Prof. dr Milena JAKŠIĆ*
Prof. dr Violeta TODOROVIĆ**

Investiciona aktivnost i finansijska stabilnost sektora osiguranja u zemljama zapadnog Balkana

UDK: 368.8(497-15)
Primljen: 16. 3. 2018.
Prihvaćen: 29.3. 2018.
Pregledni naučni rad

Apstrakt

Osiguravajuća društva, u tržišno orijentisanim finansijskim sistemima, pripadaju grupi nedepozitnih finansijskih institucija. Ona svojim poslovanjem treba da obezbede dovoljno visoke prinose kako bi u konkurentskoj tržišnoj borbi privukla klijente i povećala godišnju stopu rasta tržišta osiguranja i tržišno učešće u finansijskom sistemu. Takođe, neophodno je da budu sposobna da izvrše svoje obaveze prema osiguranicima u momentu njihovog dospeća. Ono što afirmiše ove institucionalne investitore da zauzmu važno mesto u finansijskom sistemu su stabilan novčani tok, dugoročnost izvora i plasmana sredstava, vremenska nepodudarnost uplata i isplata i relativna predvidivost povlačenja sredstava. S obzirom na to da ekonomska efikasnost u osiguranju zavisi od kapaciteta osiguravajućih društava predmet istraživanja biće sagledavanje finansijskih performansi sektora osiguranja u zemljama zapadnog Balkana (Srbija, Crna Gora, Bosna i Hercegovina, Hrvatska i BJR Makedonija). U cilju da se ukaže na uspešnost poslovanja osiguravača pratiće se investiciona aktivnost i finansijska stabilnost pet sektora osiguranja. Struktura investicionog portfolija i investiciona aktivnost osiguravača biće predstavljena ulaganjem u pojedine oblike finansijske aktive, a korišćenjem tradicionalnih finansijskih merila performansi biće prikazan stepen uspešnosti njihovog poslovanja u trogodišnjem periodu (2013-2015).

Ključne reči: sektor osiguranja, uspešnost poslovanja, ulaganja osiguravača, investicioni portfolio

1. UVOD

Osiguravajuća društva, kao institucionalni investitori na finansijskom tržištu, imaju ulogu finansijskog posrednika. Ona emituju hartije od vrednosti i tako prikupljena sredstva usmeravaju u različite oblike finansijske aktive. Funkcija prikupljanja novčanih sredstava proizilazi iz vremenskog nepoklapanja uplata i isplata u osiguranju. Premije se plaćaju unapred, a nadoknada štete se vrši sukcesivno po nastajanju ekonomski štetnih događaja. Tako se postiže transformacija malih uloga u krupna novčana sredstva koja predstavljaju izvor kratkoročnog i dugoročnog finansiranja privrede. Postojanje razvijenog sektora osiguranja značajno je zbog činjenice da osiguranje ima veoma važnu ulogu u podsticanju domaće proizvodnje, inovacija, preduzetništva i trgovine (Marović, Njegomir, 2015, 28).

Sigurnost i stabilnost uplata, strogo namenski karakter uplaćenih sredstava, visok stepen predvidivosti nastanka ekonomski štetnog događaja doprinose da se akumulirana sredstva mogu dugoročno ulagati u različite oblike finansijske i realne aktive. Kroz plasman sredstava obezbeđuje se diversifikacija portfolija, disperzija rizika i finansiranje proizvodne i neproizvodne potrošnje. Kako bi bila uspostavljena ravnoteža između dospelih obaveza iz osiguranja i plasmana na finansijskom tržištu, rukovodeća struktura osiguravajućih društava brine o uspostavljanju ročnog sklada između ulaganja i obaveza, odnosno ročnost obaveza predstavlja osnovnu smernicu za determinisanje plasmana.

Struktura investicionog portfolija osiguravača zavisi od uspešnosti njegovog poslovanja i sklonosti, odnosno odbojnosti ka riziku. Motiv investiranja prikupljenih sredstava osiguravajućih društava jeste da se obezbedi sigurnost poslovanja i omogući blagovremeno ispunjenje obaveze koje proističu iz zaključenih ugovora. Iz razloga sigurnosti i likvidnosti, osiguravajuća društva preferiraju ulaganja u dužničke hartije od vrednosti. Izbor hartija od vrednosti ne zavisi samo od ciljeva koji se žele realizovati. U velikoj meri zakonska regulativa limitira investicionu politiku osiguravača. Najizraženija su ograničenja kod životnog osiguranja koja se odnose na obim ulaganja u trajni kapital. U zemljama EU, u

* Univerzitet u Kragujevcu, Ekonomski fakultet, Kragujevac, e-mail: milenaj@kg.ac.rs.
** Univerzitet u Kragujevcu, Ekonomski fakultet, Kragujevac, e-mail: v.todorovic@kg.ac.rs.

svrhu veće zaštite osiguranika, kvantitativne zakonske barijere zamenjuju se pojačanom kontrolom solventnosti osiguravača.

Shodno navedenom, mogućnost razvoja sektora osiguranja i njegovog doprinosa stabilnom poslovanju nacionalne ekonomije, zavisi od rezultata poslovanja osiguravajućih društava. Finansijska stabilnost osiguravača je ključni uslov obavljanja njihove osnovne delatnosti. S tim u vezi, merila performansi omogućavaju osiguravačima kontrolu uspešnosti ostvarivanja ciljeva u vezi sa upotrebom raspoloživih resursa, odnosno sa ukupnom poslovnom aktivnošću konkretnog osiguravača. Tradicionalni pristup merenju performansi je zasnovan na tradicionalnim finansijskim izveštajima i finansijskim merilima performansi. U osnovi ovog pristupa je računovodstveni koncept *ex post* na bazi koga se prikazuju performanse iz prethodnog perioda, odnosno za odlučivanje o budućim aktivnostima relevantni su podaci iz prošlosti.

Finansijska merila performansi na kojima se zasniva tradicionalni pristup merenja uspešnosti poslovanja su izražena u novcu i potiču iz informacionog sistema finansijskog računovodstva osiguravača. Imajući u vidu navedeno, u radu će biti korišćena racio analiza za ocenu uspešnosti poslovanja sektora osiguranja u zemljama zapadnog Balkana. U cilju obezbeđenja kontinuiranog unapređenja performansi neophodno je postojanje i primena sistema upravljanja performansama. Oni omogućavaju sagledavanje ostvarenih performansi i njihovo dalje planiranje. Imajući u vidu navedeno, ključna istraživačka hipoteza glasi: *Konkurentska pozicija i rast udela sektora osiguranja u finansijskom sistemu značajno zavise od investicione aktivnosti i finansijske stabilnosti osiguravača*.

Kako bi se stvorila adekvatna teorijska osnova za empirijsku proveru postavljene hipoteze i formulisanje validnih zaključaka u radu će biti korišćena deskriptivna analiza koja će omogućiti da se definiše problem i opišu osnovni elementi posmatranog problema. Kroz analizu i sistematizaciju saznanja dobijenih teorijskim istraživanjima i interpretaciju rezultata dobijenih empirijskim analizama, dobiće se sveobuhvatan uvid u investicionu aktivnost i kretanje finansijskih performansi analiziranih sektora osiguranja.

