

DOI 10.24412/1829-0450-2024-4-37-59
УДК 336.722.8

Поступила: 25.11.2024г.
Сдана на рецензию: 26.11.2024г.
Подписана к печати: 29.12.2024г.

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ МЕХАНИЗМОВ УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ В СТРАНАХ ОЭСР И АРМЕНИИ¹

Г.А. Мелконян

*Российско-Армянский (Славянский) университет
georgi.melkonyan@gmail.com
ORCID: 0009-0005-1944-9216*

АННОТАЦИЯ

В рамках сравнительного анализа пенсионных систем разных стран ОЭСР и Армении был исследован вопрос распределения пенсионных активов управляющими компаниями пенсионных фондов в данных странах. Также был рассмотрен показатель геометрической средней отдачи от инвестиций в 5-летнем, 10-, 15- и в 20-летних временных интервалах. Было изучено соотношение новых участников пенсионного фонда в контексте процентной корреляции с увеличением пенсионных взносов.

Нами в исследовании были также рассмотрены показатели пенсионных взносов, выплат и их либо положительной, либо отрицательной разницы. В результате мы приходим к выводу о схожести основных проблем, связанных с ликвидностью, увеличивающимся риском и понижающимися показателями прибыльности, которые, по сути, изменяют природу и сущность пенсионных фондов как в развитых странах, так и в Армении.

Ключевые слова: пенсионный фонд, ликвидность, пенсионные поступления, риск, прибыльность.

Введение

В условиях трансформирующихся экономических реалий пенсионные фонды и регуляторы в разных странах формируют инвестиционную политику, исходя из своих запросов, поставленных целей и возможностей. Несмотря на то, что основополагающая идея пенсионной системы довольно проста, а именно: максимизация прибыли при минимальных рисках, не наличие общепризнанной модели, которой придерживается хотя бы большинство стран. Управляющие пенсионными фондами сталкиваются с проблемой лик-

¹ The research was supported by the Higher Education and Science Committee of MESCS RA (Research project N24AA-5B055).

видности активов, проблемой увеличенных рисков и сниженной нормы прибыли. В этих условиях разными инвестиционными стратегиями, управляющие фондами пытаются сформировать оптимальную модель для выполнения поставленных перед собой задач.

Таким образом, сравнение эффективных и устойчивых моделей формирования и управления портфелей в различных странах крайне актуальна в контексте создания условий долгосрочного и стабильного развития уровня благосостояния Республики Армения. В этом контексте в данном исследовании будут рассмотрены основные практики развитых стран ОЭСР и подходы в Республике Армения для определения возможностей развития эффективных подходов для дальнейшего применения со стороны пенсионных фондов Армении.

Методология

В данном исследовании, в первую очередь, использован системный метод анализа, т.к. необходимо рассмотрение не только основных показателей пенсионных фондов и сформированных ими портфелей стран ОЭСР, но и экономический контекст, существующий в определенных странах: что именно привело к соответствующему подходу к формированию и управлению пенсионными фондами. Вместе с тем, в случае Армении необходимо также понимание существующих ограничений правовой системы, обрамляющей политические процессы, связанные с пенсионными накоплениями и всей системой пенсионного обеспечения. Только благодаря такому подходу можно прийти к всеобъемлющим и обоснованным выводам, на основе которых можно будет сформировать эффективные предложения для текущей ситуации в РА.

Вместе с системным подходом для изучения цифровых данных будет использован статистический метод, основанный на таких информационных источниках, как обзорные отчеты аналитической группы ОЭСР, отдельные данные пенсионных фондов рассматриваемых стран, а также данные официальных государственных статистических агентств.

Литературный обзор

Пенсионные фонды обладают значительным экономическим влиянием, их общая стоимость активов во всем мире оценивается в более чем 56 триллионов долларов США. Это сопоставимо с активами других крупных фондов, включая взаимные фонды, хедж-фонды и суверенные фонды. Кроме того, пенсионные фонды выигрывают от предсказуемого притока средств, поскольку вкладчики обычно вносят фиксированную сумму своего дохода каждый месяц, независимо от внешних экономических условий. Это суще-

ственно отличается от других финансовых инструментов – таких, как взаимные фонды, где сумма инвестиций варьируется в зависимости от внешних факторов [1].

Одним из важнейших аспектов пенсионных фондов является их долгосрочный инвестиционный горизонт. Для индивидуальных инвесторов пенсионные фонды относительно неликвидны, т.к. их нельзя быстро закрыть. Это отличает их от других фондов – таких, как взаимные фонды и хедж-фонды, где инвесторы могут входить и выходить по своему усмотрению. Поскольку пенсионные фонды инвестируют в долгосрочной перспективе, они часто оказывают стабилизирующее воздействие на рынок, в целом, и во многом его формируют.

Компании, отрасли и даже целые страны стремятся привлечь пенсионные фонды, поскольку стабильный характер этих инвестиций способствует стабилизации цен на ценные бумаги. Это, в свою очередь, позволяет этим организациям принимать решения без дополнительного давления, связанного с удовлетворением краткосрочных требований инвесторов [2].

Пенсионные фонды в мировой практике гарантированы государственным бюджетом. Следовательно, если пенсионный фонд не сможет выполнить свои обязательства перед инвесторами, правительству придется взять на себя ответственность за обеспечение повседневных расходов и медицинского обслуживания тех, кто зависел от фонда. Это делает правительство важным заинтересованным лицом в эффективности пенсионных фондов. Правительства стремятся обеспечить, чтобы пенсионные фонды инвестировали исключительно в безопасные активы. В результате, они, как правило, внимательно следят за инвестициями фондов, налагая обширные правила и требования к управлению активами.

Демографический состав нации тесно связан с пенсионными фондами. Страна с большим количеством молодых людей приводит к большому количеству вкладчиков, что позволяет средствам оставаться вложенными в течение длительных периодов времени. И, наоборот, если количество людей, выводящих деньги из фонда, превышает число тех, кто вносит, то общая сумма активов под управлением будет уменьшаться. Как упоминалось ранее, снижение активов может повлиять на финансовые рынки страны. По сути, пенсионные фонды связывают демографию страны с ее финансовыми рынками [3].

Анализ современных научных исследований показывает, что инвестиционные банкиры признают значительные инвестиционные возможности, которые предлагают пенсионные фонды и стремятся получить доступ к этим фондам, когда это возможно [4]. Поскольку пенсионным фондам запрещено инвестировать в ценные бумаги с более низким инвестиционным рейтингом, инвестиционные банкиры должны проявить финансовую изобретательность.

Инвестиционные банки часто использовали такие методы, как улучшение качества кредита и транширование, чтобы сделать основные инвестиции более привлекательными для пенсионных фондов. Ценные бумаги с ипотечным покрытием являются прекрасным примером такой инновации. Инвестиционные банкиры создают различные транши ценных бумаг с различными профилями риска и доходности, что позволяет им продавать ценные бумаги инвестиционного уровня пенсионным фондам [5]. Следовательно, можно сделать вывод, что пенсионные фонды косвенно стимулируют инновации на финансовых рынках.

Несмотря на доступ к огромной денежной массе, пенсионные фонды не могут свободно использовать ее по своему усмотрению. Управление этими фондами регулируется строгими правилами, и существуют ограничения на классы активов, в которые они могут инвестировать. Тем не менее, эти ограничения со временем постепенно ослабляются, что позволяет пенсионным фондам проявлять большую гибкость в своих инвестиционных стратегиях.

