

# **TERORISMUS A JEHO MOŽNÉ DŮSLEDKY NA POJIŠŤOVNICTVÍ**

**Pavel Kohout**

## **Policy Paper č. 5**

Mezinárodní konference  
**“Business and Security: Who Will Pay the Price?”**  
Praha, 10. – 12. října 2005

# Terorismus a jeho možné důsledky na pojišťovnictví

Pavel Kohout<sup>1</sup>

## ÚVOD

Katastrofa 11. září 2001 obrátila pozornost na pojišťovnictví. Vyskytly se úvahy, zda terorismus může ohrozit stabilitu tohoto finančního odvětví. Problematika ekonomických důsledků terorismu se však obvykle příliš zužuje na téma přímých škod způsobených bombovými či jinými útoky. Ve skutečnosti jsou tyto přímé škody prakticky zanedbatelné. Hodnota veškerých pojistných plnění způsobených teroristickými útoky za posledních sto let je vzhledem k celkovému objemu všech plnění tak malá, že ani nestojí za zmínku. Žádnou pojišťovnu na světě ještě terorismus nepřivedl k bankrotu. Skutečný problém představují nepřímé důsledky terorismu. Tyto nepřímé důsledky mohou být z hlediska ekonomického laika velmi nečekané. Proto je jim věnován tento materiál.

## VLIV TERORISMU NA EKONOMIKU

Může terorismus způsobit Západu závažné makroekonomické škody? Ano, může. Naplní-li se nejhorší scénáře, mohou škody zanedlouho dosahovat až stovek miliard euro ročně.

Západní Evropu zatím terorismus vážně ekonomicky nepostihl. Materiální škody byly zanedbatelné, ztráty na životech rovněž. Finanční trhy a burzy doposud reagovaly na zprávy o atentátech nanejvýše drobným zakolísáním v trvání nanejvýše desítek minut. Zatím nic nenasevňuje, že by teroristé mohli vykolejit vlak hospodářského růstu.

Teroristé tuto moc bohužel mají. Bylo by pošetilé podceňovat nepřítele a jeho taktiku. Plánovači atentátů vědí, že bezprostřední škody jsou zanedbatelné ve srovnání se škodami na psychice společnosti. Růst každé ekonomiky je dán kromě jiného i očekáváním veřejnosti ohledně budoucnosti. Komu se podaří veřejnosti vštípit očekávání strachu a nejistoty, dosáhne tím oslabení spotřebitelské poptávky a investic. Strach z terorismu může mít ničivější ekonomické důsledky než otevřená válka.

Že to není jen teorie, ukazují ekonomové Zvi Eckstein a Daniel Tsiddon ve výzkumné publikaci Makroekonomické důsledky teroru: Teorie a izraelská praxe. (Eckstein, Zvi & Tsiddon, Daniel, 2004. "Macroeconomic Consequences of Terror: Theory and the Case of Israel," CEPR Discussion Papers 4427) „Teror má velký dopad na ekonomiku. Trvalý teror, který si vyžádá počet obětí srovnatelný s počtem obětí dopravních nehod, může snížit úroveň spotřeby zhruba o pět procent. Kdyby Izrael netrpěl v posledních třech letech teroristickými útoky, mohl by podle našich odhadů mít nejméně o 10 % vyšší ekonomickou výkonnost,“ uvádějí autoři práce publikované v roce 2004 – v roce, kdy bezpečnostní bariéra terorismus na izraelském území najednou téměř odstranila.

V roce 2000 dosahovala izraelská ekonomika zhruba 55 % výkonnosti americké ekonomiky v přepočtu na obyvatele. V roce 2003 její relativní výkonnost poklesla na 45 % úroveň USA.

---

<sup>1</sup> Pavel Kohout je analytikem PPF.

Následky palestinského terorismu byly pro ekonomiku ničivější než náklady na války v letech 1967 a 1973. Podílely se na nich také velmi vysoké náklady na bezpečnost, které z makroekonomického hlediska patří mezi nejméně produktivní výdaje vůbec. Teror ale přinesl neštěstí i normálním Palestincům: jejich životní úroveň teroristickou kampaní silně utrpěla.

Kdyby západní Evropa byla vystavena vlně terorismu svojí délkou a intenzitou srovnatelné s palestinskou „intifádou“, mohly by nepřímé škody dosahovat až stovek miliard euro ročně. Obdobná řádová čísla v dolarech lze uvést pro Severní Ameriku.

## **VLIV VÁLKY PROTI TERORISMU NA EKONOMIKU**

Válka proti terorismu není jen propagandistický slogan. Jde o skutečný ozbrojený konflikt, který si již vyžádal dvě invaze a probíhající vojenskou okupaci Iráku. Nechme stranou politické, morální a strategické aspekty války proti terorismu, jimž je obvykle věnována největší pozornost. Soustředme se výlučně na její ekonomické důsledky.

Během 20. století jsme mohli pozorovat v zásadě tři možné scénáře vlivu války na vyspělou ekonomiku za předpokladu, že se hlavní část konfliktu odehrává mimo území dané ekonomiky. Lze hovořit o (a) scénáři druhé světové války; (b) scénáři vietnamské války; (c) scénáři první války v Perském zálivu. Zároveň lze ukázat, že ani jeden z těchto scénářů plně neodpovídá současným realitám. Nejprve však provedme historickou rekapitulaci.