2. RAZVIJENOST SEKTORA OSIGURANJA U ZEMLJAMA ZAPADNOG BALKANA

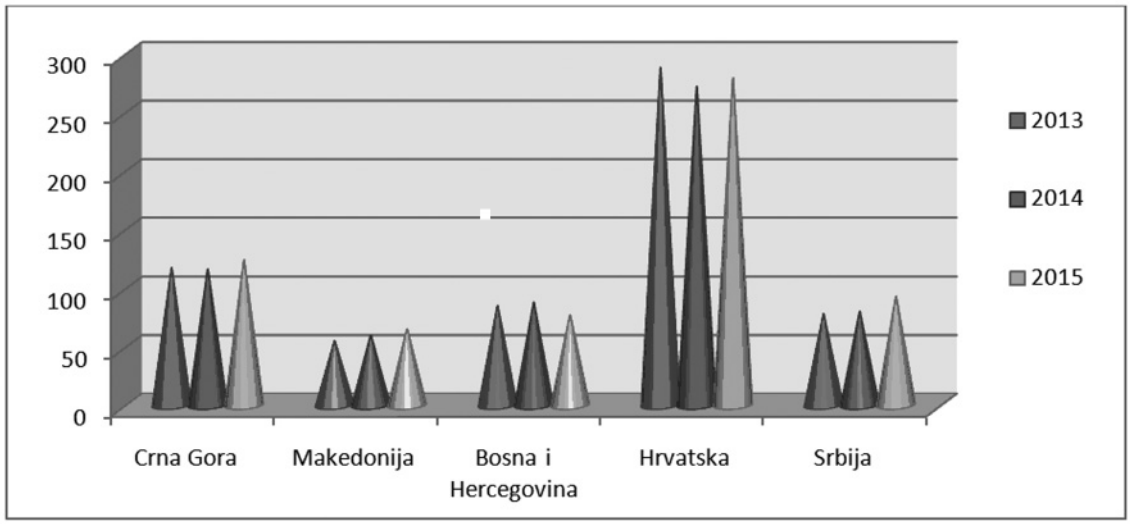
Evidentno je da se broj i struktura vlasništva osiguravajućih društava u nacionalnim ekonomijama razlikuje. To je posledica brojnih istorijskih događaja i političkih dešavanja u prošlosti koji su uticali na stepen ekonomskog razvoja Srbije, Crne Gore, Bosne i Hercegovine, Hrvatske i BJR Makedonije, odnosno na bruto domaći proizvod i životni standard stanovništva. Uz to, prirodne karakteristike država, u smislu različitog geografskog položaja, površine teritorije, broja stanovnika i vrednosti imovine, su takođe predodredile različite nivoe razvijenosti sektora osiguranja. Broj i obrazovna struktura stanovništva od kojih zavisi stepen informisanosti stanovništva su, uz navedeno, značajan faktor tržišta osiguranja.

Tržište osiguranja u Hrvatskoj ima najveći broj osiguravača koji se bave poslovima životnog osiguranja (6), zatim Srbija (5), Crna Gora i BJR Makedonija (4), a najnepovoljniju poziciju ima Bosna i Hercegovina (BiH) u kojoj nisu zastupljena društva za životno osiguranje. Zbog većinskog domaćeg kapitala, tržište osiguranja u BiH nije u poziciji da ponudi osiguranicima široku lepezu proizvoda životnog osiguranja. S druge strane, tržište životnog osiguranja u Hrvatskoj je najrazvijenije, jer je prosečna neto zarada na višem nivou u odnosu na druge analizirane zemlje.

Bruto premija je na skoro svim tržištima osiguranja, u periodu od 2013. do 2015. godine imala rast. Najveći rast premije na ukupnom nivou je imala Srbija. U posmatranom periodu je zabeleženo smanjenje premije neživotnog osiguranja i postepen rast premije životnog osiguranja. Rastom udela i visine ukupne premije životnog osiguranja, uvećavaju se ukupno raspoloživa sredstva sektora osiguranja koja mogu biti plasirana na finansijsko tržište. To dalje vodi do povećanja obima poslovanja osiguravajućih kompanija i poboljšanja njihove konkurentnosti na tržištu.

Shodno različitom životnom standardu, razlikuje se i gustina osiguranja, merena premijom po stanovniku. Imajući u vidu kretanje životnog standarda može se očekivati da najvišu gustinu osiguranja ima hrvatsko tržište, a najnižu vrednost ovog pokazatelja tržište osiguranja u BJR Makedoniji. Međutim, za sva analizirana tržišta je karakteristično visoko zaostajanje u odnosu na tržišta osiguranja u razvijenom svetu. Najvišu gustinu osiguranja u savremenim uslovima poslovanja imaju Velika Britanija (4.143 EUR); SAD (3.450 EUR); Japan (3.245 EUR); Nemačka (2.623 EUR); EMU (2.546 EUR); EU (2.397 EUR). Od država u regionu, a članica EU, koje imaju nižu premiju po stanovniku spadaju Bugarska (140 EUR) i Rumunija (102 EUR) (Hrvatski ured za osiguranje, 2016, 8).

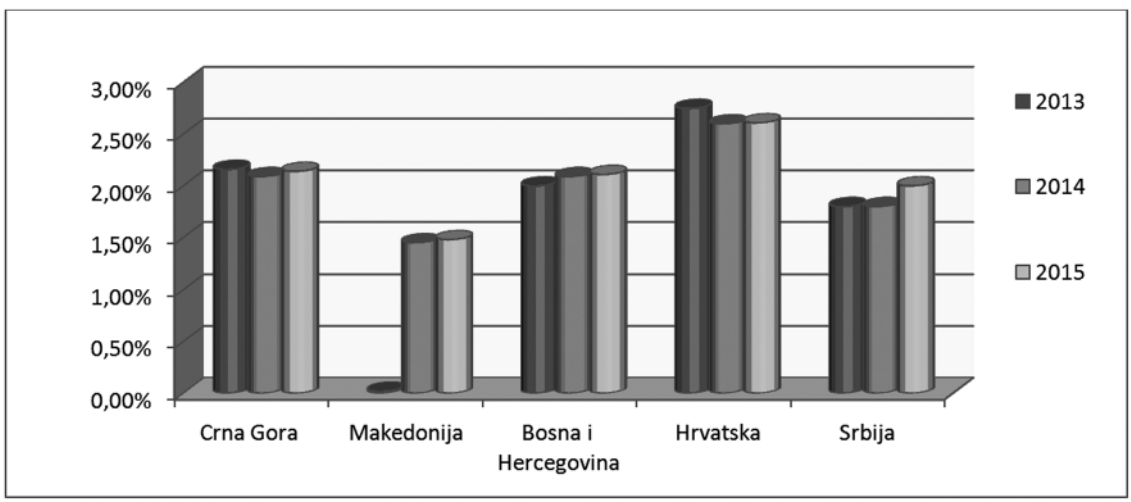
Pored gustine osiguranja, drugi pokazatelj nivoa razvijenosti je učešće premije u bruto domaćem proizvodu. Najveće učešće premije u bruto domaćem proizvodu na globalnom nivou imaju Japan (10,8%), Velika Britanija (10,6%), Evropska unija (7,7%), EMU (7,5%)



Slika 1. Ukupna gustina sektora osiguranja
Izvor: Prikaz autora na osnovu: NBS; ISA, HANFA, SorS i ANO (2013, 2014, 2015)

SAD (7,3%). Od zemalja jugoistočne Evrope, Slovenija ima učešće premije u BDP od 5%, Češka 3,5%, Poljska

tva, vrednost raspoložive imovine, kultura osiguranika i stabilnost cena proizvoda osiguranja.



Slika 2. Učešće premije u BDP-u
Izvor: Prikaz autora na osnovu: NBS; ISA, HANFA, SorS i ANO (2013, 2014, 2015)

3,1%, Mađarska 2,5%, Bugarska 2,1 i Rumunija 1,2% (Hrvatski ured za osiguranje, 2016, 9).SAD (7,3%). Od zemalja jugoistočne Evrope, Slovenija ima učešće premije u BDP od 5%, Češka 3,5%, Poljska 3,1%, Mađarska 2,5%, Bugarska 2,1 i Rumunija 1,2% (Hrvatski ured za osiguranje, 2016, 9).

