

Глава 17

Инвестиции

Разделы программы

(d)(viii) Опишите принципы инвестирования общего страховщика.

0. Введение

Данная глава начинается с рассмотрения базового инвестиционного принципа общего страховщика:

«Максимизировать доходность инвестиций при условии выполнения всех контрактных обязательств и учета существующих неопределенностей».

Затем этот принцип связывается с характеристиками активов, которые были описаны в Конспектах более ранних предметов.

Эта базовая цель инвестирования одинакова для всех организаций. Ключевое отличие общего страховщика от компании по страхованию жизни или пенсионного фонда заключено в природе обязательств. В этой главе, полученные вами знания об обязательствах общего страховщика используются при рассмотрении того, что вы должны знать (и вероятно уже знаете) о доступных инвестору активах.

1. Согласование

1.1 Базовые характеристики обязательств

Как вы (вероятно) знаете, когда организация владеет конкретными активами, чтобы оплатить конкретные обязательства, основным инвестиционным принципом является выбор активов, соответствующих этим обязательствам. Здесь часто применяется выражение «согласование». На практике очень трудно приобрести инвестиции, *в точности* согласующиеся с природой и сроком обязательств. В данной главе мы используем термин согласование в более широком смысле, как владение активами, которые подходят для конкретных обязательств. Инвестиции компаний общего страхования в этом смысле ничем не отличаются.

Основные характеристики обязательств общего страховщика описаны в другом месте Конспекта предмета 303.

Напомним, что основными характеристиками обязательств общего страховщика являются:

Неопределенность

Одной из проблем, с которыми сталкивается инвестиционный менеджер страховой компании, является высокий уровень неопределенности расходов по возникающим время от времени большим неожиданным выплатам по претензиям (например, после большого шторма).

Срок

Многие обязательства компаний общего страхования очень краткосрочны, т.е. будут урегулированы в течение следующей парочки лет. Однако для классов страхования с длинными хвостами, часть обязательств может иметь средний срок (например, от 5 до 10 лет), а возможно и более длинный.

Природа

Некоторые претензии могут иметь фиксированные денежные размеры, например, при наличии установленных платежей для каждого конкретного случая. Однако большая доля платежей страховщика будет связана с ремонтом поврежденного объекта или урегулированием претензии по ответственности, и эти платежи не являются фиксированными в денежных единицах. На них будут влиять разнообразные типы инфляции (например, инфляция стоимости зданий, инфляция зарплаты).

Когда платежи по претензиям должны быть сделаны в следующем году, неожиданная инфляция не будет большой проблемой. Во-первых, невелик срок влияния инфляции на обязательства. Во вторых, инфляция в следующем году вряд ли будет очень сильно отличаться от ожидаемой величины. Поэтому, для подверженных инфляционному росту очень краткосрочных обязательств, обязательства часто считаются фиксированными в денежных величинах.

Если, предположительно, оплата претензий растянется на несколько лет, инфляция будет, вероятно, важна.

Валюта

Основная часть обязательств общего страховщика будет, вероятно, выражена в валюте страны, в которой он работает. Однако зарубежные обязательства могут возникать множеством разных способов:

- за счет принятия бизнеса, по которому претензии могут возникать за рубежом, такого как страхование выезжающих за рубеж, морское и авиационное страхование, страхование ответственности за качество продукции;
- за счет принятия зарубежных рисков;
- за счет принятия страхования за рубежом, через зарубежные филиалы.

Издержки

Обязательства по издержкам в отношении уже принятого страхования, это обязательства по обслуживанию этого бизнеса, например, по работе с претензиями. Эти издержки будут:

- менее неопределенными, чем претензии;
- в основном краткосрочными, по большей части они будут относиться к следующему году или двум;
- подвержены инфляции, в первую очередь инфляции зарплаты (но срок короткий, так что проблема невелика);
- в основном в местной валюте.

1.2 Воздействие на инвестиции

Основной целью инвестирования покрывающих обязательства активов, является максимизация доходности инвестиций при условии выполнения всех контрактных обязательств и учета существующих неопределенностей.

