

Niskie stopy procentowe a ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym na rynku niemieckim

*Patrick Matussek**

Utrzymujące się przez długi czas niskie stopy procentowe doprowadziły do sytuacji, w której niektóre oferowane produkty inwestycyjne stały się w dużej mierze, w obecnym kształcie, nieopłacalne (lub mniej opłacalne), jak jeszcze przed kilkoma laty. Przykładem takiego produktu lokowania kapitału oraz inwestycji mogą być ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym na rynku niemieckim. Gwarancja ochrony kapitału z jednej strony, a gwarantowana stopa zwrotu z drugiej strony, doprowadziły do sytuacji, w której taki produkt dla ubezpieczycieli staje się problematyczny. Całe ryzyko inwestycji leży po stronie ubezpieczyciela, w związku z czym zmiana aktualnego portfolio w bardziej ryzykowne, ale również z wyższą stopą zwrotu, jest w niektórych przypadkach niewskazana, szczególnie że większość klientów ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym preferuje gwarancje kapitału od większej stopy zwrotu. Solvency II, która obowiązuje od początku 2016 roku, ma na celu określenie pewnego rodzaju wytycznych i norm dla ubezpieczycieli, żeby inwestycje w aktywa mieściły się w obliczalnych ramach. W obecnej sytuacji trudno jest określić wpływ na rynek ubezpieczeniowy, natomiast można stwierdzić, że zarówno klienci, jak i ubezpieczyciele w obecnych czasach powinni rozważyć alternatywne możliwości lokowania kapitału lub zgodzić się na zwiększenie ryzyka podczas inwestycji.

Słowa kluczowe: stopy procentowe, ubezpieczenie na życie, Solvency II.

Nadesłany: 30.06.17 | Zaakceptowany do druku: 19.08.17

Low interest rates and life insurance with equity insurance fund on German market

Low interest rates have led to a situation in which some investment products have become largely unprofitable (or less profitable) than they were a few years ago. An example of such an investment product is life insurance from an insurance fund on the German market. The guarantee of capital protection on the one hand and the guaranteed rate of return on the other hand, have led to the situation where such a product for insurers becomes problematic. The entire risk of the investment lies with the insurer, and therefore changing the current portfolio to riskier but also higher returns is in some cases inadvisable. In particular, most life insurance clients with an insurance capital fund prefer capital guarantees with higher return rates. Solvency II, which has been in operation since the beginning of 2016, seeks to define certain types of guidelines and standards for insurers so that asset investments

* Adres do korespondencji: ul. Grzybowska 103, 05-520 Konstancin-Jeziorna, e-mail: patrick.matussek@op.pl.

“stick” in the computable framework. In the current situation, it is difficult to determine the impact on the insurance market, but it can be argued that both current clients and insurers should consider alternatives to investment in capital or agree to increase the risk in the investment.

Keywords: interest rates, life insurance, Solvency II.

Submitted: 30.06.17 | Accepted: 19.08.17

JEL : G22, G21, E21, E22

1. Wstęp

Światowy kryzys gospodarczy, który miał swoje początki na przełomie 2007/2008 roku, doprowadził w wielu krajach świata do recesji. Poszczególne państwa, tak jak Stany Zjednoczone, ale również grupy państw, jak Unia Europejska, poczyniły szereg działań, aby przeciwdziałać negatywnym skutkom kryzysu oraz ograniczyć jego wymiar. Wśród tych działań można wymienić z jednej strony wzmoczone inwestycje państwowe, z drugiej zaś – obniżenie stóp procentowych (Jin i Illing, 2015) przez Europejski Bank Centralny (Deutsche Bundesbank, 2017). Niskie stopy procentowe miały za zadanie pobudzenie gospodarcze oraz łatwiejszy dostęp do kredytów (zarówno dla podmiotów gospodarczych, jak i dla osób prywatnych).

Nie pomniejszając wpływu oraz atutów niskich stóp procentowych (na niektóre strefy czy kraje), należy również zwrócić uwagę na negatywne skutki niskich stóp procentowych, które występują w dłuższym okresie. Mogą one doprowadzić do zapoczątkowania kolejnej sytuacji kryzysowej na wielu rynkach. Literatura przedmiotu oraz badania wskazują w tej kwestii różne możliwe rozwiązania. Niskie stopy procentowe (przez dłuższy okres) prowadzą do sytuacji, gdzie niektóre, dotychczas opłacalne inwestycje, tracą swoją ekonomiczną powinność. Ponadto aby utrzymać dotychczasowe zyski oraz stopy zwrotu z kapitału, inwestorzy mogą z biegiem czasu chcieć zmieniać swoje portfolio inwestycji na portfolio obciążone większym ryzykiem.

