

**Teresa H. Bednarczyk**

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

---

## ZAGROŻENIA WYNIKAJĄCE Z KRYZYSU FINANSOWEGO DLA POLSKIEGO RYNKU UBEZPIECZEŃ

---

**Streszczenie:** Konsekwencje obecnego kryzysu finansowego poniosły głównie banki inwestycyjne oraz grupy finansowe, które przyczyniły się też do jego powstania. Tradycyjne zakłady ubezpieczeń uniknęły, jak do tej pory, poważniejszych skutków kryzysu, jednakże funkcjonują pod jego wpływem w warunkach zwiększonej niepewności na globalnym rynku. W artykule podjęto próbę określenia najważniejszych zagrożeń, jakie wynikają z tzw. efektu zarażania kryzysem finansowym dla rynku ubezpieczeń.

Omówiono bezpośrednie zagrożenia dla stabilności sektora ubezpieczeń, wynikające z działalności inwestycyjnej ubezpieczycieli (inwestycje w toksyczne aktywa oraz w instrumenty rynku kapitałowego) oraz finansowej (udzielanie gwarancji finansowych). Omówiono też zagrożenia dla polskiego sektora ubezpieczeń o charakterze pośrednim, wynikające z załamania się rynku papierów wartościowych, globalnego spowolnienia gospodarki oraz powiązań kapitałowych z instytucjami prowadzącymi m.in. działalność bankową i inwestycyjną.

**Słowa kluczowe:** kryzys finansowy, rynek ubezpieczeń, zmienność kursów akcji, recesja gospodarcza.

### 1. Wstęp

Kryzys zaufania i płynności, który rozpoczął się w USA w połowie 2007 r., zdeorganizował funkcjonowanie globalnych rynków finansowych. Do najważniejszych negatywnych skutków kryzysu zalicza się m.in.: straty z tytułu inwestycji w instrumenty finansowe zabezpieczone hipotecznie i upadki wielkich instytucji finansowych, nacjonalizację niektórych instytucji finansowych, rosnącą zmienność rynków akcji, „ucieczkę” uczestników rynków finansowych do rynków postrzeganych jako bardziej bezpieczne czy ogromne zaangażowanie środków publicznych w celu stabilizowania sytuacji na rynku finansowym i w gospodarce [Jajuga 2009].

Sektor ubezpieczeń uniknął, jak dotąd, poważniejszych skutków kryzysu. Tradycyjne instytucje ubezpieczeniowe, z powodu specyfiki modelu biznesowego ubezpieczeń, wykazują względną odporność na wstrząsy systemu finansowego. Głównym obszarem ich działalności jest bowiem „kupowanie” ryzyka zdarzeń losowych,

a nie ryzyka kredytowego. Działalność instytucji ubezpieczeniowych jest w dużej mierze niezależna od działalności gospodarczej i w ten sposób jest eliminowany (lub ograniczany) sektorowy efekt zarażania i niebezpieczeństwo ryzyka systemowego [Monkiewicz 2009]. Jednak złożone grupy finansowe, prowadzące m.in. działalność ubezpieczeniową, poniosły poważne konsekwencje kryzysu, a nawet wniosły swój wkład w jego wywołanie [Liedtke 2009]. Kryzys finansowy wpływa na działalność ubezpieczycieli poprzez trzy główne mechanizmy: obniżenie wartości posiadanych aktywów, podniesienie poziomu zobowiązań poprzez wzrost szkodowości oferowanych produktów (zwłaszcza wszystkie produkty finansowe i niektóre produkty odpowiedzialności cywilnej, jak D&O lub E&O), pojawienie się luki płynności (casus AIG) wskutek generalnego spadku płynności na rynkach finansowych z powodu paniki [Monkiewicz 2008].

Kryzys finansowy uderzył przede wszystkim w kraje wysoko rozwinięte, gdzie udział sektora finansowego w tworzeniu PKB jest wysoki. Poziom rozwoju polskiej gospodarki i finansów różni się istotnie od poziomu krajów rozwiniętych. Ten swoisty „niedorozwój” zmniejsza zagrożenia dla polskiego rynku finansowego, wywołane eskalacją globalnego kryzysu finansowego, ale ich nie eliminuje. W artykule podjęto próbę określenia najważniejszych zagrożeń dla stabilności polskiego rynku ubezpieczeń, jakie wynikają z kryzysu finansowego, z podziałem na zagrożenia bezpośrednie i pośrednie.

