

ODDZIAŁYWANIE KRYZYSU SUB-PRIME NA DOCHODOWOŚĆ ZAKŁADÓW UBEZPIECZEŃ¹

Sylwester Kozak

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Streszczenie. Światowy kryzys systemu finansowego, wywołany załamaniem się rynku kredytów hipotecznych typu sub-prime doprowadził do niewypłacalności wielu renomowanych instytucji finansowych. Oddziaływanie kryzysu na wszystkie segmenty sektora finansowego ma zarówno bezpośredni, jak i pośredni charakter. Część ubezpieczycieli poniosła straty na swych bezpośrednich inwestycjach w papiery wartościowe ABSs. Inne z tytułu ubezpieczenia ryzyka niewypłacalności emisji obligacji zabezpieczanych płatnościami z kredytów sub-prime oraz wypłat odszkodowań z polis odpowiedzialności cywilnej instytucji finansowych i ich pracowników od błędów i uchybień popełnianych w trakcie procesu sekurytyzacji kredytów sub-prime. Kryzys rynku sub-prime również w pośredni sposób wpłynął na obniżenie dochodów sektora ubezpieczeniowego. Obniżenie cen aktywów na rynkach finansowych doprowadziło do redukcji wartości portfela inwestycyjnego i dochodów zakładów ubezpieczeń. Spowolnienie gospodarcze, niższy wydatki inwestycyjne oraz spadek zaufania społecznego do instytucji finansowych to przyczyny obniżenia się popytu na usługi ubezpieczeniowe i spadku dochodów tego sektora. Publikowane do chwili obecnej raporty agencji nadzorczych i firm konsultingowych wskazują, że straty sektora ubezpieczeniowego nie są wysokie i stanowią około 12% ogółu strat wszystkich instytucji finansowych. Ponadto zapewniają, że w Europie, w tym w Polsce nie stwierdza się zauważalnych bezpośrednich strat wynikających z kryzysu sub-prime.

Słowa kluczowe: kryzys finansowy, ubezpieczenia, dochodowość zakładów ubezpieczeń

¹Opinie wyrażone w niniejszym artykule są opiniami własnymi autora i nie stanowią oficjalnego stanowiska instytucji, w których jest zatrudniony. Autor pragnie podziękować Profesor Irenie Jędrzejczyk, SGGW oraz Andrzejowi Wojciechowskiemu i Sławomirowi Zajączkowskiemu, NBP za inspirację i krytyczne uwagi.

Adres do korespondencji – Corresponding author: Sylwester Kozak, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego, Wydział Nauk Ekonomicznych, Katedra Polityki Agrarnej i Marketingu, ul. Nowoursynowska 161, 02-787 Warszawa, tel. (022) 593 40 60, e-mail: sylwester_kozak@nbp.pl

WPROWADZENIE

Kryzys rynku kredytów hipotecznych typu sub-prime doprowadził do niewypłacalności wielu renomowanych instytucji finansowych. Począwszy od 2007 r. kolejne fundusze inwestycyjne, banki i zakłady ubezpieczeń informowały o powstaniu strat wynikających z zaangażowania na tym rynku. Skala tych strat w systemie finansowym doszła do niepotykanych do tej pory rozmiarów, osiągając poziom kilkuset miliardów dolarów². Rozmiary kryzysu a także istnienie wielu kanałów jego oddziaływania na dochody instytucji finansowych sprawiają, że problemy rynku kredytowego przenoszą się również do sektora ubezpieczeniowego. To negatywne oddziaływanie ma zarówno bezpośredni, jak i pośredni charakter. Jego rodzaj i skala uzależnione są od sposobu oraz wielkości zaangażowania zakładów ubezpieczeń w procesy sekurytyzacyjne. Część ubezpieczycieli dla zwiększenia swych dochodów finansowych zdecydowała się na bezpośrednie inwestycje portfelowe w wysoko dochodowe papiery wartościowe oparte na kredytach hipotecznych. Inne firmy ubezpieczeniowe uczestniczyły w tym procesie poprzez ubezpieczanie ryzyka finansowego związanego z niewypłacalnością emisji obligacji zabezpieczanych płatnościami z kredytów hipotecznych. Z kolei trzecia grupa zakładów ubezpieczeń sprzedawała polisy ubezpieczające ryzyka odpowiedzialności cywilnej instytucji finansowych i ich pracowników z tytułu błędów i strat popełnianych z trakcie procesu sekurytyzacji kredytów.