Sytuacja, w której inwestorzy rozpoczynają inwestycje w bardziej ryzykowne i złożone produkty finansowe, może jednak w dłuższej perspektywie doprowadzić do ponownego kryzysu na rynkach finansowych. Badacze mówią w tym kontekście o „pułapce niskich stóp procentowych”

(*interest rate trap* – Jin, Illing, 2015). Banki centralne w obecnej sytuacji nie będą mogły w wielu państwach bardziej obniżyć poziomu stóp procentowych, aby podjąć próby pobudzenia gospodarki w czasie kryzysu. Zbyt szybkie oraz nagłe podniesienie stóp procentowych mogłoby z kolei skutkować paniką na rynkach finansowych, na przykład sprzedażą niektórych produktów finansowych, albo przyczynić się do spowolnienia gospodarczego (Jin i Illing, 2015).

Kolejnym argumentem przemawiającym za złożonością ryzyk wynikających z niskich stóp procentowych (w naszym przypadku na rynku niemieckim) jest struktura lokowania kapitału w Niemczech. Jest ona odmienna niż w Polsce, co jest w głównej mierze związane z wyższą wartością aktywów finansowych Niemiec (w porównaniu do Polski). To z kolei wiąże się (z czego wynika wyższa wartości aktywów finansowych) – z gospodarką wolnorynkową oraz ustrojem politycznym¹. W 2014 roku, między innymi w Niemczech, prawie 70% oszczędności było ulokowanych w akcjach, papierach udziałowych czy rezerwach ubezpieczeniowych (Korzeniowska, 2015). Taki znaczący udział wartości aktywów finansowych, w produktach finansowych, które są zależne między innymi od poziomu stóp procentowych, obrazuje znaczenie poziomu stóp procentowych dla osób lokujących kapitał w takie produkty.

Celem niniejszej pracy będzie określenie wpływu niskich stóp procentowych na ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym na przykładzie rynku niemieckiego. Przedstawione zostaną zależności między wysokością stóp procentowych a ich wpływem na produkt, jakim jest ubezpieczenie na życie. Jednocześnie zostanie dokonany przegląd literatury, obrazujący zmiany popularności produktu ubezpieczenia na życie zarówno dla inwestorów, jak i dla zakładów ubezpieczenio-

wych na tle przeobrażającej się rzeczywistości gospodarczej.

2. Popularność ubezpieczeń na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym

Ubezpieczenia na życie, czyli w języku niemieckim „Lebensversicherungen” cieszą się znaczącą popularnością na rynku niemieckim. Ta forma oszczędzania, ale przede wszystkim ta forma zabezpieczenia, jest szeroko rozpowszechniona. Ubezpieczenia na życie są w Niemczech drugim pod względem popularności wyborem zabezpieczenia czy też lokowania kapitału. W badaniach przeprowadzonych w 2012 roku, aż 18% ankietowanych zadeklarowało posiadanie ubezpieczenia na życie. W tej kwestii tylko konta oszczędnościowe w bankach cieszyły się większą popularnością (Sauter, Walliser i Winter, 2015).

Powyżej opisana sytuacja, szeroko rozumianej popularności takiej formy oszczędzania, ale również lokowania kapitału, jest związana z udogodnieniami, które były oferowane podczas podpisywania takich umów (Sauter, 2014). Osoby zawierające umowę na ubezpieczenie na życie nie płaciły podatku z generowanych zysków. Takie udogodnienia były związane wprawdzie z pewnymi wymogami, nie były one bardzo restrykcyjne, względnie problematyczne do wypełnienia. Jednym z takich wymogów, aby nie płacić podatku od generowanych zysków, był warunek podpisania umowy i utrzymania polisy przez co najmniej 12 lat. Ponadto polisa ubezpieczeniowa była produktem, który w nieskomplikowany sposób pozwalał na dziedziczenie lub przepisanie polisy na inną osobę. Dodatkowo ważny był fakt, iż większość podpisanych polis posiadała w swoich zapisach aneks o gwarancji zachowania kapitału, a więc całe ryzyko związane z inwestycją stało po stronie ubezpieczyciela. Tego typu regulacje zostały częściowo zmienione z początkiem 2000 i 2005 roku (Sauter, Walliser i Winter, 2015). Niemniej jednak (stosunkowo) wysokie stopy procentowe doprowadziły do sytuacji, w której wiele osób – w szczególności rodziny z dziećmi – decydowały się na taką formę oszczędzania. Tłumaczy to w pewnym stopniu fakt, że właśnie w Niemczech „Lebensversicherungen” cieszyły się taką popularnością (Sauter, Walliser i Winter, 2015). Kolejnym argumentem prze-

