

Stvaranje ambijenta za efikasniji investicioni portfolio u osiguranju u Srbiji

Branko Urošević

Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu
Narodna banka Srbije

Miloš Božović

Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu
Centar za investicije i finansije, Beograd

Sva mišljenja iskazana u ovom članku su isključivo mišljenja autora i
ne odražavaju stavove njihovih institucija.

Uvod

- U početku globalne krize (posle bankrota Lehman Brothers-a), osiguravajuće kuće odigrale dvojaku ulogu:
 - Kao dugoročni investitori, u početku smanjivale volatilnost tržišta
 - Neke osiguravajuće kuće (AIG, monoline osiguranja, Fannie Mae i Freddy Mac) u epicentru krize
- Pad vrednosti investicionih portfolija osiguravajućih kuća, penzijskih fondova
- Drugi udar krize (kriza državnog duga evrozone) imao je direktniji uticaj na osiguravajuće kuće u svetu

Uvod

- Kriza se tokom 2008. i 2009. prenela i na region jugoistočne Evrope, i to kroz povlačenje stranih institucionalnih investitora sa tržišta.
- Najpre kroz tržište hartija od vrednosti.
- Berzanski indeksi u regionu pali su za preko 50% u prvih nekoliko meseci preliivanja krize, dok je indeks Beogradske berze pao preko 60%.
- Kao rezultat, investicioni portfoliji finansijskih institucija u Srbiji, a pre svega investicionih fondova, pretrpeli su gubitke od kojih se do danas nisu oporavili.

U ovom radu razmatramo

- Posledice finansijske krize na investicione portfolije osiguravajućih društava, kako u svetu tako i u Srbiji.
- Uslove neophodne za oživljavanje investicione aktivnosti i poboljšanje efikasnosti ulaganja osiguravajućih društava i penzijskih fondova
- Načine zaštite investicionih portfolija od rizika, kako bi se u što većoj meri ublažile negativne posledice budućih kriza na lokalnom i svetskom tržištu.

Uticaj finansijske krize na osiguravajuća društva u svetu

- Uticaj osiguravajućih društava u vreme krize više stabilizacioni nego destabilizacioni.
- Osiguravajuća društva, a posebno ona usredsređena na životno osiguranje, veliki dugoročni ulagači (u odnosu na banke).
- Mogućnost da veliki deo finansijskih instrumenata drže do dospeća, što pomaže finansijskom sistemu da apsorbuje kratkoročne šokove.
- Nasuprot tome, drugi učesnici na tržištu bili su tokom krize prinuđeni da prodaju značajne segmente svojih portfolija usled pokušaja da obezbede likvidnost, smanje leveridž i zadovolje regulatorne zahteve.
 - Videti Schich (2009) i Impavido & Tower (2009).

Uticaj finansijske krize na osiguravajuća društva u svetu

- Značajan broj osiguravajućih društava uključena u aktivnosti povezane sa investicionim bankarstvom, osetio je krizu u vidu pada vrednosti sopstvenih akcija i kreditnog rejtinga.
- Osnovni razlozi vezani su za gubitke njihovih investicionih portfolija.
- Gubici ostvareni dominantno u vlasničkim instrumentima i derivatima.

Tabela 1 – Prinosi investicionih portfolija osiguravajućih društava i penzionih fondova tokom finansijske krize, prema kategoriji ulaganja

Godina	Štedni depoziti	Dugovni instrumenti	Vlasnički instrumenti i nekretnine	Ostalo
2007.	3,26%	4,30%	22,29%	4,30%
2008.	3,66%	4,19%	-40,37%	4,19%

Izvor: Börsch-Supan *et al.* (2010).

Uticaj finansijske krize na osiguravajuća društva u svetu

- AIG
- Monoline osiguravajuća društva
- Kvazi-državne agencije (Fannie Mae i Freddy Mac) odigrale veoma značajnu destabilizujuću ulogu na tržištu

Uticaoj krize na osiguravajuća društva u Srbiji

- Nije se ispoljila odmah.
- Najpre preko vlasničkih hartija i kratkoročnih dugovnih instrumenta
- Većina investicionih portfolija osiguravajućih kompanija vezana za dugoročna ulaganja.
– Videti Kočović *et al.* (2011)
- Međutim, sa naletom drugog talasa krize izazvane problemima sa javnim dugom pojedinih zemalja zone evra, kriza sve više zahvata i osiguravajuća društva.

