

## Raport Open Finance, 2 czerwca 2008 r.

---

### Produkty strukturyzowane w Polsce

Gwałtowny spadek cen akcji w I kwartale i niepewna przyszłość inwestycji na rynku kapitałowym skłoniły wielu inwestorów indywidualnych do poszukiwania alternatywnych i bezpiecznych form inwestowania. Instytucje finansowe szybko odpowiedziały na potrzeby rynku, oferując szeroką gamę lokat strukturyzowanych, spełniających kryteria bezpieczeństwa i potencjalnie wysokich stóp zwrotu.

Od początku lutego br. mieliśmy w Polsce ok. 50 subskrypcji nowych struktur. U nas rynek ten i tak jest w początkowej fazie rozwoju, co najlepiej widać przeglądając dane dotyczące innych rynków europejskich. Na koniec 2007 r. Niemcy ulokowali w ten sposób około 120 mld EUR, podobnie jak Włosi. Natomiast Szwajcarzy, Hiszpanie, Francuzi i Belgowie po 100 mld EUR. Łącznie, europejski rynek struktur wyniósł w ubiegłym roku ponad 800 mld EUR i szacuje się, że w obecnym jego wartość osiągnie ok. 1 bln EUR (szacunki na podstawie: <http://www.StructuredRetailProducts.com/>). W tym kontekście, moda na produkty strukturyzowane w Polsce dopiero się rozpoczyna. Przed rokiem analitycy UniCredit ocenili potencjał naszego rynku na 7,5 mld PLN rocznie.

Raport Open Finance przedstawia główne tendencje na tym dynamicznie rozwijającym się rynku. W pierwszej części przyglądamy się dominującym strategiom inwestycyjnym oraz oceniamy je w kontekście obecnej sytuacji na rynkach, natomiast w drugiej pokazujemy budowę struktur, omawiając różnie między nimi.



## CZĘŚĆ PIERWSZA – STRATEGIE

Łukasz Mickiewicz, analityk Open Finance

Tegoroczne subskrypcje produktów strukturyzowanych wskazują na pięć głównych tendencji w ich strategiach inwestycyjnych (w zestawieniu nie uwzględniamy polis-lokat, które cały kapitał lokują w instrumentach dłużnych).

Institucje finansowe w Polsce oferują swoim klientom zarabianie na:

1. energii alternatywnej,
2. surowcach twardych i miękkich,
3. szeroko zdywersyfikowanym portfelu,
4. indeksie, funduszu lub koszyku wybranych spółek,
5. strategiach opartych o miary statystyczne.

### 1. Energia alternatywna

Jednym z najmodniejszych trendów wśród twórców struktur jest oparcie części inwestycyjnej o przemysł związany z czystą energią (ang. clean energy). Globalne ocieplenie jest coraz bardziej palącym problemem, któremu przeciwdziała już nie tylko Unia Europejska. Raport Energy Outlook 2006 zakłada, że aby sprostać zapotrzebowaniu na rosnące zużycie energii do 2030 r. globalne inwestycje w rozbudowę mocy energetycznych powinny sięgnąć 20 bilionów USD. Najszybciej rozwijającym się sektorem będzie właśnie energia alternatywna oparta na odnawialnych źródłach energii i na siłowniach atomowych. Najbardziej ambitne plany ma w tym względzie Wspólnota Europejska, która co roku planuje inwestować 17 mld EUR w energię wiatrową, aby w przyszłości zaspokoić potrzeby połowy jej mieszkańców.

Emitenci struktur chętnie wykorzystują te plany w swoich pomysłach inwestycyjnych, tym bardziej, że sama branża czystej energii rodzi korzystne skojarzenia wśród potencjalnych inwestorów. Ponieważ to nowy trend, produkty opierają się na całych indeksach, a nie na wybranym koszyku spółek. Instrumentem bazowym w wypadku produktu Hydro Power Noble Banku są S&P Global Clean Energy Index oraz S&P Global Water Index, czyli poza producentami „czystej energii”, również spółki inwestujące w jej technologię oraz podmioty związane z infrastrukturą wodną. Green Energy BRE Banku do wspomnianych dwóch indeksów S&P dorzucił jeszcze World Nuclear Power Index, który zawiera spółki zajmujące się wydobywaniem, przetwarzaniem i wzbogacaniem uranu wykorzystywanego w elektrowniach atomowych.

