

MŮŽE BÝT ČESKÝ POJIŠŤOVACÍ SEKTOR ZDROJEM SYSTÉMOVÉHO RIZIKA?

Michal Dvořák, Marcela Gronychová, Václav Hausenblas, Zlatuše Komárková

Na půdě Evropského systému dohledu nad finančním trhem se již řadu měsíců diskutuje systémový rozměr pojišťovacího sektoru a jeho role v rámci stability finančního systému. Tento článek se zaměřuje na zhodnocení (i) funkce, kterou tento sektor plní uvnitř finančního systému a ve vztahu ke zbytku ekonomiky, (ii) rizik, kterým pojišťovny čelí a která svou činností (spolu)vytvářejí a (iii) vývoje v oblasti regulace pojišťoven (Solventnost II) z pohledu finanční stability. Je konstatováno, že vzhledem k zaměření českých pojišťoven na tradiční pojišťovací produkty, omezenému nesouladu mezi durací aktiv a pojistných závazků a konzervativnímu složení investičního portfolia nejsou české pojišťovny významným zdrojem systémového rizika v ČR. Článek nicméně identifikuje několik oblastí, kde by mohly k finanční nestabilitě přispívat.

1. ZÁKLADNÍ CHARAKTERISTIKY POJIŠŤOVACÍHO SEKTORU

Pojišťovnictví plní v ekonomice specifickou roli tím, že poskytuje ochranu proti nejrůznějším typům rizik. Ve své základní funkci na sebe pojišťovny přejímají idiosynkratická rizika jednotlivých subjektů (např. riziko škod na majetku včetně živelní události nebo riziko finanční ztráty v neživotním pojištění či riziko smrti v životním pojištění), čímž snižují celkovou nejistotu v ekonomice. Přispívají k vyhlazování spotřeby domácností a výsledků hospodaření firem, fungování nejrůznějších průmyslových odvětví (např. letectví, námořnictví) nebo uzavírání transakcí (např. poskytování hypotečního úvěru). Dlouhodobě a stabilní úspory domácností, které pojišťovny spravují v rámci životního pojištění, mohou sloužit jako zdroj dlouhodobého financování ekonomiky. Pojišťovny jako významný institucionální investor tak přispívají k efektivitě finančních trhů.

Aktiva českých pojišťoven¹ představují 12 % HDP, což je ve srovnání s průměrem EU (cca 60 %) relativně nízká úroveň. Podobně jako v jiných zemích EU jsou i přesto pojišťovny v ČR s celkovými aktivy ve výši 479 mld. Kč druhým nejvýznamnějším finančním sektorem. K velikosti aktiv přispívá v ČR takřka ze tří čtvrtin segment životního pojištění a zbylou čtvrtinou segment neživotního pojištění. Tento pohled však význam neživotního pojištění pro ekonomiku podhodnocuje. Neživotní pojištění v ČR představuje nadpoloviční část veškerého ročního pojistného (55 %).² V zemích

EU ale převažuje životní pojištění, a to i z hlediska objemu pojistného (až 60 %). Na finančních aktivech českých domácností se životní pojištění podílí 6 %, což je výrazně méně než v EU (přibližně 30 %). Tento podíl v posledních letech stagnuje jak v ČR, tak v EU.³ Velikost pojišťovacího sektoru životního pojištění a tzv. propojištěnost do značné míry ovlivňuje i nabídka substitučních produktů od jiných finančních institucí (např. od penzijních společností a investičních fondů), legislativa upravující důchodový systém či daňová politika. Z evidence jednotlivých zemí je patrné, že čím nižší význam má v dané zemi průběžný penzijní systém a čím více jsou daňově zvýhodněny vybrané pojišťovací produkty, tím větší má zde význam životní pojištění (Gollier, 2015). V případě neživotního pojištění je jeho rozsah ovlivněn všeobecným zaměřením dané ekonomiky a přírodními podmínkami, resp. významem některých odvětví s vysokou poptávkou po pojištění jako např. zemědělství nebo námořní průmysl.

Klíčový aspekt obchodního modelu pojišťoven spočívá ve stanovení adekvátní výše pojistných sazeb. Ta by měla činit pojišťovací produkt atraktivní pro pojistníky a zároveň zaručit trvalou schopnost plnění závazků pojišťovny z provozování pojištění a tvorbu zisku. V případě neživotního pojištění musí být pojišťovna schopna vyplatit pojistné plnění i v případě, kdy dojde k horšímu než očekávanému škodnímu průběhu (např. vyšší frekvence pojistných událostí nebo nadprůměrná výše škod, opakované živelné katastrofické události). Jinými slovy, pojistné se stanovuje na základě očekávané výše škod a pojišťovna je vystavena riziku pojistného, tj. riziku, že pojišťovnou přijaté pojistné nepokryje vzniklé škody a související náklady pojišťovny. Z pojistného, které není vyplaceno v běžném roce, pojišťovna vytváří a spravuje technické rezervy za účelem jejich použití

1 Pojmem „české pojišťovny“ se v článku rozumí pojišťovny se sídlem v ČR.
2 Důvod, proč se pohled přes velikost aktiv liší od pohledu přes velikost pojistného je dán odlišným charakterem rezerv u obou pojistných segmentů. U neživotních pojišťoven se rozhodující část objemu pojistného použije na pojistná plnění v běžném roce. Pouze malá část pojistného je použita k tvorbě technických rezerv, a to zejména k ochraně před nepříznivým škodním průběhem. Naproti tomu u životního pojištění se rozhodující část pojistného ukládá do technických rezerv, přičemž k nastání pojistné události obvykle dochází až s delším časovým odstupem (i několik desítek let).

3 Stagnaci životního pojištění v ČR dokládá i fakt, že se počet smluv životního pojištění od roku 2008 snížil o 25 %.

v dalších letech k plnění závazků z uzavřených pojistných smluv. Výše a okamžik plnění závazků však není předem známý. Proto je dalším významným pojistným rizikem riziko dostatečné výše technických rezerv. V životním pojištění je významným pojistným rizikem riziko úmrtnosti, dlouhověkosti, invalidity a stornovosti pojistných smluv.

Pojišťovny své zdroje v podobě technických rezerv investují převážně do finančních aktiv, které tvoří téměř celou aktivní stranu bilance (Graf 1). Hlavním investičním nástrojem jsou dluhové cenné papíry, které již stabilně tvoří kolem 60 % aktiv českých pojišťoven a 45 % bilance evropských pojišťoven. Ve srovnání s bankami investují pojišťovny relativně více do podnikových dluhopisů, akcií a podílových fondů. Investice do majetkových cenných papírů tvoří v ČR kolem 20 % aktiv, což je i přes růst v posledních letech stále pod evropským průměrem přesahujícím 30 %. Investice do méně likvidních aktiv, jako jsou nemovitosti nebo přímé úvěrování podniků,⁴ jsou poměrně nízké – kolem 8 % v EU a výrazně pod 1 % v ČR.

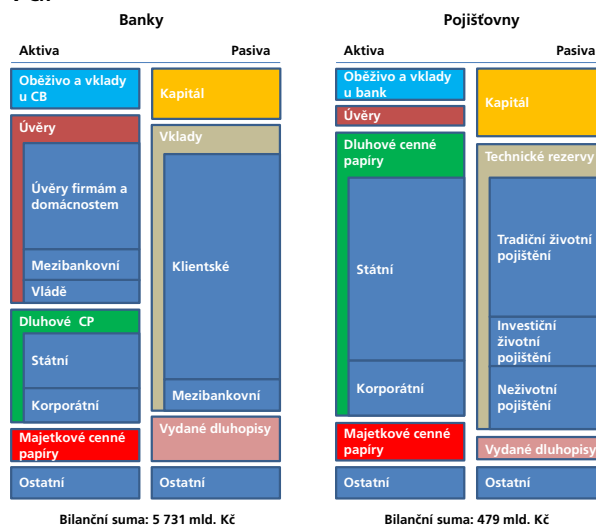
Investice pojišťoven se vyznačují vysokým důrazem na bezpečnost a tržní likviditu. Přesto jsou pojišťovny vystaveny investičním rizikům – tržnímu a úvěrovému, včetně rizika koncentrace. Z tržních rizik je významné především úrokové a akciové riziko. Z podílu zastoupení státních dluhopisů v portfoliích pojišťoven je zřejmá jejich vysoká koncentrace vůči svrchovanému úvěrovému riziku. Úvěrovému riziku jsou pojišťovny vystaveny i u případných úvěrových derivátů, ale i z titulu expozice vůči zajistitelům či pohledávek za pojistníky. Investičnímu riziku se nevystavuje pouze pojišťovna, ale u některých typů pojišťovacích produktů i pojistník. V rámci životního pojištění jsou obvykle nabízeny dva druhy pojištění se spořicí složkou – investiční a tradiční, případně jejich kombinace. U investičního životního pojištění nenese investiční riziko pojišťovna, ale samotný pojistník. Podílí se přímo na výnosech nebo ztrátě z investovaných aktiv kryjících technické rezervy pojišťovny. V případě tradičního životního pojištění jsou pojistná plnění garantována formou minimálního výnosu, popřípadě formou fixní. Tento typ garance si lze představit jako vloženou opci se vztahem na pasivní stranu bilance pojišťovny. U tohoto druhu pojištění je tak pojistník chráněn pojišťovnou před investičním rizikem.