Поэтому, при выборе активов, характеристики этих активов должны быть согласованы с характеристиками обязательств (как по претензиям, так и по издержкам), например, в отношении:

- **срока;**
- **размера;**
- **природы;**
- **валюты.**

Основные характеристики обязательств обычно влияют на инвестиционную политику следующим образом:

- основная часть покрывающих обязательства активов должна инвестироваться краткосрочно (хотя это будет зависеть от сроков конкретных обязательств);
- для очень краткосрочных обязательств, будут приемлемы фиксированные в денежных единицах активы, хотя активы, поддерживающие свою стоимость в реальных величинах, будут подходить для прочих обязательств (если только обязательства не фиксированы в денежных величинах);
- для зарубежных обязательств, нужны активы, выраженные в подходящей валюте;
- должен поддерживаться разумный уровень ликвидности, чтобы можно было производить неожиданные платежи по претензиям.

Вопрос 17.1

Объясните, почему фиксированные в денежных единицах активы обычно не подходят для среднесрочных и долгосрочных обязательств страховой компании.

1.3 Согласование по сроку

Одно из определений согласования заключается в том, что выручка от активов появляется для оплаты расходов по обязательствам независимо от того, что произойдет в будущем с инвестиционными условиями и стоимостью активов. В разделе 1.2 мы кратко обсудили вопрос о том, какие активы будут пригодны для согласования с обязательствами по сроку. Теперь мы рассмотрим этот вопрос более подробно.

Промежуток между моментом получения страховщиком премии и оплатой соответствующих претензий важен, поскольку в течение этого времени часть премии можно инвестировать.

Покрывающие технические резервы активы должны выбираться с целью обеспечения структуры доходов, достаточно хорошо соответствующей расходам по обязательствам.

Широкий набор классов страхования имеет короткий промежуток между получением премии и оплатой большинства претензий. Для этих классов с короткими хвостами необходимо хранить средства на депозитах или в очень краткосрочных активах, таких как государственные краткосрочные ценные бумаги.

Для бизнеса, имеющего длительный средний период времени между получением премии и оплатой претензий, имеет место, как возможность, так и целесообразность более долгосрочного инвестирования.

Целесообразность, в основном, определяется двумя причинами. Во-первых, согласование активов с обязательствами по срокам, обычно снижает уязвимость страховщика в отношении неблагоприятного изменения ставок процентов. Во вторых, в долгосрочной перспективе, более долгосрочные инвестиции обеспечат, вероятно, более высокую доходность, чем краткосрочные активы и депозиты. Если страховщик должен взимать конкурентные ставки, ему нужна достаточно хорошая доходность

инвестирования технических резервов, по меньшей мере, сравнивая с доходностью прочих страховщиков.

Среднесрочные ценные бумаги с твердым процентом, и, в очень ограниченном объеме, акции, являются вероятным выбором активов для классов страхования с длинными хвостами.

Вопрос 17.2

Инвестиционный менеджер попросил вас дать резюме обязательств компании общего страхования. Какие моменты вы упомянете в вашем резюме?

1.4 Влияние инфляции на инвестиционную политику

По большинству претензий, окончательный размер платежа будет зависеть от того, когда они урегулируются, поскольку размер претензии будет зависеть от инфляции. Примеры:

- инфляция цен будет влиять на стоимость ремонта имущества и стоимость замены для страхования автомобилей и домашнего имущества;
- инфляция заработков и судебная инфляция будут влиять на претензии по телесным повреждениям по страхованию ответственности.

Издержки на урегулирование претензий также подвержены инфляции.

Поскольку претензии подвержены инфляции, страховщик должен рассмотреть инвестирование в активы, по которым размеры дохода и капитала имеют тенденцию к росту вместе с инфляцией. К таким активам могут относиться привязанные к инфляции ценные бумаги, если они доступны в соответствующей валюте, но нужно помнить, что инфляция претензий и других расходов может не равняться той, на которой основан индекс. Размеры дохода и капитала по инвестициям в акции и недвижимость, могут, в долгосрочной перспективе, иметь тенденцию к росту в соответствии с инфляцией претензий, но в краткосрочной перспективе могут быть подвержены существенным колебаниям.

Инфляционные и реальные воздействия

Выше мы указали, что основная часть претензий страховщика будет подвержена инфляции. Предположим, что появился новый тип заболевания лиц, много работающих за компьютером (давайте называть его компэкранозис). Предположим, что суд удовлетворил претензию работника к работодателю, за причинение компэкранозиса. Это будет означать *реальное*, фактическое изменение обязательств страховщика.