Uticaoj krize na osiguravajuća društva u Srbiji

- Kriza se u Srbiji brzo prenela na realni sektor.
- Pad GDP i industrijske proizvodnje, a potom i smanjenje spoljnotrgovinske razmene i stranih direktnih investicija.
- Rastući budžetski deficit ugrožava održivost javnog duga i ugrožava BB rejting Srbije.
- Tanko domaće tržište finansijskih instrumenata čiji je emitent država postaje sve manje atraktivno.
- Slabljenje domaće valute odvraća investitore od ulaganja u zapise denominovane u dinarima.
- Manja šansa da država animira investicionu javnost da učestvuje u potencijalnim aukcijama obveznica duže ročnosti.
- Dugoročna posledica: investicioni univerzum za institucionalne investitore u Srbiji se polako ali sigurno sužava.
- Sve češći problemi naplate premija osiguranja od preduzeća

Kako do efikasnijih investicionih portfolija?

- Standardni Markowitz-ev pristup: optimalan odnos očekivanih prinosa i rizika
- Efikasna granica: skup optimalnih portfolija
- Da se izabere jedan od njih, potrebno odrediti koliki rizik želimo da prihvatimo (ili koji prinos očekujemo)
- U stvarnosti postoji puno različitih ograničenja koja su vezana za prirodu pasive, regulaciju, itd.

Kako do efikasnijih investicionih portfolija?

- Solventnost osiguravajuće kompanije u prvi plan stavlja sprečavanje velikog gubitka vrednosti
- Rizik velikog pada vrednosti i osiguranje portfolija od pada preko određene granice, kao i ALM prirodni su za osiguravajuće kuće nego samo analiza prinosa i rizika.
- Za dobrovoljne penzijske fondove pristup baziran isključivo na očekivanom prinosu i riziku može biti sasvim adekvatan.
- Standardna ograničenja sprečavaju da se na optimalan način odgovori na rizik velikog gubitka vrednosti.
- Primer: portfolio izložen valutnom riziku. Ukoliko portfolio menadžer nema pravo da uđe u odgovarajuće derivatne ugovore, to značajno povećava rizik

Specifičnosti investicionih portfolija osiguravajućih društava

- Osnovni deo aktive namenjen pokrivanju obaveza prema vlasnicima polisa osiguranja - tehničke rezerve. Formira se na osnovu premija osiguranja koju uplaćuju osiguranici.
- Očekuje se da obaveze na osnovu njih budu isplaćene u nekom trenutku u budućnosti.
- Drugi pod-portfolio odgovara kapitalnom fondu kompanije, drugim rečima – višku kapitala u odnosu na obavezne rezerve.
- Postoje takođe i druge vrste aktive, poput raznih vrsta materijalne ili nematerijalne imovine, dugotrajne ili kratkotrajne.
- Najviše pažnje obično se posvećuje investicijama vezanim za obezbeđivanje tehničkih rezervi i kapitalne baze.
- Prve su ograničene prirodom obaveza koje su, pak, zavisne od eksplicitnih i implicitnih garancija koje vlasnici polisa imaju po ugovorima.

Specifičnosti investicionih portfolija osiguravajućih društava

- Investicije vezane za tehničke rezerve najviše regulisane.
- Regulatori često kvantitativno ograničavaju ne samo klase hartija u okviru kojih neki institucionalni investitor poput osiguravajuće kuće može investirati, nego i, recimo, maksimalnu izloženost prema pojedinačnim aktivama.
- Kvantitativna ograničenja klasičnog tipa sprečavaju institucionalne investitore da ostvare onu tačku na efikasnoj granici koja najviše odgovara prirodi obaveza tog investitora.
- Značajno ograničavaju profit koji kompanija ostvaruje kroz taktičko trgovanje, ili da spreče investitora da izabere one hartije u koje bi zapravo želeo da investira (npr. kada postoje limiti na kreditni kvalitet ili likvidnost pojedinih instrumenata u koje se ulaže).

Domaće tržište pruža sve manje mogućnosti za investiranje

- Obim prometa trgovanja na Beogradskoj berzi je u odnosu na period pre septembra 2008. godine pao za 75%
- Ponuda likvidnih finansijskih instrumenata bila mala, a sada skoro nikakva, čak i u poređenju sa, recimo, Hrvatskom.
- Javna potrošnja porasla, vrlo neefikasna.
- Pravni sistem, uprkos nominalnim reformama, nije učinio nikakav operativni pomak na unapređenju procesa naplate dospelih potraživanja u privredi.
- Opšta percepcija javnosti je da je nakon krize došlo do povećanja korupcije
- Zaštita svojinskih prava ostala ispod svetskog proseka.
- Ove činjenice utiču veoma negativno na povratak kapitala u Srbiju, a samim tim i na potencijal za ponovni rast kako finansijskog tržišta, tako i privrede u celini.
- Potrebno šire otvoriti mogućnosti za ulaganja kompanija i na drugim tržištima

