

Anna Szkarłat

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

ROZWÓJ RYNKÓW FINANSOWYCH A DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA ZAKŁADÓW UBEZPIECZEŃ W POLSCE

1. Wstęp

Spełnienie zasady realności ochrony ubezpieczeniowej powoduje, że w ramach systemu ubezpieczeń gospodarczych gromadzone są znaczne fundusze, które zgodnie z obowiązującymi w tym względzie regulacjami prawnymi [6], są lokowane w instrumenty rynku finansowego. Celem inwestycji zakładów ubezpieczeń jest nie tylko wzmocnienie kapitałowe umożliwiające realizację zasady realności ochrony ubezpieczeniowej, ale również wzrost konkurencyjności firmy. Kapitał sektora ubezpieczeń przez wykorzystanie mechanizmów rynku finansowego jest dystrybuowany do tych podmiotów, które zgłaszają jego niedobór. W tym sensie sektor ubezpieczeń jawi się na rynkach finansowych jako jeden z najważniejszych (obok banków) inwestorów instytucjonalnych.

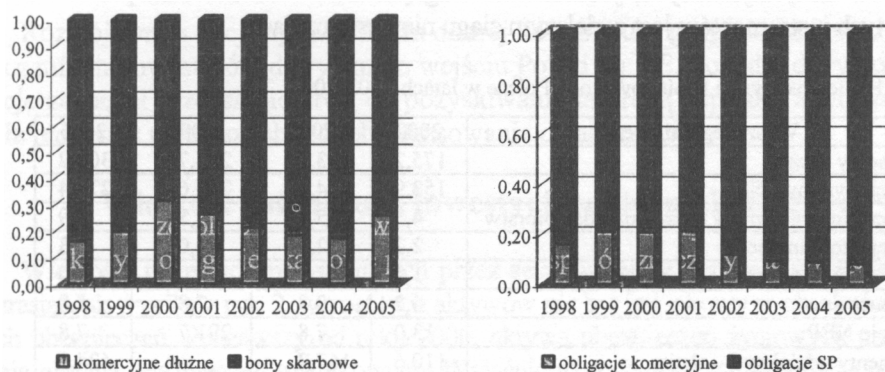
To, na ile jednak oszczędności generowane przez sektor ubezpieczeń przekładają się na rozwój gospodarczy, zależy od wielu uwarunkowań, szczególnie zaś od polityki inwestycyjnej firm ubezpieczeniowych. Istotnego znaczenia nabiera więc odpowiedź na pytanie, jakie czynniki determinują tę politykę: na ile wynikają one z istoty samej działalności ubezpieczeniowej, a na ile z poziomu rozwoju rynków finansowych. Szczególnie ważne w tym względzie są takie charakterystyki tych rynków, jak: ich wielkość, różnorodność dostępnych na nich instrumentów finansowych, stabilność czy wreszcie efektywność.

2. Struktura i rozwój rynku finansowego w Polsce

Powiązania sektora ubezpieczeniowego z rynkiem finansowym są dwojakiego rodzaju. Z jednej strony obecność na tym rynku sektora ubezpieczeń – jako sektora inwestorów instytucjonalnych – pobudza rozwój rynków finansowych, z drugiej strony sytuacja na tych rynkach bezpośrednio wpływa na wyniki inwestycyjne zakładów ubezpieczeń, a tym samym – na ich sytuację finansową; i tak np. niski stopień rozwoju rynków

finansowych znacznie ogranicza możliwości optymalizowania portfeli inwestycyjnych, a głównie utrudnia realizację zasady czasowego dopasowania aktywów do zobowiązań. Sytuacja taka jest charakterystyczna dla rynków finansowych krajów należących do tzw. *emerging markets* [7, s. 6]. Największą bowiem przeszkodą w optymalizowaniu portfeli inwestycyjnych zakładów ubezpieczeń działających w tych krajach jest niewielka podaż długoterminowych instrumentów finansowych o stałej stopie dochodu. Ma to istotne znaczenie w przypadku zakładów ubezpieczeń na życie, które ze względu na swoje zobowiązania zainteresowane są instrumentami finansowymi o okresie zapadalności dłuższym niż 10 lat [2]. Ponadto stosunkowo niska płynność rynków finansowych, a szczególnie rynku papierów dłużnych, może w znacznym stopniu utrudniać osiągnięcie założonych celów inwestycyjnych.