Úrokovému riziku pojišťovna čelí na obou stranách bilance. Proto je pro ni klíčové u tradičního životního pojištění kvalitní řízení čisté úrokové pozice aktiv a závazků a dostatečné

4 České pojišťovny přímé úvěrování podniků v současné době neprovádějí.

GRAF 1

SROVNÁNÍ BILANCE BANKOVNÍHO SEKTORU A SEKTORU POJIŠŤOVEN V ČR



Pramen: ČNB

Pozn.: Proporce jednotlivých skupin aktiv a pasív jsou s ohledem na čitelnost obrázku stanoveny pouze přibližně. Korporátními dluhopisy jsou nazývány dluhopisy finančních institucí i nefinančních podniků (které jsou dále nazývány podnikovými). HZL tvoří 75 % korporátních dluhopisů držených bankami a 33 % korporátních dluhopisů držených pojišťovnami. Majetkové cenné papíry představují akcie a podílové listy. Bilanční sumy k 30. 9. 2015.

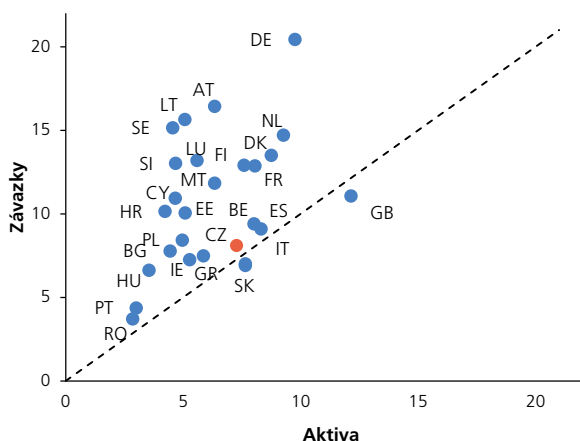
obezřetné nastavení garantované výnosové míry. Propad tržních úrokových sazeb snižuje budoucí úrokové marže pojišťovny, kdy výnosy z nově investovaných aktiv mohou být vůči pojistníkům garantovaným platbám sjednaným v minulosti nízké. Reinvestiční riziko narůstá, pokud prostředdí nízkých úrokových sazeb přetrvává dlouhodobě. Naopak růst tržních úrokových sazeb může ve vyspělých tržních ekonomikách vyvolat vyšší stornovost pojistných smluv ze strany pojistníků z důvodu atraktivnějších investičních příležitostí, obzvláště u pojistných smluv s významně nižším garantovaným výnosem, než činí tržní sazby.⁵

Z výše popsaného je patrné, že rizikové expozice pojišťoven a bank se výrazně liší (Graf 1). Zatímco u pojišťoven je významná riziková expozice na obou stranách bilance (investiční riziko na aktivech a pojistná rizika a úrokové riziko na závazcích), banky čelí rizikům zejména na aktivní straně bilance. Značný rozdíl je i v případě bilančního rizika likvidity. Zatímco závazky pojišťoven mají z důvodu dlouhodobých životních pojistných smluv průměrnou duraci delší (v ČR

5 Ke snížení tohoto rizika může přispět nastavení regulace, prostřednictvím které mohou být předčasně ukončené smlouvy penalizovány. Pokud např. dojde k předčasnému čerpání naspořených prostředků nebo dojde ke zrušení smlouvy v ČR, jsou zdaněny příspěvky původně od daně osvobozené. Zároveň se musí prostřednictvím daňového priznání vrátit daňové výhody za posledních 10 let, pokud byly příspěvky na životní pojištění v minulosti uplatněny jako odčitatelná položka.

GRAF 2

NESOULAD DURACÍ AKTIV A ZÁVÁZKŮ EVROPSKÝCH POJIŠŤOVEN (průměrná durace v letech)



Pramen: EIOPA Stress Test Report 2014, ČNB, výpočty autorů

zhruba 7,5 let, Graf 2), cizí zdroje bank jsou naopak velmi krátké s převahou vkladů na viděnou (viz část 3.1 Zprávy). Banky jsou tak na riziko financování citlivější.

2. ZDROJE SYSTÉMOVÉHO RIZIKA V POJIŠŤOVACÍM SEKTORU

Obecně může finanční instituce přispět k vytváření systémového rizika⁶ svým procyklickým chováním (cyklická složka systémového rizika) nebo provázaností s ostatními finančními institucemi (strukturální složka systémového rizika).⁷ V případě pojišťovacího sektoru však není ve srovnání s bankovním sektorem vztah mezi jeho chováním a systémovým rizikem přímý. Životní pojišťovny jsou z důvodu velmi dlouhodobých závazků méně zranitelné vůči krátkodobému pohybu tržních cen, a tedy méně citlivé na dočasnou krizi systémové likvidity. Pojišťovací sektor může působit ve finančním systému i proticyklicky a do určité míry absorbovat krátkodobé až střednědobé šoky. Za určitých podmínek však může přispět k budování systémového rizika a v krajních případech k jeho materializaci. Přes aktivní stranu bilance mohou pojišťovny ovlivnit reálnou ekonomiku nepřímo, a to díky své provázanosti s jinými

6 Dle základní definice jde o riziko poruchy fungování finančního systému s potenciálem negativně dopadnout na vnitřní trh a reálnou ekonomiku (ESRB, 2015b).

7 Systémové riziko má dvě základní dimenze, časovou a průřezovou. Časová dimenze odráží akumulaci systémového rizika v čase a jejím zdrojem je procykličnost v chování finančních institucí. Průřezová dimenze odráží existenci a rozmístění systémového rizika v daném časovém okamžiku a jeho zdrojem jsou vzájemné a zřetěžené expozice mezi finančními institucemi. Více k systémovému riziku viz Frait a Komárková (2011).

finančními institucemi. Přes pasivní stranu bilance, která je tvořena zejména závazky vůči domácnostem a nefinančním podnikům, mohou mít pojišťovny přímý vliv.