mawiającym za ubezpieczeniami na życie (w odróżnieniu do pozostałych ubezpieczeń) jest wymóg partycypacji ubezpieczonych w wynikach samego ubezpieczyciela (Paetzmann, 2011). Taka forma ubezpieczenia gwarantuje pewną, określoną podczas podpisywania umowy, minimalną stopę zwrotu kapitału. Jest to mechanizm, który przynosi korzyści dla samego ubezpieczonego. Bez takiej gwarancji ta forma lokowania kapitału lub oszczędzania nie cieszyłaby się aż taką popularnością. Takie minimum, wypłacane przez ubezpieczycieli (Paetzmann, 2011) zgodnie z umową, miało zostać wypłacane niezależnie od aktualnych stóp procentowych. Regulacje w Niemczech ustawowo określają dokładny udział ubezpieczonego w wypracowanych zyskach z inwestycji ubezpieczyciela; jest to tzw. Mindestzuführungsverordnung (Burkhardt, Reuß i Zwiesler, 2015). Określa ona, iż (między innymi) udział w nadwyżce musi wynosić co najmniej sumę następujących składowych: po pierwsze, maksymalnie 90% wyniku z inwestycji oraz ze stopy procentowej (określonej na początku umowy), po drugie 75% wyniku związanego z ryzykiem, oraz po trzecie sumę kosztów innych wyników. Jeżeli (2) lub (3) generują wynik ujemny, do obliczenia przyjmuje się wynik równy zero „0” (Eling i Kiesenbauer, 2012). W praktyce ubezpieczyciele, którzy wypłacają nadwyżki wyższe, niż ustawowo wymagane, mogą również liczyć na większy dopływ klientów. Jednak zbyt „otwarte” dzielenie się wynikami może doprowadzić do odwrotnego od zamierzonego celu. Można zauważyć, że istnieje rozbieżność pomiędzy zapisami w ustawach i stanem faktycznym, praktykowanym przez ubezpieczycieli, w celu dotarcia do większej liczby klientów (Graf, Kling i Ruß, 2011). W przypadku odwrócenia tendencji wzrostu klientów może to dla ubezpieczyciela oznaczać kłopoty finansowe oraz niewypłacalność.

Stopy procentowe są w przypadku ubezpieczeń na życie (w naszym przypadku na rynku niemieckim) istotnym elementem, z uwagi na portfolio, które jest tworzone z różnego rodzaju obligacji, długów, akcji i nieruchomości. Przykładowe proporcje mogą się kształtować w sposób przedstawiony w tabeli 1.

W zestawieniu widoczne jest, że większa część portfolio uzależniona jest od poziomu wysokości stóp procentowych. To gwarantuje uzyskanie określonego poziomu zysku

dla klientów (najczęściej indywidualnych); jest również ryzykiem dla ubezpieczyciela (Berdin i Gründl, 2015).

Tabela 1. Przykładowa struktura aktywów ubezpieczycieli

Aktywa w portfolio	Udział w %
Dług publiczny	34,4
Listy zastawne	34,0
Obligacje instytucji kredytowych	13,4
Obligacje przedsiębiorstw	9,2
Akcje	5,3
Nieruchomości	3,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Berdin, E. i Gründl, H. (2015). *The Effects of a Low Interest Rate Environment on Life Insurers. The Geneva Papers On Risk And Insurance – Issues And Practice*, 40(3), 385–415.

Wypłacając minimum, określone w umowie, firmy ubezpieczeniowe skazane są, w dobie niskich lub ujemnych stóp procentowych, na stratę. Każda umowa podpisana we wcześniejszym okresie będzie generowała straty z uwagi na tak zwane minimum, które ubezpieczyciel musi wypłacić ubezpieczonemu. Należy zaznaczyć, iż ubezpieczyciele w początkowej fazie dużej popularności ubezpieczeń na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym, inwestowali w aktywa z długim okresem zapadalności, jak przykładowo w obligacje (Gatzert i Martin, 2012). W praktyce różni się obligacje przedsiębiorstw oraz obligacje państwowe, które cechowały się pewnym zyskiem oraz względnie małym ryzykiem inwestycyjnym (Eckert, Gatzert i Martin, 2016). Zjawisko to może wzrosnąć ze względu na „brak odpowiednich produktów” na rynku. Poprzez „brak odpowiednich produktów” na rynku rozumiemy listy dłużne czy obligacje, które generowałyby dochody na poziomie pozwalającym na zaspokojenie umownie zagwarantowanego „minimum”. Prowadzi to do pewnego rodzaju dylematu dla ubezpieczycieli, który może mieć negatywne konsekwencje nie tylko dla ubezpieczyciela czy ubezpieczonego, ale również dla całej branży oraz całej gospodarki (z uwagi na liczne powiązania branży ubezpieczeniowej oraz

