов при расчетах доходным подходом [3-4], что особенно важно при определении потребительных видов стоимости [5], всё более популярных для характеристики капиталоемких объектов и проектов.

Премия за страновой риск появляется в формулах, когда расчет проводится в иностранной для местонахождения исследуемого объекта валюте (см. [6-8]). Традиционно такую премию рассматривают по отношению к доллару США, но её можно рассчитывать по отношению к любой валюте, в которой осуществляются инвестиции. В случае оценки в другой валюте премия в общем случае должна иметь другую величину (см. [8]). Таким образом, величина премии за страновой риск существенно зависит от денежной единицы (валюты), используемой в таком расчете (напр., [3, 7]).

Для обеспечения рынков инвестиций, приватизации, оценки необходимым справочно-аналитическим материалом автором с апреля 2004 г. ежемесячно рассчитывалась для референтного использования премия за страновой риск для Республики Беларусь по отношению к наиболее применяемой иностранной валюте – доллару США. Позднее стали рассчитываться премии за страновой риск и для других государств.

При расчётах странового риска по отношению к доллару США используются сведения о доходности государственных ценных бумаг интересующей страны, номинированных в долларах США. Также в вычислениях используются сведения Федеральной резервной системы США о текущей доходности долговременных казначейских обязательств правительства США (по-английски *treasury constant maturities*), дающие значение безрисковой ставки  $R_0$  для расчёта [9]. Срок жизни обязательств правительства США выбирается сравнимым со сроком остаточной жизни обязательств исследуемой страны. Расчет величины странового риска производится с использованием выражения [8]:

$$R_c = (1 + R_{pr}) / (1 + R_0) - 1. \quad (1)$$

### Расчёт премии за страновой риск для Беларуси

С появлением белорусских государственных долгосрочных облигаций, номинированных в долларах США и торгуемых на международных площадках, таких как xs2120091991 (со сроком погашения в 2026 г.), xs1760804184 (со сроком погашения в 2030 г.) и xs2120882183 (со сроком погашения в 2031 г.), расчёт премии производился с использованием сведений об их доходности  $R_{pr}$  на мировых фондовых торговых площадках (первоначально – европейских, таких как Франкфуртская биржа, после введения санкций – азиатских). Также использовались данные о доходности казначейских обязательств США со сроком погашения через 15 лет, позже – 10-летних и 7-летних.

В начале периода наблюдения (с апреля и до конца 2004 г.) величина странового риска оценивалась в 6,5%, потом в течение года колебалась вокруг этой цифры, затем стала постепенно повышаться со все возрастающим темпом (рисунок 1).

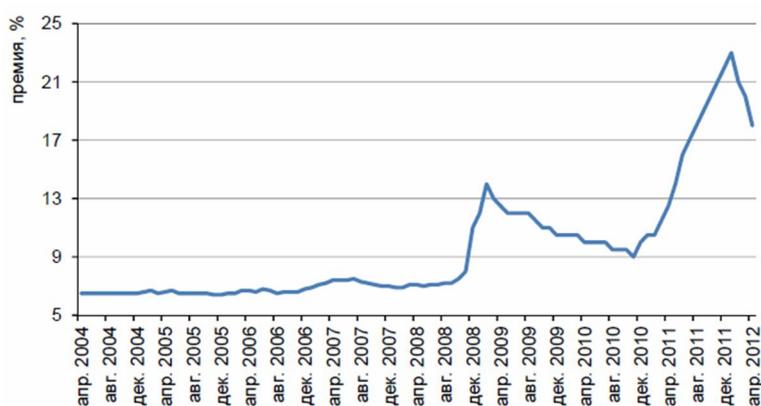


Рисунок 1 – Динамика премии за страновой риск Республики Беларусь с апреля 2004 г. по март 2012 г.

Локальный пик в 14% (в феврале 2009 г.) отразил мировой экономический кризис, следующий пик (в январе 2012 г.), равный 23%, явился последствием финансового кризиса 2011 г. Далее в величине премии последовало снижение в течение ряда лет. В феврале 2021 г. значение премии за страновой риск в Республике Беларусь достигло абсолютного минимума в 4,8%. В декабре 2021 г. премия поднялась до уровня 8,0% годовых.

