

© 2023

Николай Трифонов

кандидат физико-математических наук, доцент, доцент Белорусского государственного экономического университета, действительный член Международной инженерной академии, иностранный член Российской инженерной академии (г. Минск, Республика Беларусь) (e-mail: guild@unibel.by)

**ПРЕМИЯ ЗА СТРАНОВОЙ РИСК КАК ПОКАЗАТЕЛЬ
ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ
(НА ПРИМЕРЕ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ)**

Среди показателей финансово-экономического состояния той или иной страны, обычно производимых специализированными независимыми организациями, такими, например, как компания Блумберг и др., своё место занимает премия за страновой риск. Её величина важна для характеристики государственного долга, инвестиционной привлекательности страны для иностранного (в т. ч. из ближнего зарубежья) инвестора, оценки стоимости активов, в первую очередь предприятий. В статье описан опыт расчёта премии за страновой риск для Республики Беларусь, с 2004 года проводимый автором. Анализ динамики премии за последние годы показывает, что экономика страны успешно преодолевает санкционные последствия. Статья предназначена для финансовых консультантов, оценщиков, преподавателей, студентов и ученых в сферах финансов и оценки стоимости, а также для специалистов в смежных областях экономики.

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

DOI: 10.31857/S020736760025391-9

Введение

Общественное объединение «Белорусское общество оценщиков», возглавляемое автором, со времени своего создания в 1996 году большое внимание уделяло работе по обеспечению формирующихся рынков инвестиций, приватизации, оценке стоимости необходимым справочно-аналитическим материалом. В рамках этой деятельности с апреля 2004 года ежемесячно рассчитывалось для референтного использования значение премии за страновой риск для Республики Беларусь по отношению к наиболее применяемой иностранной валюте — доллару США. Знание величины страновой премии существенно для характеристики государственного долга страны и инвестиционной привлекательности Беларуси для иностранного (в том числе из ближнего зарубежья) инвестора. Величина страновой премии прямо входит в формулы оценки эффективности инвестиционных проектов [1], а также оценки стоимости активов в этой стране, в первую очередь — предприятий [2–3] при расчётах доходным подходом, что принципиально важно для оценки потребительных видов стоимости, инвестиционной и пользовательской [4].

Премия за страновой риск

Премия за страновой риск R_c (англ. *country risk premium*, CRP) – это премия за риск инвестирования иностранных средств в инвестиционный 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 этой стране независимо от инвестиционного проекта (или объекта оценки). Премия за страновой риск появляется в формулах инвестиционного проектирования или оценки стоимости, когда расчёт проводится в некоторой иностранной валюте [5–7] – иными словами, инвестиционный проект (или объект оценки) находится в стране, которая не эмитирует избранную для расчёта валюту. Таким образом, величина премии за страновой риск существенно зависит от денежной единицы (валюты), используемой в таком расчёте (см., напр., [2, 6]). В случае оценки в другой валюте премия в общем случае должна иметь другую величину. Премию за страновой риск можно толковать как межстрановую разницу в инвестиционной доходности валюты оценки [7], т. е. как разницу в инвестиционной доходности денежной единицы в рассматриваемой стране и стране – её эмитенте.

С появлением в Беларуси долгосрочных государственных облигаций с номинальной стоимостью в 100 долларов США, торгуемых на международных площадках, таких еврооблигаций, как xs2120091991 (со сроком погашения в 2026 году, BLR-26), xs1760804184 (со сроком погашения в 2030 году, BLR-30) и xs2120882183 (со сроком погашения в 2031 году, BLR-31), в основу расчетов полагаются сведения об их доходности R_{pr} (напр., по данным агентства Блумберг или другим). Эти сведения дают рыночное представление об отношении к инвестициям в страну, агрегирующее все риски, включенные в страновой. Поскольку еврооблигации Республики Беларусь номинированы в долларах США и страновой риск рассчитывается по отношению к доллару США, то в вычислениях используются также сведения Федеральной резервной системы США [8] о текущей доходности долговременных казначейских обязательств правительства США, дающие значение безрисковой ставки R_0 для данного расчета. Срок жизни обязательств правительства США выбирается сравнимым со сроком остаточной жизни обязательств исследуемой страны (Беларуси). Расчёт странового риска производится с использованием выражения [6]:

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

Результаты расчёта

В начале наблюдения (с апреля и до конца 2004 года) величина странового риска оценивалась в 6,5%, ещё год позже колебалась вокруг этой цифры, затем стала постепенно повышаться во всё возрастающем темпе (рис. 1).