Rizici investiranja za osiguravajuće kuće

- Rizici zavise od prirode obaveza
- Kompleksije nego kod drugih finansijskih institucija
- Kod zaštite ročnih polisa, nominalne obaveze mogu biti imunizovane koristeći dugoročne obveznice.
- Pored toga, kompanijama životnog osiguranja potrebna je i znatna kratkoročna likvidnost za pokriće pozajmica od strane klijenata ili troškova vezanih za preveremene prekide ugovora.
- Uvođenje finansijskih derivata omogućava jednostavniji način zaštite od ovih vrsta rizika.
- Sa druge strane, varijabilne polise impliciraju da kompanija ima aktivnu investicionu strategiju vezanu za akcije, nekretnine ili inostranu finansijsku aktivu, a u cilju ostvarivanja pozitivnog realnog prinosa.
- Viškovi preko rezervisanih sredstava investiraju se, obično, znatno agresivnije. Upravo od tih sredstava zavisi profit osiguravajuće kompanije.
- Ova sredstva su namenjena kao zaštita od budućih šokova likvidnosti i moguće nesolventnosti, kao i za finansiranje rasta kompanije.

Upravljanje rizicima i regulacija

- Najjednostavniji metod upravljanja rizicima zadaje limite na to u koje klase aktiva se može ili ne može ulagati, kao i koliki je maksimalni procenat po pojedinim vrstama aktiva.
- Ovo je takođe jedini kvantitativni metod regulacije osiguravajućih društava trenutno na snazi u Srbiji.
- U svojoj osnovnoj formi, ograničenja (bilo interna ili regulatorna) ne uzimaju u obzir ukupan rizik portfolija nego se usredsređuju na rizike pojedinačnih vrsta aktiva.
- Na taj način, limiti uvedeni u cilju ograničenja rizika zapravo nekada mogu da ga povećaju.
- Na primer, regulatorna ograničenja vezana za ulaganje u inostranstvo za dobrovoljne penzijske fondove (u Srbiji: maksimum 10% vrednosti imovine fonda) znatno smanjuju mogućnost diverzifikacije jer je veoma ograničen izbor kvalitetnih hartija na ovom tržištu.

Upravljanje rizicima i regulacija

- Alternativa ili dopuna: regulacija bazirana na kvantitativnim ograničenjima na rizik portfolija u celini kroz VaR ili CVaR metodologiju
- Odavno u primeni za kontrolu tržišnog rizika u bankama
- Ograničenja bi se zadavala kao relativni VaR.
- Takav pristup je smisleniji jer uzima u obzir korelacije rizika kojima je investicioni portfolio izložen.
- Važna dopuna merenju rizika metodom VaR bilo bi stres testiranje i analiza osetljivosti portfolija, kao i sistematska ALM analiza.
- Na taj način bi i osiguravajuće kompanije i regulatori stekli mnogo bolju predstavu kako o specifičnim rizicima kojima su pojedine osiguravajuće kuće izložene, tako i o sistemskim rizicima sektora osiguranja.
 - O finansijskoj stabilnosti sektora osiguranja videti Financial Stability Forum (2000).

Ne samo formalno upravljati rizicima

- Ključno: podizanje svesti o značaju upravljanja rizicima.
- Dosadašnja praksa u većini finansijskih institucija je da se upravljanje rizicima svodi na podnošenje izveštaja regulatornom telu
- Formalno zadovoljavanje principa upravljanja rizicima.
- U anketi Deloitte (2008):
 - 86% osiguravajućih društava izloženosti rizicima prati prevashodno zbog formalnog ispunjavanja regulatornih zahteva
 - 71% društava to čini za potrebe internog izveštavanja.
 - Samo 53% prati izloženosti u cilju kontrole rizika
 - Samo 43% te informacije koristi za donošenje investicionih odluka.
 - Od osiguravajućih društava koja aktivno upravljaju rizicima, 86% koristi Value at Risk kao dominantnu metriku

Preporuke

- Najzad pokrenuti preko potrebne strukturne reforme kako bi se stvorili uslovi za razvoj domaćeg tržišta kapitala
- Osiguravajuće kuće bi mogle biti važan činilac razvoja dugoročnih dinarskih hartija, ali je potrebna stabilnost
- Relaksirati restrikcije na ulaganja
- Uvesti kontrolu rizika celokupnog portfolija, a ne nominalna organičenja
- Promeniti kulturu poslovanja – prelazak na donošenje investicionih odluka na osnovu upravljanja rizicima