### ***Scénář „Druhá světová válka“***

Největší válečný konflikt 20. století měl velmi pozoruhodné ekonomické souvislosti a velmi významné následky pro investory vlastníci akcie a dluhopisy. Vývoj byl zhruba následující:

- **Úrokové míry** byly během 2. světové války velmi nízké. Federální rezervní systém sledoval velmi uvolněnou měnovou politiku – když se bojuje, jdou inflační cíle i jiné bohubilé úmysly centrálních bank stranou. Hlavní věc je mobilizovat všechny prostředky. Kdyby nepřítel vyhrál, nebyla by jakkoli skvělá měnová politika nic platná.
- **Fiskální politika** byla ve 40. letech rovněž uvolněná. Nemá cenu sledovat disciplínu státního rozpočtu, když se jedná o existenci samotného státu. („Bankéři váží zlato na gramy, my ho vážíme na tuny,“ řekl jeden z vědců pracujících na vývoji atomové bomby v Los Alamos.)
- **Akcie** bezprostředně po napadení přístavu Pearl Harbor oslabily, během necelého roku se však jejich kursy opět vzhopily. Zisky společností totiž rostly v důsledku válečných zakázek rostly a s nimi i kursy akcií.
- **Ceny dluhopisů** zůstávaly v průběhu 40. let na velmi stabilní úrovni, protože byly investory chápány jako „bezpečný přístav“ – investice s nízkou volatilitou a s jistou návratností.
- **Ceny komodit** byly regulované státem a strategické materiály byly z velké části na přiděl.

Kombinace všech těchto faktorů je samozřejmě silně proinflační. Inflace se nemusejí tolik obávat akcionáři, protože zisky podniků rostou společně s inflací. Majitelé dluhopisů se inflace rovněž příliš neobávali, protože se domnívali, že po 2. světové válce se stane totéž, k čemu docházelo po skončení válek dříve v historii: vláda sníží objem peněz v ekonomice, tím poklesnou ceny a reálná hodnota dluhopisů zůstane zachována.

Tato politika ovšem nevyhnutelně vede k hospodářskému poklesu a k růstu nezaměstnanosti. Poválečnou depresi zažila i Československá republika v letech 1919-21, kdy se ministr financí Alois Rašín pokusil (zčásti úspěšně) zpětně revalvovat měnu. Hospodářská deprese však vedla

k nezaměstnanosti a jeden nezaměstnaný anarchista nakonec na Rašína spáchal atentát. Tehdejší britský ministr financí, Winston Churchill, který praktikoval stejnou politiku tvrdé měny jako Rašín, odnesl poválečnou depresi pouze značným poklesem popularity.

Americká vláda v roce 1945 dobře věděla o nepopulárních důsledcích klasické měnové politiky a rozhodla se obětovat měnovou stabilitu pokračování hospodářské prosperity. Pro akcionáře to byl skvělý „deal“; majitelé dluhopisů mohli plakat nebo nostalgicky vzpomínat.

Má dnešní situace nějaké podobné rysy s ekonomickou politikou během 2. světové války? Ano:

- Federální rezervní systém okamžitě po atentátu na WTC začal praktikovat extrémně volnou měnovou politiku a masivně intervenoval na podporu kursů dluhopisů. Tato uvolněná měnová politika trvala až do roku 2005, kdy „Fed“ začal sazby postupně zvyšovat. I na podzim 2005 se však úrokové sazby držely na úrovních hluboce pod hladinou dlouhodobého normálu.
- Prezident, vláda i Kongres dali k ledu úvahy o vyrovnaném rozpočtu a začali praktikovat velmi expanzivní rozpočtovou politiku.

Patrné jsou ovšem i rozdíly:

- Na rozdíl od 2. světové války neexistuje přidělový systém ani cenové regulace; tyto kroky jsou v současné situaci jednak zbytečné, jednak politicky zcela neprosaditelné.
- Inflace se nezdá být hrozbou. Druhá světová válka vedla k uzavření hranic a k omezení mezinárodní konkurence, což je faktor vedoucí k růstu cen. V současnosti nedošlo k žádnému omezení mezinárodního obchodu. Naopak, globální ekonomická integrace pokračuje a udržuje ceny většiny spotřebního zboží a potravin na nízké úrovni.

### *Scénář „Vietnamská válka“*

Vzpomínky na období vietnamské války jsou dodnes noční můrou pro majitele dluhopisů i akcií. Vysoká inflace kombinovaná s hospodářskou stagnací a poklesem cen akcií měla ničivý efekt na portfolia cenných papírů na celém světě. Může se tento vývoj opakovat? A proč byl vietnamský konflikt vlastně tak investičně nepříznivý?

- Na rozdíl od 2. světové války neměli investoři hned od počátku **žádné iluze o dopadu konfliktu na ceny dluhopisů**. Jejich ceny postupně klesaly a tím rostla cena dlouhodobého investičního kapitálu pro podniky.
- **Růst nákladů na kapitál** se postupně promítal do zisků podniků, což mělo **negativní vliv na ceny akcií**.
- **Strategické chyby** amerických politiků a generálů způsobily neúnosné **prodloužení války**, což mělo velmi negativní psychologický dopad na veřejnost, včetně investorů.
- V první polovině 70. let došlo k nahromadění řady nepříznivých jevů: trvající inflace způsobila **zánik posledních zbytků zlatého standardu**; konflikty na Středním východě způsobily společně s politikou Organizace zemí vyvážejících ropu (OPEC) **rapidní nárůst cen ropy**, který **přispěl k další inflační explozi**.

Vinou vietnamské války byla 70. léta pro americké investory snad nejhorším obdobím 20. století. Za velké krize během 30. let byly bezpečným přístavem vládní dluhopisy, během 40. a 50. let zase akcie. V 70. letech však nebylo před poklesem úniku.

