DOI: https://doi.org/10.37547/supsci-ojss-06-10-32 Pages: 269-281

Oriental Journal of Social Sciences

ORIENTAL JOURNAL OF SOCIAL SCIENCES

journal homepage:
https://www.supportscience.uz/index.php/ojss

DIVERSIFICATION OF INSURANCE RESERVES AND INVESTMENT PORTFOLIO RESILIENCE IN AN EMERGING CAPITAL MARKET

Sevara Anvarovna Kamilova
Associate Professor, Department of Finance
Tashkent State University of Economics, PhD in Economics
Tashkent, Uzbekistan

ABOUT ARTICLE

Key words: insurance reserves, investment portfolio, diversification, local financial shocks, foreign assets, capital market, liquidity, institutional investors, regulatory constraints.

Received: 20.10.26
Accepted: 21.10.26
Published: 22.10.26

Abstract: The article examines the trade-off between insurer portfolio resilience and long-term domestic investment demand in emerging capital markets. Using data from eight countries, it estimates portfolio isolation coefficients and their cost for the national market. A phased mechanism linking domestic reserve allocation to liquidity growth is proposed for Uzbekistan.

RIVOJLANAYOTGAN KAPITAL BOZORIDA SUG‘URTA REZERVLARINI DIVERSIFIKATSIYALASH VA INVESTITSIYA PORTFELINING BARQARORLIGI

Sevara Anvarovna Kamilova
Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti «Moliya» kafedrasi dotsenti
iqtisodiyot fanlari bo‘yicha falsafa doktori (PhD)
Toshkent, O‘zbekiston

MAQOLA HAQIDA

Kalit so‘zlar: sug‘urta rezervlari, investitsiya portfeli, diversifikatsiya, mahalliy moliyaviy shoklar, xorijiy aktivlar, kapital bozori, likvidlik, institutsional investorlar, regulyativ cheklovlar.

Annotatsiya: Maqolada rivojlanayotgan kapital bozorida sug‘urta tashkiloti investitsiya portfelining barqarorligi va ichki uzoq muddatli investitsiya talabi o‘rtasidagi murosa tadqiq etilgan. Sakkiz mamlakat ma’lumotlari asosida portfelning izolyatsiya koeffitsiyenti va izolyatsiyaning milliy bozor uchun bahosi aniqlangan. O‘zbekiston uchun rezervlarni ichki joylashtirish ulushini bozor likvidligi o‘sishiga bog‘lab bosqichma-bosqich oshirish mexanizmi taklif etilgan.

ДИВЕРСИФИКАЦИЯ СТРАХОВЫХ РЕЗЕРВОВ И УСТОЙЧИВОСТЬ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ НА РАЗВИВАЮЩЕМСЯ РЫНКЕ КАПИТАЛА

Севара Анваровна Камилова
доцент кафедры «Финансы» Ташкентского государственного экономического университета, доктор философии по экономическим наукам (PhD)
Ташкент, Узбекистан

О СТАТЬЕ

Ключевые слова: страховые резервы, инвестиционный портфель, диверсификация, локальные финансовые шоки, зарубежные активы, рынок капитала, ликвидность, институциональные инвесторы, регуляторные ограничения.

Аннотация: В статье исследуется компромисс между устойчивостью инвестиционного портфеля страховой организации и сохранением долгосрочного инвестиционного спроса на развивающемся рынке капитала. На данных восьми стран оценены коэффициент изоляции портфеля и цена изоляции для национального рынка. Для Узбекистана предложен поэтапный механизм увеличения внутреннего размещения резервов, привязанный к росту рыночной ликвидности.

Введение. Инвестиционная политика страховой организации имеет двойственную природу. С одной стороны, она должна обеспечивать сохранность и ликвидность активов, покрывающих долгосрочные обязательства перед страхователями [4; 9]. С другой стороны, страховые резервы являются одним из важнейших источников «длинных денег» для национальной экономики. На развивающемся рынке эти две задачи нередко вступают в противоречие: ограниченный набор качественных инструментов стимулирует страховщика диверсифицировать активы за пределами страны.

Размещение части резервов в высококачественных зарубежных долговых инструментах снижает зависимость портфеля от колебаний внутреннего рынка. Однако такая стратегия не является нейтральной для экономики: вместе со снижением индивидуального риска уменьшается потенциальный спрос институционального инвестора на национальные ценные бумаги.