## 2. Zagrożenia bezpośrednie

Dużym zagrożeniem dla kondycji ekonomiczno-finansowej zakładów ubezpieczeń okazała się ich ekspozycja na ryzyko kredytowe, związane z amerykańskimi obligacjami emitowanymi na bazie kredytów hipotecznych (CDO) oraz kredytowymi instrumentami pochodnymi (CDS). Instytucje ubezpieczeniowe nadmiernie zaangażowały się w innowacyjne transakcje inżynierii finansowej [Nawrot 2009]. Drastyczny spadek ich wartości przyczynił się do dużych strat z działalności inwestycyjnej. Ubezpieczyciele, którzy mieli dużą ekspozycję na te specyficzne instrumenty, ponieśli duże straty.

Na ogromny wzrost kosztów odszkodowań narazili się ci ubezpieczyciele, którzy ubezpieczali kredyty *subprime* lub udzielali gwarancji finansowych w procesie sekurytyzacji obligacji zabezpieczonych długami hipotecznymi. Szacuje się, że światowa branża ubezpieczeniowa straciła na ryzykownych operacjach finansowych ok. 80 mld dolarów, co stanowi 3,5% kapitałów sektora ubezpieczeń i ok. 0,5% zainwestowanych aktywów. Największe straty z tego tytułu poniosły takie grupy finansowe, jak: AIG, ING, AEGON, XL Capital i Fortis. Banki, zgodnie z wyceną MFW, poniosły znacznie większe straty niż ubezpieczyciele, szacowane na ok. 600 mld USD [*The Credit Crisis...*].

W Polsce, m.in. z powodu dobrze funkcjonującego nadzoru, braku banków inwestycyjnych, mniejszego niż w krajach zachodnich rozwoju rynku bankowego,

konserwatywnej polityki udzielania kredytów, praktycznie nie wystąpiły bezpośrednio przyczyny kryzysu finansowego [Gospodarowicz 2009]. Inwestycje krajowych instytucji finansowych w skomplikowane instrumenty finansowe (potocznie zwane „toksycznymi”) są wręcz symboliczne<sup>1</sup>. Ubezpieczyciele działający w Polsce nie ubezpieczali kredytów *subprime* udzielonych poza granicami, nie angażowali się także w gwarancje finansowe dla derywatów. W Polsce bardzo niewielki jest udział polis typu E&O i C&O w sprzedaży ubezpieczeń majątkowych.

### 3. Zagrożenia pośrednie

#### 3.1. Spadki na giełdach papierów wartościowych

Na pogorszenie kondycji sektora ubezpieczeń wpłynęły głębokie spadki cen akcji na światowych giełdach, które w pierwszej kolejności przyczyniły się do obniżenia wartości aktywów będących w portfelach inwestycyjnych ubezpieczycieli. W 2006 r. ubezpieczyciele na całym świecie zarządzali aktywami o wartości 18,5 bln USD, co stanowiło 11% globalnych aktywów finansowych. Wśród inwestorów instytucjonalnych ubezpieczyciele zajmowali 3 miejsce, po funduszach emerytalnych (21,6 bln USD) i funduszach powierniczych (19,3 bln USD) [*The Credit Crisis...*]. Zrealizowane i niezrealizowane straty księgowane na działalności inwestycyjnej ubezpieczycieli wpływają negatywnie nie tylko na wartość ich lokat, ale i na ich wyniki finansowe, wysokość kapitałów własnych oraz współczynniki wypłacalności. W USA wartość kapitałów własnych ubezpieczycieli spadła o ok. 10%, podczas gdy ich rentowność aż o 95%.

W Polsce kryzys finansowy rozpoczął się również od silnych spadków na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Względem historycznego maksimum z 6 lipca 2007 r. główne indeksy giełdowe straciły ponad 60%. Dla zakładów ubezpieczeń bezpośrednim efektem finansowym dekonjunkury na rynku akcji jest spadek wartości lokat w jednostki uczestnictwa i certyfikaty inwestycyjne, a także lokat w akcje – zarówno te notowane na rynku regularnym, jak i w akcje oraz udziały w jednostkach podporządkowanych. Spadek wartości tych kategorii lokat ma swoje odzwierciedlenie w zmniejszających się kapitałach własnych, głównie w kapitale z aktualizacji wyceny. Mniejsze przychody z lokat mają swoje odbicie w wynikach finansowych, a także w spadku wartości aktywów ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych i wartości lokat w grupie 3 działu I.