Пенсионные фонды должны четко и лаконично сформулировать свою инвестиционную стратегию. Эта стратегия должна согласовываться с основной целью таких фондов, которая заключается в планировании выхода на пенсию. Традиционно, пенсионные фонды инвестируются в активы с низким уровнем риска, которые предлагают налоговые льготы. Для пенсионных фондов крайне важно поддерживать надлежащий уровень риска, соответствующий их ожидаемому профилю риска.

Следует отметить, что пенсионные фонды имеют определенные лимиты на вложения в различные классы активов [6]. Цель пенсионных фондов – делать инвестиции с низким риском. Диверсификация инвестиций по ряду классов активов считается менее рискованной. Таким образом, пенсионные фонды имеют ограничения, которые не позволяют им иметь слишком большой риск в отношении одного класса активов или эмитента.

Таким образом, пенсионным фондам разрешено инвестировать в различные виды активов, но они должны соблюдать установленные верхние пределы. Кроме того, для пенсионных фондов важно инвестировать только в активы с самым высоким рейтингом в каждом классе активов.

Некоторые исследования утверждают, что пенсионные фонды традиционно рассматривались как инвесторы с долгосрочной перспективой. Они служат средством для людей, чтобы инвестировать в течение своих лет работы и снимать средства после выхода на пенсию. В связи с этим, до недавнего времени, ликвидность не считалась серьезной проблемой для сектора пенсионных фондов [7]. Однако в последние годы индустрия пенсионных фондов претерпела существенные преобразования, в результате чего ликвидность стала для них весомой проблемой.

В последние годы индустрия пенсионных фондов претерпела значительные изменения из-за некоторых серьезных изменений в макроэкономической среде. Два важнейших фактора, которые способствовали этой трансформации, заключаются в следующем:

- *Более низкие процентные ставки:* из-за низких процентных ставок, преобладавших в последнее десятилетие и ставших реакцией на глобальную рецессию 2008 года, пенсионные фонды оказались в сложной ситуации. Доходы от их инвестиций значительно снизились, и они больше не могут полагаться на ценные бумаги с низким уровнем риска, которые они когда-то делали. В результате пенсионные фонды теперь конкурируют друг с другом за получение более высокой прибыли и вкладывают больше своих денег в неликвидные и высокорисковые активы [8]. Примеры этих альтернативных активов включают ценные бумаги с ипотечным покрытием и акции развивающихся рынков. Этот переход к более рискованным активам сделал пенсионные фонды уязвимыми перед рисками ликвидности в случае финансового кризиса. Таким образом, нынешняя политика более низких процентных ставок при более длительных сроках подвергает пенсионные фонды значительному финансовому риску, поскольку она вынуждает их инвестировать в активы с более высоким риском для получения адекватной прибыли.

- *Стареющее население:* демографическая структура основных рынков – таких, как США и Европа, претерпела значительные изменения, поскольку уровень рождаемости постоянно снижался. Следовательно, количество людей, выходящих на пенсию, больше, чем количество людей, поступающих на работу. Это означает, что сумма денег, вносимая в пенсионные фонды, меньше, чем сумма денег, снимаемая во многих странах. В итоге этого сценария с отрицательным денежным потоком в индустрии пенсионных фондов наблюдается серьезное беспокойство.

Индустрия пенсионных фондов претерпела значительные изменения после рецессии 2008 года, которая подвергла мир опасности риска ликвидности. Во время кризиса произошло замораживание кредитов, из-за чего финансовые учреждения не могли продать свои активы и расплатиться со своими кредиторами. Даже на безопасных межбанковских рынках не хватало инвесторов. Кризис 2008 года затронул несколько классов активов и стал поворотным моментом для отрасли пенсионных фондов, которая инвестирует во многие рискованные активы. Это означает, что пенсионные фонды рискуют столкнуться с подобной ситуацией в будущем, которая может иметь катастрофические последствия для экономики. Правительства во всем мире признали это и ввели правила, гарантирующие, что управляющие пенсионными фондами несут ответственность за управление финансами пенсионных фондов, поскольку дефолт пенсионных фондов может привести к тому, что значительное число людей будет полагаться на социальные выплаты.

Многие пенсионные фонды в настоящее время применяют упреждающий подход к управлению ликвидностью, внедряя политику, демонстрирующую их способность эффективно управлять ликвидностью. Эта стратегия обычно состоит из трех частей [9].

Точные прогнозы: пенсионные фонды уже давно пытаются оценить свои денежные потоки, но с ограниченной точностью. Причина этого заключается в том, что несколько переменных – таких, как уровень безработицы, процентные ставки, ожидаемая продолжительность жизни и количество пенсионеров, влияют на их денежные потоки. Чтобы улучшить прогнозирование денежных потоков, пенсионные фонды начали вкладывать значительные средства в технологии. Теперь они используют искусственный интеллект и машинное обучение, чтобы улучшить свои прогнозы и получить конкурентное преимущество.

Краткосрочные инвестиции: после определения своих краткосрочных обязательств пенсионные фонды должны убедиться, что их краткосрочные инвестиции ликвидны. Им также следует оценить стоимость своего портфеля при различных рыночных сценариях. Это означает, что пенсионные фонды должны рассчитать сумму денежного потока, который они получают от своих краткосрочных инвестиций, если рынок останется низким в течение длительного периода.

Наличие здорового буфера: пенсионным фондам важно понимать, что, несмотря на тщательное планирование денежных потоков, они все равно могут столкнуться с серьезными проблемами, если у них не будет существенной подушки безопасности. Многие организации в настоящее время имеют денежный резерв для решения непредвиденных проблем, с которыми может столкнуться их бизнес, и тот же принцип применяется к пенсионным фондам.

Суть в том, что управление ликвидностью стало центральной областью в области управления пенсионными фондами из-за различных изменений, которые произошли в макроэкономической среде.

Хотя пенсионные фонды считаются надежной инвестицией для долгосрочных инвесторов, на сегодняшних рынках они часто сталкиваются с нехваткой наличности. Следовательно, инвестиционные менеджеры должны стать более инновационными в управлении ликвидностью в таких сценариях.

Исследования показали, что пенсионные фонды сталкиваются со значительным дефицитом денежных средств [10]. По различным оценкам, пенсионным фондам приходится распродавать активы на срок от 8-ми до 9-ти месяцев в году, чтобы обеспечить выполнение своих краткосрочных обязательств, а именно: выплата пенсий пенсионерам. Тот факт, что пенсионным фондам приходится распродавать долгосрочные активы, чтобы погасить краткосрочные долги, вызывает сомнения в компетентности управления фондами. Продажа активов таким образом означает, что пенсионные фонды не продают в подходящий момент и

бывают вынуждены согласиться на более низкие цены, предлагаемые рынком. Это приводило к упущенной прибыли в прошлом, что побуждало пенсионные фонды уделять больше внимания управлению ликвидностью, чтобы предотвратить подобные сценарии в будущем.

