

УДК 336.77

А. А. МАТЮХИН,
аспирант кафедры «Финансы и кредит»
экономического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова,
специалист по инвестиционным стратегиям на срочном рынке
Департамента операций с производными инструментами
ООО «Компания БКС»

Структурные продукты как альтернатива депозитам

По мере снижения ставок по банковским депозитам вкладчики вынуждены искать альтернативные варианты инвестиций, которые могут позволить получить прежнюю высокую доходность. Такой альтернативой могут быть структурные продукты — инструменты, позволяющие участвовать в росте или снижении стоимости базового актива при полной защите вложенных средств. Статья посвящена сравнению банковских депозитов и структурных продуктов, а также выявлению конкурентных преимуществ последних. В статье делается вывод о возможном переходе весомой части консервативных инвесторов из депозитного сектора на рынок структурных продуктов.

As long as interest rates, offered by commercial banks, continue to decline, private investors have to look for other investment alternatives that can bring higher return within practically the same level of risk. Structured products can become such an alternative, as long as they provide the opportunity to participate in increase or decrease of the price of any asset together with full protection of the invested capital. The article is devoted to the comparison of classical bank deposits with structured products and highlights competitive advantages of the last. The author comes to a conclusion about a probable switch from deposit to structured products sector by individual private investors.

Ключевые слова: структурные продукты; производные инструменты; опционы; банковские депозиты; индексные депозиты.

Key words: structured products; derivatives; options; bank deposits; index-linked deposits.

В последние десятилетия финансовые институты развитых рынков капитала все чаще предлагают своим клиентам новые инструменты и продукты, ценообразование и профиль выплат по которым значительно отличаются от классических объектов инвестирования, таких как акции, биржевые товары и инструменты с фиксированной доходностью. Рост популярности финансовых инноваций во многом объясняется желанием инвесторов извлекать прибыль из нестандартных инвестиционных возможностей, которые сложно эксплуатировать при помощи классических инструментов фондового рынка. Одним из классов «инновационных» финансовых продуктов являются так называемые структурированные финансовые продукты (structured products, далее — «СФП»).

В традиционном понимании СФП представляют собой синтетический финансовый инструмент, «склеенный» из инструмента с фиксированной доходностью и производного финансового инструмента. Несмотря на то, что такие продукты порой принимают различные формы и содержание, в целом «рецепт приготовления» СФП именно таков.

Современное разнообразие СФП позволяет выявить десятки их различных видов, которые весьма сложно подвести под единое всеохватывающее определение. Сложность создания универсального определения обусловлено еще и тем, что первые СФП появились сравнительно недавно (в 1960-х годах), а их изучение и по сей день носит скорее практический, нежели теоретический или научный характер. Поэтому в деловых кругах существует скорее понимание, нежели строгое разграничение между структурированными и «неструктурированными» продуктами. Тем не менее, можно выделить несколько основных свойств, а также признаков структурных продуктов.

Во-первых, СФП представляют собой комплексный финансовый инструмент (в некоторых определениях фигурирует даже слово «портфель»), состоящий из более простых финансовых инструментов.

Во-вторых, как следствие первого свойства, основные инвестиционные характеристики СФП, такие как риск и доходность, включают в себя и определяются на основе аналогичных характеристик инструментов, лежащих в его основе.

В-третьих, в качестве основных элементов структуры таких продуктов чаще всего выделяют, с одной стороны, акции, облигации и различные виды кредита, с другой — производные финансовые инструменты, такие как фьючерсы и опционы.

В-четвертых, элементы структуры таких продуктов варьируются в зависимости от конкретных целей потенциальных инвесторов, главной из которых является получение дохода.

Как следует из предложенных выше свойств СФП, они представляют собой некий «конструктор», из которого можно собрать практически любой профиль выплат в соответствии с приемлемым соотношением риска и доходности, а также в соответствии с конкретными целями инвестора (покупателя СФП). Критерии, по которым можно классифицировать все многообразие СФП, и есть основные блоки данного конструктора (см. табл. 1).