W Polsce jednym z najważniejszych segmentów rynku finansowego jest rynek dłużnych papierów wartościowych, który tworzą instrumenty emitowane przez skarb państwa oraz komercyjne instrumenty dłużne. Analizując ten segment rynku finansowego, zauważa się znaczną marginalizację rynku komercyjnych instrumentów dłużnych. Tendencja ta jest szczególnie widoczna w segmencie długoterminowych instrumentów dłużnych, w którym obligacje skarbowe przeważają w sposób znaczący, stanowiąc średnio ponad 90% tego rynku. Przyczyn słabego rozwoju rynku komercyjnych papierów dłużnych jest wiele. Jedną z nich są niewątpliwie wysokie potrzeby pożyczkowe sektora publicznego, których wyrazem jest wysoka podaż skarbowych papierów dłużnych. Powoduje to głęboką dysproporcję relacji pomiędzy wielkością rynku papierów dłużnych emitowanych przez skarb państwa i instrumentów dłużnych przedsiębiorstw. Dotyczy to rynku o charakterze zarówno krótkoterminowym, jak i długoterminowym. Rynek krótkoterminowy, który mimo iż jest najlepiej rozwiniętym rynkiem długu korporacyjnego, obejmuje średnio 22% polskiego rynku krótkoterminowych papierów dłużnych.



Rys. 1. Struktura krótkoterminowego i długoterminowego rynku instrumentów dłużnych w Polsce w latach 1998-2005

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów NBP za lata 2004 i 2005 [4; 5].

Wysokie koszty emisji oraz długotrwałe procedury związane z wprowadzeniem instrumentów dłużnych do obrotu publicznego powodują, że ich emisja ma w przeważającej mierze charakter niepubliczny. Ponadto brak kompleksowych rozwiązań organizacyjno-prawnych odnoszących się do rynku papierów dłużnych wpłynął na atomizację tego rynku. Efektem tych uwarunkowań jest m.in. niski stopień płynności rynku wtórnego, a w przypadku długoterminowych papierów dłużnych – zupełny jej brak. Przedsiębiorstwom o słabej kondycji finansowej oraz małym podmiotom coraz trudniej było w badanym okresie znaleźć bank skłonny organizować dla nich emisję. Wydaje się również, że przypadki niewywiązania się niektórych emitentów (Stocznia Szczecińska, Elektrim, Parmalat) ze zobowiązań z tytułu wyemitowanych papierów dłużnych w istotny sposób wpłynęły na zahamowanie tempa rozwoju tego rynku. Powyższe czynniki powodują, że rynek instrumentów dłużnych przedsiębiorstw jest postrzegany przez inwestorów w dalszym ciągu jako wysoce ryzykowny.

Szczególnie dużym potencjałem rozwojowym charakteryzuje się rynek obligacji emitowanych przez banki, segment listów zastawnych oraz obligacji komunalnych. W przeciwieństwie do rynku papierów dłużnych przedsiębiorstw, rynek obligacji bankowych oraz komunalnych charakteryzuje znacznie niższe ryzyko inwestycyjne. Czynnikiem wpływającym na rozwój segmentu obligacji bankowych jest zmiana struktury oszczędności gospodarstw domowych polegająca na zmniejszaniu depozytów bankowych na korzyść funduszy inwestycyjnych. Z tego też względu istotnym źródłem finansowania kredytów bankowych (zwłaszcza mieszkaniowych) jest emisja bankowych instrumentów dłużnych.

Młodym, funkcjonującym od 6 lat segmentem rynku papierów dłużnych jest rynek listów zastawnych. Ze względu na długoterminowy charakter tych instrumentów oraz ich niski stopień ryzyka inwestycyjnego cieszą się one dużym zainteresowaniem wśród inwestorów instytucjonalnych, jednakże ze względu na uwarunkowania prawne emisji podaż tych instrumentów jest w dalszym ciągu niewystarczająca.