W wypadku rozwiązania Commercial Union – produkt CU Gwarancja Nowa Energia został oparty o indeks brytyjskiego Royal Bank of Scotland – RBS Enhanced Green, natomiast Climate Core pozwalał zarabiać na korzystnych zmianach indeksów Sarasin New Power Fund, Julius Bär SAM Sustainable Water Fund i Schroder Alternative Solutions Agriculture Fund.

### **Energia alternatywna, produkty:**

- Green Energy – BRE Bank,
- CU Gwarancja Nowa Energia – Commercial Union,
- HydroPower – Noble Bank,
- Climate +, Climate Core, ekoPaliwa – New World Alternative Investments (Nwai).

## **2. Surowce**

Znacznie bardziej wyeksploatowane w ostatnich miesiącach zostały strategie inwestycyjne oparte na surowcach i w tej grupie widać już pewne oznaki dojrzałości rynku. Ponieważ silne trendy wzrostowe w wypadku surowców trwają już dobrych kilka lat, ich kontynuacja stoi pod dużym znakiem zapytania, a emitenci struktur starają się raczej szukać możliwości inwestycyjnych poza rynkiem towarowym. Jeśli już oferują produkty z tego segmentu, to starają się albo rozproszyć ryzyko inwestycji, albo przybrać strukturę w „ładne” opakowanie. Przykładem pierwszego rozwiązania jest propozycja Citibanku Handlowego, który w strukturze Agroprodukty i woda zdywersyfikował koszyk surowców rolnych spółkami związanymi z infrastrukturą wodną. Na efekcie marketingowym skupiono się z kolei przy strukturze Mocca (Nwai), gdzie zyski ponad gwarancję kapitału mają zapewnić rosnące ceny kawy, kakao i cukru.

Poza produktami rolnymi, instytucje wykorzystują trendy na surowcach przemysłowych (Kopalnia Zysków – Noble Bank) oraz złocie (Złota Struktura – Nwai). Oba rynki są silnie powiązane, bowiem wzrost cen ropy rodzi presję inflacyjną, która przekłada się na wzrost popytu na złoto jako zabezpieczenie przed tym zjawiskiem. W tym wypadku również istnieje ryzyko zatrzymania trendów wzrostowych, jednak potencjał nie jest ograniczony względami społeczno-politycznymi. Wzrost cen produktów rolnych w ostatnich latach przyczynił się do zwiększenia liczby ludności żyjącej w skrajnym ubóstwie do 1,1 miliarda (o 10 proc., na podstawie „The Economist”) i stał się jednym z największych problemów cywilizacyjnych. Z kolei wzrost cen ropy dotyka głównie przemysł oraz kraje rozwinięte, a poza tym przyczynia się do zmniejszenia nierównowagi poprzez transfer petrodolarów z krajów rozwiniętych do krajów rozwijających się (które eksportują ropę).

### **Produkty:**

- Agroprodukty i Woda – Citibank Handlowy,
- db Gwarancja Agro Index – Deutsche Bank PBC,
- Szejk, Mocca, Ford 3, Złota Struktura – New World Alternative Investments,
- Kopalnia Zysków – Noble Bank.

### 3. Zdywersyfikowany portfel

Emitenci jednak nie chcą całkowicie zrezygnować z surowców i często dodają je do strategii opartych na szeroko zdywersyfikowanym portfelu. Jego struktura opiera się na czterech głównych rynkach finansowych, czyli: akcjach, surowcach, walutach oraz nieruchomościach. Taką inwestycję z reguły opiera się o indeks tego typu rynków, taki jak BNP Paribas Millennium Index (oparte na nim zostały produkty: Global Market, Aegon Struktura Multisektorowa, Millennium 100 proc. Gwarancja 2012 oraz Sposób na Bessęność). Wszystkie wymienione są również produktami opartymi o strategię statystyczną, o której piszemy niżej.

W wypadku Top Profit Banku BPH oraz db Gwarancja Deutsche Banku zastosowano jeszcze inne rozwiązanie. Stopa zwrotu z tych struktur ustalana była na podstawie wyboru najbardziej dochodowego z grupy instrumentów. W pierwszym wypadku były nimi: kontrakt na eurodolara, indeks alternatywnej energii, indeks akcji banków europejskich oraz indeks euroobligacji, natomiast w drugim akcje i waluty azjatyckie oraz surowce.

Dosyć nietypową strategię w tej grupie oferowała inwestycja Dolar kontra reszta świata – produkt strukturyzowany oparty wyłącznie na rynku walutowym (jego przyporządkowanie do tej kategorii jest wynikiem dywersyfikacji ryzyka na waluty czterech krajów). Pozwalał on skorzystać na trendzie spadkowym amerykańskiej waluty wobec koszyka walut czterech krajów wschodzących. Krótki okres inwestycji (12 miesięcy) został wybrany w związku z ryzykiem odwrócenia siedmioletniego trendu osłabienia dolara, bądź przynajmniej silnej korekty.