Как и многие другие финансовые инновации, СФП впервые появились в США, но вскоре получили популярность и на финансовых рынках других стран. Так, активный рост рынка СФП, в первую очередь, связывают с распространением этих инструментов в Европе. Главным толчком к этому послужило открытие в 1982 году Лондонской международной биржи финансовых фьючерсов и опционов LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange). Необходимо заметить, что LIFFE не была первой срочной биржей, за образец ее структуры была взята схема построения

американских бирж, в первую очередь чикагских CBOT (Chicago Board of Trade) и CME (Chicago Merchantile Exchange). Позже мы наблюдали запуск срочных бирж и в других странах.

Рост числа срочных бирж совместно с ростом их популярности приводит к увеличению объема торгов на них. Инвесторы получают ликвидные инструменты, которые позволяют им зарабатывать на изменении стоимости базовых активов, не неся при этом рисков, связанных с владением ими.

С момента запуска торгов на этих биржах в 1980-х годах, происходит развитие не только срочной торговли, но и как следствие рынков структурированных продуктов. Рынки СФП развиваются как качественно, так и количественно: параллельно с увеличением разнообразия предлагаемых продуктов увеличивались и объемы рынков, а в отдельных случаях конкретный продукт мог котироваться не только локально (исключительно в одной стране), но и глобально (котировался в нескольких странах одновременно, или копии одного инструмента котировались в нескольких странах). При этом отдельные компании становятся признанными маркет-мейкерами СФП: так, Deutsche Bank ежедневно котировает несколько тысяч СФП не только собственного «производства», но и продукты сторонних банков и финансовых компаний.

Общий объем выпуска розничных СФП на рынках развитых стран в «последний предкризисный» 2007 год составил около 325 млрд

Таблица 1

Основные критерии классификации структурных продуктов

Критерий классификации	Группа	Пример
По форме выпуска	Единым инструментом	Индексный депозит, форвардный контракт
	Связка (портфель) инструментов	Сочетание облигации и опциона на брокерском счете клиента
По базовым активам	«Обеспечительная» часть	Акция, облигация, вексель, депозит/кредит
	«Доходная» часть	Производные инструменты
По степени защищенности инвестированного капитала	Полная (абсолютная) защита	Уровень защиты в 100%
	Частичная защита	Любой уровень защиты ниже 100%
По ожиданиям инвестора от рынка	Рост	Участие в росте
	Снижение	Участие в снижении
	Боковое движение	Участие в росте и в снижении
По наличию дополнительных условий	Барьеры («нок-ин», «нок-аут») Экспирация по принципу американского или бермудского опциона	
По целям и задачам инвесторов	Защита сбережений	
	Получение инвестиционного дохода	
	Хеджирование рыночных рисков	
	Увеличение прогнозируемости денежных потоков Диверсификация вложений	

Источник: составлено автором.

долл¹. Наибольший объем по выпуску СФП приходится на европейские страны, лидерами среди которых являются Италия, Германия, Бельгия, Испания, Франция.

При этом глобальный финансовый и экономический кризис не сильно ударил по рынку СФП. Специалисты едины во мнении о том, что можно ожидать и дальнейшего роста мировых рынков СФП вопреки «всеобщей депрессии», к чему существует ряд определенных предпосылок.

Во-первых, это увеличение интереса со стороны инвесторов к альтернативным инвестициям, которые позволяют диверсифицировать портфель вложений. СФП могут быть сформированы таким образом, что их корреляция с остальными инструментами в позиции инвестора может быть крайне низка.

Во-вторых, СФП могут представлять интерес как инструменты хеджирования рыночных рисков, хотя данное использование этих продуктов еще не получило достаточного распространения, что обуславливает потенциал расширения рынка в этом сегменте.

В-третьих, в условиях высокой волатильности рынков инвестор заинтересован в продуктах, которые способны дать ему «заработать» не только в условиях роста рынка, но и при боковом движении или на снижении.

Еще одним аргументом в пользу увеличения спроса на структурированные продукты является их конкурентоспособность по сравнению с классическими банковскими продуктами, такими как депозиты. На этой особенности структурных продуктов хотелось бы остановиться немного подробнее.