Na osnovu prethodna dva pokazatelja razvijenosti sektora osiguranja može se istaći da najpovoljnije karakteristike, odnosno najveći stepen razvijenosti ima tržište osiguranja u Hrvatskoj, dok je najmanje razvijeno tržište osiguranja u BJR Makedoniji. Prethodno navedeno je povezano sa svim faktorima koji utiču na nivo razvijenosti sektora osiguranja, od kojih se mogu kao najvažniji istaći nivo životnog standarda stanovniš

3. INVESTICIONA AKTIVNOST SEKTORA OSIGURANJA U ZEMLJAMA ZAPADNOG BALKANA

Funkcija investiranja predstavlja jednu od važnih funkcija osiguravajućih društava. U savremenim uslovima poslovanja, fondovi koji se formiraju iz prikupljenih sredstava u osiguranju, predstavljaju poseban vid nacionalne štednje i postaju veoma značajan izvor finansiranja privrede. Stoga je neophodno da investicioni menadžment osiguravajućih društava postavi investicione ciljeve, definiše investicione politike, izabere portfolio

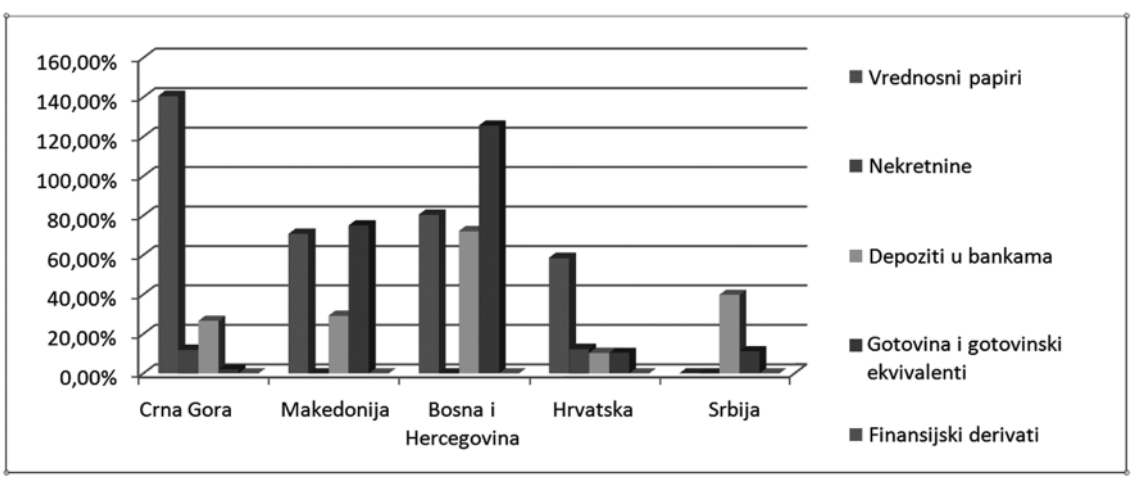
strategiju i strukturu portfolija i izmeri ostvarene finansijske performanse.

Ključni investicioni cilj je da se postigne optimalni odnos između prinosa i rizika. Investitor nije zainteresovan za rizik i prinos jedne izolovane hartije od vrednosti. Zbog visokih transakcionih troškova povećava se rizik ostvarenja neočekivanog gubitka. Investitor ulaže u skup hartija od vrednosti različitih vrsta i karakteristika. Ukoliko je dat skup hartija od vrednosti u okviru koga se može napraviti izbor, portfolio teorija pruža mogućnost investitoru da odluči koja kombinacija hartija od vrednosti daje najbolji prinos za dati rizik. Nesumnjivo, investitor drži efikasan portfolio, odnosno portfolio koji omogućava najpovoljniji prinos u odnosu na preuzeti rizik. Efikasan portfolio je lični izbor investitora i broj efikasnih portfolija zavisi od broja investitora.

Osiguravajuća društva prilikom definisanja investicione politike moraju uzeti u obzir veličinu kapitala, kao i sposobnost absorbovanja potencijalnih gubitaka. Takođe, u okviru investicione politike moraju se ustanoviti granice izloženosti jednom ekonomskom subjektu, pojedinim finansijskim instrumentima, kao i riziku kamatne stope, deviznog kursa i promene cena hartija od vrednosti (Marović, Njegomir, 2015, 83). Veliki značaj za investicionu aktivnost osiguravača imaju odluke centralnih banaka o visini referentne kamatne stope koja utiče na kamatne stope i prinose različitih oblika finansijske aktive.

Izbor odgovarajuće investicione strategije podrazumeva izbor oblika aktive koja će biti uključena u portfolio. U zavisnosti od sklonosti investitora riziku primeniće se aktivna, pasivna ili mešovita investiciona strategija. S tim u vezi, prate se uslovi koji vladaju na tržištu, koriste se istorijski podaci realnih i finansijskih varijabli u cilju utvrđivanja očekivane stope prinosa tokom perioda ulaganja. Da bi se kreirao efikasan portfolio neophodno je raspolagati sa brojnim informacijama, počev od ekonomskih i političkih prilika u posmatranom poslovnom ambijentu, monetarne i fiskalne politike, stope inflacije, kamatne stope, deviznog kursa, stanja na tržištu osiguranja, profitnih stopa u različitim sektorima i drugo. Selekcija hartija od vrednosti u koje će se vršiti investiranje, kao i ciljevi koji se žele realizovati, ne predstavljaju jedine faktore koji utiču na strukturu investicionog portfolija osiguravača. Značajna je i zakonska regulativa koja u nekim državama limitira investicionu politiku.

Investiciona aktivnost je pored osnovne delatnosti osiguranja, drugi najvažniji izvor prihoda osiguravača. Međutim, sektori osiguranja zemalja zapadnog Balkana su slabo investiciono aktivni, što se može očekivati imajući u vidu razlike u stepenu zastupljenosti depozitnih i nedepozitnih institucija u finansijskim sistemima analiziranih ekonomija. Iako su u pitanju bankocentrični, a ne tržišno orijentisani finansijski sistemi, procentualni udeo banaka u ukupnoj bilansnoj sumi se razlikuje od jedne do druge zemlje. Najdalje, po pitanju udela nedepozitnih finansijskih institucija u finansijskom sistemu i razvoja tržišta kapitala, je otišla Hrvatska. Naime, u Hrvatskoj je udeo banaka u finansijskom sistemu u 2015. godini iznosio 69,62%, dok je udeo nedepozitnih finansijskih institucija bio 30,38% (Hrvatski ured za osiguranje, 2016, 9). Pored navedenog, analizirana tržišta osiguranja nisu u istoj meri razvijena gledano po broju i strukturi osiguravajućih društava, visini premije po proizvodima osiguranja, visini slobodnih sredstava tehničkih rezervi, jačini i efikasnosti regulative na finansijskom tržištu, broju i raznovrsnosti finansijskih instrumenata, stepenu otvorenosti pojedinih finansijskih tržišta za plasmane inostranih investitora i drugim.



Slika 3. Investiciona aktivnost osiguravača u 2015. godini
Izvor: Prikaz autora na osnovu: NBS; ISA, HANFA, SorS i ANO (2013, 2014, 2015)

Sprovedenom analizom je uočeno da sektor osiguranja zauzima mali udeo u finansijskom sektoru analiziranih zemalja, pa su u skladu sa tim smanjene mogućnosti većeg plasiranja slobodnih novčanih sredstava tehničkih rezervi na pojedine segmente finansijskog tržišta. Najveću aktivnost ulaganja na svim finansijskim tržištima imali su osiguravači u neživotnom osiguranju, usled većeg tržišnog udela, više naplaćene premije i većeg broja osiguravača. Međutim, na svim tržištima je uočen postepeni rast premije životnog osiguranja, što se odražava na povećanje investicione aktivnosti ovog izuzetno važnog segmenta sektora osiguranja.