В 2022 г. российская военная операция в Украине привела к резким изменениям в доходности белорусских ГДО, что отразилось на величине определяемого по ним странового риска (рисунок 2). В феврале 2022 г. величина премии за страновой риск Республики Беларусь подскочила до 94,5% (!). В апреле 2022 г. западноевропейские биржи отказались от допуска белорусских еврооблигаций на свои площадки. Но в остальной части мира (прежде всего на азиатских фондовых рынках) государственные облигации Беларуси по-прежнему котируются, что даёт возможность рассчитывать текущие данные по величине премии за страновой риск.

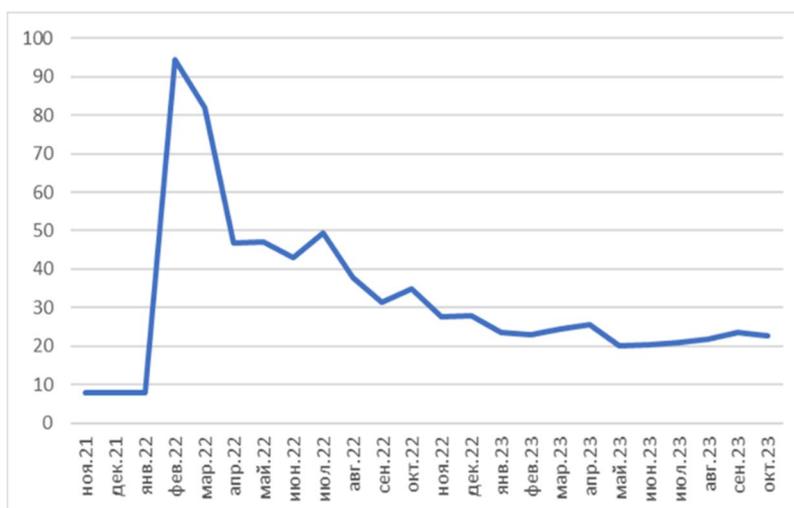
После пика за февраль 2022 г. премия за страновой риск Беларуси постепенно падала. На начало 2023 г. понизилась до 23,6%, в мае достигла локального минимума в 20,2%, после чего понемногу стала подниматься до сентябрьского локального максимума в 23,7%. На 31 октября 2023 г. для Беларуси  $R_c = 22,7\%$ .

### Расчёт премии за страновой риск для России

Правительство Российской Федерации выпустило более десятка долгосрочных государственных облигаций, номинированных в долларах США, со сроками погашения от августа 2023 г. до июня 2047 г. Несмотря на внешние санкции, эти «евробонды» котируются на некоторых биржевых площадках.

Для расчёта величины премии за страновой риск была выбрана наиболее долгоживущая ценная бумага с тем, чтобы срок её жизни был сравним со сроком экономической жизни объектов недвижимости, обычно являющимися существенной составляющей инвестиций. Поэтому в основу расчёта российской премии  $R_c$  положены сведения о доходности облигации правительства Российской Федерации со сроком погашения 23 июня 2047 г. и купонной выплатой в 5,25%.

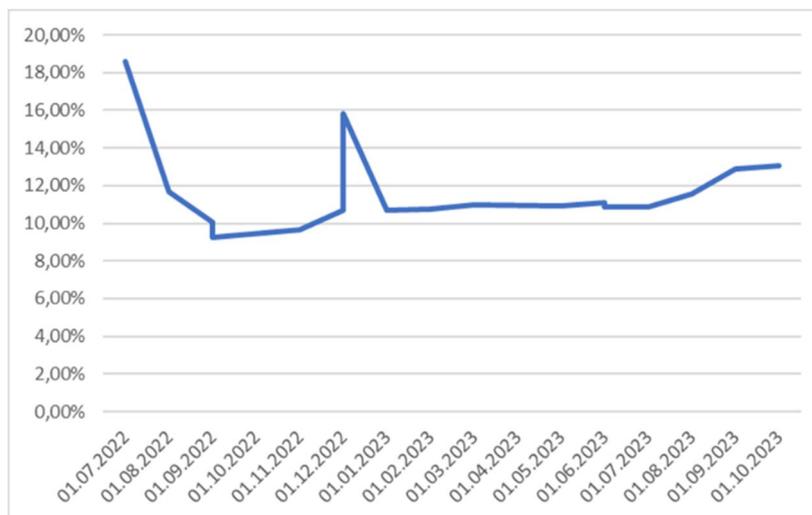
До начала военной операции в Украине российская премия за страновой риск была очень низкой. Например, в декабре 2020 г. страновой риск России был равным 1,4%.