różnego rodzaju inwestycje czynione na rynkach krajowych oraz zagranicznych, tzw. krajach na jednym z rynków mógłby doprowadzić do pewnego rodzaju efektu domina, jak podczas kryzysu finansowego kredytów supprime). Powyżej opisane atuty ubezpieczeń na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym w niektórych sytuacjach nie wystarczają, aby sam ubezpieczony mógł rozwiązać swoją polisę lub odsprzedać swoją polisę ubezpieczeniową. Z przeprowadzonych badań wynika, iż nawet połowa polis jest rozwiązywana przed właściwym końcem umowy (Eling i Kochanski, 2013). Takie zjawisko można wytłumaczyć nagłym zapotrzebowaniem środków finansowych przez ubezpieczeniowego. Warto jednak podkreślić, iż jest to rozwiązanie w wielu przypadkach nieopłacalne (pod względem finansowym) (Nolte i Schneider, 2017). Ubezpieczony traci przez odsprzedaż swojej polisy dotychczas wypracowane zyski, poza tym dodatkowe opłaty administracyjne (lub kary za przedterminowe rozwiązanie umowy) pomniejszają wypłacaną sumę. W pojedynczych przypadkach z pewnością likwidacja polisy jest uzasadniona, a w jednostkowych sytuacjach wskazana, natomiast ten „trend” w kierunku przedterminowego rozwiązywania umów może okazać się poważnym zagrożeniem dla ubezpieczycieli.

Powiązania oraz struktury portfolio danego ubezpieczyciela nie ograniczają się do jednego kraju/ryнку. Niewypłacalność ubezpieczyciela jest ryzykiem, które nie zostaje w pełni „przerzucane” na ubezpieczonego. Należy podkreślić, że badacze oraz osoby odpowiedzialne za obliczanie ryzyka danego portfolio ubezpieczeń na życie, w swoich obliczeniach (w wielu przypadkach) nie brali pod uwagę dwóch czynników, które mają istotny wpływ na kształtowanie się ryzyka oraz na opłacalność polisy ubezpieczeniowej w długiej perspektywie czasu. Jednym z nich jest współczynnik śmiertelności, który utrzymuje się na względnie stabilnym poziomie. Z uwagi na starzejące się społeczeństwo, również ten czynnik może w przyszłości okazać się wyzwaniem dla ubezpieczycieli i powinien już teraz zostać w pełni uwzględniany podczas odpowiednich obliczeń (Gatzert, Wesker, 2012). Z drugiej strony – jest to współczynnik poziomu stóp procentowych. Szczególnie ten drugi aspekt ma w naszej analizie duże znaczenie (Christiansen,

2008). Ubezpieczyciel, zgodnie ze statusem, jest zobowiązany do utrzymywania rezerw oraz premii na pokrycie przyszłych zobowiązań, z racji podpisanych umów ubezpieczeniowych. Dokładne określenie ich wysokości staje się w perspektywie czasu dość problematyczne, ze względu na trudność określenia przyszłego poziomu stóp procentowych (Christiansen, 2008). Cały proces określania rezerw staje się dla ubezpieczycieli tym bardziej złożony, im częściej zmienia się poziom stóp procentowych w ostatnich latach. Prowadzi to do sytuacji, w której na rynku ubezpieczeń (w omawianym przypadku) mamy do czynienia z ryzykiem stóp procentowych. Warto jednak zaznaczyć, że wielu ekspertów nie podziela zdania, iż współczynnik śmiertelności (czy też inwalidztwa) jest mniej istotny w długiej perspektywie niż poziom stóp procentowych (Christiansen, 2008).