Tabela 1. Wielkość rynku kapitałowego w Polsce w latach 2002-2005

Wyszczególnienie	2002	2003	2004	2005
Instrumenty dłużne	175,2	203,9	248,7	303,2
Obligacje rynkowe SP	153,9	184,5	226,6	278,4
Długoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw	4,5	5,3	7,3	8,9
Obligacje komunalne	2,2	2,7	3,0	3,3
Długoterminowe papiery dłużne banków	1,4	2,8	1,0	3,0
Listy zastawne	0,2	0,8	7,8	1,8
Obligacje NBP	13,0	7,8	291,7	7,8
Instrumenty udziałowe – akcje	110,6	167,7		424,9

Źródło: [5].

Z kolei jednostki samorządu terytorialnego emitowały obligacje komunalne o terminie wykupu znacznie powyżej roku. Na najdłuższe okresy były emitowane obligacje województw, a środki z emisji były przeznaczane na finansowanie inwestycji infrastrukturalnych.

turalnych – w takich dziedzinach, jak drogi: ochrona środowiska, oświata itp. Można prognozować, że w najbliższym okresie ten segment rynku kapitałowego będzie intensywnie się rozwijał w konsekwencji zapotrzebowania na inwestycje związane z organizacją EURO 2012 oraz w związku z korzystaniem z funduszy strukturalnych UE.

Warto zaznaczyć, że na polskim rynku kapitałowym segment długoterminowych dłużnych instrumentów finansowych przeważał znacząco do 2003 r. Dopiero w roku 2004 po raz pierwszy w historii polskiego rynku finansowego segment instrumentów udziałowych przewyższył co do wartości cały rynek instrumentów dłużnych.

Jak wynika z zestawienia w tab. 2, szczególnie intensywny rozwój rynku instrumentów udziałowych nastąpił w okresie 2003-2005. Wzrosła bowiem liczba spółek debiutujących na giełdzie i nastąpił znaczny wzrost kapitalizacji rynku.

Tabela 2. Charakterystyka giełdowego rynku akcji za lata 1998-2005

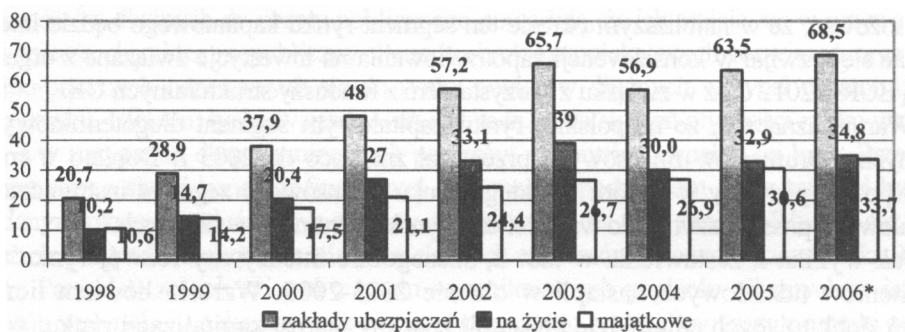
Wyszczególnienie	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Kapitalizacja giełdy na koniec okresu (mln zł)	72 442	123 411	130 085	103 370	110 565	167 717	291 697	424 900
Liczba spółek znajdujących się w obrocie	198	221	225	230	216	203	230	255
Liczba spółek debiutujących na giełdzie	57	28	13	9	5	6	36	35
Indeks WIG								
– na początek roku (w pkt)	14 886,2	13 218,1	18 981,7	17 672,8	13 995,2	14 378,1	21 299,40	26 709,50
– minimalny w roku (w pkt)	10 473,7	12 470,0	14 929,3	11 564,6	12 582,4	13 502,7	21 299,4	25 206,5
– maksymalny w roku (w pkt)	18 582,7	18 370,0	22 868,4	17 875,9	16 311,6	22 033,8	26 636,2	36 068,6
– stopa zwrotu z indeksu (w %)	-12,8	41,3	-1,3	-22	3,2	44,9	27,9	33,7
Relacja kapitalizacji do PKB (w %)	13,11	20,05	18,97	13,92	14,34	20,84	32,99	43,91

Źródło: [5].