**Рисунок 2 – Динамика премии за страновой риск Республики Беларусь (в %) с октября 2021 г. по сентябрь 2023 г.**

Расчитанные значения величины странового риска для России с прошлогоднего лета приведены на рисунке 3. Отмечался взлёт в феврале прошлого года и последующее снижение величины странового риска. В декабре 2022 г. наблюдался всплеск до 15,8%. В этом 2023 году премия за страновой риск России устойчиво колебалась в районе 11%, а

летом стала приподниматься. На 31 октября 2023 г. для Российской Федерации  $R_c = 13,1\%$ .



**Рисунок 3 – Динамика премии за страновой риск Российской Федерации с июля 2022 г. по октябрь 2023 г.**

Можно отметить относительную синхронность динамики премий за страновой риск России и Беларуси, особенно в течение 2022 г. (постепенное снижение) и лета 2023 г. (небольшой подъём).

#### **Премия за страновой риск для некоторых других стран**

Знание уровня странового риска той или иной страны помогает инвестору оценить перспективность инвестиций. Сравнительная таблица страновых рисков (по доллару США), рассчитанных на 31 октября 2023 г. [9] для различных стран дана в таблице 1.

Таблица 1 – Размер премии за страновой риск по доллару США для некоторых стран.

Страна	Беларусь	Индия	Индонезия	ОАЭ	Польша	Россия	Сербия
$R_c$ (%)	22,7↓	4,81↑	3,45↑	3,31↑	3,34↑	13,1↑	4,72↓

Стрелкой обозначено направление изменения премии за страновой риск за последний месяц.

#### **Выводы**

Проведено исследование динамики премии за страновой риск, являющейся одним из показателей инвестиционной привлекательности страны, для Республики Беларусь и Российской Федерации, отмечена корреляция в их поведении, указывающем на адаптацию экономик к внешнему санкционному давлению. Для сравнения приведены расчётные данные для некоторых других стран. Предлагается провести подобные исследования для заинтересованных стран, представленных в Международной инженерной академии.

#### **Список литературы**

1. Savoiu G., Taicu M. Foreign direct investment models, based on country risk for some post-socialist Central and Eastern European economies // Procedia Economics and Finance. 2014. № 10. P. 249–260.
2. Коссов В.В. [и др.] Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов (вторая редакция). М.: Издательство «Экономика», 2000. 421 с.
3. Трифонов Н.Ю. Доходный подход к оценке стоимости: последние достижения // Экономические стратегии. 2021. № 3 (177). С. 100–109. URL: <https://doi.org/10.33917/es-3.177.2021.100-109>
4. Трифонов Н.Ю. Комплексная оценка недвижимости: учебное пособие. Мн.: Вышэйшая школа, 2022. 238 с.
5. Трифонов Н.Ю. Оценка стоимости предприятий и инженерных проектов в современных условиях // Сборник статей международной конференции «Перспективные задачи

инженерной науки». Международная инженерная академия. М.: ООО Издательский дом «Мастер», 2022. С. 393-400.

6. Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бэйли Дж.В. Инвестиции / пер. с англ. М.: Инфра-М, 2001. 1028 с.

7. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. 1342 с.

8. Трифонов Н.Ю. Развитие метода накопления рисков для расчета ставки капитализации // Экономическая наука современной России. 2021. № 1. С. 7–14. URL: [https://doi.org/10.33293/1609-1442-2021-1\(92\)-7-14](https://doi.org/10.33293/1609-1442-2021-1(92)-7-14)

9. Federal Reserve Board. URL: <http://federalreserve.gov>

10. Трифонов Н.Ю. Эксперт об инвестиционной привлекательности и страновом риске. URL: <https://realting.com/ru/news/expert-on-investment-attractiveness-and-country-risk>