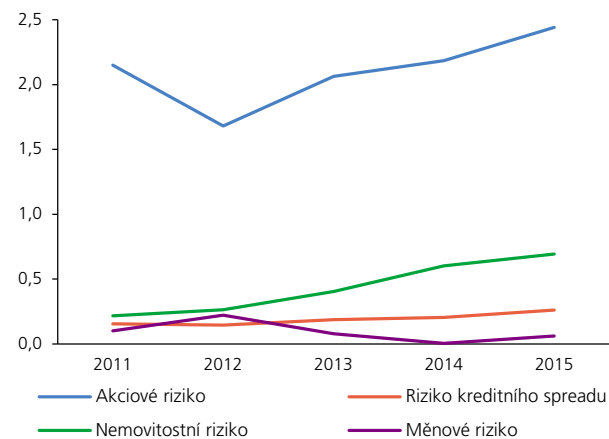
Procyklicky se mohou pojišťovny chovat při alokaci svých investic. To způsobují svým hromadným chováním, které pramení zejména z podobné struktury jejich bilancí a obchodních modelů, podobných pravidel a regulace, přílišné mechanické závislosti na benchmarkových hodnotách (např. UFR, viz část 3 článku) a úvěrových ratingech. Typickým příkladem, kdy pojišťovny posilují tvorbu cenových bublin, je honba za výnosem. V takové situaci se pojišťovny se závazkem dosáhnout garantovaného výnosu snaží kompenzovat všeobecně nízkou výnosnost bezpečných aktiv vyhledáváním rizikovější investiční příležitosti (např. investicemi do akcií, nemovitostí nebo dluhopisů s dlouhou durací). Toto chování může podpořit růst cen těchto aktiv a přispět k systémové kumulaci akciového rizika či rizika úvěrového rozpětí. Výrazné a neočekávané snížení cen aktiv může naopak pojišťovny motivovat k hromadnému výprodeji rizikovějších aktiv, čímž dojde k posílení propadu cen a zvýšení finančního napětí. Procyklické chování pojišťoven může být umocněno také specifickými produkty, které poskytují uvnitř finančního systému. Těmi mohou být půjčky cenných papírů, uložení vkladů do bank nebo zajištěné financování. Ochota a schopnost pojišťoven poskytovat likviditu (v rámci vkladů či repo obchodů) a objem jejich disponibilního finančního kolaterálu rostou ve vzestupné fázi finančního cyklu a naopak klesají v jeho sestupné fázi (Dingová et al., 2014).

Procyklicky se mohou chovat pojišťovny i v případě oceňování a poskytování samotného pojištění. Týká se to převážně pojištění neschopnosti splácet úvěr a pojištění pohledávek. Pojištění úvěrů může motivovat k podceňování úvěrového rizika a v případě pojištění hypotečních úvěrů i nemovitostního rizika. Tím dochází k posílení optimismu věřitelů a dlužníků v rostoucí fázi úvěrového cyklu. V okamžiku obratu cyklu, kdy ceny nemovitosti klesají a pravděpodobnost selhání dlužníků roste, mohou pojišťovny klesající fázi cyklu podpořit zvýšením pojistné sazby nebo výrazným omezením nabídky úvěrového pojištění. Obdobně je tomu i v případě prodeje swapu úvěrového selhání.⁸ Při uzavření tohoto produktu vzniká pojišťovně plnění v okamžiku selhání emitenta dluhového cenného papíru, který je podkladovým aktivem tohoto derivátu. Pojišťovny se při poskytování pojištění úvěrů vystavují riziku silně korelujícímu s hospodářským cyklem.

8 U českých pojišťoven se swapy úvěrového selhání v současné době nevytvářejí.

GRAF 3

VÝSLEDKY SPOLEČNÝCH ZÁTĚŽOVÝCH TESTŮ VYBRANÝCH POJIŠŤOVEN A ČNB U VYBRANÝCH RIZIK OD ROKU 2011 (pokles v % celkových aktiv vlivem šoků do cen aktiv)



Pramen: ČNB, výpočty autorů

Pozn.: Výsledky byly přepočteny pro stejné hodnoty šoků napříč v čase, aby byla zajištěna jejich vzájemná porovnatelnost. Výběr výsledků byl proto omezen na rizika, u nichž bylo možno výsledky zpětně přepočítat. Předpokládané šoky do cen aktiv: akcie -40 %, nemovitosti -20 %, CZK/EUR +13 %, korporátní dluhopisy -0,2 % až -7,7 % dle ratingu a zbytkové splatnosti. Údaje zahrnují 10 pojišťoven účastnících se společných zátěžových testů ČNB, které představují 80 % aktiv odvětví.

Následkem zvýšeného plnění z důvodu materializace úvěrových rizik mohou pojišťovny zahájit reakce na finančních trzích popsané v přechodném odstavci a dále zesílit klesající fázi úvěrového cyklu.

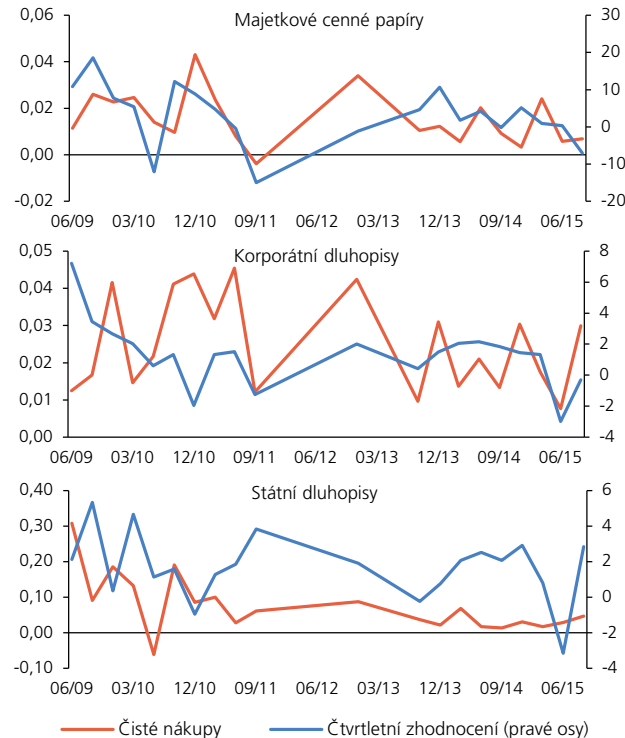
Analýzy Bank of England (2014) nebo Duijm a Bisschop (2015) ukázaly procyklické chování některých pojišťoven po splasknutí dot-com bubliny nebo po vypuknutí světové finanční krize v roce 2008 a následné dluhové krize v eurozóně. Určitou procykličnost v chování pojišťovacího sektoru pozorujeme i v ČR zhruba od roku 2012, kdy výrazně klesly tržní úrokové sazby. Setrvalé prostředí velmi nízkých až záporných výnosů z bezpečných aktiv (viz část 2.1 Zprávy) motivuje pojišťovny v ČR postupně realokovat portfolia ve prospěch akcií, nemovitostí či korporátních dluhopisů (Graf 3).⁹

Pro ověření možné procykličnosti v umísťování finančních aktiv domácími pojišťovnami byla testována závislost mezi zhodnocením investic do cenných papírů a čistou hodnotou transakcí s těmito cennými papíry. Analýze byly podrobeny

9 České pojišťovny rovněž již delší dobu omezují nabídku tradičních pojistných produktů s dlouhodobými garancemi výnosnosti a více se zaměřují na produkty s vyhlášenou garancí, jejíž výši pojišťovna v pravidelných intervalech upravuje, a na produkty investičního životního pojištění (IŽP), kde je nositelem investičního rizika pojistník. Podíl IŽP (vyjádřeno jako podíl na finančním umístění) vzrostl od roku 2011 ze 14 % na nynějších cca 17 %.

GRAF 4

FINANČNÍ UMÍSTĚNÍ ČESKÝCH POJIŠŤOVEN U VYBRANÝCH DRUHŮ AKTIV VE VZTAHU K VÝNOSNOSTI (v % finančního umístění celkem; pravá osa v %)



Pramen: Bloomberg L.P., ČNB, výpočty autorů

Pozn.: Čisté nákupy představují rozdíl nákupů a prodejů daného typu cenného papíru oceněných v účetních hodnotách. Případ, kdy dluhopis dojde splatnosti a vymizí tak z bilance je klasifikován jako prodejní transakce. Dluhopisy představují dluhové cenné papíry, tedy včetně pokladničních poukázek.

všechny transakce s majetkovými a dluhovými cennými papíry v období od března 2009 do září 2015.¹⁰ Výsledné časové řady znázorňuje Graf 4. Výše koeficientu korelace i výsledky lineární regrese naznačují statisticky signifikantní vztah mezi výnosností akciového indexu a hodnotou transakcí s majetkovými cennými papíry (které kromě akcií zahrnují také podílové listy). Ekonomický význam tohoto vztahu je však poměrně malý, neboť čtvrtletní zhodnocení akcií o 10 % se promítne ve zvýšení čistých nákupů majetkových cenných papírů v průměru pouze o 0,006 % celkových investic pojišťoven. Průměrně přitom naroste hodnota těchto aktiv za stejné období o 0,013 % hodnoty celkových investic. V případě dalších dvou kategorií aktiv nebyl statisticky

10 V rámci těchto tří kategorií byly hodnoty transakcí za uplynulé čtvrtletí sečteny tak, že transakce s výsledkem navýšení počtu daného cenného papíru v portfoliu vstupovaly s kladným znaménkem a transakce vedoucí ke snížení stavu se záporným znaménkem. Výsledný součet byl nakonec normován celkovou hodnotou investic na konci daného období. Výnosnost jednotlivých tříd aktiv byla aproximována čtvrtletním zhodnocením finančních indexů.

významný vztah za celé sledované období pozorován. Výsledky pro individuální pojišťovny nebo pro omezené časové období naznačují závislost i u těchto druhů aktiv, v některých případech však spíše negativní. Například v letech 2009–2011 došlo v souvislosti s evropskou dluhovou krizí u dluhopisů českých emitentů k poklesu výnosnosti investic. Řada českých pojišťoven (a bank) však tato aktiva v dané době nakupovala a potvrdila tak spíše proticyklické investiční chování.