Kryzys rynku sub-prime również w pośredni sposób wpłynął na obniżenie się dochodowości sektora ubezpieczeniowego. Fakt ten wynika z wzajemnej zależności pomiędzy wszystkimi segmentami systemu finansowego. W pierwszej kolejności obniżenie cen aktywów na rynkach finansowych doprowadziło do zmniejszenia wartości portfela inwestycyjnego zakładów ubezpieczeń i straty na dochodach finansowych. Z kolei spowolnienie gospodarcze, wzrost bezrobocia, zmniejszenie się poziomu konsumpcji i inwestycji, w tym ograniczenie kredytowania zakupu domów i mieszkań wpływają na obniżenie popytu na usługi ubezpieczeniowe i w konsekwencji zmniejszenie dochodowości zakładów ubezpieczeń. Inną przyczyną ograniczenia popytu na usługi ubezpieczeniowe i zmniejszenie dochodów sektora ubezpieczeniowego może być spadek zaufania społecznego do instytucji finansowych.

Kryzys finansowy wywołany załamaniem się rynku kredytów sub-prime jest procesem dynamicznym, a wielkość notowanych strat stale rośnie. Sprawia to, że literatura poruszająca problematykę jego wpływu na działalność firm ubezpieczeniowych jest niezwykle rzadka. Dotychczasowe opracowania koncentrują się na skutkach kryzysu dla całego systemu finansowego [DBR 2003; Borio 2008; Criado and van Rixtel 2008; Kiff and Mills 2007] i tylko w nielicznych przypadkach analizują sytuację sektora ubezpieczeniowego [Plein 2008; Schich 2008]. Analizy wskazują, że wpływ kryzysu na sektor ubezpieczeniowy jest istotny, ale nie na tyle duży, aby zagrozić jego stabilności. Międzynarodowy Fundusz Walutowy ocenia, że straty sektora ubezpieczeniowego stanowią około 12% globalnych strat całego systemu finansowego, przy czym ich większość przypada

²17 lipca 2008 r. Bloomberg.com w artykule "Merrill Lynch Posts Fourth Straight Quarterly Loss" informował o stratach największych banków i instytucji finansowych z tytułu inwestycji w MBS na kwotę 435 mld USD: uzyskano z www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=atGti_UmcPnM&refer=home.

na rynek amerykański [CEA 2008]. Z kolei Europejski Komitet Nadzorców Ubezpieczeń i Emerytalnych Funduszy Pracowniczych CEIOPS oraz Europejskie Stowarzyszenie Firm Ubezpieczeniowych CEA stwierdzają, że wpływ kryzysu sub-prime na europejski sektor ubezpieczeniowy jest niewielki i możliwy do utrzymania przez te firmy pod kontrolą [CEA 2008; CEIOPS 2008].

Pierwsze analizy dotyczące krajów Europy Środkowej również mają optymistyczny charakter. Aktualna analiza funkcjonowania rynku czeskiego [Plein 2008] wskazuje, że zakłady ubezpieczeń nie inwestowały w papiery wartościowe rynku sub-prime i nie raportują o pojawieniu się u nich strat mających jakikolwiek związek z kryzysem sub-prime. Również w sektorze ubezpieczeniowym w Polsce nie stwierdza się istnienia bezpośredniego wpływu kryzysu sub-prime. Analizy stabilności systemu finansowego prowadzone przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy [2008], Komisję Nadzoru Finansowego [2008] i Narodowy Bank Polski [2008 i 2008a] nie stwierdzają istnienia w sektorze ubezpieczeniowym strat związanych z kryzysem sub-prime. Podkreślają natomiast, że ryzyko kredytowe w tym sektorze znajduje się na bardzo niskim poziomie, a wszystkie zakłady ubezpieczeń spełniają wymóg pokrycia rezerw techniczno-ubezpieczeniowych aktywami.

Celem niniejszego artykułu jest zaprezentowanie związków występujących pomiędzy instytucjami tworzącymi rynek kredytów sub-prime a zaangażowanymi na nim zakładami ubezpieczeń oraz oddziaływania kryzysu finansowego na dochodowość zakładów ubezpieczeń na przykładzie Stanów Zjednoczonych w latach 2007–2008. Artykuł jest próbą wypełnienia istniejącej luki w analizach sytuacji finansowej sektora ubezpieczeniowego w kontekście mającego miejsce globalnego kryzysu sub-prime. Pozostała część artykułu została zorganizowana w następujący sposób. Pierwszy rozdział prezentuje podstawowe zasady sekurytyzacji, uczestniczące w niej instytucje oraz zastosowane instrumenty finansowe. Drugi rozdział analizuje związki, jakie funkcjonują pomiędzy firmami ubezpieczeniowymi a rynkiem kredytów sub-prime oraz mechanizmy wpływu kryzysu na dochody zakładów ubezpieczeń. Całość analizy podsumowano we wnioskach.