Na podstawie analizy danych zawartych w raportach KNF należałoby stwierdzić, że w 2008 r. ubezpieczyciele działający w Polsce posiadali dość bezpieczną strukturę lokat, charakteryzującą się względnie niskim udziałem akcji i względnie

---

<sup>1</sup> Według informacji KNF jedynie dwa polskie banki posiadały w swym portfelu inwestycyjnym toksyczne aktywa, ale ich wartość stanowiła absolutny margines, poniżej 1% rocznych zysków netto tych instytucji.

dużym udziałem lokat w depozyty bankowe i skarbowe papiery dłużne. Rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe pokrywane były w zdecydowanej większości aktywami wolnymi od ryzykownych inwestycji. Wartość aktywów stanowiących pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych w 2008 r. była o 9,27% wyższa niż przed rokiem. Wskaźniki pokrycia rezerw techniczno-ubezpieczeniowych oraz marginesu wypłacalności nie uległy pogorszeniu. Świadczy to o tym, że zakłady ubezpieczeń posiadają aktywa w wysokości zapewniającej pokrycie rezerw tworzonych na poczet bieżących i przyszłych zobowiązań oraz środki własne wystarczające na pokrycie zobowiązań przekraczających odszkodowania planowane [Raport o wypłacalności...].

Wartość aktywów netto ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych (UFK) maleje, począwszy od połowy 2007 r., mimo że liczba UFK stale rośnie. Wpływ na to miała przede wszystkim dekonunktura na rynku kapitałowym. Akcje notowane na giełdzie oraz jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych są głównym składnikiem portfeli UFK, a ich udział stale rósł do końca 2007 r. Spadł on nieznacznie dopiero w I półroczu 2008 r. na rzecz dłużnych papierów wartościowych. Świadczy to o tym, iż pod wpływem kryzysu finansowego klienci zakładów ubezpieczeń zaczęli ograniczać inwestycje w akcje i w fundusze o profilu akcyjnym na rzecz bardziej bezpiecznych funduszy obligacyjnych i funduszy pieniężnych. W ostatnim czasie klienci zakładów ubezpieczeń na życie wykazują większe zainteresowanie produktami o charakterze ochronno-inwestycyjnym z grupy 1, a zwłaszcza polisami lokacyjnymi i polisami strukturyzowanymi z ochroną kapitału. Potwierdzeniem tego może być struktura przychodów ubezpieczycieli działu I. Na koniec 2007 r. w strukturze składki przypisanej w dziale I dominowały jeszcze ubezpieczenia z grupy 3. Ich udział stanowił aż 47%, podczas gdy udział ubezpieczeń z grupy 1 był o prawie 10 punktów procentowych niższy i wynosił 38,6%. Na koniec 2008 r. sytuacja była całkiem odmienna. Udział ubezpieczeń z grupy 1 wzrósł do 70,8%, udział zaś grupy 3 spadł do 18,2% [Raport z analizy...].

Pewnym zagrożeniem dla stabilności finansowej ubezpieczycieli mogą się okazać polisy strukturyzowane z gwarancją ochrony kapitału, które cieszą się coraz większą popularnością wśród klientów. Ze względu na to, że ubezpieczyciele gwarantują klientom zwrot kapitału i określony poziom zysku, po ich stronie leży ryzyko niewypłacalności banków inwestycyjnych, z którymi współpracują przy emisji tego typu instrumentów (nabywają opcje lub obligacje strukturyzowane).

### 3.2. Globalne spowolnienie gospodarcze

Naturalną konsekwencją obecnego kryzysu finansowego staje się kryzys gospodarczy. Z kolei recesja w sferze realnej gospodarki utrwala kryzys finansowy. Procesy te wzajemnie na siebie oddziałują i wywierają dalszy negatywny wpływ na sytuację ekonomiczną ubezpieczycieli – zarówno na ich aktywa, jak i pasywa. Groźnym ele-