W omawianym przykładzie stóp procentowych i ich wpływie na ubezpieczenia na życie – „Lebensversicherungen” w Niemczech, mamy jednak do czynienia z sytuacją, która w ostatnich latach stała się skomplikowana, nie tylko przez kryzysy finansowe (z 2001 oraz 2008 roku), ale również poprzez stworzenie strefy euro. Przed wstąpieniem Niemiec do strefy euro za politykę stóp procentowych odpowiedzialny był Bundesbank (odpowiednik Narodowego Banku Polskiego) w Niemczech. Od 1999 roku Europejski Bank Centralny (EBC) przejął obowiązki Banku Centralnego (również dla pozostałych krajów w strefie euro). Z uwagi na swą stabilność stóp procentowych, a w szczególności inflacji EBC, został on stworzony na wzór Bundesbanku. Jego struktury zostały przyjęte w nadziei na odwzorowanie „sprawdzonych” rozwiązań w szerszym kręgu gospodarczym. W pierwszych pięciu latach w nowym obszarze gospodarczym wzrost gospodarczy oscylował na poziomie 2,1%, natomiast wzrost gospodarczy samych Niemiec na poziomie 1,2%. Jeżeli powyższe wyniki zostaną porównane ze stopą inflacji, wówczas ponownie mamy do czynienia z dysproporcjami. Poziom inflacji strefy euro oscylował na poziomie 2,0%, a w Niemczech na poziomie 1,3%. Ten przykład pozwala na wyciągnięcie wniosku, iż polityka gospodarcza EBC była nieadekwatna do potrzeb ekonomicznych samych Niemiec. W całej strefie euro poziom stóp procentowych (niewysoki wzrost gospodarczy) był utrzymywany na względnie niskim

poziomie, w Niemczech natomiast realny poziom stóp procentowych był wyższy, z związku z czym nie był dostosowany do aktualnych realiów gospodarczych (Hayo i Hofmann, 2006).

Od 2008 roku została więc wprowadzona w Niemczech tzw. Mindestzuführungsordnung. Miała ona na celu ograniczenie ryzyka poniesienia straty dla samego ubezpieczonego z inwestycji poczynionych przez ubezpieczyciela. Ubezpieczyciel od tej pory nie miał prawa w całości „prze-rzucić” wnikliwych strat na ubezpieczonego (Paetzmann, 2011).

Nawiązując ponownie do niskich stóp procentowych, które utrzymują się już od dłuższego czasu, trzeba stwierdzić, że stwarzają one realne ryzyko, które nie pokazało jeszcze w pełni swoich negatywnych skutków. Z pewnością można powiedzieć, iż zwroty z inwestycji w ubiegłych latach są coraz mniejsze. Ubezpieczyciele dysponują coraz mniejszymi zyskami, a co za tym idzie, mają również mniejsze możliwości odkładania na tzw. czarną godzinę (Paetzmann, 2011). W latach 1980–2000 ubezpieczyciele osiągnęli bardzo dobre wyniki stóp zwrotu z inwestycji, które sięgały nawet 8% w 1985 roku. W pozostałych latach tego okresu poziom stóp zwrotu utrzymywał się na poziomie ok. 7%. Istotny spadek można było odnotować od 2001 roku po pęknięciu tzw. bańki internetowej oraz niepewnościach na rynkach finansowych. W 2002 roku zwrot z inwestycji wynosił już jedynie 5%. Gwarantowane „minimum” przez badany okres (1985–2010) także osiągało różne poziomy. Utrzymywało się ono na najwyższym poziomie w latach 1994–1994, kiedy oscyloowało na poziomie 4%. W ostatnich latach owo „minimum” wynosiło 2,5% (Paetzmann, 2011).

Zmieniające się poziomy ryzyka dla ubezpieczycieli doprowadziły w ostatnich latach również do zmian w regulacjach prawnych. Mają one na celu ograniczenie poziomu ryzyka dla ubezpieczyciela (poziom wypadalności dla ubezpieczyciela ma zostać przez to obniżony do 0,5% (Chen i Hieber, 2016)) oraz dopasowanie zysków ubezpieczonego do sytuacji na rynku. Taką ostatnią regulacją jest Solvency II (Wypłacalność II). Jak sama nazwa wskazuje, te regulacje mają doprowadzić do lepszej wypłacalności ubezpieczycieli (lub taką wypłacalność zagwarantować). Regulacja ta weszła w życie 1 stycznia 2016 roku

(Grzeszczak, 2015). Z pewnością zmieni ona w dłuższej perspektywie rynek ubezpieczeń. Ubezpieczenia staną się droższe, a wkład kapitałowy klientów będzie musiał być wyższy, a tym samym polisy i ubezpieczenia staną się droższe dla ubezpieczonego (Paetzmann, 2011). Może to doprowadzić do następujących sytuacji:

1. Klienci zrezygnują z takiej formy ubezpieczenia i/lub lokowania kapitału.
2. Klienci będą zmuszeni (przyjmując, iż nie zdecydują się na mniejsze zyski) zaakceptować potencjalnie wyższe ryzyko inwestycji, ale również wyższe koszty samej inwestycji.
3. Klienci zdecydują się na tańsze, alternatywne produkty ubezpieczyciela, nie zgadzając się na wyższe ryzyko oraz wyższe koszty (Paetzmann, 2011).