SEKURYTYZACJA KREDYTÓW SUB-PRIME

Analiza wpływu kryzysu rynku kredytów sub-prime na sektor ubezpieczeniowy wymaga w pierwszej kolejności wyjaśnienia zasad prowadzenia sekurytyzacji tych kredytów oraz stosowanych dla jej realizacji specyficznych instrumentów inwestycyjnych, tzw. strukturyzowanych produktów finansowych nabywanych m.in. przez firmy ubezpieczeniowe.

Sekurytyzacja kredytów hipotecznych została zapoczątkowana w Stanach Zjednoczonych w pierwszej połowie lat 1980. i była stosowana dla refinansowania należności o niskim poziomie ryzyka kredytowego. W połowie lat 1990. dla zwiększenia dostępności zakupów przy użyciu kredytów hipotecznych systemem kredytowania objęto osoby o nieregularnych dochodach i nie posiadające odpowiedniej zdolności kredytowej oraz wymaganego wkładu własnego. Taki rodzaj kredytów określano terminem sub-prime. Popularność tych kredytów wzrosła gwałtownie na początku lat 2000. gdy stopy referencyjne Systemu Rezerwy Federalnej doszły do poziomu 2%, a nawet 1% w 2004 r.

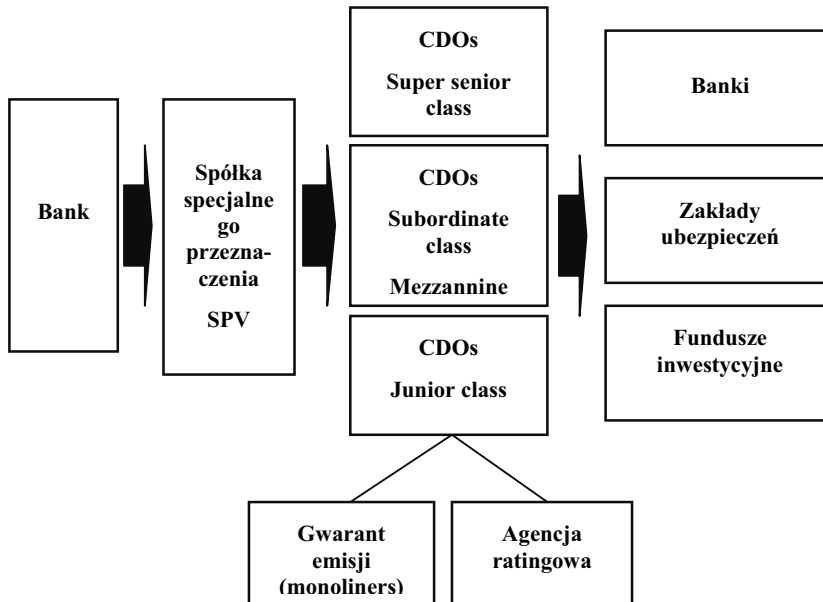
Zwiększone możliwości sekurytyzacji kredytów hipotecznych pojawiły się wraz z rozwojem wtórnego rynku obrotu instrumentami opartymi na tych kredytach. Dzięki zmianom regulującym system finansowania zakupu nieruchomości banki mogły sprzedawać niespłacone jeszcze kredyty podmiotom trzecim, wśród których największą grupę stanowiły instytucje pośrednictwa finansowego. Sekurytyzacja kredytów umożliwiała bankom na przetransferowanie ryzyka na wielu uczestników rynku, a także wprowadzała nowe standardy udzielania kredytów. Ponadto banki uzyskiwały dostęp do tańszych źródeł finansowania oraz dodatkową płynność finansową umożliwiającą im udzielanie nowych kredytów [Reksa 2005 i 2005a].