mentem obecnego kryzysu jest fakt, że wybuchł on w największej gospodarce świata, jaką są Stany Zjednoczone, które mają jednocześnie największe zadłużenie wewnętrzne i zewnętrzne [Kaczmarek 2009]. Gospodarka polska znajduje się w relatywnie lepszej kondycji niż wiele innych gospodarek. Względnie dobra kondycja i stabilność systemu finansowego oraz substytucja malejących inwestycji zagranicznych absorpcją środków strukturalnych UE sprawiły, że Polska uzyskała większą wiarygodność płatniczą niż np. Węgry, Łotwa, Litwa, Bułgaria, Rumunia czy Ukraina [*Polska nie traci...* 2009, s. B5]. Jednak za sprawą integracji gospodarczej następuje przenoszenie kryzysu światowego na naszą gospodarkę. Skutki te, jak na razie, nie są dramatyczne, ale nie należy ich lekceważyć. W czwartym kwartale 2008 r. wystąpiły m.in. takie zjawiska kryzysowe, jak: wzrost stopy bezrobocia, zahamowanie tempa wzrostu popytu wewnętrznego, zahamowanie tempa wzrostu inwestycji, spadek dynamiki eksportu, spadek dynamiki produkcji budowlano-montażowej, spadek produkcji przemysłowej, zahamowanie dynamiki wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, zmniejszenie rentowności przedsiębiorstw oraz wzrost odsetka przedsiębiorstw, które osiągnęły ujemne wyniki finansowe netto, ograniczenie akcji kredytowej banków dla sektora niefinansowego oraz ogromne straty przedsiębiorstw na opcjach walutowych<sup>2</sup>.

Wejście gospodarki w fazę recesji oddziałuje niekorzystnie na rozmiary i strukturę popytu na produkty ubezpieczeniowe, a tym samym będzie wpływać negatywnie na wyniki dochodowe i kondycję finansową ubezpieczycieli. Recesja gospodarcza może też ograniczyć popyt na produkty ubezpieczeń na życie zgłaszane przez gospodarstwa domowe, zwłaszcza te połączone z produktami inwestycyjnymi. Zagrożeniem wynikającym z globalnego spowolnienia gospodarczego może być pojawienie się zatorów płatniczych i wzrost bankructw. Euler Hermes przewiduje aż prawie 50-procentowy wzrost roszczeń wynikających z niewypłacalności podmiotów gospodarujących. W ciągu pierwszych trzech miesięcy 2009 r. sądy w Polsce ogłosiły 126 postanowień o upadłości polskich firm, co wobec I kwartału ubiegłego roku wskazuje na wzrost o blisko 25%. Na niewypłacalność wielu firm bezpośredni wpływ miały czynniki wynikające z kryzysu. W wielu sektorach drastyczny spadek liczby zamówień, spowodowany zmniejszonym popytem zewnętrznym oraz wewnętrznym, spowodował spadek poziomu sprzedaży, zmniejszenie produkcji i ograniczenie współpracy z kooperantami, a w rezultacie pogorszenie dyscypliny płatniczej w całym łańcuchu dostawców i odbiorców [*Upadłości firm...*]. Wzrost bankructw i upadłości może wywołać wzrost popytu na produkty zabezpieczające ryzyko kredytowe i płynność, a w konsekwencji wzrost roszczeń z tytułu ubezpieczeń kredytów kupieckich i innych wierzytelności handlowych [Lisowski 2009].

---

<sup>2</sup> Według szacunków KNF potencjalne straty z tym związane (według stanu na 13 lutego 2009 r.) sięgają 18 mld zł.

### 3.3. Powiązania konglomeratowe

Współczesna działalność ubezpieczeniowa prowadzona jest w dużej mierze w ramach międzynarodowych grup ubezpieczeniowych i złożonych konglomeratów finansowych. Wielu ubezpieczycieli działających w Polsce funkcjonuje w ramach powiązań kapitałowych o charakterze konglomeratowym [*Konsolidacja systemu...* 2008]. Potencjalnym pośrednim zagrożeniem dla nich mogą się okazać powiązania z bankami należącymi do tej samej grupy kapitałowej i prowadzącymi na szeroką skalę działalność na amerykańskim i europejskim rynku finansowym. Na ryzyko utraty reputacji narażone są m.in. takie grupy ubezpieczeniowo-bankowe, jak: Grupa AIG, Grupa BNP Paribas, Grupa Getin Holding, Grupa ING, Grupa KBC, Grupa Nordea, Grupa Allianz oraz Grupa Europa. Problemy płynności grupy kapitałowej mogą skutkować przymusowym udziałem w pokrywaniu problemów finansowych spółki matki lub spółek holdingowych. Preferencje w zakresie dywidend mogą zagrażać stabilności funkcjonowania spółek zależnych, wpływać na ich poziom kapitału i determinować ich potencjał rozwojowy.