#### Produkty:

- Aegon Struktura Multisektorowa – Aegon,
- Top Profit – Bank BPH,
- Stabilny Dochód – BRE Bank,
- Sposób na Bessęność – Bank Zachodni WBK,
- CU Gwarancja Globalne Inwestycje II – Commercial Union,
- db Gwarancja (USD), Efektywna Inwestycja – Deutsche Bank,
- Millennium 100 proc. Gwarancja 2012 – Gold Finance.
- Ósemka, Dolar kontra reszta świata – Noble Bank.

#### 4 A. Indeks, fundusz

Konstruowanie produktów strukturyzowanych w oparciu o indeksy akcji to ciągle najbardziej popularny sposób ich tworzenia. Instytucje prześcigają się w oferowaniu coraz bardziej egzotycznych regionów na świecie i coraz węższych sektorów gospodarki, jednak cały czas doceniają zalety inwestycji w indeks. Największą są niskie koszty związane z pasywnym zarządzaniem pozycją po stronie emitenta lokaty i aktywnej po stronie wystawcy opcji. Po wyborze jednego bądź kilku indeksów oraz

kupnie odpowiednich opcji, emitent nie musi obserwować rynku i zmieniać składu portfela. Pozycjami może zarządzać natomiast administrujący strategią, indeksami lub portfelami (nigdy nie jest to emitent lokaty strukturyzowanej).

Znacznie mniej czasochłonne (a więc i tańsze dla klienta) jest również dobieranie spółek czy instrumentów do koszyka. Wystarczy tylko wiedzieć na czym chce się zarabiać, a szeroki wachlarz indeksów branżowych i specjalistycznych umożliwi realizację nawet bardzo egzotycznych strategii inwestycyjnych.

Noble Bank zaoferował swoim klientom m.in. produkty: Skarby Pustyni (rozwiązanie oparte o notowania wyspecjalizowanych geograficznie funduszy inwestycyjnych) oraz Industry Impact. Pierwsza inwestycja koncentruje się na rejonie Bliskiego Wschodu oraz północnej Afryki, czyli obszarów cieszących się silnym wzrostem gospodarczym dzięki przychodom z eksportu surowców.

Lokatę Industry Impact oparto z kolei na indeksie spółek związanych z infrastrukturą rynków wschodzących. Aby pokazać ich potencjał, wystarczy przytoczyć dwa cytaty z majowego wydania „The Economist”: „Głównym problemem półwyspu (Indii) jest kiepski stan infrastruktury. W pięć lat do 2012 roku rząd planuje wydać na nią około 500 miliardów USD” i „Aby przyspieszyć rozwój turystyki i przemysłu, rząd Chin w pośpiechu buduje drogi, koleje i lotniska. W styczniu zapowiedział wybudowanie do 2020 roku 97 lotnisk, które dołączą do 142 posiadanych przez Chiny obecnie. Liczba portów mogących obsłużyć ponad 30 milionów pasażerów rocznie wzrośnie z 3 do 13. Do końca dekady, co roku inwestycje w infrastrukturę powinny rosnać w tempie dwucyfrowym. W same koleje do 2010 roku planuje się zainwestować 200 miliardów USD”.

Do korzystania z dynamicznego rozwoju rynków emerging markets zachęca również Deutsche Bank i jego Benefit N11 oparty na Next 11. To koncepcja banku Glodman Sachs, który stosując te same założenia co w przypadku BRIC, poszedł o jeden krok dalej i wybrał grupę krajów rozwijających się, które w perspektywie dziesięcioleci będą konkurowały z największymi gospodarkami na świecie. Wśród jedenastki znalazły się m.in.: Meksyk, Korea Południowa, Wietnam, Turcja, Iran oraz Nigeria.

Inną nietypową propozycją była Las Vegas II firmy Wealth Solutions, oparta na SINdex. Indeks grzechu skupia spółki tytoniowe, producentów alkoholu oraz podmioty zajmujące się prowadzeniem i obsługą kasyn. Warto jednak pamiętać, że powyższe branże nie są odporne na wahania koniunktury (nie każdy rozwiązuje swoje kłopoty finansowe przy stole do ruletki z butelką whiskey).