Systémové riziko mohou pojišťovny zvyšovat i prostřednictvím strukturálního rizika, které je dáno především systémovou významností institucí, jejich provázaností a koncentrací jejich aktivit (Komárková et al., 2012). Šíření případných potíží pojišťoven závisí na síle konkrétních vazeb uvnitř a vně systému a na systémovém významu a množství zasažených protistran (Graf 5). Je-li pojišťovna při poskytování svých služeb uvnitř systému dominantní, může její selhání způsobit vysoké ztráty pojistníkům, věřitelům a akcionářům a ohrozit tak hladké fungování systému s následným dopadem do reálné ekonomiky. Tato situace je často spojována s případem malého počtu pojišťoven, které nabízejí komplexní produkty spadající spíše do oblasti investičního bankovníctví, u nichž je složitější odhadnout všechna s nimi spojená rizika, a tím i výši pojistného (např. americká pojišťovna AIG při prodeji swapů úvěrového selhání).

Koncentrovaná činnost pojišťovny může vznikat i v důsledku agresivní cenové politiky, kdy je z trhu specializovaných pojišťovacích produktů postupně vytlačována konkurence. V případě selhání cenově agresivní pojišťovny může dojít k narušení poskytování některých typů komerčních pojištění s dopadem do reálné ekonomiky. Zejména v dopravě či stavebnictví jsou některá pojištění nezbytná či dokonce povinná ze zákona. Pravděpodobnost tohoto scénáře se odvíjí od rychlosti a snadnosti, s jakou může být přerušena činnost pojišťovny v selhání převzata zpět konkurencí. Určité překážky by mohly představovat komplexní regulatorní a institucionální podmínky (např. zdlouhavý proces licencování) nebo i náročné požadavky na personální specializaci v konkrétních pojišťovacích segmentech. Svou roli však hraje i ziskovost, která může být vzhledem k trvale vysoké poptávce po povinném pojištění pro nového hráče atraktivní.

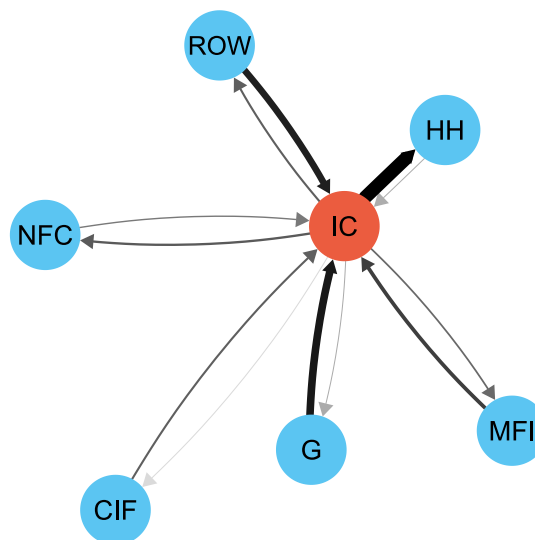
Vyšší koncentraci lze v Evropě obecně pozorovat na trhu neživotního pojištění, přičemž nejvyšší je u úvěrových produktů (ESRB, 2015b).¹¹ V ČR má vyšší koncentraci rovněž

11 Úvěrovými produkty jsou míněna pojištění schopnosti splácet úvěr (např. hypoteční) určená dlužníkům a pojištění poskytnutého úvěru (např. obchodního) určená věřitelům.

GRAF 5

PROVÁZANOST POJIŠŤOVEN V RÁMCI ČESKÉHO FINANČNÍHO SYSTÉMU

(pokles v % celkových aktiv vlivem šoků do cen aktiv)

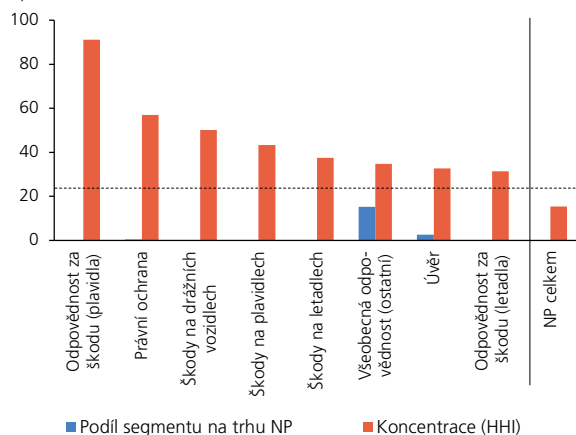
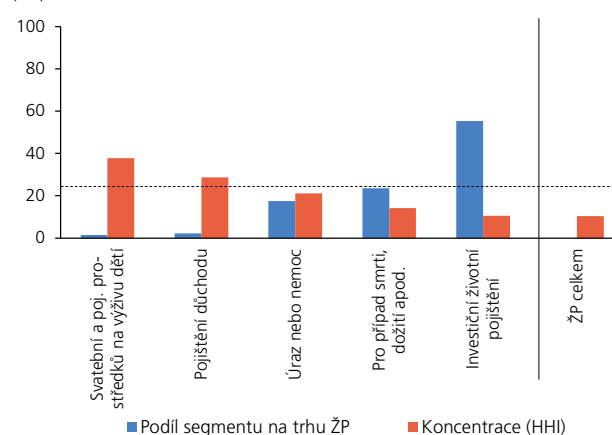


Pramen: ČNB

Pozn.: IC – pojišťovny, HH – domácnosti, G – vláda, NFC – nefinanční podniky, CIF – fondy kolektivního investování, MFI – měnové finanční instituce, ROW – nerezidenti. Šipka znázorňuje směr od dlužníka k věřiteli. Šíře šipky odpovídá objemu expozice. Na aktivech pojišťoven zahrnuti vklady, cenné papíry, úvěry a pohledávky ze zajištění. Na pasivech pojišťoven zahrnuti závazky z pojištění (technické rezervy). Z pohledávek pojišťoven za nerezidenty představuje 143 mld. Kč investice a 37 mld. Kč pohledávky za zajišťovnamí. Údaje k 30. 9. 2015.

segment neživotního pojištění, a to hned u několika produktů (Graf 6a). Podíl těchto produktů na celkovém trhu neživotního pojištění je však relativně malý. Mezi odvětvími s vyšší koncentrací má nejvyšší podíl všeobecné pojištění odpovědnosti (např. za škodu z provozní činnosti) a pojištění úvěrového rizika. U ostatních produktů, představujících více než 80 % odvětví, nebyla zvýšená koncentrace identifikována. Na trhu životního pojištění lze pozorovat zvýšenou koncentraci pouze v segmentech svatebního pojištění a pojištění důchodu. Ani tyto segmenty však nemají systémový význam (Graf 6b).