Чтобы избежать потерь во время кризиса ликвидности, пенсионные фонды, как правило, держат на балансе больше денежных средств. Такая практика становится все более распространенной среди различных пенсионных фондов за последние несколько лет. Причиной такой тенденции является страх перед кризисом 2008 года, когда многие фонды не смогли конвертировать свои активы в наличные деньги даже по сниженным ценам. Таким образом, хранение наличных денег стало предпочтительным методом предотвращения риска для большинства фондов.

Поскольку пенсионным фондам необходимо резервировать больше средств для наличных, у них остается меньше денег для инвестиций, что приводит к снижению их доходов. Следовательно, они вынуждены делать более рискованные инвестиции, чтобы компенсировать свои потери. Один из способов сделать это – инвестировать в рынки деривативов, что позволяет им брать на себя дополнительные риски и генерировать больший денежный поток. Однако инвестирование в эти рынки может быть крайне нестабильным, поэтому пенсионные фонды должны улучшить управление ликвидностью, чтобы избежать дополнительных рисков.

Пенсионные фонды обычно инвестируют в более рискованные активы – такие, как ценные бумаги, обеспеченные ипотекой, обычно на краткосрочные периоды. Это связано с тем, что трудно предсказать вероятность дефолта таких инструментов в течение более длительного периода времени. В результате они, как правило, удерживают эти активы на более короткий срок, лонгируя их и покупая новые ценные бумаги, если позволяет денежный поток.

Согласно многим исследованиям, акцент на управлении ликвидностью вызвал сдвиг в индустрии пенсионных фондов. Раньше это ассоциировалось с долгосрочными инвестициями с меньшим риском [11]. Теперь же они занимаются активной торговлей и делают краткосрочные рискованные инвестиции. Пенсионные фонды в настоящее время придают большее значение управлению ликвидностью, чтобы не ставить управляющих своими фондами в ситуации, когда им приходится брать на себя чрезмерные риски.

В последнее время портфель пенсионных фондов стал гораздо более диверсифицированным, и меньшая его часть состоит из ценных бумаг с фиксированным доходом [12]. Вместо этого, пенсионные фонды теперь имеют значительную долю в альтернативных активах. Хотя ценные бумаги с фиксированным доходом по-прежнему широко распространены, они больше не сосредоточены в нескольких компаниях или географических регионах.

Пенсионные фонды сделали приоритетом диверсификацию своего портфеля, в том числе географическую диверсификацию и инвестиции в компании разного размера. Это можно рассматривать как благоприятный результат растущего внимания к управлению ликвидностью в индустрии пенсионных фондов.

В ситуациях, когда компаниям нужны немедленные средства, они часто прибегают к продаже своих наиболее ликвидных активов. Однако это может стать невозможным для пенсионных фондов, которые инвестируют в частный капитал или неликвидную недвижимость, что приводит к несбалансированности портфеля. Из-за их более высокой ликвидности, облигации являются предпочтительным вложением для таких компаний, что приводит к снижению долга на их балансах. Следовательно, эти фирмы должны, в конечном итоге, продать свои неликвидные активы, чтобы реинвестировать деньги и сохранить пропорциональное распределение активов. Эта постоянная перебалансировка приводит к дополнительным транзакционным издержкам, снижая эффективность компании.

Таким образом, теоретически, пенсионные фонды считаются независимыми субъектами, на которые не влияют никакие внешние факторы. Благодаря своим огромным финансовым ресурсам, они могут изменить основы фондового рынка. Хотя это утверждение отчасти верно, пенсионные фонды уже давно не функционируют автономно. Существует множество методов, с помощью которых государственные органы манипулируют работой этих пенсионных фондов для достижения своих собственных целей.

Анализ

На Рис. 1 можно наблюдать фактическое доказательство, сказанного выше, что разные страны и их фонды довольно по-разному подходят к формированию инвестиционных портфелей. Примечательно, что даже в рамках одной юрисдикции, как ОЭСР, инвестиционные политики сильно отличаются.

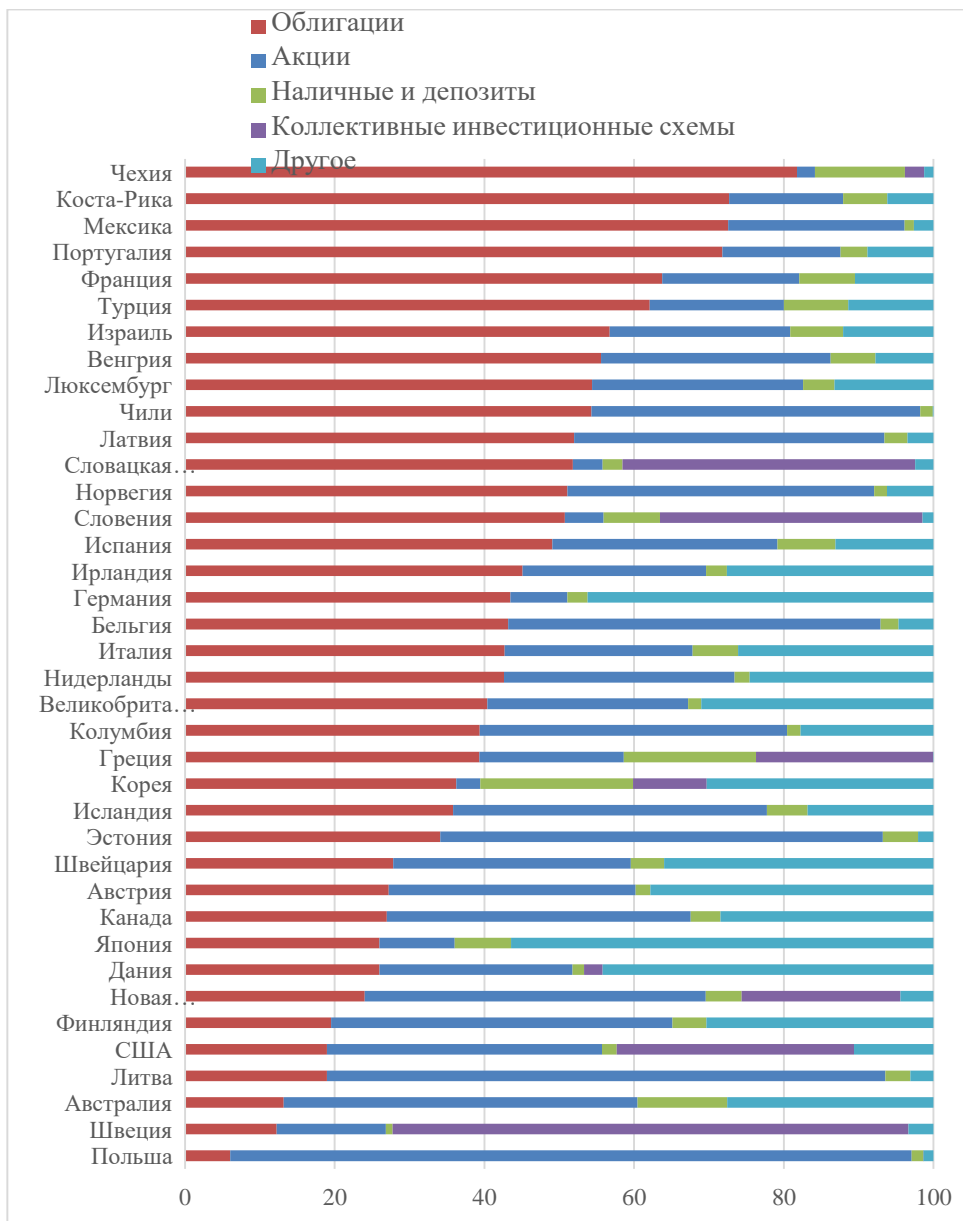


Рисунок 1. Аллокация пенсионных активов управляющими компаниями фондов стран ОЭСР [13].