Ostatnie kryzysy na rynku kredytowym i hipotecznym w USA uderzyły bezpośrednio w amerykańskiego konsumenta, który dodatkowo biednieje przez spadki na Wall Street oraz wysoką inflację. W tej sytuacji jego plany przepuszczenia „paru dolarów” w jaskini hazardu mogą ulec zmianie. Kilka miesięcy temu upadł w Las Vegas projekt budowy największego kompleksu kasyn, co jest najlepszym dowodem na to, że dekoniunktura wśród konsumentów bynajmniej nie służy rozwojowi grzesznych sektorów.

### Produkty:

- AXA Inwestycja z Gwarancją AXA,
- Lokata Inwestycyjna BGŻ – Bank BGŻ,
- Katamaran – Delta Investments,
- Nowej Europy, Benefit N11 – Deutsche Bank,
- Tygrys Gospodarczy Barclays Capital, db Express WIG20, db Wschodzące Gwiazdy Nowej Europy, Benefit N11 – Deutsche Bank,
- Indywidualny Program Inwestycyjny Azja – Kredyt Bank,
- Skarby Pustyni, 4 Strony Świata, Lokata Industry Impact, Global Market – Noble Bank,
- Las Vegas II – Wealth Solutions,

### 4 B. Koszyk spółek

Poza inwestowaniem w szeroki rynek lub indeks branżowy, emitenci często starają się zwiększyć potencjał zysku poprzez wybór węższego grona podmiotów. Przykładem tego typu inwestycji mogą być Nordea Gwarant, Lokata na Bank bądź obligacje strukturyzowane Tygrys Gospodarczy Barclays Capital, notowane na warszawskim parkiecie od kwietnia. Pierwsze rozwiązanie pozwala zarabiać na spółkach europejskiego sektora finansowego, drugie na koszyku dwunastu banków, natomiast trzecie na grupie ośmiu indyjskich blue chips.

Wybór spółek w wypadku wielu produktów związany jest z ich silną przeceną w ostatnich 12 miesiącach, która sugeruje, że stały się tanie, a ich potencjał spadkowy niewielki. Jest to jednak zwodnicze, bowiem tanie stały się tylko te instytucje, które nie ucierpiały ekonomicznie na kryzysie kredytowym, a spadek cen ich akcji był spowodowany fatalnymi nastrojami w całym sektorze. Przykładem mogą być polskie banki i ich dobre wyniki za pierwszy kwartał. Co innego w wypadku banków amerykańskich czy krajów Europy Zachodniej. Cóż z tego, że cena akcji amerykańskiego Citigroup od maja 2007 r. spadła z 55 USD do 21 USD obecnie i jest najniższa od 10 lat? Jej poziom sprzed roku nie był uzasadniony fundamentalnie, bowiem dochodowość tej instytucji była sztucznie napędzana przez instrumenty oparte na subprime. W tej sytuacji spadek ceny o dalsze 5 USD jest całkiem możliwy, a dla inwestora, który kupi akcję dzisiaj, będzie to oznaczało blisko 25-procentową stratę. Podobnie wygląda sytuacja szwajcarskiego UBS, który z 37 mld USD straty stał się największą ofiarą kryzysu subprime. Nic dziwnego, że jego akcje są najtańsze od 5 lat.

Obie wspomniane wyżej instytucje wykorzystano w produktach Wealth Solutions przy konstrukcji koszyka lokaty Sprint, gdzie inwestor zarabia, jeśli ceny akcji wybranych pięciu spółek nie spadną. W drugiej edycji lokaty, powyższe banki zostały zamienione na europejskie Credit Suisse oraz UniCredit.



## Produkty:

- Lokata na Bank – Bank BPH,
- Lokata Luksusowa – Noble Bank,
- Nordea Gwarant – Nordea,
- Sprint II – Wealth Solutions.

## 5. Strategie oparte o statystykę

Ten trend jest stosunkowo mało eksploatowany na młodym polskim rynku, ale poniższe przykłady sugerują, że będzie zyskiwał na znaczeniu. Idea tej strategii inwestycyjnej opiera się na teorii portfelowej Harry'ego Markowitza oraz modelu CAPM Williama Sharpa. Pierwszy z uczonych konstruował portfele efektywne (optymalne), które przy danym ryzyku osiągały najwyższe stopy zwrotu, natomiast drugi stworzył model wyceny instrumentów rynkowych, który ocenia ich wartość na podstawie zachowania wobec szerokiego rynku. Obie teorie są oparte o podstawowe miary statystyczne, takie jak odchylenia standardowe aktywów (ich zmienność) oraz korelacje (zmienność instrumentu w zależności od zmienności innego, bądź grupy innych).