Může se tento scénář opakovat? Navzdory pesimistickým názorům na vývoj v Iráku neexistuje objektivní evidence ve prospěch názoru, že se vietnamský scénář opakuje – po vojenské stránce. Po ekonomické stránce lze již hovořit o tom, že náklady na Irák se řádově blíží nákladům na vietnamskou válku. Pokud jde o schodek federálního rozpočtu, lze prohlásit totéž.

Hlavním rozdílem mezi první polovinou 70. let a současností je inflace: tehdy byl zahraniční obchod mnohem méně svobodný než v současnosti. Expanzivní monetární politika se proto rychle promítla do prudkého nárůstu spotřebitelských cen. Jde o stejný rozdíl jako v případě srovnání s obdobím druhé světové války.

### *Scénář „Perský záliv“*

Během 90. let se americká vojenská strategie změnila. Důraz je kladen na rychlost, přesnost a minimalizaci ztrát na lidských životech. Tento přístup je nejšetnější i pro portfolia investorů. Za hlavní znaky této strategie lze považovat následující:

- **Začátek konfliktu je poznamenán nervozitou a poklesem akciových kursů.**
- **Akcie se vzpamatují již před koncem konfliktu**, kdy je jasné, že jeho výsledek bude příznivý.
- **Měnová politika je krátkodobě expanzivní**, podobně jako za 2. světové války. Vzhledem ke krátké době trvání konfliktu lze však nadbytečnou měnovou zásobu rychle stáhnout a předejít tak růstu inflace.
- Díky tomu je **na dluhopisy opět pohlíženo jako na bezpečné cenné papíry.**

Je zřejmé, že všechny „příznivé“ vlastnosti konfliktů typu „Perský záliv“ jsou dány v první řadě jejich krátkou dobou trvání. Nyní je již zřejmé, že o krátké době trvání nelze v případě války proti terorismus vůbec hovořit. Co lze tedy realisticky očekávat?

### *Scénář „Válka proti terorismu“*

- Úrokové míry byly na počátku (tj. po 11.9.2001) nastaveny na extrémně nízkou hladinu. Účelem tohoto opatření bylo poskytnout ekonomice růstový impuls, aby byly překonány účinky psychologického šoku na spotřebu domácností a investiční aktivitu firem – krátce řečeno, aby Amerika neupadla do hospodářské krize.
- Vzhledem k nedostatku inflačních tlaků (důvod: již dříve v textu zmíněná konkurence na globálních trzích) a k hrozbě nezaměstnanosti neměl Federální rezervní systém potřebu zvyšovat sazby až do roku 2005.
- Mezitím si však trhy již zvykly na prostředí velmi nízkých úrokových sazeb. Historicky rekordně nízké sazby převládly ve většině světových zemí, včetně České republiky a Slovenska. Důsledky terorismu tak překvapivě zasáhly i země, které nikdy nebyly ani předmětem útoku ani základnami teroristů – a tyto důsledky měly paradoxně příznivý dopad na ekonomiky těchto zemí. Svědčí o tom například boom stavební výroby umožněný masovým rozvojem levných hypotečních úvěrů. Stavebnictví a růst cen nemovitostí pomohly Spojeným státům dostat se z recese, která hrozila po 11. září 2001. Nízká sazby však mimoděk pomohly k růstu i ekonomikám střední Evropy.

- Návyk na „nízkouročné“ ekonomické prostředí trvá doposud, ačkoli „Fed“ již začal zvyšovat základní úrokové sazby. Výnosy dlouhodobých státních dluhopisů však nerostou, stejně jako dlouhodobé hypoteční sazby zůstává velmi nízké. (Hovoříme o USA, ale stejně dobře bychom mohli mluvit o většině evropských zemí, včetně Česka a Slovenska.)
- Je možné, že sazby dlouhodobých úroků zůstanou nízké až do příštího cyklu snižování základních (tj. krátkodobých) sazeb. To by mohlo znamenat víceméně permanentní nastolení prostředí nízkých úrokových sazeb a nízkých výnosů pevně úročených cenných papírů.
- Válka proti terorismu – na rozdíl od většiny válek v minulosti – neklade překážky zahraničnímu obchodu. To se promítá nejen do nízké inflace spotřebitelských cen, ale také do užších obchodních maržích a tedy do nižších podnikových zisků. Podobně jak klesají výnosy pevně úročených cenných papírů, klesají i očekávané výnosy akciových investic.

### **VLIV VÁLKY PROTI TERORISMU NA POJIŠŤOVNICTVÍ**

Jelikož válka proti terorismu má charakter konfliktu nízké intenzity, škody způsobené na majetku i lidské ztráty jsou poměrně malé. Odtud nepramení žádné nebezpečí pro stabilitu pojišťovnictví jakožto odvětví. Největší riziko plyne ze strany, kterou by většina laiků nečekala. Tímto rizikem jsou nízké výnosy cenných papírů – tedy nízké výnosy pojistně technických rezerv životních pojišťoven.

Většina životních pojišťoven poskytuje klientům dlouhodobé garance minimálních výnosů. U kapitálového životního pojištění hovoříme o technické úrokové míře (TÚM), kterou ve většině zemí určuje ministerstvo financí. U anuit (doživotně vyplácených rent z naspořené kapitálu) se používá termín Guaranteed Annuity Rate (GAR; český ekvivalent není rozšířen, protože na rozdíl od anglosaského světa jsou zde anuity velmi neobvyklým pojišťovacím produktem). Sazby TÚM a GAR nelze snížit pro kontrakty již v minulosti uzavřené. V současnosti stále například v Británii existuje velké množství kontraktů uzavřených v období vysoké inflace 80. let, které svým držitelům garantují i vyšší než 10% roční výnosy. Pro pojištěnce jsou velmi výhodné, ale ohrožují stabilitu pojišťovnictví jako celku.