3. Wnioski

Podsumowując, należy stwierdzić, iż niski poziom stóp procentowych, utrzymujący się przez dłuższy czas, przyniósł ze sobą problematyczną sytuację dla instytucji finansowych oraz ubezpieczycieli. Gwarantowany poziom zysku, który jest wypłacany ubezpieczonemu, spowodował, że ubezpieczyciel, niezależnie od stopy zwrotu, jest zobligowany do jej wypłaty. Jak pokazują powyższe wyniki, sytuacja na rynku niemieckim jest napięta, natomiast nie jest jeszcze krytyczna. Z uwagi na regulację „Solvency II”, może ona w znacznym stopniu zmienić rynek ubezpieczeń na życie. Znaczenie samych polis ubezpieczeniowych ma coraz większą wagę, ze względu na starzejące się społeczeństwo. Gwarancja wypłacania pewnych zysków staje natomiast coraz bardziej zawiła i skomplikowana. Badania wykazują, iż dla klientów najważniejszym argumentem jest pewność lokowania i ochrony ich kapitału, a niekoniecznie stopa zwrotu (Bohnert, Born i Gatzert, 2014). Takie preferencje, szczególnie w czasach niskich stóp procentowych, mogą okazać się szczególnie trudne do spełnienia. Ubezpieczyciele powinni zweryfikować, czy poczynione inwestycje, obecne i przyszłe, będą dokonywane w odpowiednie aktywach (Bartels i Veselčić, 2009), które zagwarantują zyski ubezpieczycielowi oraz spełnią oczekiwania rynku. Odpowiednie kroki powinny zostać poczynione, z uwagi na fakt, że w przeszłości wielu ubezpieczycieli lokowało swoje aktywa (ze względu

długą zapadalnością) w aktywa zależne od poziomu stóp procentowych (Martin, 2013). Takie kroki, nawet jeżeli są one niezmiernie istotne dla branży ubezpieczeniowej, a w szczególności dla ubezpieczeń na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym, powinny zostać poczynione z niezwykłą rozwagą. Istota zmiany portfolio inwestycji i związanymi z tym aktywami, może mieć wpływ na gospodarkę całej Unii Europejskiej. Europejscy ubezpieczyciele są największymi instytucjonalnymi inwestorami w Europie (Höring, 2013).

Jednym z największych zagrożeń dla ubezpieczyciela wydaje się spadek stóp procentowych. Obecnie sytuacja na rynkach jest posunięta jeszcze dalej. Stopy procentowe są na bardzo niskim lub nawet na ujemnym poziomie. Ta niepewna sytuacja na rynku jest problematyczna nie tylko dla ubezpieczycieli, lecz także dla ubezpieczonych. Starzejące się społeczeństwo szuka odpowiednich alternatyw do lokowania oraz pomnażania swojego kapitału. Ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym przez wiele lat były takim produktem. Ten produkt w pierwszej linii miał nie tyle przynosić wysokie zyski, ile przede wszystkim miał być zabezpieczeniem „na przyszłość”. To rozwiązanie odznaczało się podobnym poziomem ryzyka jak konto oszczędnościowe, ale w dłuższej perspektywie czasowej, poprzez wcześniej ustaloną stopę zwrotu generowało jednak wyższą stopę zwrotu.

Wszelkie działania oraz wprowadzone zmiany typu Solvency II są niezwykle trudne do oszacowania na obecnym etapie. Dynamicznie zmieniające się sytuacje na rynkach oraz utrzymujące się niskie stopy procentowe utrudniają taką ocenę. Można natomiast stwierdzić, iż zakłady ubezpieczeniowe powinny rozważyć ostrożną zmianę portfolio, na przykład na aktywa z krótszą zapadalnością, chociaż i tutaj oszacowanie ryzyka oraz przyszłej sytuacji wydaje się trudne, a nawet niemożliwe. „Solvency II” obliuguje ubezpieczycieli do inwestowania swoich aktywów (lub powierzonych im przez ubezpieczonych aktywów) w produkty, których ryzykiem będą mogli zarządzać w rzetelny sposób. Ponadto ubezpieczyciel powinien podczas oceny ryzyka uwzględnić, jak takie portfolio będzie wpływało na jego wypłacalność. Jeżeli chodzi o samo portfolio, to „Solvency II”, nie ustala konkretnego katalogu czy teryto-

rium, na którym powinny zostać lokowane aktywa (Sułkowska, 2013).