Особенности структуры пенсионных фондов

В стране ОЭСР Чехии средства пенсионных фондов инвестируются следующей пропорцией: 82% в облигации, 12% в банковские депозиты, 2,4% в акции. Одновременно, другая страна, входящая в ОЭСР, Польша, 91% пенсионных

накоплений инвестирует в рынок акций, 6% в облигации и 1,6% в банковские депозиты. Интересными являются для отдельного рассмотрения также Эстония, которая провела пенсионную реформу довольно эффективно, по оценкам многих экономистов, и Чили, которая была первой страной, которая провела подобную реформу. В Эстонии пенсионные активы инвестируются в акции 59%, в облигации – 34%, в депозиты – 4,7%. В Чили же 44% инвестируется в акции, 54% – в облигации и 6% – в депозитные счета. Отличается от общей картины своей инвестиционной политикой Швеция, поскольку 69% от общего портфеля инвестируется в коллективные инвестиционные схемы, 14,6 % в акции, 12,3% в облигации и 0,9% в депозиты.

Из общей выборки мы выделили основные инвестиционные политики, которых придерживаются страны ОЭСР. Как можно заметить, выделенные страны формируют для себя следующие модели инвестиций для пенсионных фондов: акцент на рынок акций, акцент на рынок облигаций и оптимальные комбинации с равновесным распределением активов. Стоит отметить, что все страны ОЭСР меньшую долю пенсионных накоплений инвестируют в банковские депозиты. Отдельной категорией являются инвестиции в коллективные инвестиционные схемы, которые из себя представляют, в основном, ETF фонды, в основе которых лежат биржевые активы.

Вопросы прибыльности вложений пенсионных фондов

Суть пенсионных инвестиций состоит в формировании длинных денег, что означает большую прибыльность в долгосрочной перспективе. То есть ожидается, что в долгосрочной перспективе реальная инвестиционная прибыль должна расти. На практике, очень мало стран, у которых получается достичь такого результата.

В Табл. 1 представлены реальные инвестиционные темпы пенсионных фондов стран, входящих в ОЭСР. Данная картина очень примечательна, поскольку показывает фактическую успешность пенсионных систем. К примеру, Эстония, которая считается одной из лучших примеров пенсионной реформы в мире, показывает отрицательную эффективность. 5-летняя прибыльность с учетом инфляции составляет -4,1%, 10-летняя: -1,0%, 15-летняя: -2,2%, 20-летняя: -1,1%. При идеальном раскладе ожидается, что с первой пятилетки управляющие фондами должны показывать положительные результаты и увеличивать его со временем, но пример Эстонии показывает обратное. Данный пример интересен тем, что в Эстонии реформа на самом деле проводилась очень профессионально, и они имеют грамотную, эффективную пенсионную систему и юрисдикцию, практически без пробелов, на которую равняются остальные страны, в том числе и Армения. Однако грамотная пенсионная система не является залогом успешности системы. Описанное является залогом социальной успешности реформы

вообще, но не финансовой. Финансовая эффективность зависит от инвестиционной политики и от ее имплементации. Учитывая, что управляющие фондами Эстонии инвестируют 60% портфеля в рынок акций и они берут на себя большой рыночный риск. Отрицательные показатели отдачи инвестиций являются доказательством вышесказанного. Тем не менее, неверно утверждать, что инвестирование в рынок акций – однозначно плохая идея, поскольку у данной стратегии есть как свои минусы, так и плюсы. Основная характеристика такой политики – высокий риск и большая отдача. При таком подходе очень важна роль аналитиков управляющей компании, поскольку именно от качества аналитической работы зависит будет ли у фонда положительный или отрицательный результат.

Таблица 1. Геометрические средние годовые реальные темпы инвестиций за последние 5, 10, 15 и 20 лет в странах ОЭСР, % [14].

Страны ОЭСР	5 лет	10 лет	15 лет	20 лет
Австралия	3,3	5,4	2,8	4,0
Австрия	-2,9	0,2	-0,3	0,8
Канада	1,7	3,9	3,6	4,1
Чили	0,1	2,0	1,4	3,1
Колумбия	0,2	1,4	3,8	4,8
Коста-Рика	3,8	5,1	3,7	..
Чехия	-4,7	-2,4	-1,7	-1,0
Дания	-0,8	1,9	2,6	3,3
Эстония	-4,1	-1,0	-2,2	-1,1
Финляндия	1,6	3,6	..	..
Германия	-0,6	1,2	1,6	1,9
Греция	-0,7	..	..	..
Венгрия	-6,3	-0,3	..	..
Исландия	3,6	4,2	1,7	3,3
Ирландия	1,1	..	..	..
Израиль	3,5	4,7	3,8	..
Италия	-2,5	0,2	0,3	0,9
Латвия	-6,3	-2,2	-1,8	-1,9
Литва	-4,6	-0,5	..	..
Люксембург	-3,2	-0,2	-0,2	..
Мексика	0,3	0,5	1,4	..
Нидерланды	-3,2	1,3	1,8	3,1
Норвегия	0,2	2,4	2,2	3,5
Польша	-7,2	..	..	..
Португалия	-1,8	0,8	0,0	1,6
Словацкая Республика	-4,4	-1,4	-1,7	..
Словения	-2,6	1,2	2,0	..

Страны ОЭСР	5 лет	10 лет	15 лет	20 лет
Испания	-1,8	1,1	0,6	..
Швейцария	0,8	2,9	2,3	2,8
Турция	-3,5	-2,2	-0,3	..
США	-1,4	1,4	-0,1	1,0

Отдельного упоминания заслуживает также Чили, поскольку это другой широко известный пример пенсионной реформы. Чили является первой страной, которая провела подобную реформу в 1981 году. Если Эстонию принято считать образцом успеха, то Чили предстает как первопроходец в контексте пенсионной реформы. Несмотря на то, что пенсионная реформа не была лишена недостатков, она стала локомотивом для финансовых систем многих стран. Ошибки, допущенные при реформе Чили, были изучены экономистами и социологами, чтобы исключить их в процессе реформ в других странах. Так же на основе выявленной информации сама система в Чили претерпела изменения в сторону улучшения. Тем не менее, финансовая эффективность пенсионных фондов довольно положительная. 5-летняя прибыльность с учетом инфляции составляет 0,1%, 10-летняя – 2,0%, 15-летняя – 1,4%, 20-летняя – 3,1%. Фактически, пенсионным фондам в Чили удалось в долгосрочной перспективе создать длинные деньги и обеспечить прибыльность своих инвестиций. Примечательно, что положительный результат обусловлен во многом тем, что управляющие фондами инвестируют 44% активов в рынок акций. Как мы уже отметили, инвестиции в рынок акций являются тем инструментом, которые позволяют повысить прибыльность портфеля. В связи с этим, можно прийти к выводу, что управляющие фондами в Чили более грамотно инвестировали пенсионные средства в рынок акций.