Для целей инвестирования, существует большое различие между реальным и инфляционным ростом обязательств. В то время как от инфляционного роста можно в значительной мере защититься надлежащим инвестированием, инвестиционная стратегия мало чем поможет в защите от описанного выше роста обязательств.

Инфляционный рост сверх инфляции цен

Некоторые обязательства могут расти в реальных величинах сверх инфляции цен, например, привязанные к инфляции заработной платы обязательства будут расти быстрее инфляции цен, если зарплата растет в реальных величинах. В общем случае, этот тип реальной инфляции можно согласовать с подходящими активами (например, акциями), хотя эти активы могут быть неприемлемы по иным причинам (например, акции могут быть слишком нестабильны). Однако неизбежна возможность некоторых конкретных форм инфляции (например, инфляции судебных решений), которые нельзя будет, в краткосрочной/среднесрочной перспективе, согласовать с обычными категориями инвестиций.

1.5 Насколько ликвидными должны быть активы?

Если страховщик продает класс страхования, имеющий очень нестабильную историю объема претензий, то будет разумно иметь доступные средства. Даже при наличии перестраховочной защиты, страховщик все еще будет обязан оплатить брутто претензии, возможно задолго до получения возмещения от перестраховщика.

Краткосрочная и очень неопределенная природа типичных обязательств общего страховщика означает, что товарность является важным фактором инвестиционной политики.

Это не значит, что все активы должны быть товарными. Инвестиционный менеджер должен обеспечить, чтобы достаточный объем активов был ликвидным (близким к денежным инструментам), или товарным (т.е. вы можете быстро продать ваши активы без воздействия на цену).

Вопрос 17.3

В чем заключается выгода учета будущего нового бизнеса в инвестиционной стратегии общего страховщика?

Почему опасно слишком сильно полагаться на высокий уровень нового бизнеса?

2. Влияние свободных резервов на выбор активов

Свободные резервы страховой компании будут доступны для инвестирования с целью максимизации долгосрочной доходности для акционеров акционерной компании или для страхователей компании взаимного страхования, с учетом того факта, что свободные активы могут, в некоторой степени, использоваться для покрытия нехватки активов, покрывающих технические резервы.

На то, как страховщик выбирает активы для покрытия резервов, будет влиять размер свободных резервов. Однако размер не должен измеряться только в абсолютных величинах. Страховщик должен сравнивать размер свободных резервов с:

- премией каждого года;
- окончательным размером обязательств, возникающих по претензиям каждого года;
- абсолютным размером обязательств страховщика в каждый момент времени;
- предписанным минимальным размером маржи платежеспособности.

Чтобы максимизировать доходность свободных резервов, страховщику обычно нужны долгосрочные инвестиции в акции. Он может также напрямую инвестировать в недвижимость, если, с учетом диверсификации портфеля, доступные для инвестирования фонды достаточно велики.

Страховщик будет следить за размером своих свободных резервов, чтобы продемонстрировать страхователям, брокерам и регулирующим органам свою способность покрытия будущих обязательств. Кроме того, чем выше свободные резервы, тем выше свобода инвестирования.

Теперь, с использованием нескольких примеров страховых компаний, мы рассмотрим вопрос о том, как размер свободных активов может повлиять на инвестиционную стратегию. В каждом примере, страховщик имеет разнообразный бизнес, в основном, с краткосрочными обязательствами. Мы предполагаем, что каждый страховщик хочет, чтобы его активы превышали обязательства, т.е. хочет иметь свободные резервы.

Пример 1: Компания с малыми свободными резервами

Размер обязательств: 400 млн. фунтов.

Размер активов: 410 млн. фунтов.

Компания имеет очень низкую свободу инвестирования, если она хочет гарантировать сохранение превышения размера ее активов над размером обязательств. Компания должна избегать активов, имеющих нестабильную рыночную стоимость, поэтому, только очень малый процент должен инвестироваться в акции, долгосрочные облигации, недвижимость и т.д. Почти все фонды должны вкладываться в краткосрочные инвестиции с гарантированной стоимостью (депозиты, краткосрочные облигации).

Пример 2: Компания с разумными свободными резервами

Размер обязательств: 400 млн. фунтов.