Pojišťovny mohou teoreticky šířit finanční nákladu i nepřímo prostřednictvím výprodeje aktiv kryjících technické rezervy. Na trzích s nižší obchodní aktivitou v poměru k velikosti držby pojišťoven mohou výprodeje pojišťoven spustit náhlý pokles cen. Ten svou zpětnou vazbou nejen dál zhorší situaci pojišťoven a zvýší jejich riziko selhání, ale může přivodit obtíže i dalším finančním institucím. Celkovou zranitelnost pojišťoven vůči investičním rizikům může snížit diverzifikace portfolia. V období finančních krizí avšak bývají ceny finančních nástrojů korelovány a případná diverzifikace ve prospěch rizikovějších aktiv může přinést spíše vyšší ztráty. Značné výkyvy na finančních trzích mohou prostřednictvím

GRAF 6
KONCENTRACE VE VYBRANÝCH SEGMENTECH POJIŠŤNÉHO TRHU V ČR
a) Neživotní pojištění
(v %)

b) Životní pojištění
(v %)


Pramen: ČNB, výpočty autorů

Pozn.: Koncentrace měřena pomocí Herfindahlova–Hirschmanova indexu (HHI), vyjadřujícího součet druhých mocnin tržních podílů stanovených na základě hrubého předepsaného pojistného. Výběr zachycuje pouze odvětví s nejvyšší koncentrací. Přerušovaná čára vyznačuje hranici 25 %, která symbolizuje nadměrnou míru koncentrace.

tržně přeceňovaných aktiv v bilancích pojišťoven vést ke zvýšené volatilitě kapitálu a dlouhodobější masivní propady mohou dokonce způsobit nedostatečné krytí technických rezerv a vést až k insolvenčnímu pádu pojišťovny (viz případ německé životní pojišťovny Mannheimer Lebensversicherung s vysokým podílem akcií nebo kalifornské pojišťovny Executive Life s investicemi do rizikových korporátních dluhopisů).

Pojišťovací sektor má v Evropě velmi silnou vazbu na svrchovaný sektor a ostatní finanční instituce. Pojišťovny působící v ČR drží ve své bilanci téměř 11 % českých státních dluhopisů (MFČR, 2016, Graf 7). Pokud by pojišťovny zahájily výprodeje těchto dluhopisů, mohly by za určitých okolností významně zasáhnout celý finanční systém prostřednictvím ztrát z přecenění a zvýšením nákladů financování, zejména pak pro vládu. Znatelně nižší dopad by byl prostřednictvím majetkových cenných papírů nebo trhu korporátních dluhopisů. Jejich význam však v bilancích pojišťoven mírně narůstá. Pojišťovny jsou s bankovním sektorem propojeny i přímo prostřednictvím vkladů. V Evropě tvoří vklady u bank asi 8 % aktiv pojišťoven, v ČR je to okolo 5 %. Na celkových vkladech bank je podíl vkladů pojišťoven malý, v ČR jen okolo 1 % a v EA okolo 3 %. Tyto úvěrové linky jsou zejména v dobách tržního napětí velmi rychle uzavřeny. Banky je proto nepovažují za stabilní zdroj financování a v rámci řízení svého likviditního rizika jim přiřazují vysoké odtokové váhy (Komárková et al., 2016).

Spíše, než selhání jedné významné pojišťovny, je pravděpodobnější vznik závažných kolektivních potíží pojišťoven

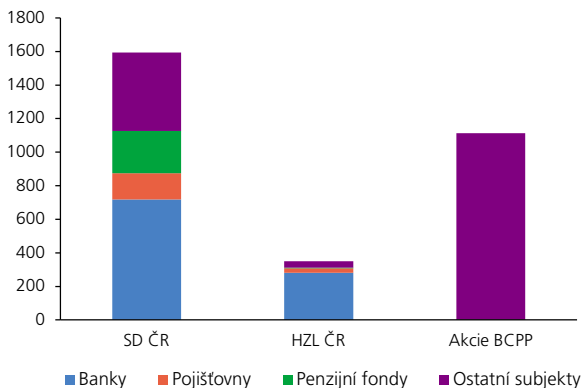
s podobnými rizikovými expozicemi. Odolnost celého sektoru je proto pravidelně posuzována prostřednictvím zátěžových testů. Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (EIOPA, 2014) testuje odolnost evropských pojišťoven vůči tzv. scénáři „double hit“. Tento obávaný scénář předpokládá současný dopad šoků na obě strany bilance pojišťoven. Typickým příkladem je nepříznivý vývoj cen aktiv v portfoliu pojišťoven kombinovaný s růstem účetní hodnoty technických rezerv u životního pojištění z důvodu velmi nízkých úrokových sazeb užitých k jejich ocenění.¹² U neživotních pojišťoven je pak nepříznivý vývoj cen aktiv kombinován s opakovanými živelnými katastrofami. Podobné scénáře používá při zátěžovém testování českých pojišťoven i ČNB, a to již od roku 2010 (Komárková a Gronychová, 2012). Řízení sladění aktiv a závazků je ČNB posuzováno z mikro- i makrobezpečnostního hlediska. Doposud výsledky testů ukazují vysokou odolnost sektoru jako celku vůči simulovaným šokům (viz ZFS počínaje rokem 2009).

12 Důvod, proč dlouhodobě nízké sazby způsobují nárůst hodnoty závazků, souvisí se způsobem oceňování. Při ocenění je odhad ve smlouvách garantovaných budoucích pojistných plnění diskontován aktuálními bezrizikovými výnosovými mírami. Pokles sazeb tak povede k růstu současné hodnoty plnění. Jinak řečeno, při nižších výnosových mírách je pro pojišťovnu nákladnější splnit své budoucí závazky.

GRAF 7

PODÍL ČESKÉHO FINANČNÍHO SEKTORU NA DRŽBĚ ČESKÝCH CENNÝCH PAPIŘŮ

(mld. CZK, k 30. 9. 2015)



Pramen: ČNB, MFČR, BCPP, výpočty ČNB

Pozn.: Z akcií kótovaných na pražské burze (BCPP) drží české pojišťovny 1,8 mld., banky 578 mil. a penzijní fondy 346 mil. Položka "ostatní subjekty" zahrnuje kromě dalších českých finančních institucí i nefinanční instituce a zahraniční subjekty.

3. FINANČNÍ STABILITA A SOLVENTNOST II

V lednu 2016 vstoupila v platnost směrnice EU Solventnost II (dále jen SII), jejímž cílem je zavést harmonizovaný rizikově orientovaný regulační rámec pro evropské pojišťovací společnosti. Jednou z hlavních změn v kvantitativní oblasti regulace (tj. v Pilíři 1) je odvozování kapitálového požadavku od rizikového profilu pojišťovny. Zatímco dosavadní regulační rámec (Solventnost I) odvozoval požadovanou výši kapitálu pouze od objemu předepsaného pojistného a technických rezerv, nově se zohledňují i rizika plynoucí z finančního umístění a rizikovitosti pojistné činnosti. To má zajistit, že pojišťovny čelící vyššímu investičnímu riziku, budou držet vyšší kapitál.

Druhou významnou změnou je odstranění požadavku na složení investičních portfolií pojišťoven ze strany jednotlivých národních autorit.¹³ Pojišťovny mohou nyní investovat volně, avšak s ohledem na požadavek obezřetnosti („prudent person principle“). Jinými slovy, musejí přijímat pouze takové investiční riziko, které budou schopny řídit a krýt dostupným kapitálem.

13 V ČR byly tyto požadavky upraveny vyhláškou ČNB 434/2009. Například finanční umístění do kótovaných akcií nesmělo souhrnně přesáhnout 10 % hodnoty technických rezerv, u nemovitostí, kótovaných komunálních dluhopisů a dluhopisů nefinančních podniků 20 %, u bankovních vkladů a kótovaných dluhopisů vydaných bankami (včetně HZL) 50 % a u státních dluhopisů 100 %.

Třetí významnou změnu přináší způsob oceňování aktiv a závazků. Pro regulační účely se nově vyžaduje tržně konzistentní přecenění celé rozvahy pojišťovny, tedy i závazků z pojistných smluv.¹⁴ Tržně konzistentní oceňování umožní posoudit aktuální pozici pojišťovny pro případ, kdyby bylo nutné přistoupit k realizaci aktiv a závazků. Tato změna však může vést k vyšší volatilitě regulačního a dostupného kapitálu pojišťovny a k zesílení procykličnosti v jejím hospodaření. Neboť i přechodný pokles cen aktiv se plně odrazí v poklesu její solventnosti, což může vést k reakcím sektoru popsáných v předchozí části článku. SII proto přináší několik opatření, která mají tyto nezamýšlené efekty zmírnit (ESRB, 2015a). Za pozornost stojí zejména způsob konstrukce tzv. bezrizikové výnosové křivky a dále balíček opatření souhrnně označovaných jako „Long Term Guarantee Package“.