Еще одним примером эффективной инвестиционной политики из стран ОЭСР является Канада. 5-летняя прибыльность с учетом инфляции составляет 1,7%, 10-летняя – 3,9%, 15-летняя – 3,6%, 20-летняя – 4,1%. Это – пример грамотной инвестиционной политики, однако портфель характеризуется высоким риском, поскольку 40% портфеля инвестируется в акции, 30% в другие активы, такие как недвижимость. Однако, несмотря на высокие риски, грамотное управление позволяет показывать положительные результаты в долгосрочной перспективе.

Ярким примером рыночного риска является Польша, портфель которой на 91% состоит из акций. В первой пятилетке данный портфель показал отрицательную прибыльность в размере -7,2%. Однако, в рамках 5 лет сложно судить об эффективности инвестиций, поскольку рынок акций является настолько волатильным, что картина может поменяться очень быстро.

Влияние новых поступлений на показатели пенсионных фондов

С одной стороны, увеличение пенсионных поступлений является одним из важнейших факторов развития пенсионной системы, поскольку постоянный приток финансовых активов обеспечивает стабильность пенсионных фондов. Однако, с другой стороны, необходимо понять положительные финансовые результаты управляющих пенсионными фондами обусловлены эффективным управлением или новыми поступлениями пенсионных фондов. Другими словами, если бы новых поступлений не было, смогли бы управляющие пенсионными фондами в мире показывать положительные финансовые результаты?

Для того чтобы ответить на данный вопрос, предлагаем рассмотреть некоторые статистические данные, которые позволят это понять.

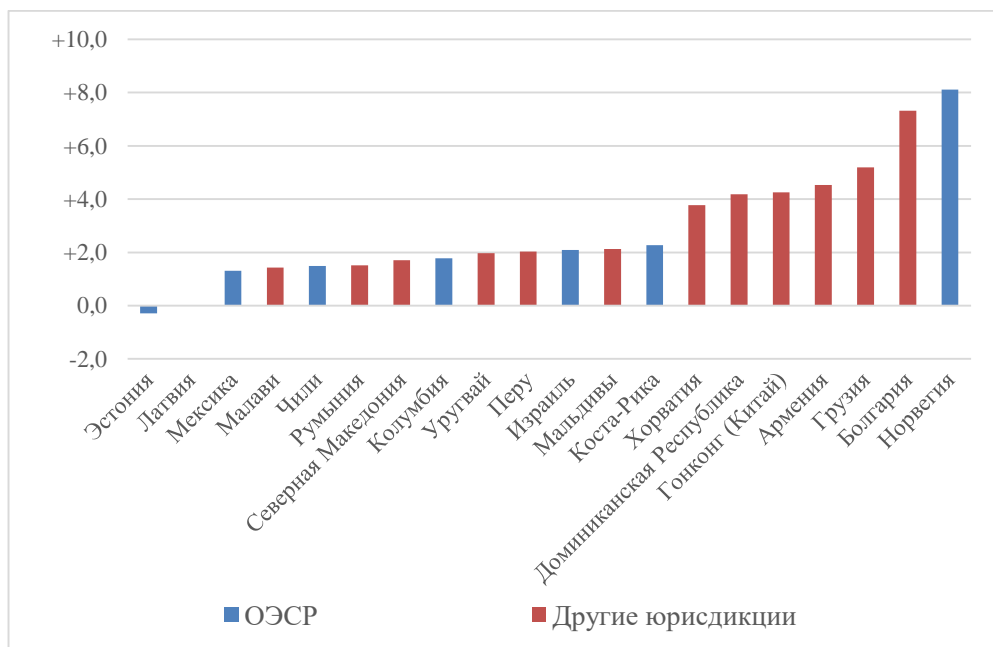


Рисунок 2. Изменение доли участия в пенсионных планах в среднем за год в странах с обязательными пенсионными взносами, % пунктах от всего трудоспособного населения [15].

На Рис. 2 можно увидеть, как в странах с обязательными пенсионными взносами увеличиваются пенсионные поступления, причем в Армении показатель довольно высокий. Поскольку речь идет о странах, в которых пенсионные взносы обязательны, этот показатель является также фактором развития экономики. То есть увеличение количества участников пенсионного плана означает сокра-

щение безработицы, сокращение теневой экономики или создание новых рабочих мест. Другими словами, участники системы обязаны стать ее частью и это не выбор, исходя из глубокого доверия к деятельности фондов.

Также, интересно понять, какая доля из всего трудоспособного населения является участником пенсионной системы в рамках выборки стран с обязательными пенсионными взносами. На рисунке 3 можем наблюдать высокий уровень участия у таких стран как Латвия (100%), Болгария (96%) и Гонк-Конг (95%). Одновременно, у таких стран как Малави (4,8%), Северной Македонии (40%) и Армении (40%) результаты нельзя считать положительными.

Стоит отметить, что Латвия внедрила накопительную пенсионную систему в 2001 году, Болгария и Гонк-Конг – в 2000 году. Тем временем, Малави присоединилась к накопительной пенсионной системе в 2011 году, Армения – в 2014 году, а Северная Македония – в 2019 году. Это является ключевой причиной, почему у первой выборки большая доля участников по сравнению со второй.

Теперь же рассмотрим темпы роста пенсионных взносов, что позволит оценить, насколько предыдущие показатели были весомыми в финансовом плане. Другими словами, попытаемся выяснить, 1% количественный рост участников пенсионного фонда от всего трудоспособного населения на какой процент обеспечивает рост пенсионных активов.

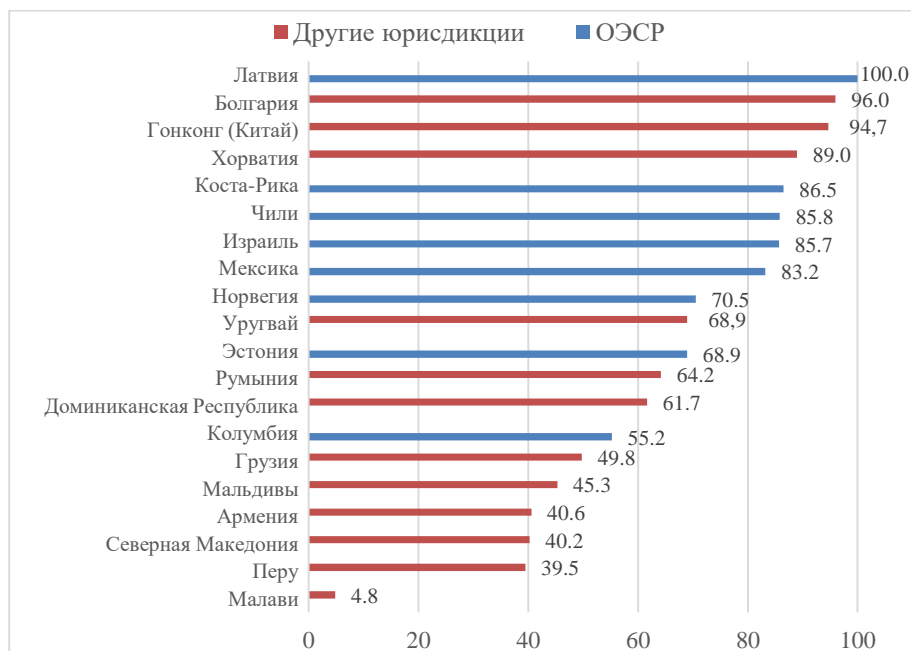


Рисунок 3. Доля участия в пенсионных планах, % пунктах от всего трудоспособного населения [16].