Nejstarší životní pojišťovna na světě – britská Equitable Life – se stala obětí nízkých úrokových sazeb. EL přežila i dlouhé období nízkých úrokových sazeb a nízkých marží v 19. století. Ještě počátkem roku 2000 stála Equitable Life na vrcholu britského pojišťovnictví díky své tradici a nadprůměrně dobrému kmenu pojištěnců. Koncem roku 2000 byla EL nucena oznámit, že přestává přijímat nové klienty, a že stávající klienti se musejí smířit s nižšími výnosy. V britském pojišťovnictví však funguje zákon, který zaručuje pojištěncům jistou minimální míru výnosů, což vedlo v parlamentu k diskusím, zda má vláda poskytnout finanční kompenzaci klientům, kterých se snížení výnosů týká. Příklad se nyní řeší na půdě finančního výboru.

Kořeny problémů EL leží ve zhruba 90 tisících pojistných smlouv, které byly uzavřeny v období vysoké inflace 70. a raných 80. let. Tyto smlouvy obsahují časovanou bombu v podobě vysokých zaručených výnosů z anuit. V době úpisu těchto smluv ležely tyto garantované anuitní sazby (Guaranteed Annuity Rates – GAR) hluboce pod hladinou běžných tržních sazeb. Po dezinflaci a poklesu úrokových sazeb v 90. letech se však GAR dostaly o čtvrtinu nad úroveň tržních úrokových sazeb. (Nešlo tedy o TÚM, ale mechanismus byl naprosto stejný: také v tomto případě šlo o šok z dezinflace).

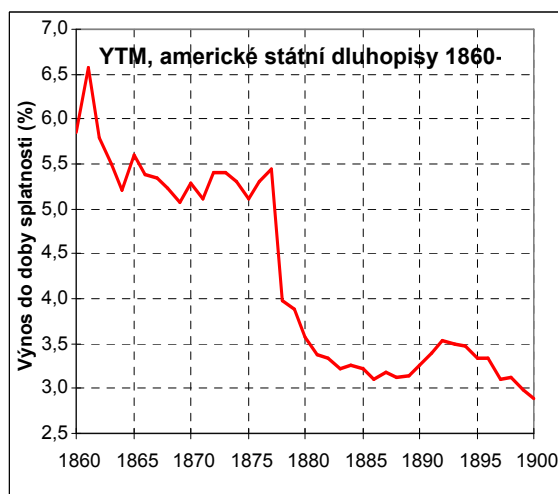
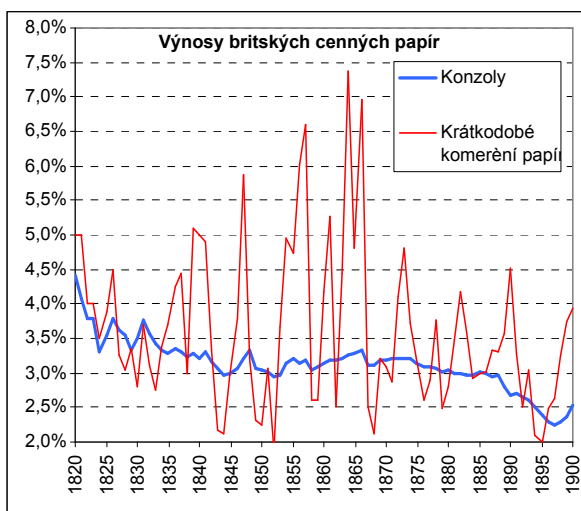
EL se již od roku 1994 snažila právními prostředky minimalizovat potenciální náklady spojené s GAR. Nakonec se případ dostal až do Sněmovny lordů, kde pětice tzv. law lords (ekvivalent Ústavního soudu) jednohlasně rozhodla, že EL musí plně dodržet své závazky. EL byla nucena tento problém řešit na úkor smluv bez GAR, čímž získala asi 1,5 mld. GBP. To však nestačilo. Dalších zhruba 750 mil. GBP bylo kryto zajišťovacími smlouvami, avšak ani to nestačilo a zhruba stejně velká suma zůstala nekrytá.

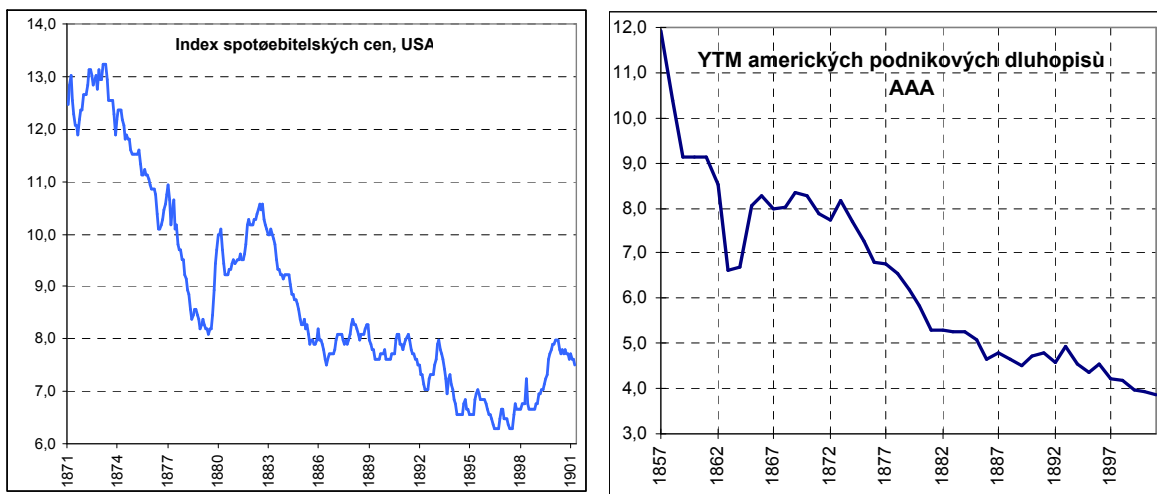
Snaha spojit se s kapitálově silnějším partnerem selhala. EL poté přestala přijímat nové klienty a oznámila stávajícím, že mohou počítat s výnosy až o procentní bod horšími v důsledku nucené změny investiční strategie, kterou pojišťovna musela přizpůsobit novým podmínkám. (Šlo o změnu struktury portfolia ve prospěch bezpečných, avšak méně výnosných vládních obligací.) Průběh celého případu a skutečnost, že k takovéto situaci vůbec mohlo na přísně regulovaném britském finančním trhu dojít, je nyní předmětem mnoha diskusí. Případ pravděpodobně skončí prodejem větší části EL a přijatelným kompromisem pro klienty. Důvěra v britské pojišťovnictví je však narušena.