Przykładem tego typu produktu była Salsa oferowana przez Expandera. Wykorzystano w niej strategię long-short opartą o pięć koszyków sektorowych (np. budownictwo i surowce, telekomunikacja i technologie, czy banki i ubezpieczenia). Polega ona na kupnie jednej z par sektorowych przy jednoczesnej krótkiej sprzedaży innej pary. Dobór par do portfela na dany moment zależy od wspomnianego wyżej współczynnika Sharpa – kupuje się parę, która zachowuje się najlepiej wobec szerokiego rynku, a sprzedaje przeciwną.

Optymalne portfele według Markowitza stworzył z kolei Noble Bank w produkcie Global Market (na rynku pojawiły się ostatecznie także inne tego rozwiązania, opierające się o strategię *long-short*). Owe produkty zostały już uwzględnione w grupie „zdywersyfikowanych”, ale nic w tym dziwnego, bowiem teoria amerykańskiego uczonego opiera się właśnie na rozproszeniu ryzyka. Docelowo, w takim portfelu mogą się wręcz znaleźć wszystkie instrumenty notowane na światowych rynkach finansowych. Jeśli jakiś jest poza portfelem, to popyt na niego jest zbyt niski, co przekłada się na spadek ceny, więc i wzrost atrakcyjności (patrzac fundamentalnie), a w konsekwencji zarządzający dorzucają taki instrument do portfela. W ten sposób powstaje portfel rynkowy (również optymalny), który w praktyce nie jest stosowany (koszty policzenia miar statystycznych byłyby nieprawdopodobne). Co innego portfele optymalizowane w ramach koszyka wybranych instrumentów. Powyższe przykłady są żywym dowodem na ich rosnącą popularność.

Strategie inwestycyjne optymalizowane statystycznie nie są jednak wolne od ryzyka (inaczej każdy by je stosował). Przy portfelach budowanych w oparciu o nie, niepewność wiąże się z tak zwanymi „wydarzeniami 3 (4, 5, i więcej) sigma”, czyli niezwykle rzadkimi przypadkami, których prawdopodobieństwo wystąpienia jest mniejsze niż 1 proc. W sytuacjach kryzysowych miary

statystyczne czasem jednak zawodzą, co najlepiej pokazał ostatni kryzys instytucji finansowych w krajach rozwiniętych, które przecież monitorowały ryzyko opierając się na modelach statystycznych. Dlatego też tak ważna jest szczegółowa analiza zachowania się strategii w trakcie zawirowań na rynkach finansowych (tzw. stress test). W szczególności należy skupić się na tej części analizy, która będzie dotyczyć okresu, gdy strategia pracuje w praktyce, a nie jest wyłącznie idealnie dopasowanym teoretycznie modelem do danych historycznych, nieweryfikowalnym w niesprawdzonych wcześniej okolicznościach.

#### **Produkty:**

- Aegon Struktura Multisektorowa – Aegon,
- Allianz Bonus – Allianz,
- Sposób na Bessęność – Bank Zachodni WBK,
- Salsa – Expander,
- Millennium 100 proc. Gwarancja 2012 – Gold Finance,
- Global Market – Noble Bank,
- Hat-trick IV – Wealth Solutions.





