



Трифонов Николай Юрьевич — кандидат физико-математических наук, доцент, генеральный директор Совета объединений оценщиков Евразии; председатель Белорусского общества оценщиков; действительный член Международной инженерной академии; иностранный член Российской инженерной академии; почетный оценщик Республики Казахстан, FRICS.
soo_sng@tut.by

Nikolai Yu. Trifonov — Council of Valuers' Associations of Eurasia, CEO; Belarusian Society of Valuers, Chairman; International Academy of Engineering, Full Member; Russian Academy of Engineering, Foreign Member; Royal Institution of Chartered Surveyors, Fellow.

Страновой риск как характеристика инвестиционной привлекательности

Понятие «ставка капитализации/приведения» является ключевым в доходном подходе к оценке стоимости различных активов [1], особенно капиталоемких, таких как предприятия и объекты недвижимости, когда рассчитываются потребительные виды стоимости: инвестиционная или пользовательская [2]. Если оценка производится в денежной единице, не эмитируемой страной нахождения объекта оценки (например, стоимость российского предприятия в долларах США или в юанях КНР), то в расчетах это учитывается введением премии за страновой риск [3, 4]. Подобным же образом величина премии за страновой риск входит в формулы оценки эффективности инвестиционных про-

ектов, таких как чистая приведенная стоимость, внутренняя ставка доходности и др. [5]. Знание величины премии за страновой риск существенно для характеристики государственного долга страны и ее инвестиционной привлекательности для иностранного инвестора (в том числе из дружественных стран).

Введение в премию за страновой риск

Премия за страновой риск R_c (англ. country risk premium, CRP) — это премия за риск инвестирования иностранных средств в объект оценки (или инвестиционный проект) в стране, связанный с потерей (полной или частичной) этим объ-

Научная статья

УДК 657.9; 339.372

DOI: 10.33917/es-3.195.2024.80-85

Для цитирования: Трифонов Н.Ю. Страновой риск как характеристика инвестиционной привлекательности // Экономические стратегии. 2024. № 3(195). С. 80–85. DOI: <https://doi.org/10.33917/es-3.195.2024.80-85>

Среди премий за разного рода риски, определяющих величину ставки капитализации/приведения в формулах доходного подхода к оценке и эффективности инвестиционных проектов, существенное место занимает премия за страновой риск. В то же время, взятую независимо, ее можно рассматривать как показатель, характеризующий инвестиционную привлекательность страны. В статье описан многолетний опыт расчета премии за страновой риск для Республики Беларусь, Российской Федерации, Украины и других стран. Продемонстрировано влияние российской Специальной военной операции на Украине на величину этого показателя. Статья предназначена для финансовых консультантов, оценщиков, преподавателей, студентов и ученых в сфере финансов и оценки стоимости, а также для специалистов в смежных областях экономики.

Ключевые слова

Премия за страновой риск, инвестиционная привлекательность, Беларусь, Россия, оценка стоимости

ектом оценки (или инвестиционным проектом) стоимости вследствие действия общеэкономических, финансовых и социально-политических факторов, присутствующих в стране независимо от такого объекта оценки (или инвестиционного проекта).

Премия за страновой риск появляется в формулах оценки стоимости или инвестиционного проектирования, когда расчет проводится в некоторой иностранной валюте [4, 6, 7] — иными словами, объект оценки (или инвестиционный проект) находится в стране, которая не эмитирует избранную для расчета валюту. Таким образом, величина премии за страновой риск существенно зависит от денежной единицы (валюты), используемой в расчете (см., например, [3, 7]). В случае оценки в другой валюте премия за страновой риск в общем случае должна иметь другую величину.

Премия за страновой риск можно толковать как межстрановую разницу в инвестиционной доходности валюты оценки [4], то есть как разницу в инвестиционных доходностях денежной единицы в рассматриваемой стране и стране — эмитенте этой денежной единицы.

Прямой способ рассчитать величину премии за страновой риск заключается в том, чтобы связать ее с доходностью R_{pr} долгосрочных государственных облигаций, выпускаемых правительством исследуемой страны и номинированных в используемой денежной единице (валюте). Величина доходности определяется по данным биржевой торговли этими облигациями на международных фондовых площадках [4, 7]. Такие сведения дают рыночное представление об отношении к инвестициям в страну, агрегирующее все риски, включенные в премию за страновой риск. Если страна выпустила несколько об-

➤ Премия за страновой риск может служить как показатель инвестиционной привлекательности страны, достаточно чувствительный к экономико-политической ситуации.