Sa Slike 3 se može uočiti da su najveću investicionu aktivnost u 2015. godini imali osiguravači na području BiH. Najviše slobodnih sredstava tehničkih rezervi osiguravači su držali u obliku depozita, zajmova, potraživanja i gotovine. Crna Gora se izdvaja prema obimu plasiranja sredstava u vrednosne papire (državne obveznice). Investiciona aktivnost osiguravača u Makedoniji je usmerena najviše prema instrumentima za obezbeđenje kratkoročne likvidnosti. U Hrvatskoj su najviše zastupljeni plasmani u vrednosne papire čiji je emitent država. Investiciona aktivnost osiguravača u Srbiji je najviše orijentisana u pravcu bankarskih depozita. Najmanje ulaganja u svim analiziranim zemljama bilo je u nekretnine, dok su ulaganja u finansijske derivate potpuno izostala na svim finansijskim tržištima.

Imajući u vidu navedeno, može se zaključiti da je struktura portfolija analiziranih sektora osiguranja nedovoljno diversifikovana. U ukupnoj strukturi portfolija dominiraju niskorizični oblici ulaganja, kao i oblici aktive koji ne doprinose ekonomskom napretku. S tim u vezi, uprkos rekordno niskom nivou kamatnih stopa, prilikom donošenja odluke o ulaganju sredstava važnu ulogu je imao nivo izloženosti riziku investitora, odnosno osiguravača. Srednjoročno gledano, zemlje regiona moraće da, kroz razvoj finansijskog tržišta, povećaju širinu raspoloživih finansijskih instrumenata kako bi investiciona aktivnost osiguravajućih društava bila aktivnija. Veća širina i likvidnost regionalnih finansijskih tržišta omogućila bi zadržavanje sredstava premija osiguranja u zemljama regiona, a to bi unapredilo investicionu aktivnost i finansijsku poziciju osiguravača.

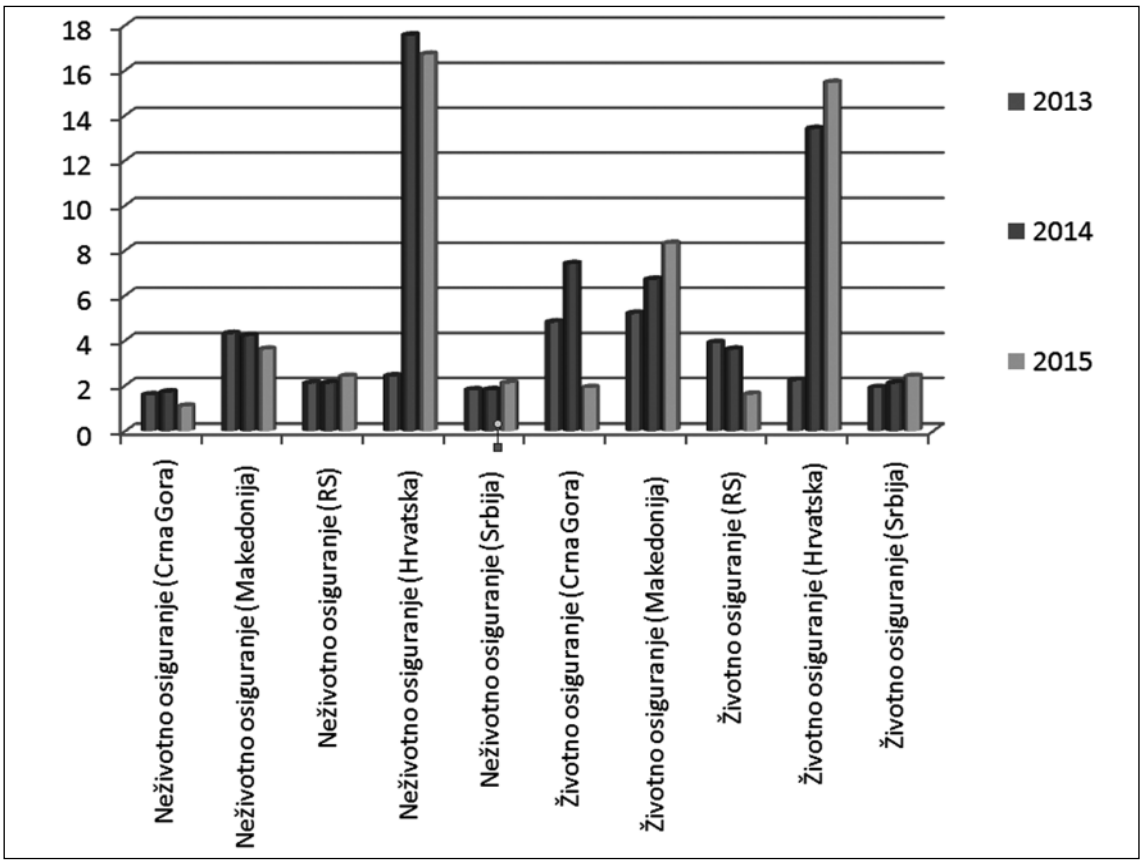
4. POKAZATELJI FINANSIJSKE STABILNOSTI SEKTORA OSIGURANJA U ZEMLJAMA ZAPADNOG BALKANA

Mogućnost razvoja sektora osiguranja i njegov doprinos ekonomskom rastu zavise od uspešnosti poslovanja osiguravača, odnosno od njihovih ostvarenih poslovnih performansi. Finansijska stabilnost osiguravača, analizirana kroz solventnost, likvidnost i profitabilnost je ključni uslov za obavljanje njihove osnovne delatnosti. Praćenjem najvažnijih pokazatelja poslovanja, utvrđuje se njihova finansijska sposobnost i stabilnost, sposobnost upravljanja rizicima, perspektive opstanka na tržištu i mogućnost razvoja u budućem periodu. Za kvantitativno praćenje i analizu finansijske stabilnosti osiguravača koriste se pokazatelji CARMEL. Set pokazatelja CARMEL se sastoji od šest grupa (NBS, 3): ***C****apital adequacy* – adekvatnost kapitala, ***A****sset quality* – kvalitet imovine, ***R****einsurance and actuarial issues* – reosiguranje i aktuarske pozicije, ***M****anagement soundness* – kvalitet upravljačke strukture, ***E****arnings and profitability* – zarada i profitabilnost, ***L****iquidity* – likvidnost.

Adekvatnost kapitala je jedan od ključnih pokazatelja stabilnosti poslovanja osiguravača. Oprezan pristup adekvatnosti kapitala omogućava osiguravaču lakše podnošenje katastrofa, neočekivanih gubitaka i nepovoljnih promena u sprovođenju osiguranja, promena regulatornog okruženja i drugih. S druge strane, prekomeran obim kapitala može da ukaže na nesposobnost adekvatnog korišćenja resursa. Neki od najvažnijih pokazatelja adekvatnosti kapitala su: C1) premija u samopridržaju / ukupan kapital; C2) ukupan kapital umanjen za gubitak / ukupna aktiva; C3) ukupan kapital umanjen za gubitak / tehničke rezerve; C4) garantni kapital / margina solventnosti.

Imajući u vidu navedeno, u radu je razmatran nivo uspešnosti poslovanja tržišta osiguranja zemalja zapadnog Balkana. S tim u vezi, solventnost osiguravača utvrđena je na osnovu pokazatelja C4 (garantni kapital / margina solventnosti). Imajući u vidu činjenicu da je bolje ukoliko je posmatrani pokazatelj viši ili najmanje jednak zahtevanoj margini solventnosti, na Slici 4 se može primetiti da su osiguravači u svim zemljama imali zadovoljenu poziciju solventnosti. Najvišu solventnost sektora osiguranja ostvarila je Hrvatska. Ostala tržišta imala su oscilacije u visini ovog pokazatelja, ali su najnižu vrednost imala društva u životnom i neživotnom osiguranju na području Republike Srbije i Republike Srpske.