Najczęściej stosowana technika sekurytyzacji kredytów oparta jest na papierach ABSs (asset backed securities), będących dłużnymi papierami wartościowymi zabezpieczonymi przepływami finansowymi z kredytów. W pierwszym etapie banki przenosiły sekurytyzowane kredyty do specjalnie do tego celu tworzonej instytucji określanej jako SPV (special purpose vehicle), mającej status spółki lub funduszu inwestycyjnego. Właścicielem SPV był najczęściej bank inicjujący sekurytyzację własnych kredytów. Sekurytyzacji poddawano różnego rodzaju kredyty i należności charakteryzujące się okresowymi płatnościami, m.in. kredyty w karcie kredytowej, kredyty studenckie, kredyty samochodowe, raty leasingowe, składki ubezpieczeniowe, muzyczne tantiemy, a przede wszystkim kredyty hipoteczne dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Do SPV przekazywano ujednolicone aktywa pod względem rozkładu płatności i poziomu związanego z nimi ryzyka kredytowego [Jobst 2003].

W przypadku sekurytyzacji pakietu jednorodnych kredytów hipotecznych SPV emitowały dwa rodzaje papierów dłużnych: krótkoterminowe bony, MBCPs (mortgage backed commercial papers) oraz długoterminowe obligacje, MBSs (mortgage backed securities). Okres zapadalności bonów wynosił najczęściej 7 dni lub 2 tygodnie, natomiast obligacji od 2 do 5 lat. Wraz ze wzrostem skali kredytowania typu sub-prime silnemu zróżnicowaniu ulegała jakość tych kredytów. Z tego też względu banki dzieliły sekurytyzowany portfel kredytowy na kilka transz o różnym poziomie ryzyka kredytowego. Bazując na tak skategoryzowanych aktywach hipotecznych SPV emitowała dłużne papiery wartościowe, określane jako CDOs (collateralized debt obligations) (rys. 1).

Papiery CDOs różnicowano ze względu na poziom jakości związanych z nimi kredytów hipotecznych. Najbezpieczniejsze papiery, o ratingu AAA (super senior class) i ratingu AA (senior class), stanowiły od 70% do 80% całości emisji. Papiery CDOs o podwyższonym ryzyku, o ratingu A (subordinated class) i ratingu od BBB do BB (mezzanine class) tworzyły od 10% do 20% emisji, a najbardziej ryzykowne papiery nieposiadające ratingu (junior class) do 5% [Karnkowski 2006; Jobst 2003].

Inny mechanizm sekurytyzacji stosowano w przypadku, gdy banki pozostawiały w swoich bilansach kredyty hipoteczne a do SPV przenosiły wyłącznie związane z nimi ryzyko kredytowe. Transferu ryzyka dokonywano przy użyciu instrumentów pochodnych CDSs (credit default swaps), dzięki czemu bank za cenę stałych okresowych płatności sprzedawał ryzyko kredytowe wynikające z danej należności do drugiego podmiotu, który zobowiązywał się do spłacenia wierzytelności w przypadku niewypłacalności. Okres ochrony dostarczanej przez kontrakty CDSs wynosił najczęściej 5 lat. Taki sposób refinansowania określano jako sekurytyzację syntetyczną, a papiery dłużne emitowane przez tego typu SPV nosiły miano syntetycznych CDOs [Jobst 2007].



Rys. 1. Sekurytyzacja kredytów hipotecznych

Fig. 1. Securitisation of mortgages

Źródło: Opracowanie własne.

Source: Author's elaboration.

Nabywcami papierów CDOs, tzw. ostatecznymi inwestorami były banki inwestycyjne, banki komercyjne, zakłady ubezpieczeń, fundusze emerytalne i inwestycyjne. Z kolei gwarantami emisji były głównie zakłady ubezpieczeń specjalizujące się w ubezpieczaniu emisji obligacji municypalnych, tzw. monolinerzy.

Największą kategorię sekurytyzowanych aktywów stanowiły kredyty hipoteczne o zmiennej stopie procentowej, tzw. AMRs (adjustable-rate mortgages). Wraz ze wzrostem stóp procentowych i pogorszeniem się sytuacji ekonomicznej w Stanach Zjednoczonych spłata kredytów stała się dla wielu gospodarstw domowych niemożliwa. W takiej sytuacji spółki SPV pozbawione płatności kredytowych straciły płynność finansową i nie były w stanie regulować własnych zobowiązań wobec inwestorów z tytułu wyemitowanych papierów dłużnych CDOs. W efekcie wartość rynkowa papierów CDOs radykalnie się obniżyła, a w wielu wypadkach gwaranci ich emisji musieli przejąć wynikające z nich zobowiązania.

UDZIAŁ SEKTORA UBEZPIECZENIOWEGO W SEKURYTYZACJI KREDYTÓW SUB-PRIME I JEGO WPŁYW NA DOCHODOWOŚĆ ZAKŁADÓW UBEZPIECZEŃ

Straty, jakie kryzys finansowy generował w zakładach ubezpieczeń były transferowane poprzez bezpośrednie i pośrednie kanały transmisji.