Банковский депозит является, пожалуй, наиболее простым и консервативным объектом вложений для частного инвестора. Вкладчику не нужно строить прогнозы о поведении рынка в будущем, при этом затраты на управление инвестициями минимальны: инвестор делает две операции — перечисляет денежные средства на депозитный счет в начале срока и забирает их вместе с обещанным процентом в конце срока. При этом зачастую риски инвестора минимальны: процент определен заранее (а следовательно, нет рыночного риска), а вклад застрахован (риск дефолта перенесен на страховщика). Помимо этого обещанный процент позволяет не только застраховать свои деньги от инфляционных рисков, но и немного заработать. Более того, условиями депозитного договора может

быть предусмотрено начисление (пусть и мало-го) процента в случае досрочного расторжения договора.

Перечисленные выше особенности банковских депозитов как объектов инвестиций, несомненно, делают их одним из наиболее популярных инструментов инвестиций среди физических лиц. Однако, как показывает история, эти аргументы работают далеко не всегда.

Во-первых, процентные ставки по банковским вкладам имеют тенденцию снижаться по мере снижения темпов инфляции, что делает банковские депозиты сравнительно менее выгодным инструментом для вложений. Кстати, снижение процентных ставок по вкладам до уровней в несколько процентов на западных рынках исторически стало толчком к появлению конкуренции между депозитами и структурными продуктами.

Пока отечественные банки предлагают своим клиентам ставки на уровне около 7% годовых, аргумент о снижении интереса к депозитам может казаться несерьезным. Однако по мере снижения темпов инфляции (а регуляторам уже в течение нескольких лет удается сдерживать ее на уровне ниже 10% (one-digit inflation), ставки по вкладам также снижаются (см. рис. 1). При этом вкладчик редко имеет возможность получить доход существенно выше того, что он теряет на росте стоимости потребительской корзины.

На фоне снижения процентных ставок банкам становится все сложнее привлекать к себе новых клиентов. Дело в том, что защищенность банковских вложений не является для вкладчиков адекватным обоснованием «чересчур» низкой доходности, особенно когда в российских условиях страхуются суммы лишь до 700 тыс. руб. Поэтому, по мере снижения ставок клиенты банков начинают потихоньку посматривать на более рискованные инструменты, с помощью которых можно получить прежний уровень доходности. Такими инструментами как раз и являются структурные продукты, в первую очередь продукты с полной защитой, с частичной защитой (с минимальным риском не более 5%) и так называемые, «продукты с премией».

Многие игроки на рынке структурированных продуктов, «продвигая» последние новым клиентам, часто выдвигают следующий аргумент: риск структурных продуктов аналогичен риску депозита, при этом структурный продукт обладает потенциалом доходности акций. С некоторыми оговорками этот аргумент не лишен оснований.

Осторожный инвестор, привыкший к тому, что, положив деньги в банк, он как минимум ничего не потеряет, с тем же успехом может

¹ Шляпочник Я. Л., Сорокопуд Г. Б. Новая культура инвестирования или структурированные продукты. — М.: Эксмо, 2010.

Источник: Банк России (<http://cbr.ru/publ/main.asp?Prtd=BBS>), Федеральная Служба Государственной Статистики (http://www.gks.ru/free_doc/new_site/prices/potr/2011/1-ipc.htm)