Размер активов: 500 млн. фунтов.

Компания имеет очень некоторую свободу инвестирования, но должна внимательно следить за стоимостью своих активов. Она может принять решение инвестировать 300 млн. фунтов в гарантированные (в денежных терминах) активы, более менее подходящие для ее обязательств (возможно в смесь денежных инструментов, краткосрочных облигаций и пятилетних индексируемых государственных облигаций). Более консервативным подходом является такое инвестирование в размере не менее 400 млн. фунтов. Остаток активов можно инвестировать с целью максимизации доходности. Некоторая нестабильность рыночных стоимостей «высокорискованных» активов сильно волновать не должна.

Пример 3: Компания с очень большими свободными резервами

Размер обязательств: 400 млн. фунтов.

Размер активов: 950 млн. фунтов.

Маржа платежеспособности этой компании равна 550 млн. фунтов. Компания имеет огромную свободу инвестирования. Она *может* принять решение об очень высоком уровне несогласованности, не ставя платежеспособность под угрозу. Например, менеджер фонда может считать, что долгосрочные корпоративные облигации с твердым процентом недооценены. Даже если эти активы не соответствуют обязательствам, компания *может* принять решение об инвестировании почти 100% своих активов в долгосрочные корпоративные облигации с твердым процентом. (На самом деле, мы не советуем поступать таким образом, а просто иллюстрируем более высокую свободу, которую имеет эта компания при выборе активов.)

Подводя итоги, отметим, что компания с большой маржей платежеспособности может уделять больше внимания максимизации ожидаемой доходности. Это может означать инвестирование в менее стабильные активы, меньший объем «гарантированных активов» и некоторую несогласованность в терминах срока, природы и/или валюты.

Вопрос 17.4

Предположим, что для компании из примера 1, указанная стоимость обязательств определена на очень консервативном базисе (т.е. в оценке резервов неоплаченных претензий имеется большая маржа). Как это может повлиять на инвестиционную политику, и была бы инвестиционная политика иной, если бы обязательства оценивались на базисе «наилучших оценок»?

Вопрос 17.5

Прокомментируйте, с точки зрения акционера, какая из трех компаний является «наилучшей». Вы можете предполагать, что все три компании оценивали свои резервы на похожем, разумном базисе.

Вопрос 17.6

Что такое резерв несогласованности?

3. Не инвестируемые активы

Не все активы общего страховщика будут доступны для инвестирования, например, деньги, хранимые:

- агентами и брокерами (задерживающими премию на, скажем, два месяца, прежде чем переслать ее компании);
- другими посредниками, полностью администрирующими блок бизнеса;
- страхователями (которые задерживают уплату премии возобновления);
- страхователями, которые уплачивают премию в рассрочку;
- страхователями, которые в конце года платят корректировочную премию; вследствие уточнения подверженности или тарификации на основе опыта;
- перестраховщиками (которые должны оплатить перестраховочную претензию);
- как суммы, которые причитаются компании в качестве суброгации или за спасенное имущество (после урегулирования претензии и выплаты компенсации страхователю, но до продажи поврежденного имущества).

Эти средства могут быть большой долей суммарных активов, хотя эта доля будет у разных компаний различной, в зависимости от таких факторов как состав бизнеса, соглашения с другими сторонами и эффективность получения долгов.

Вопрос 17.7

Объясните, почему бизнес с короткими хвостами может иметь более высокую долю активов, хранимую как сальдо агентов.

В сущности, эти не инвестируемые активы являются материальными, очень краткосрочными активами. Поэтому, страховщик может решить, что в краткосрочные инвестиции можно вкладывать меньшую долю других, инвестируемых активов. Однако эти активы не являются легко реализуемыми. Риск неполучения может привести к тому, что страховщик будет стараться вкладывать инвестируемые активы более надежно, и формировать резерв безнадежных долгов при рассмотрении этих дебиторского типа активов.

Вопрос 17.8

В прошлом, прежде чем потребовать оплату страховая компания разрешала агентам и брокерам удерживать премии до 10 недель. Стараясь повысить прибыль акционеров, компания пересмотрела свои договора с брокерами, чтобы причитающиеся с брокеров премии уплачивались в течение четырех недель после вступления полиса в силу. Как это изменение политики компании может повлиять на распределение инвестируемых фондов компании?