Rozwój rynku akcji był wynikiem dobrej koniunktury gospodarczej oraz wzrostu zaufania inwestorów do rynku po wejściu Polski do UE. Ponadto duży popyt na akcje zachęcał przedsiębiorstwa do pozyskiwania tą drogą kapitału, a emisja akcji była jednym z najtańszych źródeł finansowania działalności.

3. Wielkość i struktura inwestycji sektora ubezpieczeń

Wielkości inwestycji realizowanych przez sektor ubezpieczeniowy systematycznie wzrasta. Jak wynika z rys. 2, wzrost tych aktywów nie był jednakowy w obydwóch działach ubezpieczeń. Począwszy od roku 2000, aktywa ubezpieczeń życiowych przewyższają aktywa ubezpieczeń majątkowych. Wyjaśnić to można głównie tym, że w miarę rozwoju gospodarczego krajów postsocjalistycznych wzrasta zainteresowanie ubezpieczeniami żywymi, co przekłada się odpowiednio na wielkość potencjału inwestycyjnego sektora. Ponadto charakter ubezpieczeń życiowych, a zwłaszcza możliwość

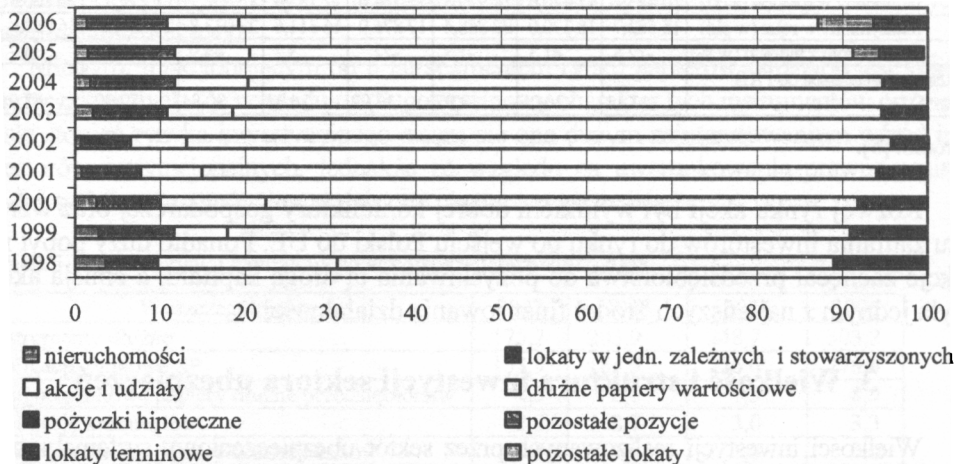


* Dane obejmują okres od 1 stycznia 2006 r. do 30 września 2006 r.

Rys. 2. Wielkość lokat sektora ubezpieczeń w Polsce w latach 1998-2006 (dane w mln zł)
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów PUNU i KNUiFE za lata 1998-2006.

bardziej precyzyjnego planowania strumieni pieniężnych związanych z realizacją zobowiązań, ułatwia prowadzenie długofalowej działalności inwestycyjnej.

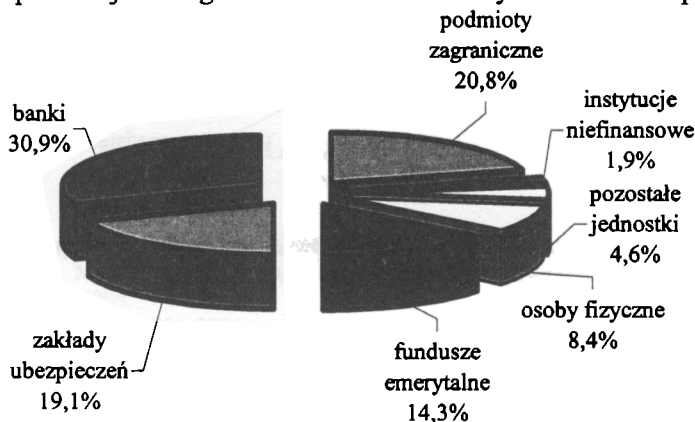
Z analizy portfela inwestycyjnego sektora ubezpieczeń w Polsce w latach 1998-2006 (rys. 3) jednoznacznie wynika, że jego dominującym składnikiem są dłużne papiery wartościowe, a wśród nich przeważają obligacje emitowane przez skarbowo państwa.