3.1 Koncept bezrizikové výnosové křivky a konečné forwardové sazby

Přístup SII k tvorbě technických rezerv spočívá ve výpočtu nejlepšího odhadu současné hodnoty závazků z pojistných smluv a rizikové přírážky. K diskontování odhadnutých peněžních toků pojistných plnění slouží jednotná referenční bezriziková výnosová křivka, kterou pro každou měnu a členskou zemi s měsíční frekvencí sestavuje a publikuje EIOPA. Křivka je odvozena z tržních cen, avšak při její konstrukci byl kladen důraz na maximální očistění o tržní rizikovou prémii. S ohledem na možnou nenulovou prémii za riziko nízké tržní likvidity byl ve spolupráci s národními autoritami sestaven koš podkladových finančních nástrojů, jejichž trhy splňují přísné požadavky na dostatečnou hloubku, likviditu a transparentnost. K sestavení referenční výnosové křivky pro českou korunu byly vybrány korunové úrokové swapy ve splatnostech 1–15 let.¹⁵ Pro potřeby diskontování peněžních toků na delších splatnostech je pro nedostatek likvidních nástrojů v případě většiny světových měn (včetně české koruny) křivka extrapolována podle jednotné metodiky navržené EIOPA.

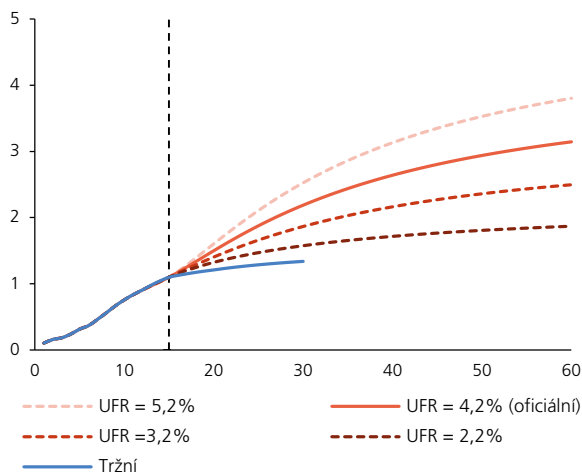
Tato metodika extrapolace je postavena na základním předpokladu ploché forwardové křivky od splatnosti 60 let dále. Na tomto horizontu je forwardová křivka zafixována na hodnotě odpovídající tzv. konečné forwardové sazbě („ultimate forward rate“, dále jen UFR). UFR je pro českou

14 K prosinci 2015 představovalo portfolio českých pojišťoven oceňované netržně (tzv. naběhlou hodnotou) 65 mld. Kč, což odpovídá 30 % jejich celého dluhopisového portfolia.

15 Na výběru koše nástrojů z pohledu jejich likvidity se podílela v rámci tzv. DLT testu pořádaného EIOPA společně s dalšími národními orgány i ČNB. Z důvodu absence obchodů byly ve výsledném výběru vynechány swapy na splatnostech 11, 13 a 14 let (EIOPA, 2015).

GRAF 8
SROVNÁNÍ REFERENČNÍ KŘIVKY PRO CZK PŘI RŮZNÉ VOLBĚ UFR

(osa x: splatnost v letech, osa y: %, data k 30. 10. 2015)

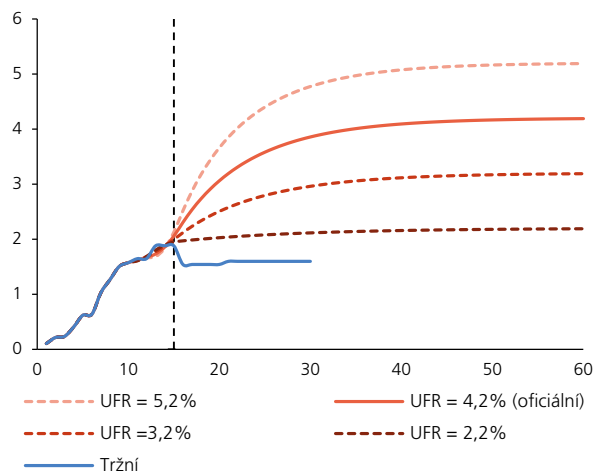


Pramen: EIOPA, Bloomberg L. P., výpočty ČNB

Pozn.: Svislá přerušovaná čára vyznačuje poslední splatnost, která byla ve všech případech vzata z trhu (tzv. LLP; 15 let). Červené křivky představují křivku zkonstruovanou podle metodologie EIOPA. "Tržní" křivka užívá obchodované splatnosti až do 30 let, kdy na jednotlivých intervalech mezi obchodovanými splatnostmi se předpokládají neměnné forwardové sazby (tzv. metoda Fama-Bliss). Konzistentně s referenční křivkou sníženy vstupní kotace o 10 bps (tzv. CRA), adresující úvěrové riziko mezibankovního trhu.

GRAF 9
SROVNÁNÍ JEDNOLETÉ FORWARDOVÉ KŘIVKY VYPLÝVAJÍCÍ Z REFERENČNÍ KŘIVKY PRO CZK PŘI RŮZNÉ VOLBĚ UFR

(osa x: splatnost v letech, osa y: %, data k 30. 10. 2015)



Pramen: EIOPA, Bloomberg L. P., výpočty ČNB

Pozn.: Svislá přerušovaná čára vyznačuje poslední splatnost, která byla ve všech případech vzata z trhu (tzv. LLP; 15 let). Červené křivky představují křivku zkonstruovanou podle metodologie EIOPA. "Tržní" křivka užívá obchodované splatnosti až do 30 let, kdy na jednotlivých intervalech mezi obchodovanými splatnostmi se předpokládají neměnné forwardové sazby (tzv. metoda Fama-Bliss). Konzistentně s referenční křivkou byly sníženy vstupní kotace o 10 bps (tzv. CRA), adresující úvěrové riziko mezibankovního trhu.

korunu, stejně jako pro většinu evropských měn včetně eura, stanovena s použitím expertního úsudku na úrovni 4,2 %. Tento úsudek se opírá o pozorování průměrné dlouhodobé reálné úrokové míry vybraných klíčových světových měn za posledních 50 let (2,2 %) a očekávané inflaci (inflační cíl ECB blízko 2 %).

Přestože UFR popisuje chování referenční křivky ve velmi vzdálené budoucnosti, dle odhadů ČNB je celá referenční křivka vzhledem k metodice její konstrukce na volbu hodnoty UFR velmi citlivá (Grafy 8, 9 a 10). Už na splatnostech v rozmezí 15 až 60 let dochází k poměrně rychlé konvergenci k UFR, přičemž výpočet mírně ovlivní i likvidní část křivky na splatnostech do 15 let (Graf 9). Výše UFR má nezanedbatelný dopad na hodnotu závazků pojišťoven působících v ČR. Vyšší UFR zvyšuje diskontní míru, a tím snižuje současnou hodnotu odhadovaných budoucích pojistných závazků. Jinými slovy, pokud by byla skutečná výnosnost bezrizikových aktiv v budoucnu nižší, než udává referenční výnosová křivka, došlo by k podhodnocení technických rezerv. Vzniká tím riziko, že pojišťovna nebude schopna dostát svým závazkům, a to zejména v prostředí dlouhodobě nízkých výnosů.

Grafy 8 a 9 znázorňují vliv výše UFR (a tedy potenciální chyby ve stanoveném parametru UFR) na celkovou korunovou výnosovou křivku. Graf 11 ilustruje vliv volby UFR na současnou hodnotu pojistných závazků českých pojišťo-

ven. Je zřejmé, že rozsah toho rizika není v případě českých pojišťoven prozatím kritický, neboť hodnota pojistných závazků českých životních pojišťoven se zbytkovou splatností nad 15 let je oproti hodnotám v jiných evropských ekonomikách relativně nízká (Graf 2). Lze však očekávat, že tento stav je pouze dočasný a trh životního pojištění v ČR bude dále postupně konvergovat k trhům ekonomik západní Evropy včetně prodlužování délky smluv životního pojištění.