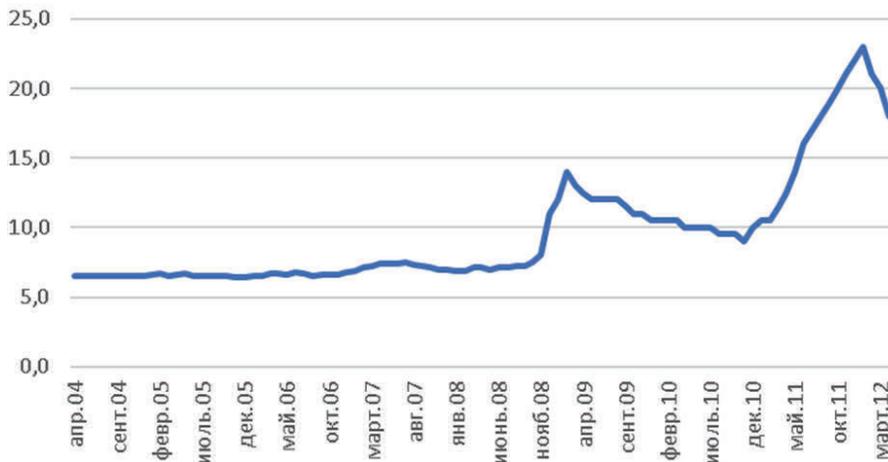


Рис. 1. Динамика премии за страновой риск Республики Беларусь (в %) с апреля 2004 г. по март 2012 г.

Источник: составлено автором.

Локальный пик в 14% в феврале 2009 года отразил мировой экономический кризис, следующий пик, в январе 2012 года, равный 23,0%, явился последствием финансового кризиса 2011 года.

Далее в поведении премии за страновой риск последовало устойчивое снижение в течение ряда лет. К началу 2021 года значение премии за страновой риск Республики Беларусь равнялось 4,9%. Эта тенденция изменилась лишь в 2022 году. Данные с декабря 2021 года приведены на рис. 2.

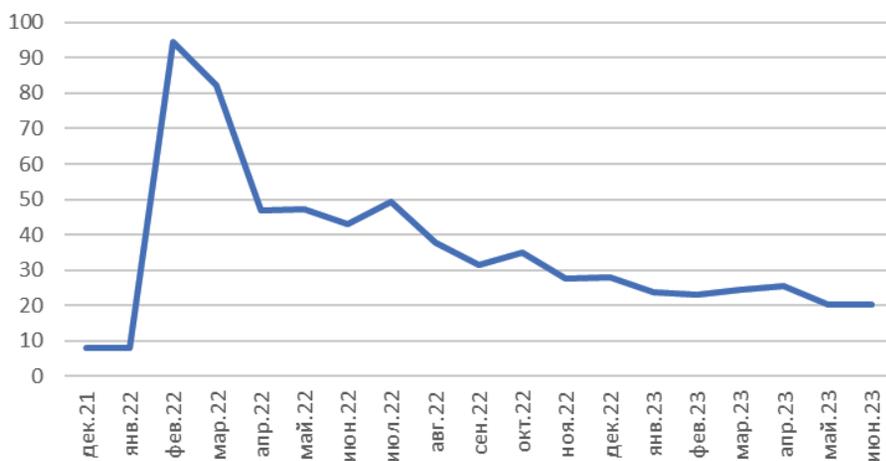


Рис. 2. Динамика премии за страновой риск Республики Беларусь (в %) с декабря 2021 г. по июнь 2023 г.

Источник: составлено автором.

В декабре 2021 года премия достигла уровня 8,0% годовых. Рассчитанные для сравнения для стран со схожим рейтингом по классификации агентства Блумберг (В и В-) премии за страновой риск в декабре 2021 года составили: для Украины – 8,7%, для Таджикистана – 8,1%, для Монголии – 2,8%.