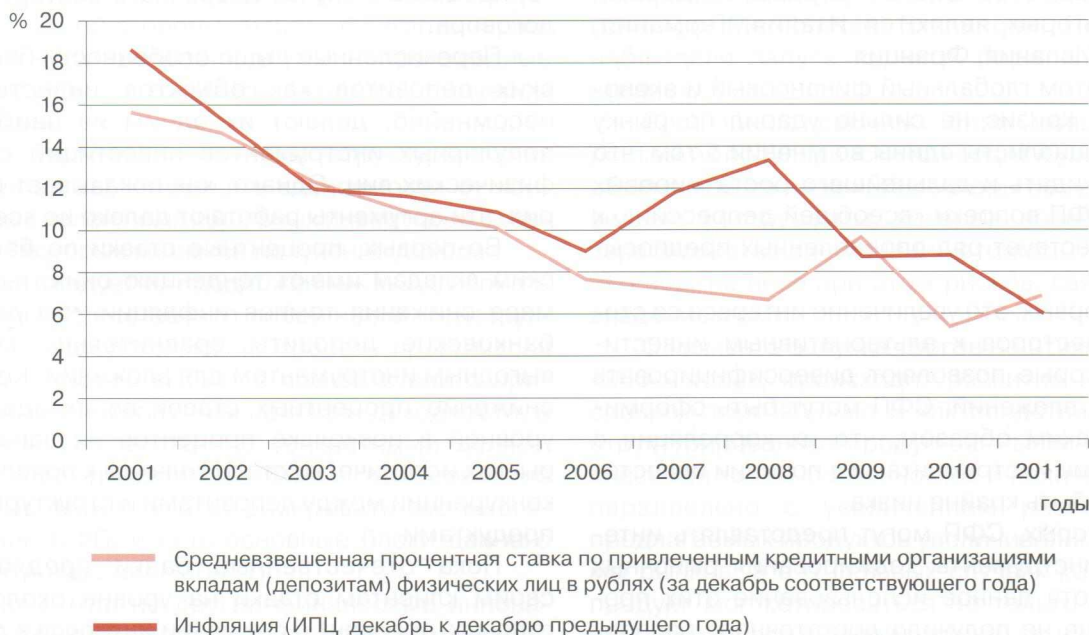


Рис. 1. Сравнительная динамика процентных ставок по вкладам в рублях и темпов инфляции

выбрать структурный продукт с полной защитой. Конечно, не стоит забывать о риске эмитента СП — в случае дефолта клиент вряд ли может рассчитывать на полный возврат вложенных средств. Однако из всего множества инвестиционных возможностей, помимо депозитов, структурный продукт, пожалуй, единственная альтернатива, которая с высокой вероятностью гарантирует возвратность вложений в полном объеме.

С точки зрения критерия Роя², Структурные продукты с полной защитой капитала позволяют в отличие от базовых активов получить 100% вероятность (игнорируя риск дефолта) получить доходность выше нулевой, т.е. обеспечить полную возвратность вложенных средств. Согласно данному критерию структурные продукты с полной защитой капитала попадают в тот же класс активов, что и банковские депозиты.

Еще один аргумент в пользу депозитов — отсутствие необходимости делать прогнозы — также не является жестким в случае структурных продуктов. Даже если инвестор не обладает необходимой квалификацией, он может обратиться за помощью к независимому финансово-

му консультанту, который поможет выбрать наиболее подходящую стратегию. Более того, инвестору не нужно делать точного прогноза (например, что акции Газпрома будут стоить 170 руб. в январе 2013 года), а достаточно всего лишь выбрать направление: рост цены базового актива, ее снижение или боковое движение рынка, что существенно упрощает выбор стратегии.

При этом существуют варианты заработать даже в том случае, если сделанный прогноз не оправдался. При смягчении условий по целевой доходности, эмитент может предложить, пусть и малую, «подушку безопасности». Например, по индексному депозиту в «БКС-банке» клиент получает 11% годовых в том случае, если прогноз сбылся, либо 2% годовых при негативном развитии событий³.

Пожалуй, единственным серьезным аргументом в пользу вложений в банковские депозиты пока что остается возможность их досрочного изъятия без потерь первоначальной суммы инвестирования. В случае структурных продуктов, часть средств инвестируется в производный инструмент, при этом полная защита обеспечивается лишь к концу срока (на момент экспирации продукта). Однако не стоит забывать, что в большинстве случаев, когда вкладчик отказывается от дальнейшего хранения денег на депозитном счете, банк имеет право (и, как пра-

² Один из, так называемых, критериев «Safety-first», ориентируясь на которые инвестор, в первую очередь, ограничивает свой риск, нежели максимизирует доходность. В частности, критерий Роя, подразумевает отбор тех инвестиционных альтернатив, доходность по которым с наибольшей вероятностью превысит критический уровень доходности.

³ Вклады БКС-Премьер. — URL: <http://www.bcspremier.ru/savings#d3>

вило, использует его) заменить обещанную доходность на существенно более низкую ставку «до востребования». Поэтому досрочное расторжение депозитного договора в банке также чревато убытками в виде упущенной выгоды.