### **HISTORICKÁ PARALELA: ÚROKOVÉ SAZBY V 19. STOLETÍ**

Lze ukázat, že současná „nízkoúročná ekonomika“ není v historii ojedinělá. Nejbližší obdobu poskytuje Velká Británie a USA během mírových období 19. století. Po skončení napoleonských válek došlo k uvolnění mezinárodního obchodu. V roce 1817 David Ricardo publikoval Principy politické ekonomie & zdanění, čímž poskytl teoretický základ další liberalizaci obchodu. Postupně byly rušeny ochrannářské zákony a monopolní obchodní společnosti (například britská East India Company) ztrácely svůj význam. Technický pokrok měl za následek všeobecný pokles cen. Během 19. století klesal britský cenový index v průměru o 0,47 % ročně. Nynější termín „globalizace“ dokonale odpovídá rozvoji objemu zahraničního obchodu a mezinárodních investic v 19. století.

Jak se globalizace obchodu promítá do inflace? Stručně řečeno, liberalizace trhů společně s technickým pokrokem způsobuje zvýšení intenzity konkurence, což má deflační či dokonce deflační tlaky. Samotná svoboda obchodu a kapitálových toků by však nemohla způsobit trvale nízké úrokové míry. Další nutnou komponentou je nízkoinflační měnová politika. Během 19. století byla zabezpečována klasickým zlatým standardem, v současné době tuto roli převzala politika inflačního cílení provozovaná nezávislými centrálními bankami.





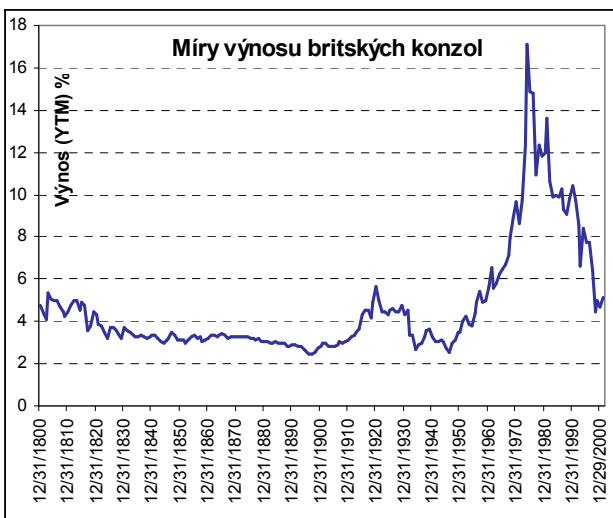
Zdroj: S. Homer a R. Sylla, *Global Financial Data*

O tom, že dnešní centrální banky jsou méně politicky závislé než kdykoli předtím, není sporu. Když před několika lety naléhali evropští politikové Evropskou centrální banku ohledně uvolnění monetární politiky, Wim Duisenberg odpověděl legendární větou „slyším vás, ale neposlouchám“. Britská centrální banka získala v roce 1997 pravomoc samostatně stanovovat cíle monetární politiky, přičemž desítky let předtím šlo o doménu ministerstva financí – však také britská inflace v průběhu 50. až 80. let patřila k nejvyšším v Evropě. Vysoká míra nezávislosti České národní banky je rovněž mimo diskusi. Kromě změny legislativy v oblasti centrálního bankovníctví přispěl k aplikaci nízkoinflačních politik také pokrok v oblasti teorie měnové politiky. V roce 1993 publikoval John. B. Taylor průkopnický článek o pravidlech měnové politiky (*Discretion versus policy rules in practice*), který se v následujících letech stal základnou pro praxi inflačního cílení. Tento typ monetární politiky se v nedávných letech stal dominantním přístupem.

Vraťme se na chvíli zpět do historie. Průměrná americká inflace v letech 1871-1901 činila díky kombinaci uvedených faktorů  $-1,55\%$  ročně. Z uvedených grafů vyplývá, že výnosy státních cenných papírů s dlouhou durací se mohou pohybovat i několik desítek let na úrovni kolem  $3\%$  p.a. nebo i níže. Rovněž se ukazuje, že je velmi problematické určit jakýsi dlouhodobý normál, kolem něhož sazby kolísají. Například výnosy amerických vládních i podnikových dluhopisů klesaly v průběhu čtyř desítek let (1860-1900) prakticky monotónně, bez jakýchkoli známek kolísání kolem „normálu“.