4. Влияние регулирующих органов на инвестиционную политику

Регулирующие органы могут установить минимальный размер маржи платежеспособности, которую должен иметь общий страховщик. Маржа платежеспособности будет вычисляться с использованием базиса оценивания, удовлетворяющего установленным властями ограничениям.

Регулирующие органы могут установить некоторые ограничения на активы, которые страховщик может иметь, и на методы их оценки. Например, они могут ввести следующие варианты контроля:

- **Ограничение размера определенных типов активов, которые можно учитывать при оценке платежеспособности, т.е. регулирование допустимости.**

Вопрос 17.9

Почему регулирующие органы могут ограничить размеры определенных типов активов, которые можно учитывать при оценке платежеспособности?

- **Контроль над активами**

При чрезвычайно прямой системе регулирования, регулирующий орган может назначить доверенное лицо для хранения активов страховщика, или, возможно, доли активов, представляющей собой фонды страхователей. Доверенное лицо может затем принять решение относительно инвестиционной стратегии и иметь свободу действий в отношении разрешения на использование этих фондов страховщиком.

- **Предотвращение владения определенными активами**

Власти могут препятствовать владению определенными активами за счет придания им нулевой стоимости при оценке платежеспособности. Более непосредственной мерой был бы прямой запрет на владение активами, которые власти считают неприемлемыми.

- **Предписание владения определенными активами**

Власти могут предписать, что фиксированные доли обязательств должны инвестироваться в конкретные категории активов.

Одним из вариантов идеи фиксированных долей является предписание инвестировать указанную долю в государственные ценные бумаги. Хотя это может быть «обосновано» тем, что такие активы обеспечивают надлежащий уровень безопасности, скрытая суть может заключаться в том, что правительство получает гарантированный рынок для своих долговых бумаг.

- **Требование наличия резервов несогласованности**

Власти могут установить базис и метод оценки минимального размера резервов несогласованности, или резервов устойчивости, которые понадобятся, если, по мнению властей, инвестиции страховщика не обеспечивают достаточно хорошего согласования.

Вопрос 17.10

Кратко объясните, почему инвестиционная стратегия страховщика, продающего страхование ответственности работодателей, будет, вероятно, отличаться от стратегии страховщика, продающего страхование домашнего имущества.

5. Пункты глоссария

Изучив эту главу, вы должны теперь прочитать следующую статью глоссария:

- Сальдо агентов

Глава 17. Резюме

Для общего страховщика, базовый принцип инвестирования заключается в максимизации доходности инвестиций при условии выполнения всех контрактных обязательств и учета всех неопределенностей.

Обязательства общего страховщика можно оценить:

- по сроку: в основном краткосрочные, немного среднесрочных для классов с длинными хвостами;
- по природе: в основном подвержены инфляционному воздействию, но есть и фиксированные в денежных единицах;
- по валюте: зависят от валюты претензий;
- по нестабильности: обязательства являются менее определенными, чем обязательства многих иных инвесторов.

Должны выбираться активы, соответствующие обязательствам, т.е. активы должны иметь близкие к обязательствам сроки; они должны реагировать на внешние воздействия (например, инфляцию и изменение курса валюты) так же, как обязательства.

Неопределенность обязательств означает, что страховщик нуждается в высоком уровне товарности значительной доли своих активов.

Страховщики, имеющие большие свободные резервы, могут использовать более рискованную инвестиционную политику в попытке достигнуть более высокой доходности. Это может означать инвестиции в нестабильные активы, меньший объем «гарантированных активов» и некоторую несогласованность по сроку, природе и/или валюте.

Средства, находящиеся у брокеров, агентов и перестраховщиков недоступны для инвестирования. Поскольку эти фонды фактически являются краткосрочными инвестициями, остальные активы могут инвестироваться немного длиннее.

При оценивании платежеспособности, регулирующие органы могут ввести следующие варианты контроля:

- ограничение размера определенных типов активов, который можно учитывать при оценке платежеспособности;
- контроль над активами;
- предотвращение владения определенными активами;
- предписание владения определенными активами;
- требование наличия резервов несогласованности.