На Рис. 4 можем заметить, насколько по отношению к предыдущему периоду поменялась динамика взносов в пенсионные фонды. Нам интересно рассмотреть выборку, описанную на Рис. 2, в котором представлена динамика доли участия в пенсионной системе. Так:

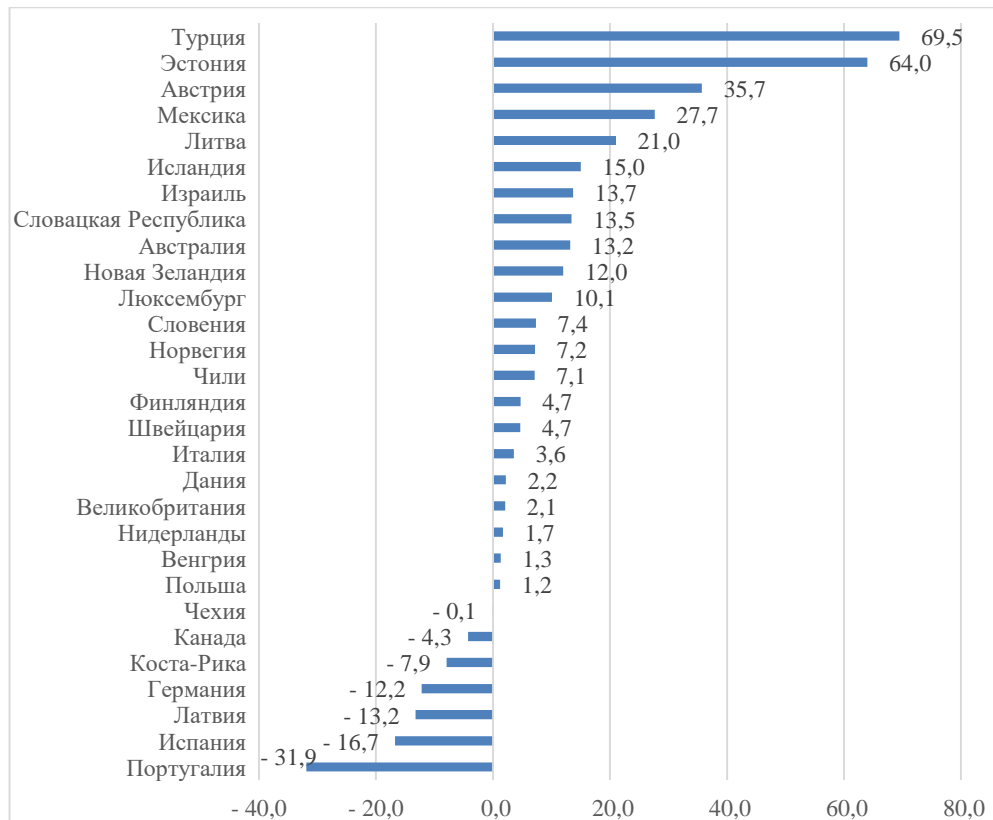


Рисунок 4. Номинальный темп роста взносов в пенсионные планы, 2022 г. в странах ОЭСР, % [17].

- в Норвегии взносы увеличились на 7,2%;
- В Болгарии взносы увеличились на 9,3%;
- В Грузии взносы увеличились на 22%;
- В Армении взносы увеличились на 16,3%;
- В Гонк-Конге взносы снизились на -0,5%;
- В Хорватии взносы увеличились на 9,5%;
- В Коста-Рике взносы снизились на 7,9%;
- На Мальдивах взносы увеличились на 18,7%;
- В Израиле взносы увеличились на 13,7%;
- В Перу взносы увеличились на 4%;
- В Уругвае взносы увеличились на 13,6%;

- В Северной Македонии взносы увеличились на 14,5%;
- В Румынии взносы увеличились на 12,6%;
- В Чили взносы увеличились на 7,1%;
- В Малави взносы увеличились на 16,7%;
- В Мексике взносы увеличились на 27,7%;
- В Латвии взносы снизились на 13,2%;
- В Эстонии взносы увеличились на 64%.

Как можем заметить на Табл. 2, корреляция между показателями не однозначная. То есть не обязательно, что увеличение взносов зависит только от новых участников пенсионной системы. На это влияет множество других факторов как сокращение теневого сектора экономики, увеличение количества рабочих мест, повышение уровня заработной платы, юридические изменения и в целом – улучшение благосостояния населения.

Таблица 2. Сравнительный анализ динамики участников и динамики взносов пенсионных фондов в странах с обязательными пенсионными взносами [18].

	Динамика участников, %	Динамика взносов, %
Норвегия	8,1%	7,2%
Болгария	7,3%	9,3%
Грузия	5,2%	22%
Армения	4,5%	16,3%
Гонк Конг	4,3%	-0,5%
Хорватия	3,8%	9,5%
Коста Рика	2,3%	-7,9%
Мальдивы	2,1%	18,7%
Израиль	2,1%	13,7%
Перу	2%	4%
Уругвай	2%	13,6%
Северная Македония	1,7%	14,5%
Румыния	1,5%	12,6%
Чили	1,5%	7,1%
Малави	1,4%	16,7%
Мексика	1,3%	27,7%
Латвия	0%	-13,2%
Эстония	-0,3%	64%

Из общей выборки сильно выделяется Эстония, где, при процентном снижении доли участников в пенсионной системе, регистрируется очень высокий уровень прироста пенсионных взносов. Картина довольно неоднозначная.

ная, тем более, учитывая, что сокращения теневой экономики не наблюдалось, заработная плата по отношению к предыдущему году снизилась и значительного изменения количества рабочих мест тоже не было [19].

Однако, произошли юридические и правовые изменения, которые стали причиной такой картины. В 2021 году Правительство Эстонии приняло закон, который позволяет участникам второй ступени пенсионной реформы снять со своего пенсионного счета часть активов. В итоге, гражданам было выплачено приблизительно 77 млн. долларов США [20]. Это было сделано с целью увеличения налоговых поступлений, поскольку эти средства приравниваются к доходам и облагаются подоходным налогом в размере 10%.

Одновременно, перед Правительством Эстонии и перед управляющими пенсионными фондами стояла задача компенсировать выплаты из фондов новыми поступлениями. В связи с этим, Правительство внесло законодательные поправки и позволило участникам пенсионной системы на добровольной основе увеличить индивидуальные пенсионные взносы до 4% или до 6% вместо предыдущего 2% [21]. Именно возможность больше финансовых активов вносить на пенсионный счет и стала основополагающей причиной увеличения пенсионных взносов в таком объеме.

Текущее состояние пенсионной системы Армении

В Армении доля участников в пенсионной системе увеличилась на 4,5%, в то время как пенсионные взносы увеличились на 16,3%. Оба показателя довольно высокие в рамках нашей выборки, следовательно, довольно логичная и корреляция довольно прямая между показателями в случае Армении. То есть, 1% увеличения количества участников в пенсионной системе обеспечивает рост пенсионных взносов в размере 3,6%.