Kvalitet imovine meri izloženost osiguravača tržišnom, investicionom i kreditnom riziku. Veća diversifikacija i disperzija plasmana doprinosi finansijskoj stabilnosti, odnosno, manjoj neizvesnosti i verovatnoći neizvršenja obaveza osiguravača. Pri oceni kvaliteta imovine posebnu pažnju treba posvetiti mogućnosti naplate pojedinih oblika imovine, kao i mogućnosti njenog precenjivanja (Smajla, 2014, 603). Osnovni pokazatelji kvaliteta imovine su: A1) zbir nematerijalnih ulaganja, nekretnina, plasmana u vrednosne papire kojima se ne trguje i potraživanja / ukupna aktiva; A2) potraživanja za premiju / ukupno ugovorena aktiva;



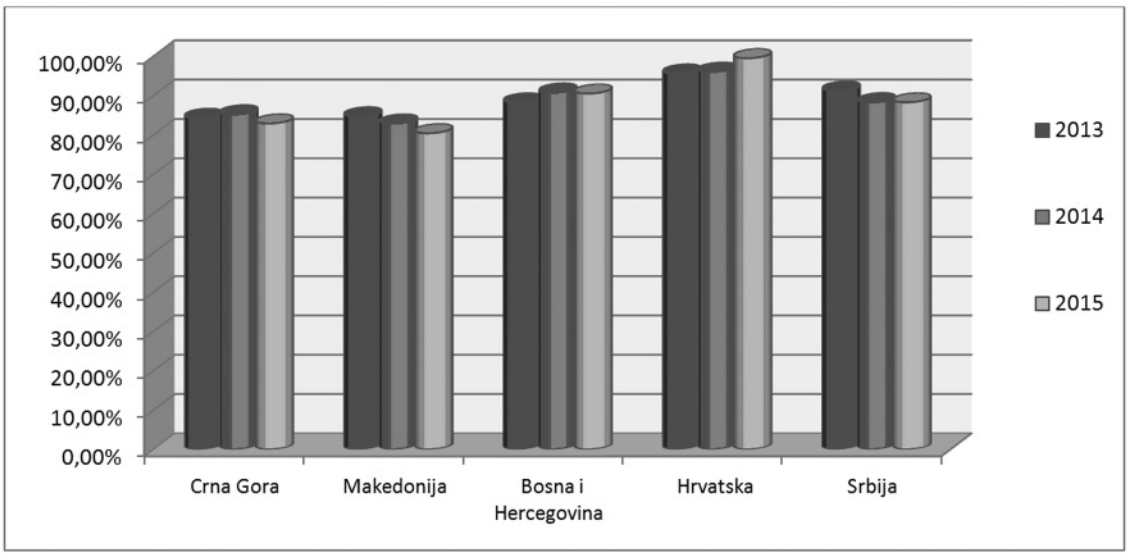
Slika 4. Solventnost sektora osiguranja
Izvor: Prikaz autora na osnovu: NBS; ISA, HANFA, SorS i ANO (2013, 2014, 2015)

A3) učešća u kapitalu / ukupna aktiva; A4) pokrivenost tehničkih rezervi propisanim oblicima aktive.

Za sagledavanje kvaliteta aktive primenjena su dva pokazatelja. Pokazatelj A1 je korišćen za utvrđivanje kvaliteta aktive osiguravača u BiH i Srbiji, a pokazatelj A4 je korišćen za utvrđivanje kvaliteta aktive osiguravača u Crnoj Gori, Makedoniji i Hrvatskoj. Poređenjem pokazatelja A1 između BiH i Srbije, može se zaključiti da su bolji kvalitet aktive u posmatranom periodu imali osiguravači u Srbiji. Na području BiH su nepovoljniji kvalitet aktive, odnosno viši procenat učešća nelikvidne aktive imali osiguravači na teritoriji Republike Srpske. U pogledu kvaliteta aktive u sektorima osiguranja u Crnoj Gori, Makedoniji i Hrvatskoj postojao je zadovoljavajući stepen kvaliteta finansijske aktive u koju su osiguravači na ovim tržištima plasirali sredstva u cilju pokrića tehničkih rezervi. Najčešći plasmani su bili u državne obveznice.

Reosiguranje ima ključnu ulogu u procesu vertikalne disperzije rizika, a sposobnost osiguravača da odgovori na obaveze po ugovorima osiguranja u velikoj meri zavisi od adekvatnosti prenosa rizika u reosiguranje. Prekomerno oslanjanje osiguravajućeg društva na reosiguravača može usloviti probleme u poslovanju osiguravača u slučaju nesolventnosti reosiguravača i nepovoljnih promena na tržištu reosiguranja. *Aktuarske pozicije* predstavljaju rezerve za izmirenje budućih obaveze osiguravača po ugovorenim osiguranjima. Cena osiguranja i iznos potrebnih rezervi se računaju primenom matematičko–statističkih metoda i modela. U finansijskoj teoriji su zastupljena tri indikatora za izračunavanje finansijskih performansi društava u pogledu reosiguranja i aktuarskih pozicija: R1) merodavna premija u samopridržaju / merodavna ukupna premija; R2) tehničke rezerve u samopridržaju / prosečne rešene štete u samopridržaju u poslednje tri godine; R3) tehničke rezerve u samopridržaju / prosečna premija u samopridržaju u poslednje tri godine.

Za sva posmatrana tržišta, reosiguranje je kao finansijska performansa izračunata na osnovu pokazatelja R1 (merodavna premija u samopridržaju / merodavna ukupna premija). Što je vrednost pokazatelja viša, to je prisutno manje oslanjanje osiguravača na reosiguravače. Na Slici 5 se može uočiti da je najmanje oslanjanje na reosiguranje bilo prisutno u Hrvatskoj, dok je najveća zavisnost od finansijske stabilnosti reosiguravača bila prisutna u Makedoniji.



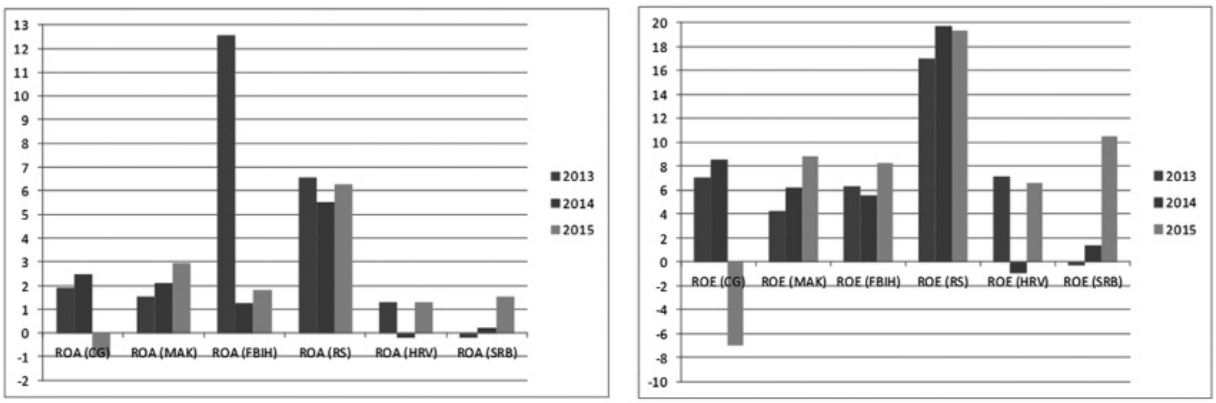
Slika 5. Finansijske performanse sektora osiguranja prema prenosu dela rizika u reosiguranje
Izvor: Prikaz autora na osnovu: NBS; ISA, HANFA, SorS i ANO (2013, 2014, 2015)

Praćenjem aktuarskih pozicija utvrđeno je da one predstavljaju veoma važan element u strukturi ukupne pasive osiguravača. Najviši formirani iznos je imao sektor životnog osiguranja u Hrvatskoj. Makedonski sektor životnog osiguranja je imao najniži iznos aktuarskih pozicija, što je u skladu sa najmanje razvijenim tržištem životnog osiguranja. Tržišta na kojima je zastupljen veći broj osiguravača u oblasti osiguranja života (Hrvatska i Srbija), karakteriše najviše izdvajanje za matematičku rezervu. S druge strane, u Crnoj Gori i Makedoniji je najveći procenat u strukturi aktuarskih pozicija imala rezervisana šteta. To je posledica veće zastupljenosti osiguravača u neživotnom osiguranju.