Решения

Решение 17.1

Среднесрочные и долгосрочные обязательства страховщика будут, вероятно, расти с инфляцией. Поэтому мы должны покрывать эти обязательства активами, на которые инфляция влияет похожим образом. Доходность фиксированных в денежных величинах активов является (что неудивительно) фиксированной. Поэтому они не подходят для покрытия среднесрочных и долгосрочных обязательств.

Страховая компания может иметь проблемы, если она инвестирует в бумаги с твердым процентом, а инфляция окажется неожиданно высокой.

Решение 17.2

Нестабильность: обязательства общего страховщика менее определенны, чем обязательства многих иных инвесторов.

Срок: в основном краткосрочные; имеется некоторый объем среднесрочных обязательств по классам с длинными хвостами.

Природа: в значительной мере подвержены воздействию инфляции, но очень краткосрочные претензии и издержки могут рассматриваться как фиксированные денежные величины.

Валюта: зависит от принятого бизнеса и валюты возможных претензий.

Решение 17.3

Новые премии можно использовать для оплаты краткосрочных обязательств, что позволит более долгосрочное инвестирование существующих активов с целью повышения доходности.

Опасно слишком сильно полагаться на высокий уровень будущего нового бизнеса, поскольку размер получаемой премии может оказаться ниже предполагаемой величины. Это может привести к тому, что компании придется реализовывать долгосрочные активы, чтобы оплатить краткосрочные обязательства (несогласованность).

Решение 17.4

Если бы на базе наилучших оценок обязательства равнялись, скажем, 300 млн. фунтов, то мы могли бы предложить инвестиционную политику, заключающуюся в инвестировании 300 млн. фунтов в согласованные активы, и более агрессивном инвестировании 110 млн. фунтов с целью максимизации доходности. Эта политика сильно отличается от консервативной инвестиционной стратегии, которую мы рекомендовали, когда обязательства оценивались с большой маржей (например, не дисконтированные, не учитывающие инвестиционный доход резервы).

Маржа в технических резервах является, в сущности, частью свободных резервов, поэтому она обеспечивает более высокую инвестиционную свободу, аналогично явной марже платежеспособности. Однако, поскольку точный размер маржи не определен, инвестиционная политика должна быть несколько более осторожной. Обеспечиваемая свобода инвестирования не будет, поэтому, столь же высокой, как обеспечиваемая явной маржей платежеспособности.

Решение 17.5

Какая компания является наилучшей с точки зрения акционеров не ясно. Единственный ответ отсутствует, хотя могут быть высказаны следующие доводы:

Компания 1 потенциально работает неэффективно, поскольку налагаемые низкой платежеспособностью ограничения могут помешать компании максимизировать доходность фондов акционеров.

Можно утверждать, что компания 3 не использует фонды акционеров надлежащим образом, поскольку на 1 фунт капитала она продает очень малый объем бизнеса.

Вероятно, компания 2, нашедшая баланс между этими доводами, является «наилучшей» с точки зрения акционеров.

Решение 17.6

Резерв, смягчающий риск того, что несогласованная стратегия инвестирования приведет к снижению размера активов по сравнению с размером обязательств.

Решение 17.7

Для бизнеса с короткими хвостами резервы претензий намного меньше, чем для бизнеса с длинными хвостами, поскольку большая часть претензий оплачивается ранее. Поэтому, для бизнеса с короткими хвостами, при заданном объеме премий, суммарные активы в заданный момент времени будут меньше. Следовательно, если агенты удерживают одинаковый объем премий для бизнеса с короткими и длинными хвостами, то сальдо агентов будет большей долей суммарных активов бизнеса с короткими хвостами.

Решение 17.8

Будет иметь место уменьшение находящихся у брокеров активов. Возможно, компании нужно будет держать несколько более высокую долю инвестируемых активов в краткосрочных (и более товарных) инвестициях.

Решение 17.9

Ограничение размеров определенного типа активов будет направлено на воспрепятствование инвестированию в спекулятивные объекты, имеющие сомнительную действительную стоимость (например, произведения искусства), и на предотвращение излишней концентрации риска на любом единичном объекте.

Решение 17.10

Обязательства по страхованию ответственности работодателей, по своей природе имеют намного больший срок, чем обязательства по страхованию домашнего имущества. Кроме того, потребность в защите от инфляции будет, вероятно, выше.