

# Риск и рентабельность: стремление к более высокой доходности

Снижение нормы прибыли вынуждает инвесторов идти на риск, что может стать причиной экономической и финансовой нестабильности

Джей Сурти



**КОГДА ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ** высокие, а инфляция низкая, инвестиции — самое выгодное решение: держатели сбережений легко могут получить доход, просто вложив свои средства в казначейские векселя или аналогичные безопасные активы. Однако все становится сложнее, когда процентные ставки низкие, как в большинстве стран с развитой экономикой со времен мирового финансового кризиса 2008–2009 годов, а в некоторых и еще дольше. Устав от нулевых или близких к нулевым процентным ставкам, держатели сбережений могут склониться к тому, чтобы поэкспериментировать с более рискованными активами или стратегиями в надежде на более высокую прибыль. Экономисты называют это стремлением к более высокой доходности.

Индивидуальные инвесторы могут перевести деньги со сберегательных счетов на фондовый рынок. Компании могут стремиться увеличить доходы за счет спекулятивных инвестиций, финансируемых с помощью заемных средств, поскольку заимствования дешевы. Финансовые организации, например, банки и страховые компании, могут заключать рискованные сделки, чтобы сохранить прибыль или даже выжить. Однако повышение риска портфелей увеличивает вероятность убытков. Повышение уровня задолженности означает, что компании оказываются в более неустойчивом положении в случае неблагоприятных шоков. В итоге возрастает институциональная уязвимость и повышается вероятность экономической и финансовой нестабильности.

## Безопасные активы, рискованные активы

Потенциал к принятию рисков и склонность к ним варьируются: все домашние хозяйства, компании и финансовые организации действуют по-разному. Однако все они подвергаются влиянию одних и тех же сил. Особо важное значение имеет равновесная процентная ставка по казначейским векселям (ставка процента, при которой сумма спроса на деньги равна

сумме предложения денег). Доходность безопасных активов влияет на доходность других инвестиций, в том числе долгосрочных государственных облигаций, банковских вкладов, а также облигаций и акций компаний. Повышение и снижение доходности этих более рискованных активов, как правило, повторяет динамику доходности безопасных активов.

Склонность к поиску более высокой доходности возрастает, когда доходность безопасных активов падает до очень низких уровней в течение продолжительного периода, как было в Японии и ряде европейских стран в последние двадцать лет. Для населения это оборачивается низкой доходностью сбережений и снижением темпов накопления богатства. Это затрудняет реализацию жизненных целей, таких как покупка жилья, накопление на спокойную старость или передача богатства детям.

Домашние хозяйства будут стараться компенсировать потери за счет увеличения сбережений и сокращения расходов. (Важным исключением является Япония, где более старшее и богатое население, у которого меньше необходимости приумножать страховые сбережения и больше возможностей для поиска более высокой доходности, вкладывает средства в высокорискованные облигации и акции стран с формирующимся рынком.) Вследствие сокращения заимствований и потребления домашних хозяйств уменьшается спрос на реализуемые компаниями товары и услуги. В итоге снижаются продажи и прибыль предприятий. Страдает и финансовый сектор. Сокращается объем банковского кредитования населения. Когда процентные ставки снижаются до очень низких уровней, сокращается разница между ставками по банковским кредитам и депозитам. В совокупности это приводит к снижению прибыли.

## Стратегии поиска более высокой доходности

Компании обычно пытаются компенсировать дефицит потребления, вызванный ростом сбережений домашних хозяйств, используя в своих целях низкие процентные ставки и заимствования для финансирования высокорискованных инвестиций с высокой доходностью. Обычно это происходит одним из двух способов. Компании могут вложить средства в финансовые ценные бумаги с высокой доходностью. Или они могут расширить бизнес на новые сектора или страны путем создания дочернего предприятия или покупки существующей компании. Долговой компонент таких операций, как правило, выше, а вклад собственной нераспределенной прибыли или других ресурсов компании ниже, чем был бы в случае, если расширение было бы естественным результатом устойчивого экономического роста и прибыли компании.

Как и компании, финансовые организации задействуют различные стратегии поиска более высокой доходности. Крупные банки могут расширить бизнес на другие страны, в которых экономический рост и доходность инвестиций выше. Средние банки могут расширить свое присутствие на внутреннем рынке, в разных секторах или регионах, забирая себе долю рынка небольших местных кредиторов. Небольшие банки, в свою очередь, могут осуществить слияние или начать сотрудничество со средними банками или друг с другом в целях противодействия конкуренции.