### Úrokové sazby v nedávné a vzdálenější historii

Podíváme-li se na historii dluhopisových trhů komplexně, zjistíme, že „normální“ výnos dluhopisů se v každém období výrazně lišil. Závisel přitom na nejrůznějších ekonomických faktorech, z nichž podstatný vliv měla inflace. Pro ilustraci můžeme použít výnosy britských konzol, což jsou státní dluhopisy s nekonečnou dobou splatnosti s kupónem  $2,5\%$ . Tento cenný papír se na londýnské burze obchoduje již několik století a představuje proto ideální



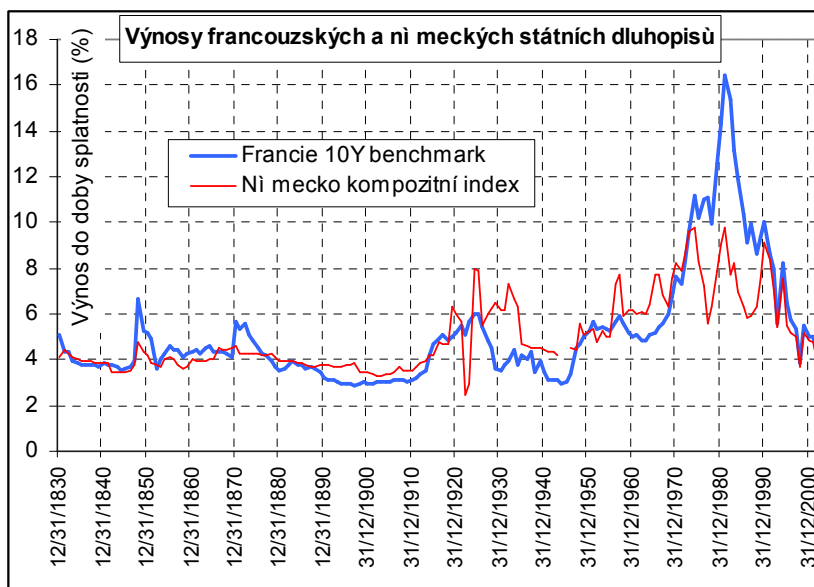
studijní materiál pro komparaci dlouhodobých trendů na finančních trzích.

Již letmý pohled na historii výnosů konzol prozradí, že definovat „dlouhodobý normál“ je obtížná úloha. Vezmeme-li aritmetický průměr výnosů za dvě století (1800-2001), obdržíme číslo 4,71 %. To však nic neznamená, protože průměr za novější období (1970-2001) byl více než dvojnásobný: 9,74 %. Pokud bychom počítali celé poválečné období, dobrali bychom se k číslu 7,68 %. Na druhé straně průměr za období 1998-2003 – tedy za dobu, během které Bank of England aplikovala nezávislé inflační cílení – činil pouze 4,8 %. To je číslo pozoruhodně blízké průměru za dvě století.

Průměr za viktoriánské období (1837-1901) představoval pouhých 3,09 %. Toto období je pro nás zajímavé z toho důvodu, že šlo o éru globalizace a neinflačního hospodářského růstu díky masivnímu zavádění nových technologií – viktoriánská doba tedy měla v zásadě stejné charakteristiky, jaké vykazuje současnost.

Podle volby období, které považujeme za reprezentativní, můžeme považovat za „normální“ výnosy dlouhodobých státních dluhopisů jakékoli číslo z intervalu  $\langle 3,09; 9,74 \rangle$  procenta. Vzhledem k charakteristikám současného prostředí je zřejmě rozumnější počítat s dlouhodobým průměrem spíše u spodní hranice uvedeného intervalu. Zmíněný průměr z let 1998-2003 v hodnotě 4,8 % může být jedním z vhodných čísel.

Firma Global Financial Data nedávno zpřístupnila i jiné časové řady. Patří mezi ně i benchmarkové francouzské státní dluhopisy s dobou splatnosti 10 let a kompozitní index německých státních dluhopisů. Ty jsou pro nás zajímavé z toho důvodu, že za několik let se ČR patrně stane členskou zemí eurozóny společně s Francií a Německem – výnosy českých dluhopisů naváží na dlouhodobou historii, která vypadá takto – viz graf vpravo.



Je zřejmé, že během 90. let došlo k podstatnému snížení výnosů v souvislosti s uváděním Maastrichtských kritérií do praxe. Tento trend pokračoval i po roce 2000 a po 11.9.2001 se ještě více zrychlil.

V současnosti se výnosy eurových státních dluhopisů pohybují v hodnotách, jaké byly obvyklé během nízkoinflačního 19. století, případně ještě v průběhu první poloviny 20. století. Průměrný výnos desetiletého francouzského státního dluhopisu v rozmezí let 1820 až 1969 činil 4,3 % (během let 1830-1913 činil průměr 3,9 %). V průběhu vysokoinflačního období 1970-1990 činil průměrný výnos 10,8 %, zatímco průměr za období 2002-červenec 2004 byl rovněž 4,3 %.