лигаций с различными сроками погашения, то, исходя из цели расчета (характеристика инвестиций в недвижимость и предприятия, то есть объекты с достаточно долгим сроком экономической жизни), следует выбрать наиболее долгоживущую ценную бумагу. При этом в качестве безрисковой ставки R_0 в расчетах следует использовать значение доходности долгосрочных государственных обязательств страны — эмитента используемой денежной единицы (валюты). В таком случае выражение для расчета премии за страновой риск имеет следующий вид [4]:

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

Отметим, что выражение, подобное (1), использовалось почти 30 лет тому назад в фундаментальном справочнике [8], впрочем, для других целей.

Исходные данные

В настоящей статье рассматривается ежемесячная временная динамика премии за страновой риск Республики Беларусь, Российской Федерации, Украины и других стран по отношению к доллару США в период с конца 2021 г. В качестве исходных данных R_{pr} первоначально использовались сведения о доходности соответствующих еврооблигаций от агентства *Bloomberg*, затем, в 2022 г., в течение двух месяцев — сведения Франкфуртской биржи, наконец, в связи с прекращением ко-

Research article

For citation: Trifonov N.Yu. Stranovoy risk kak kharakteristika investitsionnoy privlekatel'nosti [Country Risk as a Characteristic of Investment Attractiveness]. *Ekonomicheskie strategii*, 2024, no 3(195), pp. 80–85. DOI: <https://doi.org/10.33917/es-3.195.2024.80-85>

Country Risk as a Characteristic of Investment Attractiveness

Among premiums for various types of risks, determining the value of the capitalization/reduction rate in the formulas of the income approach to evaluation and efficiency of investment projects, the premium for country risk occupies a significant place. At the same time, taken independently, it can be considered as an indicator characterizing the investment attractiveness of the country. The article describes many years of experience in calculating the country risk premium for the Republic of Belarus, the Russian Federation, Ukraine and other countries. The influence of the Russian Special Military Operation in Ukraine on the value of this indicator is demonstrated. The article is intended for financial advisors, appraisers, teachers, students and scientists in the field of finance and valuation, as well as for specialists in related fields of economics.

Keywords

Country risk premium, investment attractiveness, Belarus, Russia, value assessment



тирования российских и белорусских ценных бумаг на западноевропейских биржах — сведения с азиатских биржевых площадок.

В качестве безрисковой ставки R_0 в вычислениях использовались данные Федеральной резервной системы (ФРС) США [9] о текущей доходности долговременных казначейских обязательств правительства США. Срок жизни обязательств правительства США выбирался сравнимым со сроком остаточной жизни обязательств исследуемой страны [10].

Республика Беларусь — результаты

Правительство Беларуси выпустило несколько государственных долгосрочных обязательств (ГДО), номинированных в долларах США, известных как xs2120091991 (со сроком погашения в 2026 г., BLR-26), xs1760804184 (со сроком погашения в 2030 г., BLR-30) и xs2120882183 (со сроком погашения в 2031 г., BLR-31). Первоначально для расчета использовались сведения агентства *Bloomberg* о ГДО BLR-31, но в феврале 2022 г. эти сведения стали недоступны для автора. При поиске биржевых данных во Всемирной сети удалось обнаружить лишь котировку

➤ Премия за страновой риск — это премия за риск инвестирования иностранных средств в объект оценки в стране, связанный с потерей (полной или частичной) этим объектом оценки стоимости вследствие действия общеэкономических, финансовых и социально-политических факторов, присутствующих в стране независимо от объекта оценки.

ГДО BLR-30 (на Франкфуртской бирже). С этого месяца как основа для расчетов премии за страновой риск для Беларуси используются сведения о доходности именно этой облигации. В качестве безрисковой ставки использовались данные о доходности семилетних казначейских обязательств правительства США. Результаты расчета представлены на *рис. 1*.