Уже сейчас основные игроки на рынке производных инструментов постепенно переманивают клиентов из «депозитного» сегмента, и этому явлению есть несколько подтверждений.

Во-первых, одним из основных способов оформления структурного продукта пока еще является так называемый индексированный (индексный) депозит, представляющий собой банковский вклад с плавающей ставкой, размер которой определяется в зависимости от колебаний цен на выбранный клиентом базовый актив (см. рис. 2)⁴. Как правило, вкладчик участвует в росте или снижении стоимости базового актива.

Такой способ оформления позволяет совместить основные достоинства банковского депозита (полная возвратность инвестиций, страхование вклада, возможность досрочного отзыва) с возможностями, которые открывает структурный продукт, а именно возможность получить ставку много выше фиксированной ставки по аналогичному вкладу.

Индексные депозиты несут в себе и «образовательную» функцию. В случае успеха клиенты банков начинают, что называется, «входить во вкус» и интересуются другими аналогичными продуктами с более высоким участием, постепенно переходя из сегмента депозитов в сегмент структурных продуктов (табл. 2).

Другой прием, который используют «родственные» банкам опционные дески, — предложение «пакетных» продуктов, совмещающих обычный (не индексный) депозит с повышенной ставкой и структурный продукт. При этом строго оговаривается соотношение средств при аллокации в депозит и структурный продукт, обычно в пользу последнего. Такой прием банки уже употребляли ранее, пытаясь переманить депозитных клиентов в родственные ПИФы: также предлагалась повышенная ставка по депозиту при условии инвестирования части средств в паи.

Во-вторых, структурные продукты дают возможность создавать так называемые «депозиты из акций». Суть продукта заключается в том, что клиент вносит в качестве обеспечения не день-

⁴ Данные на сайте в действительности могут отличаться от реальных: сайт является первым проектом в области сбора статистики о рынке структурированных продуктов. По мнению автора данной статьи, хотя в силу возможностей авторов сайта на нем представлена далеко не вся статистика о продаваемых структурных продуктах, оценка долей основных типов СП близка к истинной.

Источник: данные сайта «Агентство структурированных продуктов» (<http://www.sproducts.ru/-/ictionaries/ProductTypeList.aspx>)

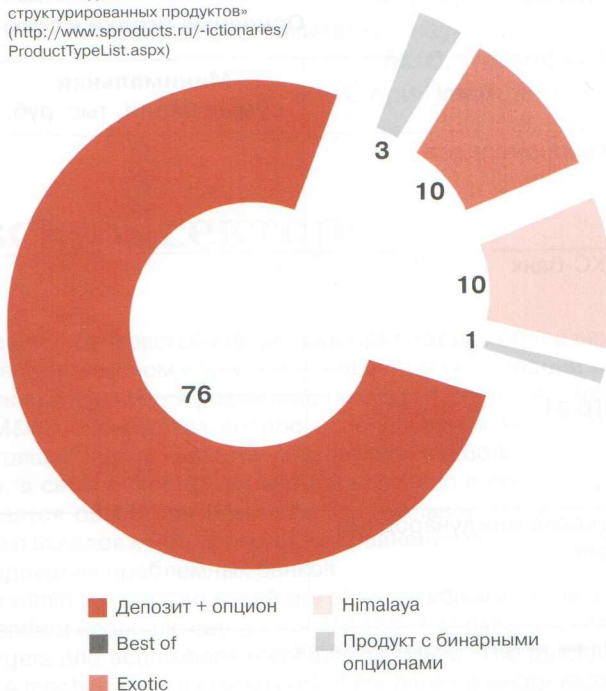


Рис. 2. Распределение СП по типу, в %

ги, как в депозите, а акции, на первоначальную стоимость которых начисляется процент. Не стоит, однако, путать эту сделку со сделкой РЕПО, которая, надо отдать должное, лежит в основе данного продукта. Помимо нее клиент продает опцион на данные акции, что позволяет ему получить дополнительный доход, при этом риск продажи этих бумаг в конце срока нередко исключается путем установления высоких страйков по проданным опционам.