Rys. 3. Struktura portfela inwestycyjnego sektora ubezpieczeń w Polsce w latach 1998-2006
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów PUNU i KNUiFE za lata 1998-2006.

Wysoki udział tych instrumentów w portfelach inwestycyjnych zakładów ubezpieczeń wynika co najmniej z dwóch przyczyn. Po pierwsze, instrumenty te charakteryzuje zerowy stopień ryzyka inwestycyjnego i relatywnie wysoka w stosunku do innych instrumentów finansowych stopa zwrotu. Po drugie dzięki bardzo

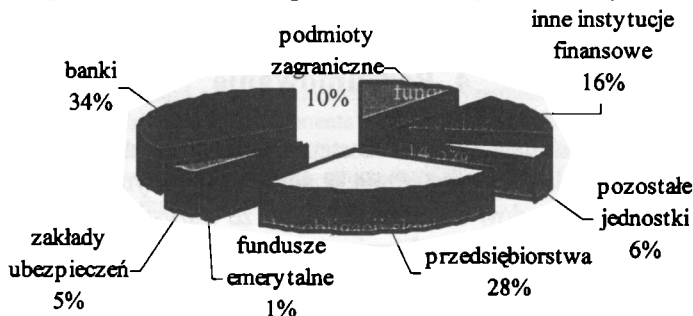
dobrze rozwiniętej infrastrukturze rynkowej w zakresie organizacji rynku pierwotnego i wtórnego, instrumenty te cechuje duża płynność. Tym samym skarbowe papiery dłużne spełniają równocześnie trzy ustawowe kryteria lokacyjne dla zakładu ubezpieczeń, którymi są płynność, bezpieczeństwo i rentowność, co powoduje, że sektor ubezpieczeń jest drugim co do wartości wierzycielem skarbu państwa.



Rys. 4. Struktura inwestorów na rynku obligacji skarbowych (stan z listopada 2005 r.)

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Ministerstwa Finansów [9].

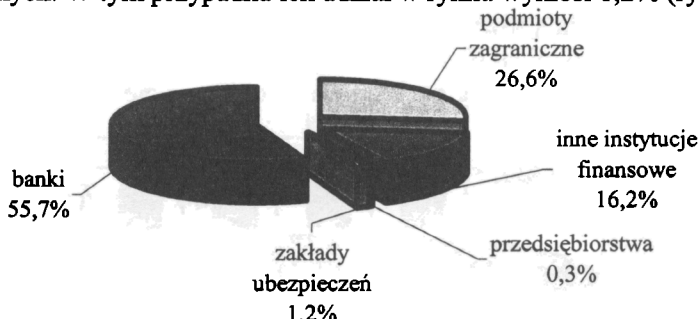
W odróżnieniu od skarbowych papierów dłużnych niewielkie znaczenie w portfelu inwestycyjnym zakładów ubezpieczeń mają pozaskarbowe papiery dłużne. Nieznaczne zaangażowanie sektora ubezpieczeń w komercyjne papiery dłużne wynika z jednej strony z ograniczeń ustawowych, odnoszących się do tej grupy instrumentów inwestycyjnych, a z drugiej – z niskiego poziomu rozwoju rynku komercyjnych papierów dłużnych, stąd też rynek tych papierów w Polsce, zwłaszcza ten o charakterze długoterminowym, cechuje wysoki stopień ryzyka inwestycyjnego. Z tego powodu udział sektora ubezpieczeń w tym rynku jest niewielki i w listopadzie 2005 r. wyniósł 5% (rys. 5).



Rys. 5. Struktura inwestorów na rynku pozaskarbowych papierów dłużnych (stan z listopada 2005 r.)

Źródło: opracowanie własne na podstawie [8].

Podobnie w niewielkim zakresie zakłady ubezpieczeń zaangażowały się na rynku listów zastawnych. W tym przypadku ich udział w rynku wyniósł 1,2% (rys. 6).



Rys. 6. Struktura inwestorów na rynku listów zastawnych stan z listopada 2005 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [8].