В декабре 2021 г. величина премии за страновой риск Республики Беларусь была на уровне 8,0% годовых. Рассчитанные для сравнения для стран со схожим рейтингом по классификации агентства *Bloomberg* (В и В-) премии за страновой риск в декабре 2021 г. составили: для Украины — 8,7%, для Таджикистана — 8,1, для Монголии — 2,8%. В 2022 г. санкционные последствия российской военной операции на Украине привели к резким изменениям в продаже белорусских государственных долгосрочных облигаций, что отразилось на величине странового риска. В феврале 2022 г. величина премии за страновой риск Республики Беларусь, рассчитанная на основании сведений с Франкфуртской биржи, подскочила до 94,5% (!). Этим объясняется, в частности, и то, что в дальнейшем западноевропейские биржи отказались от допуска белорусских еврооблигаций на свои пло-

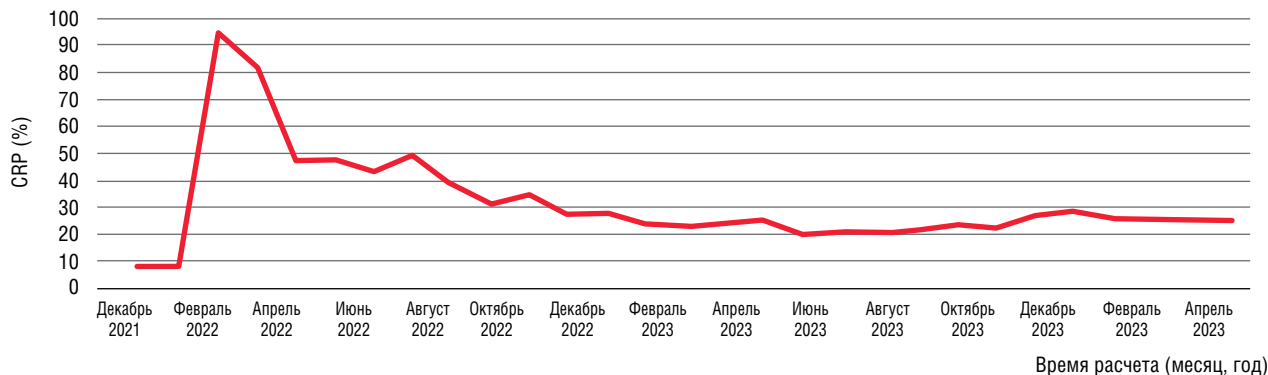


Рисунок 1. Динамика премии за страновой риск Республики Беларусь с декабря 2021 г.

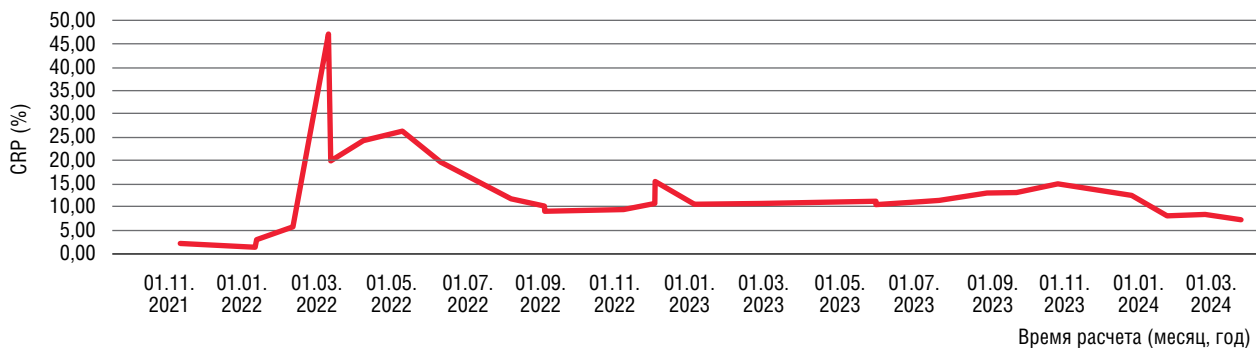


Рисунок 2. Динамика премии за страновой риск Российской Федерации с декабря 2021 г.