В результате возникает замкнутый механизм: недостаточная глубина рынка стимулирует отток долгосрочного капитала, а сокращение внутреннего институционального спроса, в свою очередь, замедляет расширение рынка. Поэтому устойчивость отдельной страховой организации необходимо рассматривать во взаимосвязи с развитием национальной финансовой системы.

Особенно актуальна данная проблема для Узбекистана, где капитализация рынка ценных бумаг составляет около 16,4 процента ВВП, а индекс рыночной ликвидности, по расчётам автора, находится на уровне около 29 пунктов из ста. При этом, по данным годовой отчётности, крупная страховая организация размещает около половины резервов за пределами страны [1]. Правовую основу формирования и размещения страховых резервов в республике составляют Закон «О страховой деятельности» [3] и Положение об инвестиционной деятельности страховщика и перестраховщика [5]. Цель исследования состоит в оценке баланса между устойчивостью портфеля и сохранением долгосрочного инвестиционного спроса внутри страны.

Обзор литературы. Исследование опирается на три взаимосвязанных направления научной литературы: международную диверсификацию портфеля, роль договорных сбережений в развитии рынка капитала и поведение инвесторов в периоды финансовых потрясений.

Модели оптимального портфельного выбора предполагают широкую международную диверсификацию активов долгосрочного инвестора [9; 18]. Однако исследования «домашнего уклона» показывают, что на практике инвесторы сохраняют повышенную долю национальных активов: Френч и Потерба зафиксировали устойчивость такого поведения [13], а Кёрдасье и Рей систематизировали его основные причины [11]. Для небольших рынков возможна обратная ситуация, когда институциональный инвестор увеличивает внешнюю долю из-за дефицита внутренних инструментов требуемого качества и срочности.

Второе направление связано с воздействием страховых и пенсионных накоплений на финансовое развитие. Каталан, Импавидо и Мусалем установили, что рост договорных сбережений способен предшествовать расширению фондового рынка [10]. Импавидо и соавторы показали влияние накопленных резервов на структуру корпоративного финансирования [16], а Левин обосновал общую связь финансового развития с экономическим ростом [17]. Следовательно, инвестиционная политика институциональных инвесторов влияет не только на их устойчивость, но и на структуру национального финансового посредничества.

Третье направление исследует реакцию участников на кризис и «бегство в качество». Кабальеро и Кришнамурти анализируют коллективный переход в надёжные активы [8], Гортон и Ордоньес раскрывают механизм кризисов обеспечения [15], Бруннермайер и Педерсен связывают рыночную ликвидность с ликвидностью фондирования [7], а Форбс и

Уорнок рассматривают трансграничные волны капитала [12]. При этом постоянное зарубежное размещение резервов как долгосрочная стратегия изучено значительно слабее.

Научный пробел заключается в недостаточной оценке компромисса между микроуровневой устойчивостью страхового портфеля и макроуровневой потребностью национального рынка в долгосрочном спросе. В статье предлагается количественная оценка этого компромисса и определяются условия, при которых увеличение внутреннего размещения не приводит к чрезмерному росту риска страховщика.

Методология исследования. В качестве основного показателя используется степень снижения чувствительности портфеля к локальному рыночному шоку. Коэффициент изоляции отражает, насколько динамика доходности инвестиционного портфеля отделена от динамики национального рыночного индекса.

$$И = 1 - \beta(п, л), \text{ где } \beta(п, л) = ковариация(Д(п), Д(л)) / дисперсия(Д(л)) \quad (1)$$

Величина Д(п) обозначает доходность портфеля страховой организации, а Д(л) соответствует доходности локального рыночного индекса. Чем выше значение И, тем слабее портфель реагирует на локальные колебания. Однако даже значительная доля зарубежных активов не устраняет валютный, суверенный и административный риски, поэтому показатель характеризует относительную, а не абсолютную защищённость.

Для оценки внешнего эффекта инвестиционной стратегии используется цена изоляции для национального рынка, выраженная через объём недополученного институционального спроса.

$$Ц = Р \cdot (1 - д) \cdot м / К \quad (2)$$

Здесь Р обозначает объём страховых резервов, д означает долю средств, размещённых внутри страны, м выражает мультипликатор оборачиваемости спроса, а К соответствует капитализации рынка. Показатель Ц позволяет оценить, какую долю капитализации национальный рынок ежегодно недополучает вследствие зарубежного размещения резервов.