Kvalitet menadžmenta je važan za stabilnost svakog osiguravača. Da bi osiguravači uspešno poslovali neophodno je da pored ostalih ispunjenih uslova poseduju i kvalitetan menadžment i zaposlene koji efikasno i brzo obavljaju svoje radne zadatke, ali i blagovremeno i uspešno rešavaju izazove u poslovanju. Merenje efikasnosti i kvaliteta menadžmenta kroz sistem ranog upozorenja je u praksi otežano. Veći broj zaposlenih u odnosu na neku referentnu vrednost može ukazivati kako na lošu organizaciju osiguravača i na neadekvatno korišćenje resursa, tako i na strateško opredeljenje menadžmenta da se klijentima pruži viši nivo usluga. Manji broj zaposlenih u odnosu na neku referentnu vrednost može ukazivati na racionalno korišćenje resursa, ali i na neadekvatno upravljanje operativnim rizicima, odnosno nediferenciranje poslova, kao i nedovoljna pripremljenost kadrova da se suoče sa poslovnim problemima (Jakšić, 2016, 351). Pokazatelji kvaliteta menadžerske strukture su: M1) ukupno ugovorena premija / broj zaposlenih; M2) ukupna aktiva / broj zaposlenih; M3) troškovi zarada / premija u samopridržaju. Imajući u vidu da su u posmatranom periodu iz formirane premije u samopridržaju izmireni troškovi zarada, može se konstantovati da su osiguravači u pogledu pokazatelja M3 ostvarili povoljne finansijske performanse.

Zarada i profitabilnost su od suštinske važnosti za ocenu finansijske snage osiguravača. Dobar poslovni rezultat utiče na nivo poverenja postojećih i potencijalnih osiguranika. U tom smislu osiguravači nastoje da ostvare rastuće prihode iz što je moguće više izvora, od kojih preovladavaju prihodi stečeni obavljanjem osnovne delatnosti i prihodi ostvareni plasiranjem viška slobodnih sredstava u različite oblike finansijske i nefinansijske aktive (Piljan, Cogoljević, Piljan, 2015, 99). Na nivou osnovnih kategorija proizvoda osiguranja, za merenje profitabilnosti se koriste: E1) merodavna šteta u samopridržaju / merodavna ukupna premija u samopridržaju; E2) troškovi identifikovanja, procene likvidacije i isplate šteta / štete u samopridržaju; E3) troškovi sprovođenja osiguranja / merodavna premija u samopridržaju; E4) kombinovani racio. Pokazatelji ukupnog nivoa profitabilnosti, zajednički za obe kategorije društava su: a) prinos na ukupnu aktivu (ROA), izražen odnosom neto rezultat / ukupna aktiva; b) prinos na sopstveni kapital (ROE) kao odnos neto rezultat / prosečan ukupni kapital.

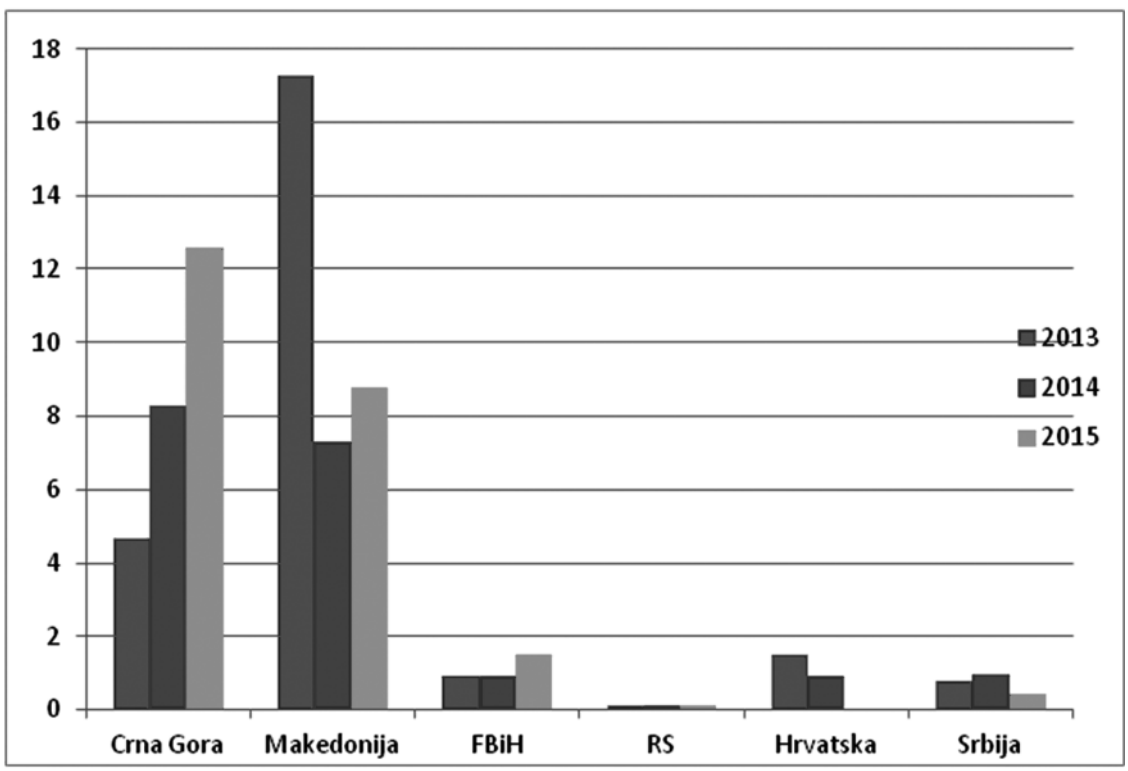
Profitabilnost sektora osiguranja (Slika 6) prikazuje na kom tržištu osiguranja, pokazatelji ROA i ROE imaju najviše, odnosno najniže vrednosti. Opšti zaključak jeste da su razmatrana tržišta osiguranja ostvarila znatno viši prinos na kapital od prinosa na aktivu. Najviši pokazatelj ROA ostvaren je jedino na području FBiH u 2013. godini, da bi u naredne dve godine imao ni-



Slika 6. Ukupna profitabilnost sektora osiguranja
Izvor: Prikaz autora na osnovu: NBS; ISA, HANFA, SorS i ANO (2013, 2014, 2015)

ske vrednosti. S druge strane je nešto niži, ali stabilniji povraćaj na aktivu ostvaren na području Republike Srpske (RS). Prema drugom pokazatelju ukupne profitabilnosti, u najboljoj poziciji je Republika Srpska. Uzimajući u razmatranje oba pokazatelja najlošije performanse je postigla Hrvatska.

Likvidnost, kao platežna sposobnost osiguravača da u određenom momentu izmiri svoje obaveze, zavisi od raspoloživih likvidnih sredstava osiguravača. Adekvatnu poziciju likvidnosti i smanjenje rizika likvidnosti osiguravač ostvaruje naplatom premije na dovoljno visokom nivou; naplatom šteta od saosiguranja i reosiguranja; plasiranjem sredstava u kvalitetne oblike aktive. Da bi se održala dnevna platežna sposobnost neophodno je da postoji sinhronizacija priliva i odliva novčanih sredstava. To je uslovljeno ravnotežom plasmana i obaveza po ročnosti. Pokazatelji likvidnosti su: L1) gotovina i gotovinski ekvivalenti / kratkoročne obaveze; L2) obrtna imovina – zalihe / kratkoročne obaveze; L3) likvidna aktiva / kratkoročne obaveze; L4) likvidna ak-



Slika 7. Likvidnost sektora osiguranja
Izvor: Prikaz autora na osnovu: NBS; ISA, HANFA, SorS i ANO (2013, 2014, 2015)

tiva 1 / kratkoročne obaveze. Za sve indikatore likvidnosti je važno da budu najmanje na nivou 1 da bi se osiguravač smatrao likvidnim.