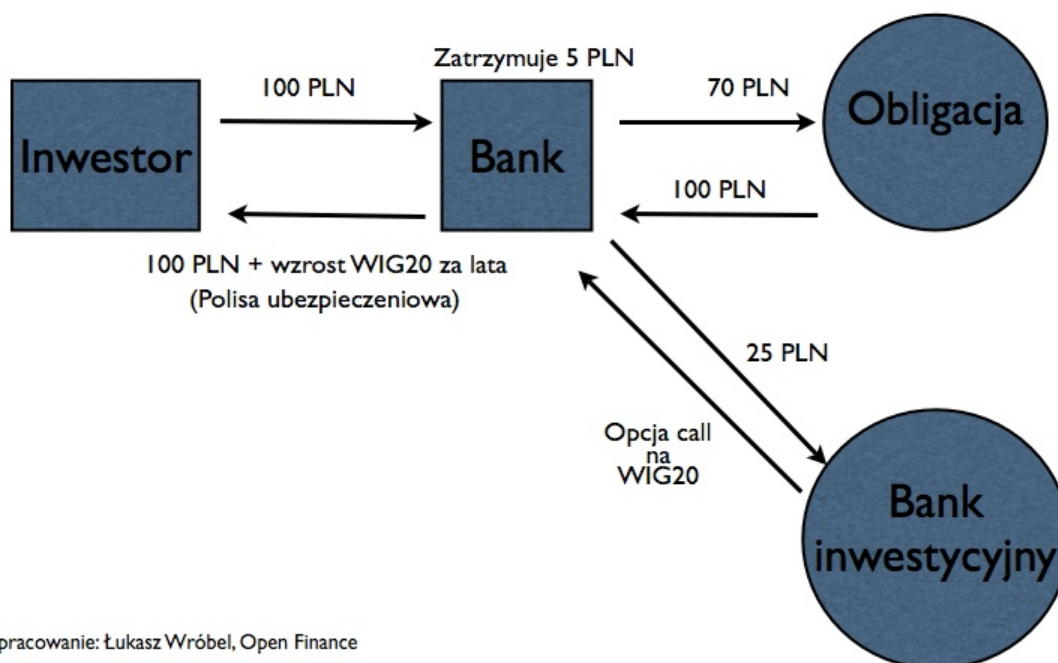
## CZĘŚĆ DRUGA – KONSTRUKCJA PRODUKTU STRUKTURYZOWANEGO

Łukasz Wróbel, analityk Open Finance

Inżynierowie finansowi banku, projektując produkt strukturyzowany, współpracują z bankami inwestycyjnymi, od których kupują odpowiednie instrumenty finansowe (opcje pozwalające zarabiać na rozmaitych rynkach oraz obligacje gwarantujące zwrot części kapitału). Przeanalizujemy konstrukcję prostego produktu strukturyzowanego, z gwarancją, zarabiającego na wzroście indeksu WIG20. Jego podstawowe cechy bank przedstawiłby w następujący sposób:

- forma prawna (opakowanie): polisa inwestycyjna,
- okres zapadalności: cztery lata,
- instrument bazowy: indeks akcji WIG20 (20 największych spółek z warszawskiej giełdy),
- konstrukcja wypłaty zysku: nieograniczony (uzależniony od zmiany instrumentu bazowego),
- partycypacja: 100 proc. (stopa zwrotu inwestora równa stopie zwrotu indeksu w ciągu czterech lat),
- ochrona kapitału: 100 proc.

### Konstrukcja Produktu Strukturyzowanego opartego o wzrost indeksu WIG20



Opracowanie: Łukasz Wróbel, Open Finance

## Opakowanie czyli po co mi ubezpieczenie?

Klient za 100 PLN nabywa strukturę, którą bank oferuje jako jeden prosty instrument (lokata, polisę inwestycyjną lub fundusz z ochroną kapitału). Takie opakowanie skomplikowanych kombinacji opcji, obligacji i nierzadko kilku innych instrumentów ma dwie zalety: po pierwsze łatwiej wytłumaczyć klientowi, że zarabia razem ze wzrostem wartości indeksu warszawskiej giełdy niż na siłę wyklądać zaawansowaną finansową wiedzę, której przeciętny inwestor nie chce i nie potrzebuje posiadać. Drugi i bardziej istotny z punktu widzenia klienta argument to korzyści podatkowe – opakowanie instrumentu i zaferowanie go w formie polisy na życie i dożycie zwalnia inwestora z tzw. podatku Belki.

Jeśli bank wprowadza na rynek produkt strukturyzowany jako lokata lub fundusz inwestycyjny (najczęściej fundusz z ochroną kapitału jest FIZ – funduszem inwestycji zamkniętych), inwestor będzie musiał odprowadzić 19-proc. zysku do fiskusa, ponieważ z prawnego punktu widzenia osiąga zysk kapitałowy, a nie świadczenie wynikające z ubezpieczenia (jak w wypadku struktury opakowanej w polisę inwestycyjną).

Jak wynika z informacji Open Finance, w Polsce najpopularniejszą formą opakowania produktu strukturyzowanego jest polisa inwestycyjna, co wynika właśnie z korzyści podatkowych dla klienta. Na dalszych miejscach uplasowały się lokata (łatwa dystrybucja w sieci oferującego banku) oraz fundusz z ochroną kapitału (zrozumiała konstrukcja, popularność funduszy inwestycyjnych w czasie hossy giełdowej).