Почему клиент не продаст свои акции и не принесет полученные с них средства в банк? В России есть большая доля населения, которая получила некоторый пакет акций крупных эмитентов в процессе приватизации по «грошовым» ценам и до сих пор держит эти акции у себя. Причины для такого поведения много, наиболее популярные объяснения включают в себя нежелание отказываться от дивидендов, существенное налоговое бремя, которое возникнет при их продаже вследствие сильного прироста стоимости, желание оставить «подушку безопасности». При этом такие акционеры не всегда имеют достаточного количества свободных денежных средств, которые они могут отдать в банк. Поэтому «депозит из акций» — как раз тот исключительный случай, когда они могут и не расставаться со своими акциями, и получить некоторый уровень дополнительной доходности.

В-третьих, нередки случаи, когда по банковским и небанковским продуктам с аналогичны-

Таблица 2

Основные игроки в сегменте индексных депозитов

Банк	Минимальная сумма входа, тыс. руб.	Возможные стратегии	Базовые активы
Агропромкредит	50 50 50 1000	Диапазон, диапазон на рост, диапазон на снижение	Индекс РТС Золото USD EUR
БКС-банк		Рост, снижение, диапазон, диапазон на рост, диапазон на снижение Рост, снижение	Индекс РТС Золото Нефть Brent USD EUR
ВТБ 24			Ставка рефинансирования ЦБ Трехмесячные ставки LIBOR
Русский международный банк			Индекс РТС Золото Нефть Brent USD

Источник: данные сайтов указанных банков.

ми профилями выплат условия различаются таким образом, что небанковские продукты выглядят весьма более привлекательными хотя бы потому, что, принимая средства у клиентов не на депозитный счет, эмитент структурного продукта не вынужден страховать вложенные средства, а полученная экономия идет на оплату большего количества срочных контрактов. Как следствие в этом случае клиент получает более высокое участие внутри структурного продукта.

Представленные выше аргументы ни в коем случае не ставят своей целью предсказать скорый крах депозитного рынка, скорее наоборот, автор данной статьи согласен с тем, что депозитный рынок во многом привлекателен для

малоквалифицированного инвестора с низкой толерантностью к риску.

Тем не менее, автор данной статьи полагает, что для инвесторов, готовых пойти на минимальный риск, уже сейчас существует реальная альтернатива банковским вкладам. Приобретая структурный продукт, клиент получает возможность при незначительном увеличении риска получить доход, который позволит не только обогнать инфляцию, но и получить дополнительный доход.

На фоне снижения процентных ставок по вкладам интерес к такого рода инвестициям должен расти, что в перспективе будет означать переход весомой части «депозитного» контингента на данный рынок. ●

Список литературы

1. Brent A. Limits Seen to Exchange-traded Funds [Журнал] // Mutual Fund Market Review. 5.02.2001 г. — 6: Т. 9. — С. 3.
2. Davis Henry A. The Definition of Structured Finance: Results from a Survey [Журнал] // The Journal of Structured Finance. Fall 2005 г. — 11. — С. 5–10.
3. Бородач Ю. В., Кулаков Ю. В. Структурированные финансовые продукты: инновации или plain vanilla? [Журнал] // Вестник Тюменского государственного университета, 2010, № 4. — С. 112–119.
4. Смородская П. Как заработать на настроении [Статья] // Коммерсантъ. — [б.м.] : Коммерсантъ. Издательский дом, 2011, № 58 (4599), 05.04.2011.
5. Шляпочник Я.Л. Сорокопуд Г.Б. Новая культура инвестирования, или структурированные продукты [Книга]. — М.: Эксмо, 2010.
6. Информационно-консалтинговое агентство «Структурированные продукты» Структурированные / Структурные продукты [В Интернете]. — URL: <http://www.sproducts.ru>
7. Банк России. — URL: <http://www.cbr.ru/publ/main.asp?Prtd=BBS>
8. Федеральная Служба государственной статистики. — URL: http://www.gks.ru/free_doc/new_site/prices/potr/2011/l-ipc.htm