Vzhledem k probíhající diskusi nad touto metodologií bude EIOPA prověřovat adekvátnost stanovení UFR a v budoucnu tak může přikročit k úpravě její výše. Do konce roku 2016 je však avizováno ponechání stávající hodnoty.

3.2 Balíček opatření týkající se dlouhodobých garancí

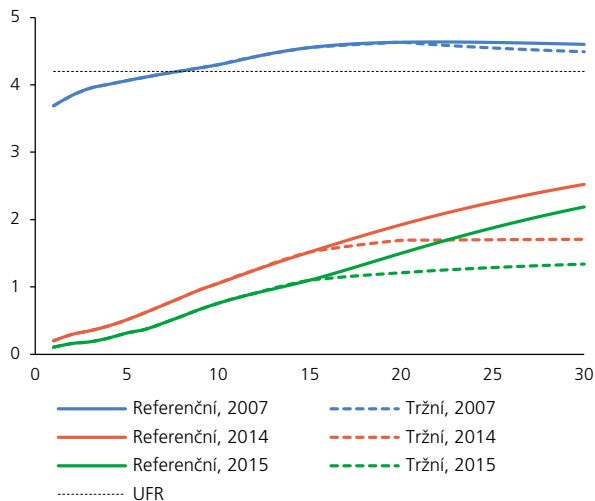
Co se týče oceňování na straně aktiv, dosud měly pojišťovny podle pravidel Solventnosti I možnost oceňovat dluhové cenné papíry držené do splatnosti netržně, tzv. naběhlou hodnotou.¹⁶ To se v případě českých pojišťoven týkalo státních dluhopisů ČR nebo zemí s ratingem stejným nebo

16 Při oceňování naběhlou hodnotou se v momentu nákupu stanoví efektivní úroková míra, kterou se nabývací cena rovná současné hodnotě peněžních toků (kupónů a jistiny), které nástroj přináší. Následně pak touto měrou roste (nebo klesá) účetní hodnota nástroje. Realizované výplaty peněžních toků se pak od této hodnoty odečítají. Efektivní úroková míra odráží tržní podmínky v momentu nabytí nástroje, nerefluktuje ale změny tržních podmínek v průběhu životnosti nástroje.

GRAF 10

SROVNÁNÍ REFERENČNÍ A TRŽNÍ KŘIVKY PRO CZK V ČASE

(osa x: splatnost v letech, osa y: říjen příslušného roku)



Pramen: EIOPA, Bloomberg L.P., výpočty ČNB

Pozn.: UFR vyznačuje hodnotu spotové sazby, ke které referenční křivky konvergují. "Referenční" křivky jsou zkonstruovány podle metodologie EIOPA při oficiálním UFR = 4,2. "Tržní" křivka užívá obchodované splatnosti až do 30 let, kdy na jednotlivých intervalech mezi obchodovanými splatnostmi se předpokládají neměnné forwardové sazby (tzv. metoda Fama-Bliss). Konzistentně s referenční křivkou sníženy vstupní kóty o 10 bps (tzv. CRA), adresující úvěrové riziko mezibankovního trhu.

vyšším, než má ČR. V SII je však pro regulační účely tato možnost oceňování zrušena. Místo toho jsou součástí evropské implementace SII další opatření ke snížení citlivosti bilančí pojišťoven na některá tržní rizika. Souhrnně jsou označovány jako balíček opatření týkající se dlouhodobých garancí („Long Term Guarantee Package“). Patří k nim zejména *vyrovňovací úprava* („matching adjustment“, dále jen MA) a *koeficient volatility* („volatility adjustment“, dále jen VA).

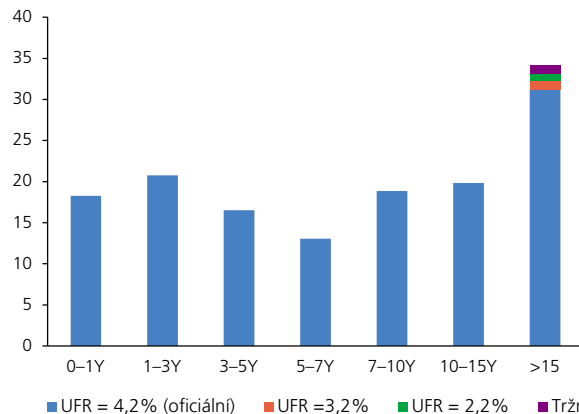
MA chrání pojišťovny před volatilitou tržních cen tím, že umožňuje u vybraných částí bilance upravit bezrizikovou výnosovou křivku tak, aby lépe odrážela výnos aktiv použitých ke krytí závazků (technických rezerv životního pojištění). Možnost využít MA podléhá předepsaným kritériím na očekávané peněžní toky plynoucí z relevantních aktiv a závazků dané pojišťovny a musí být schváleno národní dohledovou autoritou.

Podobně i VA umožňuje úpravu bezrizikové výnosové křivky, tak aby byl reflektován vývoj na trzích finančních aktiv, která slouží ke krytí technických rezerv. VA je odvozeno od rozdílu mezi výnosem použité bezrizikové křivky a výnosem tzv. referenčního portfolia, které reprezentuje celkovou skladbu finančního umístění pojišťoven v dané členské zemi (EIOPA, 2015). Na rozdíl od MA je tedy společný pro všechny pojišťovny v dané zemi a s danou měnou. Upravenou bezrizikovou křivku vypočítává a zveřejňuje každý měsíc EIOPA.

GRAF 11

SPLATNOSTNÍ PROFIL POJIŠŤOVNÍCH ZÁVAZKŮ Z ŽIVOTNÍHO POJIŠTĚNÍ V ČR A VLIV UFR

(osa x: zbytková splatnost v letech, osa y v mlrd. Kč; k 31. 12. 2014)



Pramen: ČNB

Pozn.: Hodnoty na vodorovné ose představují současnou hodnotu budoucích závazků spadajících do příslušného splatnostního koše při použití různých bezrizikových křivek popsanych v Grafu 8. Volba UFR ovlivní splatnostní koše do 15 let zcela minimálně, vliv UFR tak lze viditelně pozorovat pouze u splatnostního koše nad 15 let. Údaje zahrnují 10 pojišťoven účastnících se společných zátěžových testů ČNB, které představují 80 % aktiv odvětví. Investiční životní pojištění není zahrnuto.

Tento způsob dodatečných úprav regulačních pravidel však může přinášet nová specifická rizika. Zejména VA bude mít vzhledem ke své konstrukci jednostranný dopad do kapitálové pozice pojišťoven. Jelikož je upravená referenční výnosová křivka s VA v naprosté většině situací vyšší než křivka bez této úpravy, má úprava tendenci uvolňovat dostupný kapitál v době ekonomického poklesu (kdy rostou rizikové prémie a tedy i rozdíl mezi výnosy rizikových a bezrizikových aktiv a s tím i VA), aniž by odpovídajícím způsobem snižovala dostupný kapitál v době hospodářského růstu. Napříč cyklem tak budou moci pojišťovny v průměru držet méně kapitálu než bez tohoto opatření.

Dalším nezamýšleným dopadem využívání VA může být deformace investiční strategie pojišťoven plynoucí ze snahy využít VA při optimalizaci hospodářských výsledků. Jelikož je VA počítán jako rozdíl průměrného výnosu portfolia celého sektoru pojišťoven oproti bezrizikovému výnosu, mohou jednotlivé pojišťovny maximalizovat kapitálovou úlevu z VA, pokud jejich portfolio bude maximálně konzervativní oproti agregátnímu portfoliu celého sektoru. Pojišťovna v takové situaci totiž dosahuje výnosu z rozdílu mezi skutečnou tržní hodnotou závazků a hodnotou při uplatnění VA tak jako její konkurenti na trhu, ale zároveň má oproti konkurenci bezpečněji umístěná finanční aktiva a tedy nižší kapitálové požadavky. VA však v takovém případě příliš nereflektuje volatilitu cen aktiv této pojišťovny a neplní tak svoji původní funkci. Pokud tuto strategii bude následovat více pojišťoven, může toto pokřivení v rozhodování teoreticky vést

k významnému vychýlení od původně optimální alokace finančních aktiv. Ačkoliv z pohledu finanční stability a dohledu je konzervativní skladba finančního umístění spíše pozitivním jevem, z pohledu regulátora by se jednalo pravděpodobně o nezamýšlené důsledky.