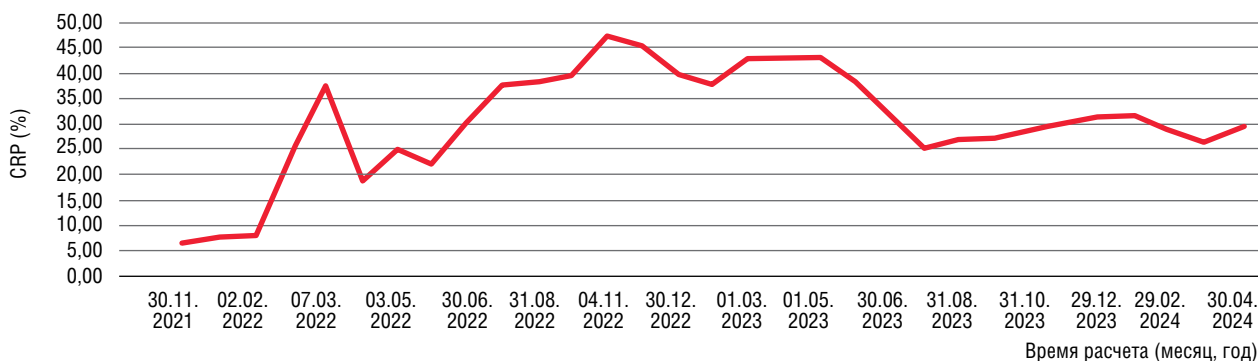


Рисунок 3. Динамика премии за страновой риск Украины с декабря 2021 г.

щадки. Но в остальной части мира (прежде всего на азиатских фондовых рынках) государственные облигации Беларуси по-прежнему котируются, что дает возможность рассчитывать текущие данные по величине премии за страновой риск для Республики Беларусь. Эта величина постепенно уменьшалась и на конец 2022 г. (по данным, рассчитанным на 4 января 2023 г.) стала равна 28,0%. В мае 2023 г. премия за страновой риск достигла локального минимума в 20,2%. В дальнейшем происходило повышение. На 30 апреля 2024 г. для Республики Беларусь $R_c = 25,2\%$.

Российская Федерация — результаты

На международных фондовых площадках котируется достаточно много облигаций правительства России со сроками погашения в 2025–2030, 2042, 2043 и 2047 гг. В основу расчета премии за страновой риск, исходя из поставленной цели, были положены ежемесячные сведения о доходности наиболее долгоживущей облигации правительства Российской Федерации — со сроком погашения 23 июня 2047 г. и купонной выплатой в 5,25%. В качестве безрисковой ставки использовались данные о доходности 20-летних казначейских обязательств правительства США. Результаты расчета представлены на рис. 2.

На 25 ноября 2021 г. величина премии за страновой риск Российской Федерации была равна 2,08% годовых. После начала Специальной военной опе-

➤ Премия за страновой риск можно толковать как межстрановую разницу в инвестиционной доходности валюты оценки, то есть как разницу в инвестиционных доходностях денежной единицы в рассматриваемой стране и стране — эмитенте этой денежной единицы.

рации величина премии за страновой риск подскочила до 47,24% (на 3 марта 2022 г.). К 31 марта 2022 г. произошел спад до 19,49%, за которым последовали подъем на 26,41% (на 23 мая) и снижение до величин порядка 10% с локальным пиком в 15,80% (на 30 января 2022 г.). Еще один локальный максимум в 14,77% отмечен 30 ноября 2023 г. К концу апреля 2024 г. величина премии за страновой риск Российской Федерации снизилась до 7,42% годовых.

Украина — результаты

Правительство Украины выпускало долгосрочные облигации с погашением в 2026, 2030, 2034 и 2035 гг., номинированные в долларах США, а также облигации, номинированные в евро и краткосрочные обязательства. В основу расче-

та премии за страновой риск, исходя из поставленной цели, были положены ежемесячные сведения о доходности наиболее долгоживущей долларовой облигации правительства Украины — со сроком погашения в марте 2035 г. и купонной выплатой в 7,253% годовых. В качестве безрисковой ставки использовались данные о доходности 10-летних казначейских обязательств правительства США. Результаты расчета представлены на *рис. 3*.

На 30 ноября 2021 г. величина премии за страновой риск Украины была равна 6,90% годовых. Далее на графике (см. *рис. 3*) можно условно выделить три характерных периода: первоначальный шок (февраль — май 2022 г.), реакция (май 2022 г. — июнь 2023 г.) и стабилизация (июль 2023 г. — апрель 2024 г.). Значения наиболее существенных локальных максимумов следующие: 37,79% на 3 марта 2022 г., 47,44% (абсолютный максимум) на 4 ноября 2022 г., 31,59% на 31 января 2024 г. Наиболее значительные локальные минимумы графика таковы: 19,03% на 31 марта, 25,13% на 31 июля 2023 г., 26,49% на 31 марта 2024 г. К концу апреля 2024 г. значение премии за страновой риск Украины поднялось до 29,36%.