Obecni klienci polis ubezpieczeniowych na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym powinni zastanowić się nad zasadnością takiego produktu. Odsprzedaż polisy wydaje się mimo to nieodpowiednim rozwiązaniem. Należy raczej rozważyć wybór pomiędzy względnie niskim poziomem zysku (lub utrzymaniem kapitału) i brakiem ryzyka a wyższym poziomem zysku i wyższym poziomem ryzyka. Oferowane przez wiele lat oferty, łączące obydwa rozwiązania będą w obecnej sytuacji bardzo trudne do zrealizowania. Nałożone nowe wymogi prawne oraz pewnego rodzaju nowa równowaga na rynkach (utrzymujące się niskie stopy procentowe przez długi okres) mogą również przyczynić się do powstania nowych możliwości lokowania kapitału. W tym przypadku nie tylko ubezpieczyciele, lecz także banki powinny (również we własnym interesie) przedstawić swoim klientom nowe rozwiązania, które zastąpią przykładowo ubezpieczenia na życie.

Przypis

¹ Porównując Polskę oraz Niemcy, autor pisze o ustroju politycznym oraz gospodarce wolnorynkowej przed 1989 rokiem.

Bibliografia

- Bartels, H. i Veselčić, M. (2016). Zinsgarantien und Modellrisiko in Lebensversicherungen. *Blätter Der DGVFM*, (Preprints), 1–35, <http://dx.doi.org/10.1007/s11857-009-0084-4>
- Berdin, E. i Gründl, H. (2015). The Effects of a Low Interest Rate Environment on Life Insurers. *The Geneva Papers On Risk And Insurance – Issues And Practice*, 40(3), 385–415, <http://dx.doi.org/10.1057/gpp.2014.38>
- Bohnert, A., Born, P. i Gatzert, N. (2014). Dynamic hybrid products in life insurance: Assessing the policyholders' viewpoint. *Insurance: Mathematics And Economics*, 59(1), 87–99, <http://dx.doi.org/10.1016/j.insmatheco.2014.09.003>
- Burkhart, T., Reuß, A. i Zwiesler, H. (2015). Participating life insurance contracts under Solvency II: inheritance effects and allowance for a Going Concern Reserve. *European Actuarial Journal*, 5(2), 203–244, <http://dx.doi.org/10.1007/s13385-015-0116-5>
- Christiansen, M.C. (2008). A sensitivity analysis concept for life insurance with respect to a valuation basis of infinite dimension. *Insurance Mathematics And Economics*, 42, 680–690, <http://dx.doi:10.1016/j.insmatheco.2007.07.005>
- Chen, A. i Hieber, P. (2016). Optimal Asset Allocation in Life Insurance: The Impact of Regulation. *ASTIN Bulletin*, 46(3), 605–626, <http://dx.doi:10.1017/asb.2016.12>
- Deutsche Bundesbank. Pozyskano z: https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Statistiken/Geld_Und_Kapitalmaerkte/Zinssaetze_Renditen/S510TTEZBZINS.pdf?__ (dostęp: 27.06.2017).
- Eckert, J., Gatzert, N. i Martin, M. (2016). Valuation and risk assessment of participating life insur-

Tabela 2. Pozytywne i negatywne skutki niskich stóp procentowych dla ubezpieczeń na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym

Pozytywne skutki	Negatywne skutki
<ul style="list-style-type: none"> • zwiększona konkurencja pomiędzy ubezpieczycielami (lepsze warunki dla samego klienta) 	<ul style="list-style-type: none"> • zwiększone ryzyko niewypłacalności ubezpieczyciela (z uwagi na obowiązek wypłacania ubezpieczonym gwarantowanej stopy)
<ul style="list-style-type: none"> • „nawyki inwestycyjne“ społeczeństwa mogą ulegać zmianom – klienci poszukują alternatywnych możliwości lokowania kapitału 	<ul style="list-style-type: none"> • zwiększone ryzyko niewypłacalności ubezpieczyciela (z uwagi na obowiązek wypłacania ubezpieczonym gwarantowanej stopy)
	<ul style="list-style-type: none"> • zyski ubezpieczyciela maleją • możliwe bardziej ryzykowne (zbyt ryzykowne) inwestycje zakładów ubezpieczeń, aby utrzymać dotychczasowy poziom zysku • możliwość rezygnacji klientów z danej formy lokowania kapitału

Źródło: opracowanie własne.