Pierwszym bezpośrednim źródłem strat w dochodach firm ubezpieczeniowych okazały się ich inwestycje w papiery dłużne oparte na kredytach sub-prime. Niewypłacalność spółek SPV pociągała za sobą utratę wartości rynkowej krótkoterminowych bonów MBCPs, obligacji MBSs oraz papierów CDOs. W konsekwencji redukcji uległa wartość portfela inwestycyjnego firmy ubezpieczeniowej i jej dochody finansowe. Skoncentrowanie się na najbardziej bezpiecznych inwestycjach (super senior i senior class) uchroniło sektor ubezpieczeniowy przed wysokimi stratami z tego tytułu.

Kolejnym bezpośrednim kanałem oddziaływania kryzysu na dochody zakładów ubezpieczeniowych były ich inwestycje w fundusze hedgingowe specjalizujące się na rynku sub-prime. Ich działalność charakteryzowała się wysokim ryzykiem inwestycyjnym i wysokimi stopami zwrotu. Załamanie się rynku sub-prime skutkowało gwałtownym obniżeniem wartości portfela inwestycyjnego tych funduszy, co dla firm ubezpieczeniowych oznaczało redukcję wartości posiadanych jednostek uczestnictwa w tych funduszach oraz spadek wartości ich portfela inwestycyjnego i dochodów.

Następny bezpośredni mechanizm oddziaływania kryzysu na dochody zakładów ubezpieczeń stanowiły ubezpieczenia-gwarancje wypłacalności emisji papierów CDOs dokonywane przez monolinerów. Rynek ubezpieczeń emisji obligacji został zainicjowany w Stanach Zjednoczonych w 1971 r. W pierwszej fazie ubezpieczano wyłącznie wypłacalność obligacji municypalnych. Rozwój sekurytyzacji kredytów hipotecznych sprawił, że gwarancjami wypłacalności objęto również emisje papierów CDOs. W wyniku udzielenie gwarancji rating papierów dłużnych CDOs podnosił się do poziomu AAA. W Stanach Zjednoczonych największymi firmami ubezpieczającymi emisję papierów dłużnych są: MBIA, Ambac, FSA i FGIC, tworzące około 80% rynku tych ubezpieczeń [CEIOPS 2008].

Według agencji Standard & Poor's w styczniu 2008 r. ekspozycja na kontrakty ubezpieczające papiery CDOs w dziewięciu największych firmach³ wynosiła około 13,6 mld dolarów. Jednak możliwość wystąpienia znacznie większych strat wynika z analizy transakcji opublikowanych przez fundusze hedgingowe na początku 2008 r. Suma transakcji zawieranych przez firmę Ambac wynosiła 11,61 mld dolarów, a przez firmę MBIA 11,63 mld dolarów [Schich 2008]. Konieczność wypłaty wysokich odszkodowań z tytułu gwarancji wprowadza ryzyko obniżenia ratingu monolinera. Rating niższy niż AAA, w praktyce, uniemożliwia firmie oferowanie jakiegokolwiek ochrony ubezpieczeniowej oraz powoduje gwałtowny spadek jej dochodów. Wraz z obniżeniem ratingu ubezpieczyciela obniżeniu ulega też rating gwarantowanych obligacji.

Kolejnym kanałem bezpośredniego oddziaływania kryzysu rynku kredytowego sub-prime na dochody zakładów ubezpieczeń są wypłaty odszkodowań z tytułu polis ubezpieczeniowych:

- odpowiedzialności cywilnej instytucji finansowych z tytułu błędów i uchybień, tzw. polisy E&O (errors and omissions liability insurance),
- odpowiedzialności cywilnej kadry zarządzającej, tzw. polisy D&O (directors and officers liability insurance).

Odpowiedzialność zakładów ubezpieczeń obejmuje wszelkiego rodzaju spory pomiędzy kredytobiorcami i inwestorami przeciwko bankom komercyjnym udzielającym kre-

³Największe firmy to: ACA, AGC, Ambac, CIFG, FGIC, FSA, MBIA, Radian, XLCA.

dyty, bankom inwestycyjnym przygotowującym emisję ABSs, funduszm inwestycyjnym oferującym wysoko dochodowe jednostki uczestnictwa. Najczęstszą stroną sporów są kredytobiorcy, którzy twierdzą, że banki udzielały premii dla inspektorów kredytowych za sugerowanie klientom bardziej ryzykownej formy kredytu z większym oprocentowaniem i ukrytymi opłatami i prowizjami. Kolejna grupa spraw kierowanych przez kredytobiorców dotyczy banków inwestycyjnych oskarżanych o finansowanie banków komercyjnych uznawanych za nieprzestrzegających zasad ostrożnościowych i posądzanych o nieetyczne praktyki.