Мультипликатор оборачиваемости оценивался по соотношению годового объёма сделок институциональных участников к их совокупным активам на сопоставимых рынках. Полученное значение колеблется около 0,35, то есть каждый доллар резервов создаёт примерно тридцать пять центов годового спроса на бумаги.

Механизм постепенного увеличения внутренних вложений предлагается строить на рыночных индикаторах. Ключевым условием выступает рост ликвидности: повышение минимальной доли внутренних активов целесообразно только тогда, когда рынок способен принять дополнительный объём средств без существенного ухудшения качества и

ликвидности портфеля. Для измерения ликвидности может применяться показатель неликвидности, соотносящий изменение цены бумаги с объёмом торгов [6].

Эмпирическая база охватывает страховые и пенсионные институты восьми стран за 2019–2024 годы. Выборка подобрана так, чтобы в неё попали рынки с жёсткими регуляторными лимитами, рынки со свободным режимом и промежуточные случаи. Источниками послужили годовые отчёты организаций [1], обзоры Организации экономического сотрудничества и развития [14], публикации надзорных органов. Следует учитывать два ограничения выборки. Во-первых, для Чили рассматриваются пенсионные фонды, поскольку именно они являются основными долгосрочными институциональными инвесторами этого рынка; их инвестиционное поведение сопоставимо со страховыми организациями, но не тождественно ему. Во-вторых, для Узбекистана расчёт выполнен по данным одной крупной страховой организации, поэтому полученные оценки характеризуют типичную для рынка стратегию, но не могут механически распространяться на весь страховой сектор.

Анализ и результаты. Первый этап анализа посвящён структуре локальных рисков. Зарубежная диверсификация действует неодинаково в зависимости от источника шока, поэтому её эффективность необходимо оценивать по отдельным каналам воздействия.

Таблица 1

Каналы локальных шоков и действенность зарубежного размещения резервов

Канал шока	Как проявляется	Защита зарубежным размещением	Остаточный риск
Обвал цен на местные бумаги	Переоценка портфеля вниз, срабатывание нормативов	Полная	Отсутствует
Исчезновение ликвидности	Невозможность продать позицию по разумной цене	Полная	Отсутствует
Дефолт местного эмитента	Списание вложений	Полная	Отсутствует
Обесценение национальной валюты	Рост стоимости обязательств в пересчёте на национальную валюту	Частичная, зависит от валюты обязательств	Высокий при обязательствах в местной валюте
Ухудшение суверенного рейтинга	Удорожание фондирования, отток капитала	Слабая	Высокий
Административное ограничение операций	Заморозка счетов, валютные ограничения	Слабая	Высокий
Инфляционный всплеск	Обесценение реальной доходности	Частичная	Средний

Источник: составлено автором.

Результаты таблицы 1 показывают, что географическая диверсификация наиболее эффективна против падения цен местных бумаг, исчезновения рыночной ликвидности и дефолта отдельного внутреннего эмитента. В то же время суверенный, административный

и часть валютного риска сохраняются. Следовательно, зарубежное размещение снижает концентрацию рыночного риска, но не выводит страховую организацию из национальной институциональной и правовой среды.

Межстрановое сопоставление позволяет оценить различия регуляторных подходов к географии активов и их связь с глубиной национального рынка.

Таблица 2

Доля зарубежного размещения активов институциональных инвесторов и действующие регуляторные ограничения

Страна	Доля за рубежом, процентов	Регуляторный предел	Характер ограничения	Глубина рынка, индекс
Нидерланды	около 80	отсутствует	Свободный режим, надзор через требования к капиталу	84
Чили	около 42	устанавливается центральным банком	Предел пересматривается по ситуации	61
Израиль	около 35	отсутствует жёсткий предел	Ориентиры надзорного органа	72
Южно-Африканская Республика	около 33	45 процентов	Предел повышен в 2022 году с 30 процентов	57
Намибия	около 40	требование держать часть внутри	Минимальная доля внутреннего размещения	38
Индия	около 5	минимум в государственных бумагах	Жёсткое требование к структуре вложений	63
Казахстан	около 20	порядка половины активов	Перечень разрешённых инструментов	34
Узбекистан	около 50	единый количественный предел не установлен	Принципы возвратности, ликвидности, диверсификации и доходности; географические лимиты задаются инвестиционной политикой страховщика	29

Источник: составлено автором по обзорам Организации экономического сотрудничества и развития, публикациям надзорных органов и годовым отчётам организаций.