<b>forma opakowania produktu strukturyzowanego</b>	<b>liczba produktów oferowanych na polskim rynku do 1 czerwca 2008 r.</b>
polisa inwestycyjna	119
lokata	86
fundusz z ochroną kapitału	55
obligacja	36
certyfiat depozytowy	18
certyfiat inwestycyjny	4

**Oferowane produkty strukturyzowane ze względu na formę**

źródło: Open Finance

## Instrumenty bazowe – na czym zarabiam?

Liczba dostępnych możliwości jest ograniczona jedynie wyobraźnią konstruktorów produktów strukturyzowanych, o czym pisaliśmy w pierwszej części raportu, przyglądając się najnowszym trendom. Jednak, aby przedstawić nasz młody rynek z szerszej perspektywy, przyjrzelśmy się wszystkim oferowanym do tej pory w Polsce produktom strukturyzowanym pod kątem instrumentów bazowych, czyli esencji, z której zysk czerpią inwestorzy.

Podobnie, jak w naszym przykładzie, polski inwestor zarabiał do tej pory najczęściej dzięki zmianom cen akcji zebranych według różnych kryteriów. Takie rozwiązanie oferuje bowiem największe możliwości ekspozycji na konkretne sektory gospodarki (banki, spółki surowcowe, producenci dóbr luksusowych, itp.) rynki określonych regionów geograficznych (rynki wschodzące BRIC, Azja czy dojrzała Europa, itd.). Najprostszą konstrukcją jest skorzystanie z gotowych indeksów jak nowojorski Dow Jones, S&P 500, japoński Nikkei, londyński FT-SE, czy żeby nie szukać daleko warszawski WIG20 (do tej pory o nasz indeks oparto ok. 30 produktów strukturyzowanych). Bardziej wyrafinowane strategie łączą kilka indeksów, aby poprzez dywersyfikację portfela ograniczyć ryzyko chybotliwej decyzji. Warto jednak podkreślić dużą różnorodność aktywów, na których zarabiają polskie produkty strukturyzowane – oprócz akcji mogliśmy czerpać zyski z wahań kursów walut, cen surowców, nieruchomości, obligacji czy funduszy inwestycyjnych.

rodzaj aktywów	liczba produktów
indeks giełdowy	93
koszyk akcji wybranych wg określonego kryterium	49
koszyk indeksów	46
hybrydy	45
waluty	34
surowce	27
fundusze inwestycyjne	9
Aktywa alternatywne	8
pozostałe	9

**Oferowane produkty strukturyzowane ze względu na rodzaj aktywów**

źródło: Open Finance

## Wypłata zysku – jak obliczyć zysk?

Mnogość instrumentów finansowych ukrywających się pod płaszczem produktów strukturyzowanych może przyprawić o zawrót głowy. Inwestor niekoniecznie chce wiedzieć z jakich opcji korzysta jego produkt, ale docieklivość może się opłacić, ponieważ to właśnie od tych instrumentów zależy, w jaki sposób obliczany jest końcowy zysk.

Najczęściej stosuje się proste opcje kupna (tzw. uncapped call). W wypadku naszej inwestycji będzie to opcja na indeks WIG20, który można nabyć na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, ale dla bardziej wyrafinowanych instrumentów (np. indeks spółek z sektora czystych energii) nie znajdziemy opcji nawet na zagranicznych parkietach i trzeba będzie znaleźć partnera, który zapłaci za trafną decyzję. Sprzedażą egzotycznych opcji zajmują się specjalne banki inwestycyjne biorące na siebie w zamian za cenę opcji (zwaną premią opcyjną) ryzyko wzrostu wartości instrumentu bazowego. Bank oferujący nasz przykładowy produkt strukturyzowany zwróciłby się do banku inwestycyjnego z chęcią nabycia czteroletniej europejskiej opcji kupna na WIG20. Cena wykonania tej opcji mogłaby zostać ustalona (między bankiem a bankiem inwestycyjnym) na poziomie indeksu z ostatniej sesji maja (powiedzmy 3000 pkt), co oznaczałoby, że za cztery lata nabywca opcji (nasz bank) może nabyć indeks po tej właśnie niższej cenie. Więc jeśli WIG20 osiągnie wówczas 3600 pkt. (wzrost o 20 proc.) bank wykonuje opcję i realizuje 600 pkt. zysku, czyli w dniu zapadalności produkt strukturyzowany przyniesie taką właśnie stopę zwrotu (w naszym produkcie partycypację we wzroście indeksu ustalono na 100 proc.). Nie mamy tutaj górnego limitu zysku (opcja typu uncapped), więc inwestor do końca nie wie, ile pieniędzy otrzyma. Jeśli za cztery lata WIG20 będzie niżej niż cena wykonania opcji (czyli poziom z końca maja br.) opcja kupna indeksu wygasa niewykonana, ponieważ bankowi nie opłaca się kupować instrumentu po wyższej cenie niż jest aktualnie dostępny na rynku. Przepada więc premia opcyjna, którą nasz bank zapłacił bankowi inwestycyjnemu za nabycie opcji, ale przypomnijmy, że inwestor nie traci powierzonego kapitału, ponieważ bank zabezpieczył się przed negatywnym scenariuszem kupując również obligację gwarantującą zwrot kwoty bazowej.