Likvidnost skoro svih posmatranih tržišta osiguranja (osim za Crnu Goru) izražena je raciom L1 (gotovina i gotovinski ekvivalenti / kratkoročne obaveze). Za Crnu Goru je utvrđena korišćenjem racia L3 (likvidna aktiva / kratkoročne obaveze). Najvišu likvidnost imali su sektori osiguranja u Crnoj Gori i Makedoniji, dok su sektori osiguranja u Srbiji i Republici Srpskoj bili niskolikvidni.

Na osnovu praćenja uspešnosti poslovanja sektora osiguranja zemalja zapadnog Balkana u periodu od 2013. do 2015. godine može se zaključiti da je najbolje poslovne performanse, iskazane kroz prva četiri pokazatelja (CARM), imao sektor osiguranja u Hrvatskoj, a najlošije poslovne performanse sektor osiguranja u Makedoniji. Dobrim poslovnim performansama hrvatskog sektora osiguranja su doprineli visok stepen posvećenosti ispunjavanju zahteva „Solventnost II", veći značaj osiguranja u finansijskom sektoru, viši nivo životnog standarda i povećana upotreba raznovrsnih distributivnih kanala u prodaji proizvoda osiguranja. S druge strane, mereno pokazateljem profitabilnosti hrvatski sektor osiguranja je imao najlošije poslovne performanse, što je posledica ostvarenog neto gubitka u 2014. godini za kompanije koje se bave neživotnim osiguranjem.

5. ZAKLJUČAK

Sa razvojem društva i svesti ljudi o rizicima koji ih okružuju pojačava se značaj i uloga osiguranja. Stoga se globalni finansijski razvoj, usled deregulacije finansijskih tržišta i brojnih finansijskih inovacija, zasniva na redistribuciji finansijske aktive u korist osiguravajućih kompanija kao nedepozitnih finansijskih institucija. Rast njihove finansijske snage uslovljen je potrebama za novim finansijskim uslugama sektora stanovništva i privrede.

Za razliku od razvijenih tržišno orijentisanih ekonomija, finansijski sistemi ekonomija zapadnog Balkana su bankarski orijentisani. Pored brojnih internih faktora koji utiču na uspešnost poslovanja sektora osiguranja, često intenzitet konkurencije, performanse i razvoj tržišta osiguranja limitiraju brojni eksterni faktori, kao što su krize na globalnom tržištu, geopolitička kretanja i slično. Kratkoročno gledano, osiguravajuća društva koja posluju na teritoriji Srbije, Crne Gore, Bosne i Hercegovine i BJR Makedonije biće izložene pritiscima deflacije i sporog oporavka zemalja Evropske unije i relativno niskih stopa ekonomskog rasta u zemljama regiona. U takvim uslovima osiguravajuća društva u razmatranim sektorima osiguranja neće moći da računaju na značajnije investicione plasmane.

Poznato je da težnja investitora da redukuje rizik ulaganja stvara potrebu formiranja portfolija kao oblika diversifikovanog ulaganja. Stoga je diversifikacija uobičajena tehnika za redukovanje rizika. Osiguravajuća društva mahom aktivno upravljaju svojim portfolijom u cilju postizanja rastućih prinosa. Kada su u pitanju osiguravajuća društva koja posluju na razmatranim sektorima osiguranja zemalja zapadnog Balkana analiza je pokazala da je pored nedovoljne diversifikacije portfolija hartija od vrednosti prisutna i niskorizična investiciona strategija, koja uključuje niskoprinosne oblike finansijske aktive. Evidentno je da ulaganje u gotovinu i gotovinske ekvivalente ili bankarske depozite ne može doprineti ekonomskom rastu.

Uvođenje i kontinuirana primena sistema upravljanja performansama u osiguravajućim društvima je potrebna kako bi se ostvarene performanse pratile i kroz realizovanje planiranih ciljeva delovalo na njihovo poboljšanje. Rezultati dobijeni korišćenjem pokazatelja CARMEL ukazuju na eventualne finansijske poteškoće sa kojim se suočavaju sektori osiguranja u Srbiji, Crnoj Gori, Bosni i Hercegovini, Hrvatskoj i BJR Makedoniji. S tim u vezi, naročito je važno definisati preventivne mere i preduzimati korektivne akcije kako bi se unapredile finansijske performanse analiziranih sektora.

Napred navedeno u značajnoj meri doprinosi i slaboj konkurentskoj poziciji analiziranih sektora osiguranja na globalnom nivou. Na taj način je dokazana polazna hipoteza da konkurentska pozicija i rast udela sektora osiguranja u finansijskom sistemu značajno zavise od investicione aktivnosti i finansijske stabilnosti osiguravača.

Motiv za sprovedeno istraživanje je da se kroz praćenje investicione aktivnosti i finansijskih performansi sektora osiguranja u izabranim zemljama zapadnog Balkana ukaže na sličnosti u investicionoj aktivnosti i razlike u finansijskoj stabilnosti navedenih sektora. Na osnovu sprovedenog istraživanja moguće je dati prognoze budućih kretanja na navedenim tržištima. U suštinskom smislu, za sprovedeno istraživanje vezana su određena ograničenja, a najvažnije se odnosi na analizirani period. Rezultati ove analize mogu biti okarakterisani kao preliminarna istraživanja sa ciljem prikaza metodoloških aspekata budućeg rada sa većom bazom podataka i većim brojem varijabli pri čemu je moguće pratiti koliko jaka međuzavisnost tržišta osiguranja doprinosi kointegraciji među njima.

Milena JAKŠIĆ, PhD
Full time professor
Faculty of Economics, Kragujevac

Violeta TODOROVIĆ, PhD
Associate professor
Faculty of Economics, Kragujevac

Investment activity and financial stability of the insurance sector in the western Balkan countries

UDC: 368.8(497-15)
Systematic scientific work

SUMMARY

Insurance companies, as non-deposit financial institutions, have a growing role in modern financial flows. With their business volume, they contribute to the faster development of capital markets, and thus to faster economic growth. They represent a dominant group of financial institutions in market-oriented financial systems that, thanks to diversification of placements and economies of scale, have the ability to create an optimal portfolio structure for a short time and with lower transit costs. It is therefore of particular importance for each national economy to improve the sphere of operations of this sector of financial intermediation. Unlike the developed market economies characterized by active investment policy and financial stability of the insurance sector in less developed economies, investment activity is moderate, and the insurance sectors are shallow and therefore unstable in the long run. In accordance with the analyzed advantages and disadvantages of the insurance markets, their main challenges in the coming period are the creation of conditions for higher growth in life insurance premiums, the expansion of portfolios in non-life insurance and greater investment activity in the capital market. For this it is necessary to increase the density and penetration of the insurance market, as well as to achieve better financial performance of insurers in all analyzed markets.

Key words: insurance sector, performance, investment, investment portfolio

LITERATURA (*REFERENCES*)

Agencija za nadzor osiguranja Crne Gore ANO, Izveštaj o stanju na tržištu za 2013, 2014. i 2015. godinu, dostupno na: http://www.ano.me/izvjestaji, 17.12.2017.

Agencija za osiguranje RS, godišnji izveštaj o stanju sektora osiguranja u Republici Srpskoj 2013. godina, dostupno na: http://www.azors.rs.ba/azors/eng/podaci/Izvjestaj_S2013G.pdf, 18.12.2017.

Agencija za osiguranje RS, godišnji izveštaj o stanju sektora osiguranja u Republici Srpskoj 2014. godina, dostupno na: http://www.azors.rs.ba/azors/podaci/Izvjestaj_stanje_sektor_2014_online.pdf, 18.12.2017.

Agencija za osiguranje RS, godišnji izveštaj o stanju sektora osiguranja u Republici Srpskoj 2015. godina, dostupno na: http://www.azors.rs.ba/azors/podaci/Izvjestaj_stanje_sektor_2015_online.pdf, 18.12.2017.