Сопоставление Нидерландов и Узбекистана демонстрирует, что одинаково высокая доля зарубежных активов может иметь различную экономическую природу. На глубоком рынке внешняя диверсификация является следствием глобального выбора инвестиционных возможностей, тогда как на небольшом рынке она во многом компенсирует дефицит внутренних инструментов. Поэтому сам показатель зарубежного размещения не является достаточным критерием эффективности инвестиционной политики. Показательно, что в Нидерландах, как и в других странах Европейского союза, география вложений ограничивается не количественными лимитами, а принципом разумного инвестора и требованиями к капиталу, установленными директивой 2009/138/EC (Solvency II) [2].

Опыт Намибии и Индии показывает альтернативный подход: регуляторное стимулирование внутреннего размещения способно поддерживать спрос на национальные инструменты. Однако такая мера эффективна лишь при наличии достаточного предложения качественных активов; иначе ограничение географической диверсификации может увеличить концентрацию риска.

Количественная оценка изоляции по шести объектам приведена в таблице 3.

Таблица 3

Коэффициент изоляции портфеля и просадка в кризисных эпизодах 2020 и 2022 годов

Объект	Доля за рубежом, процентов	Коэффициент изоляции	Просадка 2020 года, процентов	Просадка 2022 года, процентов	Средняя просадка рынка, процентов
Страховщики Нидерландов	80	0,81	9,4	14,2	18,6
Пенсионные фонды Чили	42	0,54	13,7	16,8	24,1
Страховщики Южной Африки	33	0,47	15,2	18,4	26,3
Страховщики Намибии	40	0,52	14,1	17,6	25,8
Страховщики Индии	5	0,11	21,6	19,3	23,4
Страховая организация Узбекистана	50	0,63	11,8	13,4	22,7

Источник: расчёты автора. Просадка измерена как максимальное снижение стоимости портфеля внутри года.

Расчёты подтверждают положительную связь между долей зарубежных вложений и коэффициентом изоляции, но одновременно выявляют убывающую предельную отдачу. На раннем этапе диверсификации зависимость от локального рынка снижается быстро, тогда как дальнейшее увеличение внешней доли приносит всё меньший прирост устойчивости (рисунок 1). Это означает, что оптимизация портфеля должна учитывать не только средний эффект зарубежного размещения, но и его предельную эффективность.

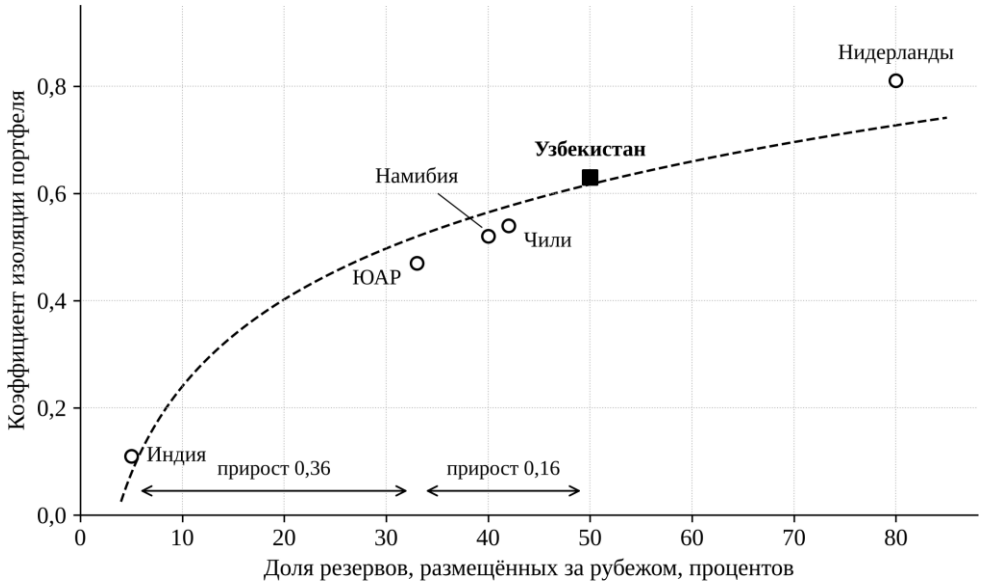


Рисунок 1. Убывающая отдача от зарубежного размещения страховых резервов

Индийский пример показывает, что устойчивость портфеля может обеспечиваться не только географической диверсификацией. Значительная доля государственных бумаг внутри страны также способна смягчать рыночную просадку. Следовательно, при разработке инвестиционной политики необходимо одновременно учитывать географию, кредитное качество, срочность и ликвидность активов.