Według oszacowań firmy konsultingowej Advisen na koniec października 2008r. wielkość strat poniesionych przez firmy oferujące polisy odpowiedzialności typu E&O oceniana jest na około 3,7 mld dolarów. Największym zaangażowaniem charakteryzują się firmy: AIG (34% udziału w rynku), Lloyd's (10%), Chubb (9%) i ACE (6%) [Advisen 2008a]. Z kolei w obszarze ubezpieczeń odpowiedzialności typu D&O, raport firmy Advisen wskazuje na powstanie strat w firmach ubezpieczeniowych na kwotę 5,9 mld dolarów. Do liderów tego rynku należą: AIG (19%), Lloyd's (17%), XL (11%) i Chubb (10%) [Advisen 2008].

Pośrednie mechanizmy oddziaływania kryzysu do dochody instytucji ubezpieczeniowych obejmują m.in.:

- obniżenie cen rynkowych aktywów znajdujących się w portfelach inwestycyjnych,
- osłabienie reputacji w związku z niewypłacalnością innego podmiotu z tej samej grupy kapitałowej,
- wzrost ryzyka płynności w przypadku konieczności udzielenia pomocy innemu podmiotowi tej samej grupy kapitałowej,
- zmniejszenie popytu na usługi ubezpieczeniowe wskutek osłabienia gospodarczego i obniżenia siły nabywczej przedsiębiorstw i gospodarstw domowych,
- zmniejszenie popytu na usługi ubezpieczeniowe na skutek obniżenia się zaufania do instytucji finansowych, w tym ubezpieczeniowych.

Istotnym zagrożeniem dla dochodowości sektora ubezpieczeniowego jest obniżenie się poziomu cen aktywów na rynkach kapitałowych spowodowany kryzysem sub-prime. Niższa wycena papierów wartościowych poprzez giełdy powoduje, że ogólna wartość aktywów portfeli inwestycyjnych instytucji ubezpieczeniowych również ulega obniżeniu. W przypadku bardzo dużych redukcji cen może okazać się, że wartość aktywów będzie niższa od rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, co może zagrażać stabilności funkcjonowania firmy ubezpieczeniowej⁴.

System łączenia wielu produktów finansowych w ramach jednej grupy kapitałowej może doprowadzić do rozprzestrzenienia się kryzysu z jednego podmiotu na pozostałe jednostki w grupie. Utrata reputacji na skutek niewypłacalności, czy znacznego pogorszenia się sytuacji finansowej jednego z podmiotów grupy może dla zakładu ubezpieczeń być przyczyną obniżenia poziomu zaufania klientów oraz spadku dochodów i obniżenie jego ratingu.

⁴W przypadku Polski, art. 154 ust. 1 ustawy o działalności ubezpieczeniowej nakazuje posiadanie przez zakład ubezpieczeń aktywów spełniające warunki określone w ustawie w wysokości nie niższej niż wartość rezerw techniczno-ubezpieczeniowych w ujęciu brutto (Dz. U. Nr 124, poz. 1151. z dnia 16 lipca 2003 r.)

Skutkiem niższego ratingu mogą być m.in.:

- zwiększenie kosztów pozyskiwania funduszy obcych (np. wyższe oprocentowanie emitowanych papierów dłużnych),
- utrata dochodów ze względu na mniejsze możliwości ubezpieczenia ryzyka kredytowego w przypadku ubezpieczeń finansowych, ubezpieczeń emisji obligacji i udzielania gwarancji,
- pogorszenie pozycji na rynku lokalnym,
- obniżenie zaufania klientów i zmniejszenie wielkości zebranej składki.

Na dochody sektora ubezpieczeniowego pośredni wpływ może mieć spowolnienie gospodarcze wynikające z kryzysu finansowego. Obniżenie wielkości inwestycji wpływa na zmniejszenie popytu na usługi ubezpieczeniowe ze strony podmiotów gospodarczych i osób prywatnych. W pierwszej kolejności dotyczy to rynku kredytów hipotecznych, gdzie ograniczenie liczby udzielanych nowych kredytów zmniejszy ogólną wartość związanych z nimi polis ubezpieczeniowych. Innym obszarem narażonym na obniżenie aktywności są ubezpieczenia na życie. Pogorszenie się rynku pracy przyczyni się do obniżenia poziomu popytu na polisy na życie i dochodów tego segmentu sektora ubezpieczeniowego.