Drugim co do udziału instrumentem lokacyjnym są papiery udziałowe, a wśród nich udziały w jednostkach powiązanych i akcje notowane na giełdzie. Średni udział tych w ostatnich w całym analizowanym okresie nie przekracza jednak 10%. Przyczyny stosunkowo niewielkiego zaangażowania się zakładów ubezpieczeń na rynku akcji wiążą się niewątpliwie ze stopniem ryzyka inwestycyjnego, jaki towarzyszy temu rodzajowi instrumentów, a także, co jest czynnikiem rozstrzygającym, wynikają z samych regulacji prawnych odnoszących się do działalności inwestycyjnej. Nie bez znaczenia dla słabej aktywności sektora ubezpieczeń na giełdzie papierów wartościowych był również fakt, że obrót akcjami w analizowanym okresie był skoncentrowany na walorach dwudziestu największych spółek. Sytuacja taka prowadziła do wzrostu ryzyka inwestycyjnego związanego z zakupem tych akcji. Niski odsetek akcji wskazuje, że sektor ubezpieczeń kierował się zasadą maksymalnego bezpieczeństwa lokowanych środków.

Z kolei przyczyną obserwowanego w analizowanym okresie systematycznego spadku udziału lokat bankowych w strukturze rozpatrywanego portfela była malejąca rentowność tego typu inwestycji spowodowana stopniowym obniżaniem stóp procentowych w gospodarce.

4. Podsumowanie

Regulacje prawne ustalające zakres dostępnych instrumentów finansowych wraz z tzw. limitami inwestycyjnymi, ograniczają w sensie formalnym pole wyboru w strategiach inwestycyjnych zakładów ubezpieczeń. Fakt, że wszystkie instrumenty finansowe są prawnie dostępne dla zakładów ubezpieczeń oraz to, że przeważający udział w ich portfelach mają instrumenty skarbu państwa, pozwala wysunąć wniosek, że zakłady nie wykorzystują w pełni obowiązujących limitów. Głównym kryterium strategii inwestycyjnych realizowanych w tym sektorze jest zatem bezpieczeństwo lokowanych funduszy. Warto zauważyć, że struktura lokat ubezpieczeniowych odzwierciedla ogólną strukturę rynku finansowego w Polsce.

Ponadto postępująca liberalizacja przepisów prawnych, stwarzająca możliwość angażowania środków inwestycyjnych w instrumenty o wyższym ryzyku, wynika zapewne z coraz większej dojrzałości rynku finansowego w Polsce.

Zakłady ubezpieczeń, zwłaszcza sektora ubezpieczeń życiowych, realizują strategię typu *buy and hold*. Z tego punktu widzenia sektor ubezpieczeń jawi się jako swego rodzaju stabilizator rynków finansowych, choć może to obniżać płynność tych rynków.

Literatura

- [1] *Institutional Investors in Emerging Markets*, IMF, www.imf.org,
- [2] Kong J., Singh M., *Insurance Companies in Emerging Markets*, IMF Working Papers nr WP/05/88, IMF 2005.
- [3] Raporty KNUiFE za lata 1998-2006.
- [4] *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2004*, NBP, Warszawa 2005.
- [5] *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2005*, NBP, Warszawa 2006.
- [6] Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej, DzU 2003 nr 124, poz. 1151.
- [7] Vittas D., *Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First?*, materiały konferencyjne ABCD LAC Conference, San Salvador, 28-30 June 1998.
- [8] www.fitchpolska.pl.
- [9] www.mofnet.gov.pl.

THE DEVELOPMENT OF THE FINANCIAL MARKET AND THE INVESTMENT PORTFOLIO OF THE POLISH INSURANCE SECTOR

Summary

Polish insurance market has been one of the most dynamically developing industries of the Polish economy. In particular, the growing accumulation of capital in the insurance industry results in situation when insurance companies are one of the most active participants of Polish financial markets. The key problem is what kind of factors determines the investments activity of this sector. Being aware of numerous law restriction on investments activity of insurance companies, the author describes the development of Polish financial markets as a main factor influencing investments activity of insurance sector. The investments portfolio structure of the Polish insurance sector reflects the structure of the Polish capital market.