Agencija za osiguranje BiH NADOS, godišnji izveštaj o statistici tržišta osiguranja 2013. godine, dostupno na: http://www.azobih.gov.ba/cms/dokumenti/publikacija-hr-13.pdf, 21.12.2017.

Agencija za osiguranje BiH, NADOS, godišnji izveštaj o statistici tržišta osiguranja 2014. godine, dostupno na: http://www.azobih.gov.ba/cms/dokumenti/publikacija-hr-14.pdf, 21.12.2017.

Agencija za osiguranje BiH, NADOS, godišnji izveštaj o statistici tržišta osiguranja 2015. godine, dostupno na: http://www.azobih.gov.ba/cms/dokumenti/publikacija-hr-15.pdf, 21.12.2017.

Annual Report on the Situation and Movements on the Insurance Market in Republic of Macedonia in 2013. (2014). Insurance Supervision Agency (ISA), dostupno na: http://www.aso.mk/dokumenti/izvestai/godisni/Godisen%20izvestaj%20za%20pazarot%20na%20osiguruvanje_2013_finalen_26.06.2014%20EN.pdf, 27.12.2017.

Annual Report on the Situation and Movements on the Insurance Market in Republic of Macedonia in 2014. (2015). Insurance Supervision Agency (ISA), dostupno na: http://www.aso.mk/dokumenti/izvestai/godisni/GI%20Pazar_2014_en_final_25.8.pdf, 27.12.2017.

Annual Report on the Situation and Movements on the Insurance Market in Republic of Macedonia in 2015. (2016). Insurance Supervision Agency (ISA), dostupno na: http://www.aso.mk/dokumenti/izvestai/godisni/GI%20PAZAR_2015_EN_final.pdf, 27.12.2017.

CARMEL pokazatelji poslovanja društava za osiguranje sa okvirnim uputstvima za njihovo tumačenje, dostupno na: http://www.nbs.rs/internet/latinica/20/osg/carmel_pokazatelji_poslovanja.pdf, 30.10.2017.

Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga HANFA, godišnji izveštaj o stanju u finansijskom sektoru za 2013. godinu, dostupno na: http://www.hanfa.hr/getfile/42467/HANFA_GI%202013_FINALNA%20VERZIJA_ZA%20WEB_13_02_2015.pdf, 12.12.2017.

Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga HANFA, godišnji izveštaj o stanju u finansijskom sektoru za 2014. godinu, dostupno na: http://www.hanfa.hr/getfile/43368/HANFA_GI%202014_FINAL_ZA%20WEB.pdf, 12.12.2017.

Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga HANFA, godišnji izveštaj o stanju u finansijskom sektoru za 2015. godinu, dostupno na: http://www.hanfa.hr/getfile/44255/Godisnje%20izvjesce%202015_web.pdf, 12.12.2017.

Hrvatski ured za osiguranje, Ključne informacije o tržištu osiguranja u Republici Hrvatskoj, dostupno na: https://www.google.rs/search?q=klju%C4%8Dne+informacije+o+tr%C5%BEi%C5%A1tu+osiguranja+Hrvatske&ie=utf-8&oe=utf-8&client=firefox-b&gws_rd=cr&ei=tQd5WbfSCamX6ASHvKDADA, 20.12.2017.

Jakšić, M. (2016). *Finansijsko tržište, instrumenti i institucije*, Kragujevac: Ekonomski fakultet Univerziteta u Kragujevcu.

Korajczyk, R.A. (1999). Asset Pricing and Portfolio Performance: Models, Strategy and Performance Metrics, London: Risk Books.

Marović, B., Njegomir, V. (2015). Osiguravajuća društva u ulozi institucionalnih investitora, 26 susret osiguravača i reosiguravača Sarajevo (SorS), dostupno na: http://www.sors.ba/UserFiles/file/SorS/SORS%202015/Zbornik%20radova%202015/02-Marovic-Njegomir.pdf, 10.12.2017.

NBS. Sektor za nadzor nad obavljanjem delatnosti osiguranja, bilans stanja i uspeha za 2013. godinu, dostupno na: https://www.nbs.rs/internet/latinica/60/60_2/bilansi/osig_bilansi_2013.pdf, 27.12.2017.

NBS. Sektor za nadzor nad obavljanjem delatnosti osiguranja, bilans stanja i uspeha za 2014. godinu, dostupno na: https://www.nbs.rs/internet/latinica/60/60_2/bilansi/osig_bilansi_2014.pdf, 27.12.2017.

NBS. Sektor za nadzor nad obavljanjem delatnosti osiguranja, bilans stanja i uspeha za 2015. godinu, dostupno na: https://www.nbs.rs/internet/latinica/60/60_2/bilansi/osig_bilansi_2015.pdf, 27.12.2017.

Pauković, H. (2015). Hrvatski ured za osiguranje, tržište osiguranja u Republici Hrvatskoj za 2014. godinu, SorS, dostupno na: http://www.sors.ba/UserFiles/file/SorS/SORS%202015/Prezentacije/Hrvoje%20Paukovic.pdf 14.12.2017.

Pauković, H. (2016). Hrvatski ured za osiguranje, tržište osiguranja u Republici Hrvatskoj za 2015. godinu, SorS, dostupno na: http://www.sors.ba/UserFiles/file/SorS/SORS%202016/prezentacije%202016/3%20Trziste%20Hrvatska.pdf, 14.12.2017.

Piljan, I., Cogoljević, D., Piljan, T. (2015). Role of insurance companies in financial market, *International Review*, Faculty of Bussines Economics and Entrepreneurship, Belgrade, 1–2, 94–102.

Pregled tržišta osiguranja u 2013. godini (2014). Susret osiguravača i reosiguravača Sarajevo SorS, dostupno na: http://sors.ba/UserFiles/file/SorS/SORS%202014/prezentacije/4%20Trajce%20Latinovski%20MAKEDONIJA.pdf, 17.12.2017.

Pregled tržišta osiguranja u 2014. godini (2015). Susret osiguravača i reosiguravača Sarajevo SorS, dostupno na: http://www.sors.ba/UserFiles/file/SorS/SORS%202015/Prezentacije/Makedonija%20-%20Trajce%20Latinovski.pdf, 17.12.2017.

Pregled tržišta osiguranja u 2015. godini. (2016). Susret osiguravača i reosiguravača Sarajevo SorS, dostupno na: http://www.sors.ba/UserFiles/file/SorS/SORS%202016/prezentacije%202016/4%20Trziste%20Makedonije.pdf, 17.12.2017.

Pregled tržišta osiguranja u Crnoj Gori za 2015. godinu. (2016.). SorS, dostupno na: http://www.sors.ba/UserFiles/file/SorS/SORS%202016/prezentacije%202016/2%20Trziste%20Crne%20Gore.pdf, 22.01.2018.

Udruženje osiguravača Srbije. (2014). Pregled tržišta osiguranja Srbije za 2013. godinu, SorS, dostupno na: http://sors.ba/UserFiles/file/SorS/SORS%202014/prezentacije/6%20Milo%20Markovic%20SRBIJA.pdf, 17.12.2017.

Udruženje osiguravača Srbije. (2015). Pregled tržišta osiguranja Srbije za 2014. godinu, SorS, dostupno na: http://sors.ba/UserFiles/file/SorS/SORS%202015/Prezentacije/SORS%202015%20-%20Srbija.pdf, 17.12.2017.

Udruženje osiguravača Srbije. (2016). Pregled tržišta osiguranja Srbije za 2015. godinu, SorS, dostupno na: http://sors.ba/UserFiles/file/SorS/SORS%202016/prezentacije%202016/6%20Trziste%20Srbije.pdf, 17.12.2017.

Smajla, H. (2014). Measuring Financial Soundness Of Insurance Companies By Using CARAMELS Model, *Interdisciplinary Management Research,* EconPapers, Orebro University Business School, Swedish, 10, 601–609.