Również mniejsza liczba sprzedawanych domów i samochodów to istotna przyczyna redukcji dochodów w grupie ubezpieczeń majątkowych. Kolejnym potencjalnym obszarem obniżenia kwoty zebranych składek ubezpieczeniowych są ubezpieczenia finansowe, tj. ubezpieczenia kredytów, transakcji przy użyciu kart płatniczych. W tym wypadku straty firm ubezpieczeniowych mogą wynikać ze zmniejszenia aktywności finansowej podmiotów gospodarczych i gospodarstw domowych i zaciąganie mniejszej ilości kredytów oraz zmniejszenie wolumenu i kwoty dokonywanych transakcji płatniczych.

Spowolnienie gospodarcze i trudniejszy dostęp do środków finansujących inwestycje komunalne obniża zainteresowanie samorządów lokalnych emisją obligacji. Brak zaufania i duża niepewność na rynkach finansowych zwiększa ryzyko inwestycyjne, zmuszając emitentów do oferowania wysokiego oprocentowania obligacji. Jednak wzrost oprocentowania może dla wielu samorządów generować zbyt wysokie koszty pozyskania funduszy i stać się barierą zaporową dla podjęcia decyzji o emisji obligacji. W efekcie kryzys finansowy może doprowadzić do skurczenia się rynku ubezpieczeń finansowych i zmniejszenia dochodów z działalności ubezpieczeniowej. Ten drugi czynnik wynika ze zwiększenia się presji konkurencyjnej na kurczącym się rynku i obniżaniu składek dla utrzymania lub pozyskania nowych klientów.

PODSUMOWANIE

1. Światowy kryzys rynku kredytów hipotecznych typu sub-prime jaki został wywołany w Stanach Zjednoczonych ogarnął swym zasięgiem globalne rynki finansowe doprowadzając do znacznego pogorszenia sytuacji wielu renomowanych instytucji finansowych. Duża skala kryzysu oraz istnienie wielu mechanizmów jego wzajemnego oddziaływania pomiędzy uczestnikami systemu finansowego sprawiają, że problemy rynku kredytowego skutkują zmniejszeniem się dochodów firm sektora ubezpieczeniowego. To oddziaływanie ma zarówno bezpośredni, jak i pośredni charakter.

2. Najistotniejszymi bezpośrednimi mechanizmami oddziaływania kryzysu na dochody firm ubezpieczeniowych są ich inwestycje w papiery dłużne oparte o płatności z kredytów sub-prime. Utrata wartości rynkowej papierów CDOs doprowadziła do redukcji wartości portfela inwestycyjnego i dochodów zakładów ubezpieczeń. Dochody firm ubezpieczeniowych uległy obniżeniu również na skutek wypłat gwarancji wyemitowanych papierów CDOs oraz odszkodowań z polis odpowiedzialności cywilnej udzielonych instytucjom zaangażowanym w sekurytyzację kredytów.
3. W sposób pośredni kryzys finansowy obniżył dochodowość sektora ubezpieczeniowego poprzez ogólne obniżenie cen aktywów na rynkach finansowych i redukcję wartości portfela inwestycyjnego zakładów ubezpieczeń. Z kolei spowolnienie gospodarcze obniżyło poziom inwestycji obniżając popyt na usługi ubezpieczeniowe i dochody sektora ubezpieczeniowego.
4. Dotychczas publikowane raporty agencji nadzoru finansowego wskazują, że sektor ubezpieczeniowy poniósł istotne, ale nienaruszające jego stabilność straty. Ich wielkość szacuje się na około 12% ogółu strat wszystkich instytucji finansowych. Rynek ubezpieczeniowy w Europie uznawany jest za jeden z mniej obciążonych kosztami kryzysu finansowego. Instytucje nadzorcze w Polsce nie stwierdzają istnienia zauważalnego wpływu kryzysu na dochodowość firm ubezpieczeniowych.