Drugą najpopularniejszą strategią jest zarabianie na różnicy pomiędzy dwoma instrumentami (tzw. outperformance). Przykładowo, nasz bank zamiast nabycia prostej opcji kupna opiewającej na WIG20, mógłby zastosować strategię outperformance, uzależniając zysk inwestora nie od bezwzględnej zmiany tego indeksu, ale od pokonania węgierskiej giełdy. Wówczas nawet spadek WIG20 o 20 proc. przełożyłby się na dodatni wynik produktu strukturyzowanego, jeśli okazałoby się, że węgierski indeks BUX stracił w tym samym czasie 25 proc. (o 5 proc. więcej niż warszawski indeks). Ta strategia wiąże się z innym rodzajem ryzyka niż czysta opcja call, bo przecież może się okazać za cztery lata, że WIG20 będzie o 40 proc. wyżej niż dzisiaj, a BUX zyska 41 proc., czyli pokona nasz indeks bazowy i pozbawi inwestora premii.

Na dalszych miejscach w naszym rankingu popularności znalazły się opcje cap, ustalające maksymalny poziom zysku inwestora – poprzeczka może być ustawiona na dowolnym poziomie, np. 40 proc. Wtedy jeśli nasz instrument bazowy wypadnie lepiej od założonego limitu (WIG20 wzrośnie o 45 proc.), inwestor otrzyma wyłącznie maksymalną kwotę określoną w umowie, czyli 140 proc. wartości zainwestowanego kapitału.

Kolejna strategia – typu range – polega na określeniu widełek dla instrumentu bazowego. Jeśli indeks pozostaje w przedziale plus minus 50 proc. w stosunku do początkowego poziomu, produkt oferuje 100 proc. wpłaconej składki plus 100 proc. absolutnej stopy zwrotu z indeksu. Jeśli więc WIG20 spadnie o 40 proc. inwestor dostanie 140 proc. Można też ustawić konstrukcję odwrotnie – inwestor zarobi, jeśli wartość indeksu zmieni się bardziej niż o ustalony w warunkach opcji przedział.

Nieco mniejszą popularnością cieszą się strategie typu knock out, profiled czy digital. Sporadycznie Polacy mogli do tej pory skorzystać z produktów strukturyzowanych opartych o strategię knock-in, himalaya, lookback, Napoleon, rainbow, ladder oraz worst-of-option, ale oczekujemy, iż wraz z rozwojem rynku i wzrostem świadomości klientów, będzie przybywać struktur, które na dzień dzisiejszy mogą być mało zrozumiałe i nieczytelne dla średniozaawansowanych inwestorów.

najpopularniejsze konstrukcje – wykorzystywane opcje	liczba produktów
wzrost pojedynczego instrumentu (opcje call typu uncapped)	175
różnica między dwoma instrumentami - np. rozjazd indeksów (spread option)	27
ograniczony zysk, opcja z górnym limitem (capped option)	22
określony zakres dopuszczalnych wahań instrumentu (strategia range)	18
profile inwestycyjne (strategia profiled)	16
knock out	15
digital (stała stopa zwrotu uzależniona od wyniku instrumentu bazowego)	10

**Oferowane produkty strukturyzowane ze względu na rodzaj konstrukcji**

źródło: Open Finance

## Dystrybucja – dokąd po strukturę?

Zdecydowana większość oferowanych w Polsce produktów strukturyzowanych trafiła do klientów detalicznych. Klienci bankowości prywatnej mogli do tej pory skorzystać z 68 produktów przeznaczonych tylko dla najzamożniejszych.

Bankierom nie brakuje pomysłów na ciekawe struktury, ale najczęściej są one dostępne wyłącznie w placówkach jednej instytucji. Jednak obserwujemy już pierwsze symptomy innowacyjnego podejścia w próbach dotarcia do inwestorów – niektóre instytucje postawiły na automatyzację procesu i sprzedaż przez Internet, inne natomiast łączą siły i stawiają na bezpośredni kontakt z klientem, któremu osobiście pomagają zrozumieć zawiły świat struktur.

produkty strukturyzowane wg klientów docelowych	liczba produktów
bankowość detaliczna	252
bankowość prywatna	68

**Oferowane produkty strukturyzowane ze względu na dystrybucję**

źródło: Open Finance