Обсуждение

Интересно провести сравнительный анализ динамики поведения премии за страновой риск исходя из данных, представленных на *рис. 1–3*. Российская Специальная военная операция оказала

➤ Исходя из сравнительного анализа динамики поведения премии за страновой риск российская Специальная военная операция оказала влияние на внешнюю инвестиционную привлекательность не только прямо вовлеченных в нее стран, но и соседней Республики Беларусь.

Текущая сводка премий за страновые риски (по доллару США)

Страна	Рс, %
Беларусь	25,22↓
Египет	1,7
Грузия	4,31↓
Индонезия	3,19↑
Италия	3,92↓
Монголия	2,8
Польша	3,11↓
Россия	7,42↓
Сербия	4,10↓
Таджикистан	8,1
Турция	5,76↓
Узбекистан	4,95↑
Украина	29,4↑
Финляндия	3,02↑
Черногория	4,81↓
ОАЭ	3,05↑

влияние на внешнюю инвестиционную привлекательность не только прямо вовлеченных в нее стран, но и соседней Республики Беларусь. Причем, рассматривая первоначальную реакцию на события в конце февраля 2022 г., следует отметить, что наибольшее влияние они оказали на величину премии за страновой риск именно Республики Беларусь — эта премия возросла с 8 до 94,5% (!), несмотря на то что СВО затронула Беларусь лишь косвенно. Значительно меньше диапазон изменения за этот период у РФ: с 5,99 до 47,24%. Меньше всего была реакция относительно Украины: ее премия за страновой риск изменилась с 8,14 до 37,79%.

Но вот дальнейшее поведение этого показателя инвестиционной привлекательности для рассматриваемых стран было разным. Динамика премии за страновой риск для Республики Беларусь и Российской Федерации в общем может быть

References

1. Trifonov N.Yu. *Kompleksnaya otsenka nedvizhimosti* [Comprehensive Real Estate Valuation]. Ucheb. posobie. Minsk, Vysheyshaya shkola, 2022, 238 p.
2. Trifonov N.Yu. Evolyutsiya ponyatiya "stoimost'" v sovremennoy otsenochnoy deyatel'nosti [Evolution of "Value" Concept in Modern Evaluation Activities]. *Ekonomicheskie strategii*, 2020, no 4, pp. 96–103, DOI: <https://doi.org/10.33917/es-4.170.2020.96-103>
3. Trifonov N.Yu. Dokhodnyy podkhod k otsenke stoimosti: poslednie dostizheniya [Income Valuation Approach: Recent Advances]. *Ekonomicheskie strategii*, 2021, no 3(177), pp. 100–109, DOI: <https://doi.org/10.33917/es-3.177.2021.100-109>
4. Trifonov N.Yu. Razvitiye metoda nakopleniya riskov dlya rascheta stavki kapitalizatsii [Development of the Risk Accumulation Method for Calculating the Capitalization Rate]. *Ekonomicheskaya nauka sovremennoy Rossii*, 2021, no 1, pp. 7–14, DOI: [https://doi.org/10.33293/1609-1442-2021-1\(92\)-7-14](https://doi.org/10.33293/1609-1442-2021-1(92)-7-14)
5. *Metodicheskie rekomendatsii po otsenke effektivnosti investitsionnykh proektov (vtoraya redaktsiya)* [Methodological Recommendations for Assessing the Effectiveness of Investment Projects (Second Edition)]. Ofitsial'noe izdanie. Ministerstvo econ. RF, Ministerstvo fin. RF i dr.; ruk. avt. kol. Kossov V.V. i dr. Moskva, Izdatel'stvo ekonomika, 2000, 421 p.

➤ На основании полученных данных отмечена относительная адаптация экономик Российской Федерации и Республики Беларусь к сложившейся ситуации.

охарактеризована как понижающаяся, а с середины прошлого года — как стабилизирующаяся. По-видимому, это можно объяснить тем, что, во-первых, экономики стран достаточно тесно связаны друг с другом, особенно в новых условиях; во-вторых, тем, что эти страны во многом адаптировались к сложной ситуации. Тем не менее текущие значения странового риска лишь для России (менее 8% и тенденция к уменьшению) можно назвать достаточно приемлемыми.

Страновой риск Украины, исходя из данных, приведенных на *рис. 3*, после кратковременного улучшения весной 2022 г. поднялся к максимальным значениям (порядка первоначального шока Российской Федерации), на которых находился с лета 2022 г. до лета 2023 г. С конца лета 2023 г. тоже можно говорить об определенной стабилизации, но на значительно более высоком уровне — около 30% годовых.