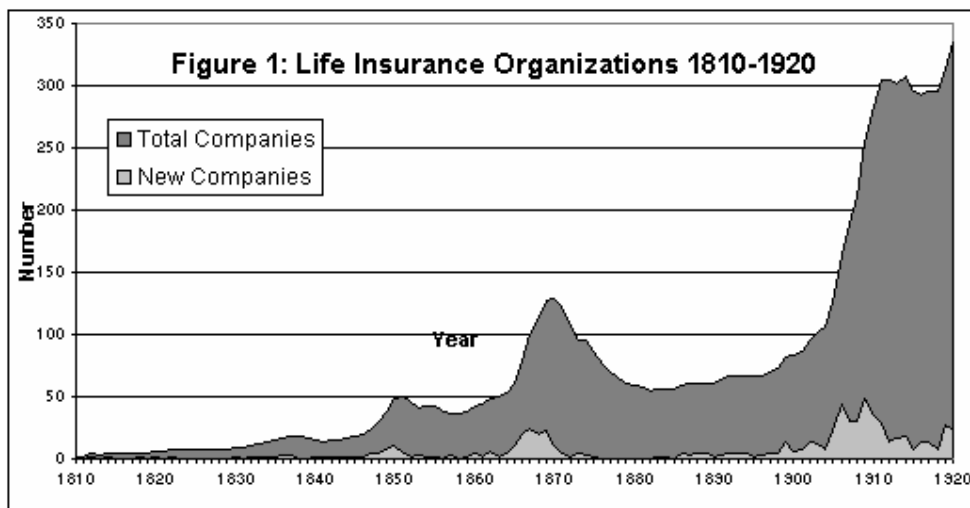
Stejně zjištění platí i pro Německo. Průměrný výnos německých vládních dluhopisů (index je bez specifikace doby splatnosti) během období 1830-1913 dosahoval výše 3,9 %. Stejně hodnoty dosahoval index výnosů německých eurových dluhopisů také během období 2002-červenec 2004. Relativně nízké výnosy dluhopisů během posledních několika let tedy nejsou ničím mimořádným – v delším historickém srovnání jsou tyto hodnoty naprosto běžné. Přesto se občas setkáváme s tím, že za typické hodnoty výnosů pevně úročených cenných papírů jsou považovány výsledky statistik z let 1960-2002, 1926-2001 a podobně. Tyto hodnoty ovšem mohou být hrubě zavádějící.

### Reakce životních pojišťoven na nízké sazby

V souvislosti s nízkými výnosy během 19. století se samozřejmě naskýtá otázka, jak se s nimi vyrovnaly tehdejší životní pojišťovny. Reakce byla v zásadě trojího typu

- **Vlna bankrotů**

Jak ukazuje následující graf, deflace v průběhu let 1868-1878 dokázala zredukovat počet amerických pojišťoven na méně než polovinu. Během tohoto období bylo uzavřeno 98 pojišťoven, z čehož ve 32 případech šlo o bankroty typu „tvrdého přistání“ s velmi negativními důsledky pro majetek pojištěnců. (Celkové ztráty činily 35 milionů tehdejších dolarů, což by v přepočtu na podíl HDP činilo 40 miliard dolarů z roku 2002.) Období 1868-1888 bylo érou dlouhodobé stagnace, kdy celkový objem životního pojištění v USA stagnoval bez ohledu na růst peněžní zásoby, počet obyvatel a celkového HDP.



Zdroj: S.A. Murphy

Dynamický rozvoj životního pojišťovnictví nastal teprve po roce 1900, kdy v důsledku objevu zlatých ložisek na Aljašce a došlo k růstu objemu peněz v ekonomice (ekvivalent expanzivní monetární politiky), která měla za následek růst inflace, úrokových sazeb a ziskových marží pro životní pojišťovny.

- **Produktové inovace**

Nízké výnosy vedly v druhé polovině 19. století k řadě inovací, jejichž cílem bylo nabídnout klientům atraktivní produkt bez nutnosti garancí výnosů ze strany pojišťovny. Velkou oblibu si získaly **produkty na bázi odložených dividend** (deferred-dividends products). Z nich byly zvláště

rozšířené skupinové pojistky, tzv. **tontiny** (podle neapolského bankéře L. Tontiho) zavedené pojišťovnou Equitable Life Assurance Society. Tontina byla životní pojistka na dobu určitou (obvykle 10, 15 nebo 20 let). Každý účastník tontiny platil pravidelně pojistnou prémii do společného fondu. Pokud některý z účastníků zemřel, oprávněné osoby obdržely odbytné ve výši nominální částky, kterou klient zaplatil, tj. bez jakéhokoli zhodnocení. V prostředí dlouhodobé deflace to nebyla nepřijatelná podmínka.

Jinou produktovou inovací byla **pojistná bratrstva** (assurance fraternities). Šlo v zásadě o družstva, jejichž členové se zavazovali vyplatit pozůstalým konkrétní částku v případě úmrtí některého člena. Bratrstva se tak vyhýbala problému shromažďování pojistných rezerv a jejich zhodnocování. Jejich problémem byla uzavřená členská základna a problémy s nábořem mladších členů v průběhu stárnutí kmene. Bratrstva postupně částečně zbankrotovala, částečně se přeměnila na regulérní pojišťovny na družstevním principu (mutuals). Některá bratrstva však existují a poskytují pojistné služby dodnes, jako například Czechoslovak Fraternal Life (zal. 1854 v St. Louis, Missouri) nebo Knights of Columbus (katolické bratrstvo, zal. 1882). V současnosti však již bratrstva poskytují standardní pojistné produkty. Na rozdíl od pojišťoven fungují na neziskovém principu.

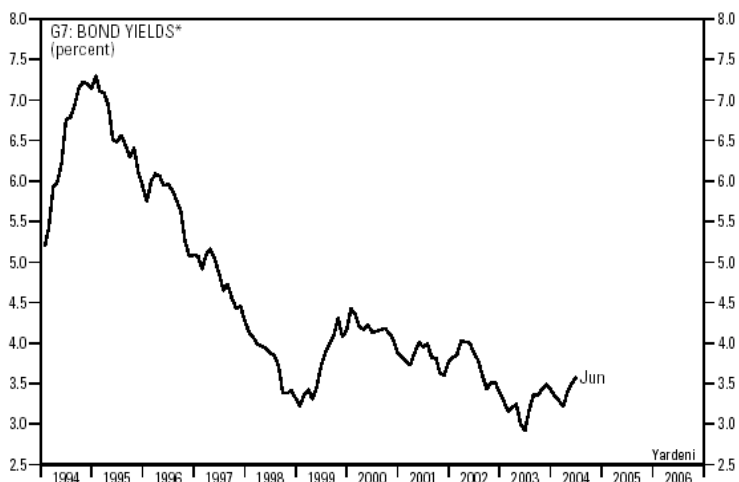
Všechny produkty, které byly populární v 19. století, měly společnou vlastnost: vyhýbaly se pravidelnému připisování výnosů – neřkuli garantování výnosů – tak, jak to činí v současnosti nejoblíbenější český pojistný produkt, kapitálové životní pojištění. Pojišťovny v 19. století, které se snažily garantovat výnosy, z velké většiny zkrachovaly.