## 4. Podsumowanie

Ze względu na specyfikę modelu biznesowego ubezpieczeń tradycyjni ubezpieczyciele nie są w takim stopniu narażeni na ryzyko kredytowe jak inne instytucje finansowe. Jednak od momentu wybuchu kryzysu finansowego wartość kapitałów własnych i rentowność ubezpieczycieli na całym świecie spada, a niezrealizowane straty inwestycyjne będą zmniejszać zyski w przyszłych okresach. Ubezpieczyciele działający w Polsce, jak do tej pory, nie odczuli większych skutków globalnego kryzysu finansowego. Sektor ubezpieczeniowy pozostaje wciąż silny i odporny na zawirowania na światowych rynkach finansowych, między innymi dlatego, że ubezpieczyciele prowadzą rozsądną politykę inwestycyjną i nie stosują lewarowania finansowego. Struktura lokat ubezpieczycieli krajowych istotnie różni się od struktury lokat ubezpieczycieli działających w krajach Europy Zachodniej. Jednak dekonstrukcja giełdowa wpływa na spadek wartości ich lokat. Nieznacznie zmniejszyła się wartość kapitałów własnych, głównie kapitału z aktualizacji wyceny. Ubezpieczyciele odnotowali mniejsze przychody z lokat oraz spadek wartości lokat w grupie 3 działu I, a także spadek wartości aktywów ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych.

Główne zagrożenia dla polskiego sektora ubezpieczeń będą wynikać ze zmienności cen akcji na giełdach papierów wartościowych oraz z globalnego spowolnienia gospodarki. Recesja gospodarcza krajów Unii Europejskiej, wahania wartości polskiego eksportu i tempa wzrostu gospodarczego skutkować będą dużym bezrobociem. Niesie to zagrożenie zmniejszania się popytu na niektóre produkty ubezpieczeń, zwłaszcza ubezpieczeń na życie z funduszami inwestycyjnymi. Z drugiej strony problemy płynnościowe przedsiębiorstw mogą zwiększać koszty ubezpieczycieli związane z rosnącymi odszkodowaniami z tytułu ubezpieczeń finansowych.

## Literatura

- Gospodarowicz A., *Kryzys finansowy w USA i Europie Zachodniej oraz jego oddziaływanie na sektor bankowy w Polsce*, [w:] *Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich*, red. J. Szambelańczyk, ZBP, Warszawa 2009.
- Jajuga K., *Pomiar stabilności i zarządzania ryzykiem systemu bankowego – lekcje z kryzysu*, [w:] *Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich*, red. J. Szambelańczyk, ZBP, Warszawa 2009.
- Kaczmarek T.T., *Globalna gospodarka i globalny kryzys*, Difin, Warszawa 2009.
- Konsolidacja systemu bankowego w Polsce i innych krajach europejskich*, red. J. Węclawski, Studia i Prace Naukowe PSFiB, „Zeszyty Naukowe” 2008, nr 2.
- Liedtke P.M., *The financial crisis – Preparing for the aftermath*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2009, nr 1.
- Lisowki J., *Wpływ kryzysu finansowego na rynek ubezpieczeń kredytu kupieckiego*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2009, nr 1.
- Monkiewicz J., *International regulatory agenda in insurance in a context of current financial crisis. Are we on the right track?*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2009, nr 2.
- Monkiewicz M., *Globalny kryzys finansowy – przyczyny, działania naprawcze, ochrona konsumentów*, „Rozprawy Ubezpieczeniowe” 2008, nr 5(2).
- Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Polska nie traci wiarygodności*, „Rzeczpospolita” 2009, nr 54.
- Raport o wypłacalności zakładów ubezpieczeń według stanu na dzień 31 grudnia 2008 r. ([www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl)).
- Raport z analizy półrocznych sprawozdań UFK zakładów ubezpieczeń na życie, [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl).
- The Credit Crisis and the Insurance Industry, 10 Frequently Asked Questions* ([www.genevaassociation.org](http://www.genevaassociation.org)).
- Upadłości firm w Polsce I-III 2009*, [www.egospodarka.pl](http://www.egospodarka.pl) (21.04. 2009).

## THREATS RESULTING FROM FINANCIAL CRISIS FOR POLISH INSURANCE MARKET

**Summary:** The consequences of financial crisis have affected mainly investment banks and financial conglomerates. Even though traditional insurers have avoided the most important crisis' effects, they still have to function at the global market which is characterized by growing uncertainty. This article contains the attempt of defining the main threats caused by contingency effect during the financial crisis, which can affect the insurance market.

This paper consists of two parts. The first one includes the characteristics of direct threats, which can be destructive for insurance market's stability. These threats are connected with insurers' investments (risk of subprimes) and their activity at the financial market (giving financial guarantees, vouching). The second part of the article contains indirect threats for Polish insurance market. These are caused by the capital market's meltdown, slowing down of the global economy and capital connections with institutions which have been leading banking and investing activity. There are synthetic proposals in the conclusion.