Экономисты не выступают против принятия риска в целях повышения доходов как такового: некоторые физические и юридические лица справляются с управлением риском лучше, чем остальные, и принятие риска не обязательно представляет угрозу экономическому росту и финансовой стабильности. Однако стратегии поиска более высокой доходности могут иметь системные последствия, если будут широко использоваться компаниями и финансовыми организациями. Это станет поводом для беспокойства для директивных органов.

### Риски для экономики

Стремление к более высокой доходности может повысить вероятность более глубоких и затяжных рецессий. При возникновении негативных экономических шоков компании с высокой задолженностью будут вынуждены сокращать инвестиции в более значительных объемах и в течение более продолжительного времени, чем если бы не были обременены долгами. Это приведет к снижению национального дохода и экономического роста. Некоторые из них объявят дефолт по кредитам, что окажет давление на прибыль банков, ограничивая их возможности расширять кредитование, и таким образом приведет к еще большему снижению экономического роста. Некоторые банки могут даже не пережить этого.

Компании, которые используют долговые инструменты для финансирования рискованных сделок по поглощению, сталкиваются с новыми трудноуправляемыми рисками. Компания из США, которая осуществляет заимствования на внутреннем рынке, чтобы расширить бизнес на внешние, или компания из страны с формирующимся рынком, осуществляющая заимствования в США, чтобы расширить бизнес на внутреннем рынке, может столкнуться с серьезным риском изменения обменного курса. Поскольку они выплачивают кредиты и проценты в долларах, а доходы получают в иностранной валюте, укрепление курса доллара может существенно увеличить их долговую нагрузку. Компании используют механизмы финансовых рынков для хеджирования таких рисков, но им слишком дорого делать это в полном объеме. Когда убытки все же возникнут, они могут оказаться значительными.

Поскольку доллар является мировой валютой фондирования, стимулы для поиска более высокой доходности, возникающие вследствие длительных периодов низких процентных ставок в США, распространяются не только на американские банки и компании. Фирмы из других стран также могут осуществлять заимствования в США в целях инвестирования в инструменты с более высокой доходностью на внутреннем

рынке. Эта игра на разнице процентных ставок сопряжена с финансовым риском, поскольку любое ужесточение денежно-кредитной политики в США (или шок на внутреннем рынке) может привести к приносящему убытки укреплению курса доллара. Паника на финансовых рынках 2013 года стала одним из случаев, когда крупные компании стран с формирующимся рынком понесли убытки от игры на разнице процентных ставок вследствие повышения курса доллара. Эти убытки были достаточно значительными, чтобы нанести заметный ущерб рыночной стоимости компаний. В некоторых случаях убытки вызвали рост волатильности на внутренних финансовых рынках.

Банки, расширяющие свою деятельность на зарубежные рынки, могут столкнуться с убытками, если не адаптируются к новым трудностям управления риском. Например, головной офис банка может считать наиболее эффективным расширение деятельности в другой стране путем делегирования операционных решений местным управляющим. Однако затем перед банком встает более сложная задача обеспечения эффективного стимулирования деятельности. Он может склоняться к тому, чтобы поставить уровень оплаты и продвижения по службе в зависимости от нереалистично высокого уровня прибыли и таким образом подтолкнуть местных управляющих к принятию слишком большого количества рисков.

## Компании, которые используют долговые инструменты для финансирования рискованных сделок по поглощению, сталкиваются с новыми трудноуправляемыми рисками.

Наконец, консолидация банковского сектора за счет слияний малых банков или их поглощения более крупными банками может подавить конкуренцию. Это может привести к увеличению стоимости заимствования, особенно для домашних хозяйств и предприятий малого бизнеса, для которых возрастает стоимость потребления и инвестиций, а это — серьезное препятствие для всеобъемлющего роста.

Стремление к более высокой доходности может иметь преимущества. Если рискованные сделки оказываются рентабельными, они увеличивают доход от сбережений и инвестиций, когда процентные ставки низкие и сложно получить доход. Они также распространяют капитал на новые рынки. Однако директивные органы должны осознавать опасности, особенно спекулятивных инвестиций, финансируемых за счет заемных средств. Некоторые сделки неминуемо закончатся неудачей. Когда это произойдет, последствия для экономической и финансовой стабильности могут быть серьезными. **ФР**

**ДЖЕЙ СУРТИ** — заместитель начальника отдела в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.