- **Rozšíření investiční strategie**

Pojišťovny investovaly zpočátku velmi konzervativně, zejména do vládních dluhopisů a hypotéčních zástavních listů. Později, s postupujícím poklesem výnosů těchto nástrojů, začaly poskytovat půjčky podnikatelským subjektům, zejména z odvětví stavebnictví, železnic a zahraničního obchodu. Byly též využívány municipální dluhopisy, jejichž výnosy byly o něco vyšší než výnosy vládních papírů.

Kvantitativní údaje nejsou k dispozici, avšak R. Pearson z University of Hull uvádí, že pojišťovny, které diverzifikovaly do širšího spektra těchto nástrojů, dosahovaly vyšších výnosů při nižším riziku. Menší pojišťovny, které nebyly schopny dostatečně diverzifikovat – uvádí Pearson – udržovaly z větší části své rezervy v málo výnosných vládních dluhopisech. Pojišťovny tehdy téměř vůbec neinvestovaly do akcií, pokud ano, šlo o zanedbatelné částky.

### *Vývoj výnosů dluhopisů v zemích G7*



\* Unweighted average of 10-year government bond yields for US, Canada, UK, Germany, Japan, Italy and France.

*Zdroj: Edward Yardeni*

V současném vyspělém světě došlo k obdobnému pádu úrokových sazeb a výnosů obligací jako v 19. století. Rozdíl je pouze ten, že zatímco k poklesu výnosů státních dluhopisů z 6,5 % na 3,5 % potřebovala tehdy Amerika 20 let (1861-81), v nedávné minulosti poklesly průměrné výnosy státních dluhopisů skupiny G7 z 8,5 % na úroveň pod 3,5 % během doby podstatně kratší (1995-03). Rekordně nízké hodnoty pod 4 % byly sice již v průběhu roku 2004 překonány, avšak návrat do hodnot typických ještě pro začátek 90. let není v dohledné době reálný.

Další graf uvádí podobný vývoj na dánském trhu (1976-2002 – jenom pro ilustraci faktu, že jde vskutku o globální jev, který se projevuje na všech trzích.

Prozatím je příliš brzy odhadovat vliv tohoto vývoje sazeb na dlouhodobou prosperitu ŽP. Vliv poklesu výnosů byl totiž prozatím kompenzován růstem tržní hodnoty dluhopisů, což se příznivě odrazilo na prosperitě amerických ŽP, které do dluhopisů investují drtivou většinu aktiv. Tento příznivý vliv poklesu sazeb má ovšem jen časově omezenou platnost – jakmile se pokles sazeb zastaví, jsou kapitálové výnosy z dluhopisů u konce.

## **ZÁVĚRY**

- Největším nebezpečím plynoucím z globálního terorismu pro pojišťovnictví nejsou přímé materiální a lidské škody, nýbrž nepřímá hrozba: pokles výnosů z finančního umístění pojistně-technických rezerv.
- Nízké výnosy cenných papírů (převážně pevně úročených) jsou způsobeny politikou centrálních bank (především amerického Federálního rezervního systému), které se takto snažily překonat nepříznivé ekonomické důsledky terorismu.
- Pokud budou teroristické úroky formátu Madridu či Londýna pokračovat, může být nastoleno dlouhodobé prostředí nízkých sazeb.
- K tomu přispívá i jinak příznivá skutečnost, že světový obchod má vysokou míru svobody a konkurence. Ta pomáhá udržovat nízké ceny, což umožňuje centrálním bankám nezvedat úrokové sazby více, než je absolutně nezbytně nutné.
- Současná světová ekonomika tak v mnohém připomíná 19. století: zejména pokud jde o nízkou inflaci a nízké úrokové sazby.
- Pojišťovny (zejména životní) musí vážně počítat s alternativou, že výnos z vládních cenných papírů se bude dlouhodobě pohybovat kolem 4 % p.a., výnos z korporátních dluhopisů investičního stupně kolem 5% p.a. a inflace v rozmezí 1-3 % p.a. Toto prostředí nemusí být na překážku hospodářskému růstu a může proto převládat i během následujících několika desetiletí.
- Vzhledem k tomu, že stabilita pojišťoven není makroekonomicky tak klíčová jako stabilita bankovního sektoru, nemůže tento sektor seriózně počítat s jakoukoli pomocí ze strany státu ve formě sanací či dotací.

## **ZDROJE**

- Monson, Guy: „*The Wisdom of Mrs. Bennet*“. Sarasin Investment Comment, April 2003
- Murphy, Sharon Ann. "*Life Insurance in the United States through World War I.*" EH.Net Encyclopedia, edited by Robert Whaples, August 15 2002 URL <http://www.eh.net/encyclopedia/contents/murphy.life.insurance.us.php>
- Dr. Robin Pearson, University of Hull (osobní korespondence)
- Homer, Sidney, and Sylla, Richard: „*A History of Interest Rates*“. Rutgers University Press, 3rd Edition, New Brunswick, NJ, 1996  
[www.globalfindata.com](http://www.globalfindata.com)