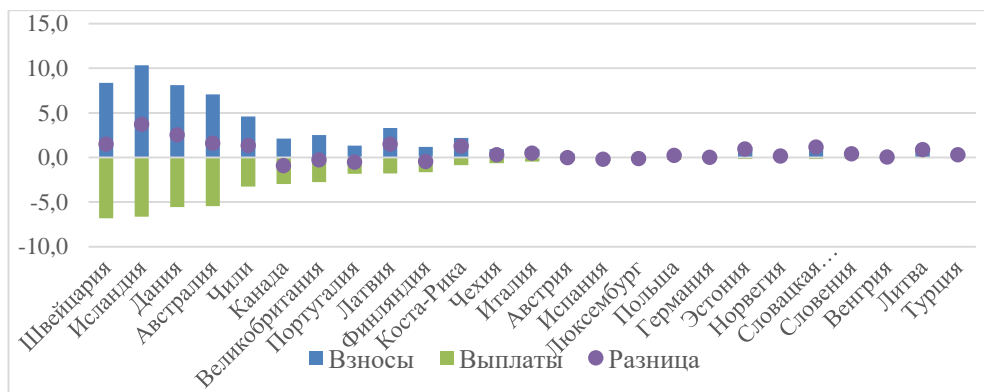


Рисунок 5. Пенсионные взносы и выплаты в странах ОЭСР в 2022 году, % от ВВП [22].

На Рис. 5 наблюдаем какую долю от ВВП выбранных стран составляют пенсионные взносы и выплаты в 2022 году. Говоря о взносах, очень важно также рассматривать сальдо между взносами и выплатами. Стоит отметить, что данное соотношение важно, однако полностью не выявляют эффективность функционирования фонда.

Данное соотношение и разница между взносами и выплатами не является основной целью деятельности пенсионных фондов. В реалиях Армении, увеличение пенсионных взносов, исходя из обязательного характера участия в системе, зависит не от репутации и эффективности управления фондами, а от юридического поля и макроэкономических показателей, таких как уровень безработицы, уровень зарплат, уровень теневой экономики и т.д. Неправильно утверждать, что положительное сальдо пенсионных взносов и выплат – это неважный показатель, однако нельзя также утверждать, что это важнейший критерий функционирования пенсионных фондов, поскольку идея накопительной пенсионной системы кроется в эффективном управлении пенсионными активами. Иными словами, положительные результаты пенсионных фондов должны быть обеспечены прибылью от инвестиционной деятельности, а не от новых поступлений.

Для того чтобы понять, насколько данная теоретическая аксиома совпадает с практикой, рассмотрим показатели стран по пенсионным взносам и выплатам, также по отдам от инвестиций, дабы понять, насколько сбалансированы финансовые результаты пенсионных фондов разных стран.

Таблица 3. Сравнительный анализ сальдо пенсионных активов 2022 года и усредненных показателей отдачи от инвестиций в странах ОЭСР [23].

	Сальдо взносов и выплат	Отдача от инвестиций
Швейцария	1,5%	2,8%
Исландия	3,7%	3,3%
Дания	2,6%	3,3%
Австралия	1,6%	4%
Чили	1,4%	3,1%
Канада	-0,9%	4,1%
Португалия	-0,5%	1,6%
Латвия	1,5%	-1,9%
Финляндия	-0,4%	3,6%
Коста Рика	1,3%	3,7%
Чехия	0,3%	-1%
Италия	0,5%	0,9%
Австрия	0%	0,8%
Испания	-0,2%	0,6%
Люксембург	-0,1%	-0,2%
Польша	0,2%	-7,2%
Германия	0%	1,9%

Таблица 4. Сравнительный анализ сальдо пенсионных активов 2022 года и усредненных показателей отдачи от инвестиций в странах, не входящих в ОЭСР [24].

	Сальдо взносов и выплат	Отдача от инвестиций
Малави	0,4%	3,4%
Ботсвана	0,2%	0,6%
Гонк Конг	1,8%	-0,1%
Перу	0,5%	3,3%
Уругвай	1%	3,9%
Кения	0,3%	1,6%
Замбия	0,1%	3%
Хорватия	1,3%	-1,6%
Казахстан	1,4%	-0,4%
Болгария	1,1%	-0,8%
Сербия	0%	0,8%
Северная Македония	1,4%	1,1%
Румыния	0,8%	1,6%
Армения	1,4%	0,1%

Как можем заметить увидеть в Табл. 3 и 4, пенсионные фонды в разных странах имеют два основных компонента финансового притока. Если в первые годы существования фонда приемлемо, что пенсионные поступления высокие и отдача от инвестиций низкая, то в перспективе долгосрочного периода это говорит о неэффективном управлении и, соответственно, о финансовых рисках для пенсионной системы данной страны. В условиях, в которых положительные финансовые результаты обусловлены новыми взносами, а не отдачей от инвестиций, получается, что пенсионные фонды погашают свои текущие обязательства за счет новых поступлений. Это противоречит идеологии накопительной пенсионной системы и, фактически, пенсионные выплаты осуществляются за счет новых пенсионных поступлений. Иными словами, взносы не трансформируются в длинные деньги. То есть, участники пенсионного фонда, фактически, выплачивают пенсии пенсионерам на подобие распределительной пенсионной системе.

Пенсионные фонды Исландии, Латвии, Чехии и Польши показывают отрицательное соотношение сальдо пенсионных взносов и выплат с отдачей от инвестиций, то есть взносы, в процентном соотношении, превалируют над отдачей от инвестиций. Предлагаем рассмотреть каждый частный случай отдельно.

Кроме отмеченных, важно также обратить внимание на другие показатели. Так, в Исландии номинальный рост пенсионных взносов в 2022 году составляет 15%, а инфляция для данного периода составляет 10% [25]. Фактически, реальный прирост активов составляет 5%. Также, если рассматривать в процентах от ВВП, взносы составляют 10% от ВВП страны. В Латвии

же, уровень инфляции к концу 2022 года составляла 21,5% [26]. Номинальный же рост пенсионных взносов составляет -13,2%. Фактически, реальный прирост активов в Латвии отрицательный и равен -34,8%. Такая же картина сохраняется и у остальных стран, где финансовые результаты обусловлены новыми взносами больше, чем отдачей от инвестиций. С другой стороны, такие страны как Австралия, Канада, Финляндия, Германия и другие показывают позитивную картину. В случае Канады, Финляндии и Германии, при отсутствии пенсионных поступлений и даже при снижении уровня, показывают положительные финансовые результаты.

Что касается Армении, сальдо взносов и выплат в разы превалирует над отдачей от инвестиций, однако необходимо заметить, что десятилетняя перспектива – это малый срок для оценки эффективности пенсионной системы и есть обоснованные на примере стран ОЭСР предположения, что есть смысл ожидать улучшение картины в более долгосрочной перспективе. На данный момент важно учитывать эффективность управления фондов с учетом кризисных и экстремальных ситуаций на мировом финансовом рынке, которые экстернальным фактором будут влиять как на краткосрочную, так и на долгосрочную перспективу формирования инвестиционных портфелей внутри пенсионных фондов Республики Армения.

Данная картина довольно логична, поскольку в основном проблемы, касательно пенсионных систем, общие для всех стран. Причина в том, что проблемы глобальные и касаются всей системы в целом, а не отдельной страны, хотя имеются и такие случаи. При таком исходе, к экстернальным рыночным рискам подключаются также локальные риски, касательно неграмотного управления фондами, неэффективной юрисдикцией и прочих.