- ance in the presence of credit risk. *Insurance : Mathematics And Economics*, 71(1), 382–393, <http://dx.doi.org/10.1016/j.insmatheco.2016.10.006>
- El-Shagi, M. (2010). Capital controls and international interest rate differentials. *Applied Economics*, 42(6), 681–688, <http://dx.doi.org/10.1080/00036840701720770>
- Eling, M. i Kiesenbauer, D. (2012). Does Surplus Participation Reflect Market Discipline? An Analysis of the German Life Insurance Market. *Journal of Financial Services Research*, 42(3), 159–185, <http://dx.doi.org/10.1007/s10693-011-0113-z>
- Eling, M. i Kochanski, M. (2013). Research on lapse in life insurance what has been done and what needs to be done. *Journal of Risk Finance Incorporating Balance Sheet*, 14(4), 392–413, <http://dx.doi.org/10.1108/JRF-12-2012-0088>
- Gatzert, N. i Martin, M. (2012). Quantifying credit and market risk under Solvency II: Standard approach versus internal model. *Insurance: Mathematics And Economics*, 51(3), 649–666, <http://dx.doi.org/10.1016/j.insmatheco.2012.09.002>
- Gatzert, N. i Wesker, H. (2012). The impact of natural hedging on a life insurer's risk situation. *Journal of Risk Finance Incorporating Balance Sheet*, 13(5), 396–423.
- Graf, S., Kling, A. i Ruß, J. (2011). Risk analysis and valuation of life insurance contracts: Combining actuarial and financial approaches. *Insurance : Mathematics And Economics*, 49(1), 115–125, <http://dx.doi.org/10.1016/j.insmatheco.2011.02.008>
- Grzeszczak, R., *Polska Izba Ubezpieczeń, Implementacja dyrektywy Wypłacalność II – perspektywa prawa europejskiego*. Pozyskano z https://piu.org.pl/public/upload/ibrowser/WU/WU1_2015/WU%201-2015%2001%20grzeszczak.pdf (28.06.2017)
- Hayo, B. i Hofmann, B. (2006). Comparing monetary policy reaction functions: ECB versus Bundesbank. *Empirical Economics*, 31(3), 645–662, <http://dx.doi.org/10.1007/s00181-005-0040-7>
- Höring, D. (2013). Will Solvency II Market Risk Requirements Bite? The Impact of Solvency II on Insurers' Asset Allocation. *The Geneva Papers On Risk And Insurance – Issues And Practice*, 38(2), 250–273.
- Jin, C. i Illing, G. (2015). “Interest Rate Trap”, or Why Does the Central Bank Keep the Policy Rate Too Low for Too Long? *Scandinavian Journal of Economics*, 117(4), 1256–1280, <http://dx.doi.org/10.1111/sjoe.12118>
- Korzeniowska, A. (2015). Struktura oszczędności finansowych gospodarstw domowych w Polsce na tle wybranych krajów. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 239.
- Martin, M. (2013). Assessing the model risk with respect to the interest rate term structure under Solvency II. *Journal of Risk Finance Incorporating Balance Sheet*, 14(3), 200–233, <http://dx.doi.org/10.1108/JRF-11-2012-0083>
- Nolte, S. i Schneider, J.C. (2017). Don't lapse into temptation: a behavioral explanation for policy surrender. *Journal of Banking And Finance*, 79, 12–27, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.02.011>
- Paetzmann, K. (2011). Discontinued German life insurance portfolios: rules-in-use, interest rate risk, and Solvency II. *Journal of Financial Regulation & Compliance*, 19(2), 17–138, <http://dx.doi.org/10.1108/13581981111123843>
- Sauter, N., Walliser, J. i Winter, J. (2015). Tax incentives, bequest motives, and the demand for life insurance: evidence from a natural experiment in Germany. *Journal of Pension Economics And Finance*, 14(4), 525–553, <http://dx.doi.org/10.1017/S1474747215000244>
- Sauter, N. (2014). Bequest motives and the demand for life insurance in east Germany. *German Economic Review*, 15(2), 272–286, <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-0475.2012.00579.x>
- Sułkowska, W. (red.) (2013). *Rynek ubezpieczeń współczesne problemy*. Warszawa: Difin.