Макроэкономический эффект зарубежной диверсификации проявляется через сокращение потенциального институционального спроса на национальном рынке (таблица 4).

Таблица 4

Цена изоляции для национального рынка капитала

Объект	Резервы к капитализации рынка, процентов	Доля внутри страны, процентов	Недополученный спрос, процентов капитализации	Оценка за пять лет, процентов
Страховщики Нидерландов	7,2	20	2,0	10,1
Пенсионные фонды Чили	58,4	58	8,6	42,9
Страховщики Южной Африки	19,3	67	2,2	11,1
Страховщики Намибии	44,6	60	6,2	31,2
Страховщики Индии	11,8	95	0,2	1,0
Страховая организация Узбекистана	5,1	50	0,9	4,5

Источник: расчёты автора при значении мультипликатора оборачиваемости спроса 0,35.

Для Узбекистана оценка в 0,9 процента капитализации ежегодно требует интерпретации с учётом небольшого размера самого рынка. На крупном и ликвидном рынке

такая величина могла бы быть несущественной, однако при ограниченной капитализации дополнительный устойчивый спрос со стороны страховщиков способен заметно поддерживать оборот и расширять возможности эмитентов по привлечению долгосрочного финансирования.

Чили демонстрирует противоположный риск: чрезмерная концентрация национального рынка вокруг крупных пенсионных инвесторов делает цены и ликвидность зависимыми от решений ограниченного круга участников. Следовательно, задача регулирования состоит не в максимизации внутреннего размещения, а в формировании сбалансированной структуры спроса (рисунок 2).

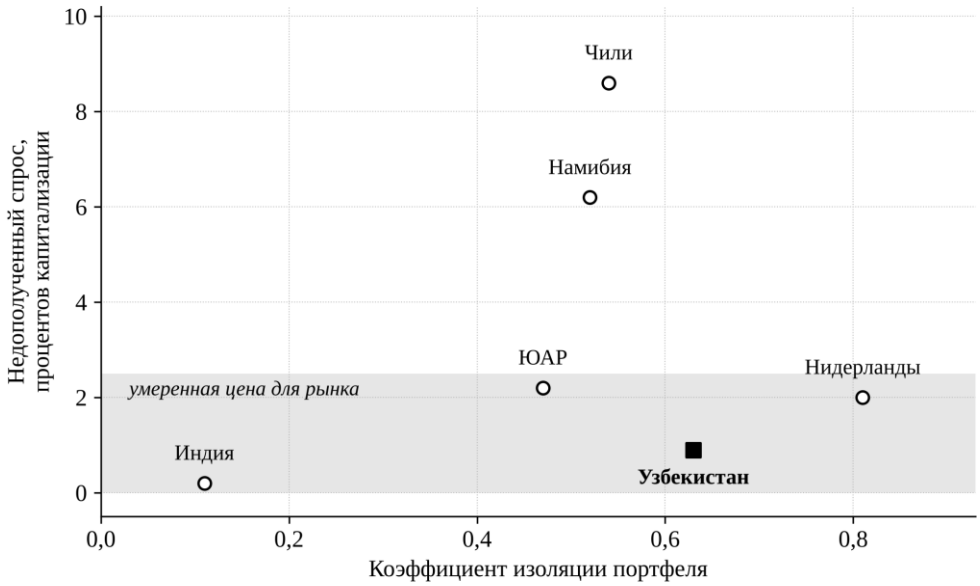


Рисунок 2. Две стороны изоляции портфеля: устойчивость компании и цена для национального рынка

С учётом выявленного компромисса предлагается ступенчатая модель увеличения доли внутренних активов, синхронизированная с ростом рыночной ликвидности (таблица 5).

Таблица 5

График поэтапного повышения доли внутреннего размещения резервов

Ступень	Индекс ликвидности рынка	Минимальная доля внутри страны, процентов	Ожидаемый коэффициент изоляции	Срок достижения ступени
Исходная	менее 35	50	0,63	достигнута
Первая	от 35 до 50	55	0,58	ориентировочно 2028 год
Вторая	от 50 до 65	60	0,52	ориентировочно 2031 год
Третья	свыше 65	70	0,45	ориентировочно 2035 год

Источник: расчёты автора.