PIŚMIENNICTWO

- Advisen, 2008. The subprime mortgage meltdown, the global credit crisis and the D&O Market, Advisen Ltd. New York, USA, 4 November 2008, uzyskano ze strony internetowej: www.advisen.com
- Advisen, 2008. The crisis in the subprime mortgage market and the global credit markets: The impact on E&O insurers. Advisen Ltd., New York, USA, 6 November 2008, uzyskano ze strony internetowej: www.advisen.com
- Borio C., 2008. The financial turmoil of 2007–?: A preliminary assessment and some policy considerations, BIS Working Papers No. 251. March.
- British Bankers' Association, 2004. Credit Derivatives Report – 2003/04. British Bankers' Association, September 2004.
- British Bankers' Association, 2006. Credit Derivatives Report – 2006. British Bankers' Association, September 2006.
- CEA, 2008. European Insurance in Figures: Key Data 2007. CEA Statistics No. 34, July.
- CEIOPS, 2008. Spring 2008 Report on financial conditions and financial stability in the European Insurance and Occupational pension fund sectors 2007–2008. Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors, CEIOPS Financial Stability Committee, CEIOPS-FS-10/08, May.
- Criado S., A. van Rixtel, 2008. Structured finance and the financial turmoil of 2007–2008: An introductory overview. Banco de Espana, Occasional Papers No. 0808/2008.
- Deutsche Bank Research, 2003. Credit derivatives: Implications for credit markets. Deutsche Bank Research, 10 July 2003.
- Jobst A. A., 2007. A primer on structured finance. *Journal of Derivatives and Hedge Funds*, vol. 13, no. 3, pp. 199 – 213.
- Jobst A. A., 2003. Collateralized Loan Obligations (CLOs): A Primer. *The Securitization Conduit* Nos. 1–4.

- Karnkowski P., 2006. Sekurytyzacja aktywów bankowych. Zeszyty BRE Bank – CASE, nr 82/2006, Seminarium BRE-CASE, Warszawa, 26 stycznia 2006 r.
- Kiff J., P. Mills, 2007. Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets. IMF Working Paper, WP/07/188.
- Komisja Nadzoru Finansowego, 2008. Raport o wypłacalności zakładów ubezpieczeń według stanu na dzień 30 czerwca 2008 r. Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- MFW, 2008. Podsumowanie obrad Rady Dyrektorów Wykonawczych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (zakończenie konsultacji z Polską w ramach Artykułu IV). Międzynarodowy Fundusz Walutowy, 16 kwietnia 2008 r.
- Narodowy Bank Polski, 2008. Przegląd stabilności systemu finansowego – Październik 2008 r. Narodowy Bank Polski, Warszawa, październik.
- Narodowy Bank Polski, 2008. Raport o stabilności systemu finansowego czerwiec 2008 r. Narodowy Bank Polski, Warszawa, czerwiec.
- Plein Ch., 2008. Subprime crisis – impacts on the Czech insurance market. European Banking & Financial Forum, Czech National Bank, Prague, 1–3 April 2008.
- Reksa Ł., 2005. Ekonomiczne aspekty sekurytyzacji wiarytelności hipotecznych: Część I. Bank i Kredyt, nr 3/2005, marzec, str. 57–66.
- Reksa Ł., 2005. Ekonomiczne aspekty sekurytyzacji wiarytelności hipotecznych: Część II. Bank i Kredyt, nr 4/2005, marzec, str. 56–63.
- Schich S., 2008. Challenges related to financial guarantee insurance. OECD, Financial Market Trends.

IMPACT OF THE SUB-PRIME CRISIS ON PROFITABILITY OF INSURANCE COMPANIES

Abstract. Global financial crisis caused by the fall of the sub-prime mortgage market led to insolvency of many reputable financial institutions. The impact of crisis was of a direct and indirect nature. Some insurance firms experienced losses due to direct investments into ABSs and hedge funds. The second group of insurers gained losses as a result of guaranteeing the solvency of bonds backed by mortgages. The next insurance companies experienced losses due to liability insurance policies offering protection against errors and omissions made during securitization.

Sub-prime crisis indirectly influenced profits of the insurance sector. Assets price reduction on the financial markets caused decline of the value of the insurance companies' investment portfolios and decline of profits from financial operations. Current economic slowdown, lower consumer spending and investments and fall of social trust into the financial institutions are reasons for decline of demand for insurance services and decline of the insurance sector profits. Recent reports published by supervisory agencies and consulting companies state that losses of the insurance sector are not high and amount to around 12% of losses of the whole financial sector. Additionally they ensure that in Europe, and in Poland there are not noticeable direct losses coming from the sub-prime crisis.

Key words: Financial crisis, insurance, profitability of insurance companies

Zaakceptowano do druku – Accepted for print: 22.12.2008