В 2022 году санкционные последствия российской военной операции в Украине привели к резким изменениям в продаже белорусских государственных долгосрочных облигаций, что отразилось на величине странового риска. В феврале 2022 года 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 площадки. Но в остальной части мира (и прежде всего на азиатских фондовых рынках) государственные облигации Республики Беларусь по-прежнему котируются, что даёт возможность рассчитывать текущие данные по величине премии за страновой риск Республики Беларусь. Она постепенно уменьшалась и на конец 2022 года (по данным, рассчитанным на 4 января 2023 года) стала равной 28,0%. В этом году февральская премия за риск в Беларуси понизилась до 22,9%, на конец апреля она стала равной 25,6%, за май опустилась до 20,2%, а в июне была равной 20,4%. Возможно, это означает некоторую стабилизацию.

Подводя некоторые промежуточные итоги, можно, глядя на динамику премии за страновой риск для Республики Беларусь за прошлый год и первую половину нынешнего, сделать вывод, что экономика страны постепенно оправляется от шока начала 2022 года.

Дальнейшая повестка

В текущем году усилились процессы интеграции между союзными странами. Евразийский экономический форум, прошедший 26 мая в Бишкеке, обсудил значимость формирования интегрированного валютного рынка ЕАЭС для обеспечения суверенитета и стабилизации экономики. Специальная панельная дискуссия на форуме была посвящена роли биржевых финансовых инструментов, номинированных в национальных валютах государств-членов ЕАЭС. Всё это ставит на повестку дня задачу расчёта величины премии за страновой риск Республики Беларусь по отношению к российскому рублю, как наиболее вероятной в настоящее время инвестиционной валюте.

Интересно было бы рассмотреть динамику величины премии за страновой риск (по доллару США) и для союзной России с целью сравнения. Это может быть предметом отдельной работы, в том числе с заинтересованными российскими партнёрами.

Литература

1. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов (вторая редакция). Официальное издание / М-во экон. РФ, М-во фин. РФ и др.; рук. авт. кол.: Косов В. В. и др. // Москва: ОАО "НПО "Изд-во Экономика". 2000. – 421 с.

2. *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>.
3. *Трифонов Н.Ю.* Комплексная оценка недвижимости: учеб. пособие // Минск: Вышэйшая школа. 2022. – 238 с.
4. *Трифонов Н.Ю.* Оценка собственности: рыночная и пользовательская стоимость // Доклады НАН Беларуси. 2011. Т. 55. № 1. С. 118–121.
5. *Шарп У.Ф.* Инвестиции / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бэйли: пер. с англ. // Москва: Инфра-М, 2001. – 1028 с.
6. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов : пер. с англ. // Москва : Альпина Бизнес Букс. 2004. – 1342 с.
7. *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).
8. Federal Reserve Board – Home [Электронный ресурс]. Режим доступа (свободный). URL: <http://federalreserve.gov/> (дата обращения: 02.07.2023).

Nikolai Trifonov (e-mail: guild@unibel.by)
Full Member of International Engineering Academy,
Foreign Member of Russian Engineering Academy,
Ph.D. in Phys.-Math., FRICS, Associate Professor,
Belarusian State Economic University
(Minsk, Republic of Belarus)

COUNTRY RISK PREMIUM AS AN INDICATOR OF INVESTMENT ATTRACTIVENESS (CASE OF REPUBLIC OF BELARUS)

The country risk premium is one of the indicators of the financial and economic condition of a country, and is usually produced by specialized independent organizations, such as, for example, Bloomberg and others. Its value is important for characterizing the public debt, the investment attractiveness of the country for foreign investors (including those from neighboring countries), and for valuation of assets, primarily enterprises. The article describes the experience of calculating the country risk premium for the Republic of Belarus, which has been carried out by the author since 2004. An analysis of the dynamics of the country risk premium in recent years shows that the economy of Belarus is successfully overcoming the impact of the sanctions. The article is intended for financial consultants, valuers, teachers, students and scientists in the fields of finance and valuation, as well as for specialists in related fields of economics.

Keywords: country risk premium, investment attractiveness, Belarus, valuation, capitalization rate.

DOI: 10.31857/S020736760025391-9