Исходная ступень соответствует фактическому положению: около половины резервов уже размещено внутри страны, а коэффициент изоляции составляет 0,63 (таблица 3). Ожидаемые значения коэффициента для последующих ступеней получены на основе зависимости между долей зарубежных вложений и коэффициентом изоляции, выявленной в таблице 3. Предложенный подход означает отказ от механического календарного норматива. Переход к следующей ступени осуществляется после достижения рынком определённого уровня ликвидности, что снижает вероятность принудительной покупки неликвидных активов и позволяет согласовать интересы страховой организации с задачами развития национального рынка капитала.

При этом повышение внутренней доли закономерно увеличивает чувствительность портфеля к локальным колебаниям. Поэтому каждая следующая ступень должна сопровождаться расширением набора доступных инструментов, повышением их кредитного качества и развитием вторичного рынка (рисунок 3).

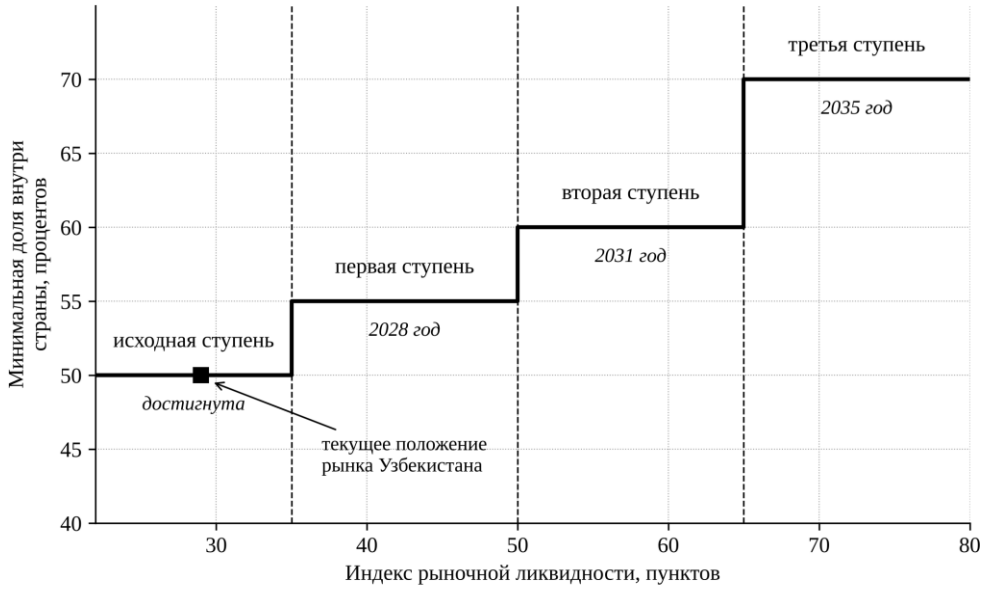


Рисунок 3. Ступенчатое повышение доли внутреннего размещения резервов по мере роста глубины рынка

В практическом плане приоритетным направлением становится развитие длинных государственных и корпоративных облигаций, а также повышение прозрачности и ликвидности вторичного рынка. Именно качество внутренних активов, а не только формальный норматив их доли, определяет возможность безопасного возвращения страховых резервов в национальную финансовую систему.

Выводы и предложения. Проведённое исследование позволяет сформулировать следующие основные выводы.

Первое. Международная диверсификация является действенным, но неполным инструментом защиты страхового портфеля. Она существенно снижает воздействие рыночных, ликвидных и эмитентских шоков, однако не устраняет риски, связанные с национальной валютой, суверенной оценкой и административными ограничениями.

Второе. Эффект зарубежного размещения характеризуется убывающей предельной полезностью. После достижения определённой доли внешних активов каждый дополнительный процент диверсификации обеспечивает всё меньший прирост коэффициента изоляции, что создаёт основания для поиска более сбалансированной структуры портфеля.

Третье. Для Узбекистана потенциальная цена внешней диверсификации оценивается в 0,9 процента капитализации рынка ежегодно. С учётом ограниченной глубины национального рынка этот объём представляет собой заметный резерв долгосрочного инвестиционного спроса.