Для сравнения в *таблице* приведены текущие значения премии за страновой риск, рассчитанные автором для некоторых стран, регулярно публикуемые для публичного использования [11].

Заключение

Премия за страновой риск первоначально использовалась как один из параметров, входящих в формулы оценки стоимости в рамках доходного подхода при использовании иностранной валюты. Нужна она была и при оценке эффективности инвестиционных проектов. Но по мере накопления опыта ее расчета и использования стало очевидно, что премия за страновой риск может выступать и самостоятельно как показатель инвестиционной привлекательности страны, достаточно чувствительный к экономико-политической ситуации.

Как пример рассмотрено влияние российской Специальной военной операции на Украине на динамику величины премии за страновой риск для вовлеченных (в том числе косвенно) в нее стран. На основании полученных данных отмечена относительная адаптация экономик Российской Федерации и Республики Беларусь к сложившейся ситуации. **□**

ПЭС 24042

Статья поступила в редакцию 28.05.2024;
принята к публикации 11.06.2024

Источники

1. Трифонов Н.Ю. Комплексная оценка недвижимости: Учеб. пособие. Минск: Вышэйшая школа, 2022. 238 с.
2. Трифонов Н.Ю. Эволюция понятия «стоимость» в современной оценочной деятельности // Экономические стратегии. 2020. № 4. С. 96–103. DOI: <https://doi.org/10.33917/es-4.170.2020.96-103>
3. Трифонов Н.Ю. Доходный подход к оценке стоимости: последние достижения // Экономические стратегии. 2021. № 3(177). С. 100–109. DOI: <https://doi.org/10.33917/es-3.177.2021.100-109>
4. Трифонов Н.Ю. Развитие метода накопления рисков для расчета ставки капитализации // Экономическая наука современной России. 2021. № 1. С. 7–14. DOI: [https://doi.org/10.33293/1609-1442-2021-1\(92\)-7-14](https://doi.org/10.33293/1609-1442-2021-1(92)-7-14)
5. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов (вторая редакция). Официальное издание / М-во экон. РФ, М-во фин. РФ и др.; рук. авт. кол.: Коссов В.В. и др. М.: Экономика, 2000. 421 с.
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. Ibbotson R.G. Stocks Bonds Bills and Inflation 1996 Yearbook: Market Results for 1926–1995 (Stocks, Bonds, Bills and Inflation (Sbbi) Yearbook. Chicago: The Associates, 1996.
9. Federal Reserve Board — Home [Сайт]. URL: <http://federalreserve.gov/>
10. Трифонов Н.Ю. Премия за страновой риск как показатель инвестиционной привлекательности (на примере Республики Беларусь) // Общество и экономика. 2023. № 8. С. 112–116. DOI: <https://doi.org/10.31857/S020736760025391-9>
11. Трифонов Н.Ю. Эксперт об инвестиционной привлекательности различных государств и их страновом риске [Электронный ресурс]. R. 2024. 4 июня. URL: <https://realting.com/ru/news/expert-on-investment-attractiveness-and-country-risk>

6. Sharp W.F., Alexander G.J., and Bailey J.W. *Investments*, 6th Ed., Prentice Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1998.

7. Damodaran, A. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 3rd Edition, John Wiley and Sons, Inc., 2012.

8. Ibbotson R.G. *Stocks Bonds Bills and Inflation 1996 Yearbook: Market Results for 1926–1995* (Stocks, Bonds, Bills and Inflation (Sbbi) Yearbook. Chicago, The Associates, 1996.

9. *Federal Reserve Board – Home*, available at: <http://federalreserve.gov/>

10. Trifonov N.Yu. *Premiya za stranovoy risk kak pokazatel' investitsionnoy privlekatel'nosti (na primere Respubliki Belarus') [Country Risk Premium as an Indicator of Investment Attractiveness (Case of Republic of Belarus)]*. *Obshchestvo i ekonomika*, 2023, no 8, pp. 112–116, DOI: <https://doi.org/10.31857/S020736760025391-9>

11. Trifonov N.Yu. *Ekspert ob investitsionnoy privlekatel'nosti razlichnykh gosudarstv i ikh stranovom riske [Expert on Investment Attractiveness and Country Risk]*. R, 2024, 4 iyunya, available at: <https://realting.com/ru/news/expert-on-investment-attractiveness-and-country-risk>