Заключение

В рамках сравнительного анализа пенсионных систем разных стран, как входящих в ОЭСР, так и других юрисдикций, мы исследовали вопрос распределения пенсионных активов управляющими компаниями пенсионных фондов в разных странах. В рамках данного исследования были выявлены основные инвестиционные стратегии по диверсификации портфелей в контексте инвестиционных инструментов. Армения, в рамках данного вопроса, придерживается политики формирования портфеля путем инвестирования в банковские вклады, облигации и в коллективные инвестиционные схемы с довольно равномерным распределением.

Так же был рассмотрен показатель геометрической средней отдачи от инвестиций в пятилетнем, десятилетнем, пятнадцатилетнем и, в случае стран ОЭСР, в двадцатилетнем временном интервале. В рамках данного исследования эффективным можно считать инвестиционную политику тех стран, кото-

рым удается в долгосрочной перспективе обеспечивать значительный прирост активов. Учитывая, что пенсионные фонды нацелены на формирование длинных денег и инвестиционную политику в долгосрочной перспективе, приемлемо не показывать невысокие или даже отрицательные показатели в краткосрочной перспективе. В случае же Армении, необходимо провести детальный анализ инвестиционной политики, чтобы оценить перспективность пенсионных инвестиций, поскольку срок функционирования пенсионной системы невелик для оценки эффективности только макроэкономическими основными показателями.

Было изучено соотношение новых участников пенсионного фонда в контексте процентной корреляции с увеличением пенсионных взносов. Благодаря данному анализу было выявлено, что корреляция не сильная, поскольку другие факторы более значимы для привлечения пенсионных средств. В этом мы убедились на примере Эстонии. В случае же Армении корреляция довольно явная, учитывая сокращение теневого сектора и обязательный характер пенсионных фондов. Было выявлено, что 1% увеличения количества участников в пенсионной системе обеспечивает рост пенсионных взносов в размере 3,6%.

В итоговой части сравнительного анализа, были изучены показатели пенсионных взносов, выплат и их либо положительной, либо отрицательной разницы. На основе данного анализа, мы попробовали выяснить, какой фактор является ключевым для положительных финансовых результатов деятельности управляющего пенсионным фондом: новые пенсионные поступления или отдача от пенсионных инвестиций. Благодаря сопоставлению усредненных показателей отдачи от инвестиций с разницей между пенсионными взносами и выплатами. Исследование показало, что есть много стран, в которых пенсионные фонды покрывают краткосрочные финансовые обязательства за счет новых поступлений, а не за счет эффективного управления пенсионными активами. Схожая проблема присутствует и в случае Республики Армения, однако этот феномен может иметь более отрицательные последствия в РА, учитывая малый размер экономики и высокую зависимость от внешних факторов. Таким образом, принимая во внимание объективную реальность существования схожей ситуации в других странах, необходимо более тщательно подходить к субъективным и локальным факторам, связанным с управлением пенсионными фондами в Армении, так как улучшение уровня эффективности данных процессов в этой части может минимизировать возникающие риски мировой конъюнктуры систем пенсионного накопления.

ЛИТЕРАТУРА

1. AP6 (2024) Annual Report 2023. URL: <https://www.ap6.se/en/documents/annual-report/>
2. BIS, BIS Quarterly Review, March 2024. URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2403a.pdf.

3. FRR (Annual Report 2023) 2024. URL: <https://www.fondsdereserve.fr/documents/FRR-RA2023-EN.pdf>.
4. ILO (2024) World Employment and Social Outlook – Trends 2024. URL: <https://doi.org/10.54394/HQAE1085>.
5. IMF (2024) Global Financial Stability Report: The Last Mile: Financial Vulnerabilities and Risks.
6. *Mesa-Lago C.* Evaluation of Four Decades of Pension Privatization in Latin America, 1980–2020: Promises and reality, 2021.
7. Milliman, Pension Funding Index January 2024. URL: <https://www.milliman.com/en/insight/pension-funding-index-january-2024>.
8. Ministry for Inclusion, Social Security and Migration, Reserve fund a report to the Parliament – Developments, actions in 2023 and status as of 31 December 2023.
9. OECD (forthcoming): OECD Pensions Outlook 2024, OECD Publishing. URL: <https://doi.org/10.1787/51510909-en>.
10. PPI (2024) Pension scheme assets – a deep dive into alternatives. URL: <https://www.pensionspolicyinstitute.org.uk/media/ugen4wez/20240916-deep-dive-1.pdf>.
11. SFC (2024) Research Paper No.74: A Review of the Global and Local Securities Markets in 2023. URL: <https://www.sfc.hk/-/media/EN/files/SOM/RS-Paper/RS-paper74.pdf?rev=1fe5ffe6d12f4265a291367ea27242c9&hash=FDBF47FC1777BC217D4E2C3DA99-EF97F>.
12. *Stewart F., Yermo J.* Pension Fund Governance: Challenges and Potential Solutions”, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, №. 18, OECD Publishing, Paris, 2008. <https://doi.org/10.1787/241402256531>.
13. Отчет OECD Pension Markets in Focus, № 20, 2023. URL: www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets
14. Там же.
15. Там же.
16. Там же.
17. Там же.
18. Там же.
19. База данных Всемирного Банка. URL: <https://data.worldbank.org/>.
20. €1.5 billion paid out from second pillar following pension reform / Eesti Rahvusringhääling. URL: <https://news.err.ee/1609094117/1-5-billion-paid-out-from-second-pillar-following-pension-reform#:~:text=2021%20saw%20Estonia%20implementation%20a,in%20their%20second%20pillar%20accounts>.
21. Официальный сайт Налоговой и пограничной службы Эстонии. URL: <https://www.emta.ee/en/business-client/taxes-and-payment/income-and-social-taxes/contributions-mandatory-funded-pension>.
22. Отчет OECD “Pension Markets in Focus”, № 20, 2023. URL: www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets_
23. Там же.
24. Там же.
25. Дата база Центрального Банка Исландии. URL: <https://www.cb.is/>
26. Дата база Центрального Банка Латвии. URL: <https://www.bank.lv/en/>.

COMPARATIVE ANALYSIS OF PENSION FUNDS ASSET MANAGEMENT MECHANISMS IN OECD COUNTRIES AND ARMENIA

G. Melkonyan

Russian-Armenian (Slavonic) University

georgi.melkonyan@gmail.com

ORCID: 0009-0005-1944-9216

ABSTRACT

In the framework of a comparative analysis of pension systems of different OECD countries and Armenia, the issue of distribution of pension assets by pension fund management companies in these countries was studied. Also, the indicator of geometric average return on investment in a five-year, ten-year, fifteen-year and twenty-year time interval was considered. The ratio of new participants in the pension fund was studied in the context of percentage correlation with the increase in pension contributions.

The author also considered the indicators of pension contributions, payments and their either positive or negative difference in the study. As a result, the author comes to the conclusion about the similarity of the main problems associated with liquidity, increasing risk and decreasing profitability indicators, which essentially change the nature and essence of pension funds both in developed countries and in Armenia.

Keywords: pension fund, liquidity, pension receipts, risk, profitability.