Třetím diskutabilním prvkem je možnost využití interních modelů pro odhad VA na ročním horizontu. Vzhledem k tomu, že interní modely pro stanovení solventnostního kapitálového požadavku obvykle pracují s předpokladem poklesu cen finančních aktiv, bude i VA ve většině případů na daném horizontu modelován vyšší.¹⁷ A jelikož vyšší VA znamená nižší hodnotu technických rezerv, představuje využití těchto modelů pro pojišťovny možnost systematického snižování kapitálových požadavků ve srovnání s pojišťovnami, které budou aplikovat standardní vzorec.

4. MAKROBEZŘETNOSTNÍ OPATŘENÍ

Zavedením nového regulačního rámce SII byl výrazně zúžen prostor pro diskreci národních autorit. V předchozím přístupu (SI) měly národní autority možnost ovlivňovat pojišťovny pomocí (1) investičních limitů, (2) povinné tvorby rezerv k rizikům nízkých úrokových měr, (3) stanovení maxima pro technickou úrokovou míru užitou při oceňování, (4) volby oceňovací metody, která nevyžaduje přeceňování podle vývoje na trzích a (5) zvýšení minimálního kapitálového požadavku. Některé země (např. USA, Švýcarsko a 6 zemí EU) těchto nástrojů v posledních 10 letech využily (ESRB, 2015a). O možnost jejich použití, a to jak na mikrobezpečnostní úrovni, tak za účelem podpory finanční stability systému, národní autority nyní přicházejí.

Národní dohledová autorita má ověřovat, zda jsou pojišťovnou podstoupená rizika vhodně reflektována v kapitálovém požadavku vypočítaném podle standardního vzorce. Pokud tomu tak není, má dohledový orgán možnost nařídit zavedení interního modelu nebo stanovit instituci dodatečný kapitálový požadavek. Regulace však neumožňuje, a to ani v Pilíři 2, aby byl tento dodatečný kapitálový požadavek vytvořen za účelem krytí systémových rizik.

Kromě možného nedostatku prostoru pro diskreční opatření z pohledu makrobezpečnostní politiky byla tato situace

identifikována ESRB jako riziko regulační arbitráže. V rámci finančních skupin spjatých bank a pojišťoven by například mohlo docházet k nežádoucímu převádění rizikovějších aktivit do pojišťovacího sektoru. V rámci evropských dohledových orgánů jsou proto navrhovány nástroje makrobezpečnostního charakteru, které by pomohly omezit systémová rizika (viz část 2 článku) a rizika regulační arbitráže v pojišťovnictví. Jde především o nástroje k dodatečnému navýšení kapitálu nad rámec mikrobezpečnostních požadavků (jako např. polštář pro systémově významné instituce a CCyB), omezení (či tzv. „ring-fencing“) netradičních obchodních aktivit, rozšíření monitorování likvidity a zavedení jednotného rámce obnovy, restrukturalizace a řešení krizí. Tyto návrhy víceméně kopírují makrobezpečnostní nástroje již aplikované v bankovníctví, zatím jsou však v rané fázi vývoje (ESRB, 2015b).

5. ZÁVĚR

Pojišťovací sektor na sebe přijímá idiosynkratická rizika jednotlivých subjektů, čímž snižuje celkovou nejistotu v ekonomice a v obecné rovině přispívá k ekonomickému rozvoji. Na rozdíl od některých inovativních rizikových aktivit pojišťoven (jako je např. prodej swapů úvěrového selhání) nepředstavuje činnost pojišťoven postavená na tradičních pojišťovacích obchodních modelech sama o sobě významnější zdroj systémového rizika. Za určitých okolností však může být jejich homogenní chování v rámci systému procyklické, a to zejména při alokaci investic v období dlouhodobě velmi nízkých či dokonce záporných úrokových sazeb. Zdroj rizika může pramenit i z vysoké koncentrace v některých pojišťovacích segmentech, jelikož případné narušení poskytování některých typů povinných komerčních pojištění by mohlo mít závažný dopad do fungování reálné ekonomiky.

Z provedených analýz vyplývá, že české pojišťovny nejsou v současnosti významným zdrojem systémového rizika. Hlavním důvodem je jejich zaměření na tradiční pojišťovací produkty, omezený nesoulad mezi durací aktiv a pojistných závazků a poměrně konzervativní složení investičního portfolia. Při pohledu na portfolia jednotlivých institucí lze konstatovat, že v současném prostředí nízkých úrokových sazeb se pojišťovny snaží kompenzovat všeobecně nízkou výnosnost bezpečných aktiv změnou produktové skladby a vyhledáváním výnosnějších, ale rizikovějších investičních příležitostí. Potenciální nepříznivý vývoj cen těchto aktiv kombinovaný s růstem hodnoty závazků (v důsledku dlouhodobě nízkých úrokových sazeb nebo opakovaných živelných katastrof) by se mohl negativně projevit v jejich hospodaření. Odolnost vůči takovým scénářům je pravidelně

¹⁷ Pokles cen rizikových finančních aktiv znamená zároveň nárůst požadovaných výnosů u těchto aktiv z titulu nárůstu rizikové prémie. V rámci interního modelu tak proto dochází k dalšímu zvyšování rozdílu mezi požadovanými výnosy rizikových aktiv a bezrizikovým výnosem, a tedy i k růstu VA.

hodnocena v rámci zátěžových testů ČNB a EIOPA. Doposud výsledky testů ukazují vysokou odolnost českého pojišťovacího sektoru jako celku vůči simulovaným šokům. Tyto testy pak slouží také jako nástroj k ověření dopadu probíhajících regulatorních změn, zejména pak změn v oceňování aktiv a závazků včetně popsanych nezamýšlených důsledků.

LITERATURA

BANK OF ENGLAND (2014): *Procyclicality and structural trends in investment allocation by insurance companies and pension funds*, Discussion paper, Bank of England and Procyclicality Working Group, červenec 2014.

DINGOVÁ, V., HAUSENBLAS, V., KOMÁRKOVÁ, Z. (2014): *Finanční zajištění a finanční stabilita*, ČNB, Zpráva o finanční stabilitě 2013/2014.

DUIJM, P., BISSCHOP, S. S. (2015): *Short-termism of long-term investors? The investment behaviour of Dutch insurance companies and pension funds*, DNB Working Paper 489, De Nederlandsche Bank, prosinec 2015.

ESRB (2015a): *Macroprudential policies and instruments to mitigate or prevent systemic risks*, Annex 6 of the Report on systemic risks in the EU insurance sector. European Systemic Risk Board, prosinec 2015.

ESRB (2015b): *Report on systemic risks in the EU insurance sector*, European Systemic Risk Board, prosinec 2015.

EIOPA (2014): *EIOPA Insurance stress test 2014*. European Insurance and Occupational Pensions Authority, listopad 2014.

EIOPA (2015): *Technical documentation of the methodology to derive EIOPA's risk-free interest rate term structures*, European Insurance and Occupational Pensions Authority, prosinec 2015.

FRAIT, J., KOMÁRKOVÁ, Z. (2011): *Finanční stabilita, systémové riziko a makrobezpečnostní politika*, ČNB, Zpráva o finanční stabilitě 2010/2011.

GOLLIER, CH. (2015): *Long-term savings: the case of life insurance in France*, Banque de France, Financial stability review 19, duben 2015.

MFČR (2016): *Dluhová statistika*, Ministerstvo finance ČR, dostupné z <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/dluhova-statistika>

KOMÁRKOVÁ, Z., HAUSENBLAS, V., FRAIT, J. (2012): *Systémově významné instituce – jak je identifikovat?*, ČNB, Zpráva o finanční stabilitě 2011/2012.

KOMÁRKOVÁ, Z., GRONYCHOVÁ, M. (2012): *Models for Stress Testing in the Insurance Sector*, ČNB Research and Policy Notes 2/2012.

KOMÁRKOVÁ, Z., RUSNÁK, M., HEJLOVÁ, H. (2016): *Vztah likviditního a úvěrového rizika v zátěžových testech likvidity ČNB*, ČNB, Zpráva o finanční stabilitě 2015/2016.