Четвёртое. Снижение локального риска может достигаться не только посредством зарубежного размещения. Структурная диверсификация по классам активов, включая качественные государственные долговые инструменты, способна частично заменить географическую диверсификацию при сохранении средств внутри экономики.

С практической точки зрения целесообразно использовать гибкий, поэтапный механизм увеличения доли внутренних активов. Для страховых организаций ориентиром должен выступать индекс рыночной ликвидности, а для регулятора ориентиром служит одновременное расширение предложения длинных и надёжных инструментов. Минимальная доля внутреннего размещения может рассматриваться только как часть комплексной политики развития рынка; её введение без расширения инвестиционного набора способно ухудшить соответствие активов и обязательств страховщика.

Перспективы дальнейших исследований связаны с уточнением параметров оборачиваемости институционального спроса, расширением межстрановой выборки и оценкой влияния структуры страховых резервов на стоимость страховых продуктов, финансовую устойчивость компаний и развитие национального рынка капитала.

Список использованной литературы:

1. Годовой отчёт за 2024 год [Электронный ресурс]. Ташкент: Акционерная компания экспортно-импортного страхования «Узбекинвест», 2025. URL: https://uzbekinvest.uz (дата обращения: 29.09.2026).

2. Директива 2009/138/ЕС Европейского парламента и Совета от 25 ноября 2009 года об организации и осуществлении деятельности в области страхования и перестрахования // Official Journal of the European Union. 2009. L 335. P. 1–155.

3. Закон Республики Узбекистан от 23 ноября 2021 года № ЗРУ-730 «О страховой деятельности» // Национальная база данных законодательства Республики Узбекистан [Электронный ресурс]. URL: https://www.lex.uz (дата обращения: 29.09.2026).

4. Основные принципы страхования [Электронный ресурс]. Basel: International Association of Insurance Supervisors, 2024. URL: https://www.iaisweb.org (дата обращения: 29.09.2026).

5. Положение об инвестиционной деятельности страховщика и перестраховщика: утверждено приказом министра финансов Республики Узбекистан от 3 июля 2009 года № 68 (рег. № 1982 от 16 июля 2009 года) // Национальная база данных законодательства Республики Узбекистан [Электронный ресурс]. URL: https://lex.uz/acts/1499705 (дата обращения: 21.10.2026).

6. Amihud Y. Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects // Journal of Financial Markets. 2002. Vol. 5, No. 1. P. 31–56.

7. Brunnermeier M.K., Pedersen L.H. Market Liquidity and Funding Liquidity // Review of Financial Studies. 2009. Vol. 22, No. 6. P. 2201–2238.

8. Caballero R.J., Krishnamurthy A. Collective Risk Management in a Flight to Quality Episode // Journal of Finance. 2008. Vol. 63, No. 5. P. 2195–2230.

9. Campbell J.Y., Viceira L.M. Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors. Oxford: Oxford University Press, 2002. 272 p.

10. Catalan M., Impavido G., Musalem A.R. Contractual Savings or Stock Market Development: Which Leads? // World Bank Policy Research Working Paper. 2000. No. 2421. 46 p.

11. Coeurdacier N., Rey H. Home Bias in Open Economy Financial Macroeconomics // Journal of Economic Literature. 2013. Vol. 51, No. 1. P. 63–115.

12. Forbes K.J., Warnock F.E. Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment // Journal of International Economics. 2012. Vol. 88, No. 2. P. 235–251.

13. French K.R., Poterba J.M. Investor Diversification and International Equity Markets // American Economic Review. 1991. Vol. 81, No. 2. P. 222–226.

14. Global Insurance Market Trends [Электронный ресурс]. Paris: OECD Publishing, 2024. URL: https://www.oecd.org/finance/insurance (дата обращения: 29.09.2026).

15. Gorton G., Ordoñez G. Collateral Crises // American Economic Review. 2014. Vol. 104, No. 2. P. 343–378.

16. Impavido G., Musalem A.R., Tressel T. Contractual Savings, Capital Markets, and Firms' Financing Choices // World Bank Policy Research Working Paper. 2002. No. 2612. 42 p.

17. Levine R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature. 1997. Vol. 35, No. 2. P. 688–726.

18. Merton R.C. Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: The Continuous-Time Case // Review of Economics and Statistics. 1969. Vol. 51, No. 3. P. 247–257.