


Трансформации пенсионных фондов в условиях изменяющегося мира

Мелконян Георгий А.

аспирант, Кафедра экономики и финансов,
Российско-Армянский Университет (Ереван, РА)

 <https://orcid.org/0009-0005-1944-9216>

georgi.melkonyan@gmail.com

УДК: 336.7; EDN: RILCFJ; JEL: H54, R53;

DOI: 10.58587/18292437-2024.5-145

Ключевые слова и словосочетания: пенсионный фонд, сбережения, активы, ценные бумаги, инвестиции, хедж-фонд

Կենսաթոշակային ֆոնդերի վերափոխումը փոփոխվող աշխարհում Մելկոնյան Գեորգի Ա.

ասպիրանտ, Տնտեսագիտության և ֆինանսների ամբիոն, Հայ-Ռուսական համալսարան (Երևան, ՀՀ)

Ամփոփագիր. Հեղինակը հոդվածում դիտարկում է կենսաթոշակային ֆոնդերի վերափոխումը՝ կապված համաշխարհային տնտեսության արագ փոփոխությունների և նոր ռիսկերի առաջացման հետ: Հետազոտությունը առանձին անդրադարձ է կատարում կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից ավանդաբար ընդունված ակտիվների տեղաբաշխման մեխանիզմներին: Որպես եզրակացություն հեղինակը պարզում է, որ վերոնշյալ մեխանիզմները այլևս չեն արձագանքում առաջացած նոր ռիսկերի նվազեցմանը՝ մի կողմից չապահովելով ակնկալվող եկամտաբերության նվազագույն մակարդակ, մյուս կողմից էլ վերափոխելով կենսաթոշակային ֆոնդերի բնույթը երկարաժամկետ ակտիվների ձևավորումից միջնաժամկետ գումարի խնայողության:

Հանգուցաբառեր և բառակապակցություններ՝ կենսաթոշակային ֆոնդ, խնայողություններ, ակտիվներ, արժեթղթեր, ներդրումներ, հեջ ֆոնդ

Transformations of Pension Funds in a Changing World

Melkonyan George A.

PhD student, Department of Economics and Finance, Russian-Armenian University (Yerevan, RA)

Abstract. In the article, the author considers the transformation of pension funds in connection with rapid changes in the global economy and the emergence of new risks. The study separately addresses the asset allocation mechanisms traditionally adopted by pension funds. As a conclusion, the author finds that the above-mentioned mechanisms no longer respond to the mitigation of new risks, on the one hand not providing the minimum level of expected return, and on the other hand, transforming the nature of pension funds from long-term asset formation to medium-term savings.

Keywords & phrases: pension fund, savings, assets, securities, investments, hedge fund

Пенсионные фонды обладают значительным экономическим влиянием, их общая стоимость активов во всем мире оценивается в более чем 56 триллионов долларов [1]. 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 существенно отличается от других финансовых инструментов, таких как взаимные фонды, где сумма инвестиций варьируется в зависимости от внешних факторов. Сумма денег, которой владеют пенсионные фонды, даже больше, чем валовой внутренний продукт целых стран, что подчеркивает их экономическую мощь.

Как указывалось ранее, пенсионные фонды располагают значительными суммами денег, инвестированными на различных финансовых рынках. Следовательно, когда они перебалансируют свой портфель, это может привести к значительным движениям рынка.

Например, если Федеральная резервная система повысит процентные ставки, пенсионные фонды могут счесть более выгодным вкладывать свои средства в облигации. В результате они могут уйти с рынка акций и выйти на рынок облигаций. Из-за больших масштабов своих покупок и продаж пенсионные фонды, как правило, оказывают значительное влияние на общие финансовые рынки. Часто это влияние выходит за пределы национальных границ и затрагивает также другие рынки и экономики.

Одним из важнейших аспектов пенсионных фондов является их долгосрочный инвестиционный горизонт. Для индивидуальных инвесторов пенсионные фонды относительно неликвидны, так как 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.

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.

Пенсионные фонды тесно связаны с государственным бюджетом, поскольку они гарантированы именно им. Следовательно, если пенсионный фонд обанкротится, 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 пенсионных фондах. 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 отчетности.

Демографический состав нации тесно связан с пенсионными фондами [2]. Страна с большим количеством молодых людей приводит к большему 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, это снижение активов может повлиять на финансовые рынки страны. По сути, пенсионные фонды связывают демографию страны с ее финансовыми рынками.

Инвестиционные банкиры признают значительные инвестиционные возможности, которые предлагают пенсионные фонды, и стремятся получить доступ к этим фондам, когда это возможно. Поскольку пенсионным фондам запрещено инвестировать в ценные бумаги с более низким инвестиционным рейтингом, инвестиционные банкиры должны проявить финансовую изобретательность. Инвестицион-

ные 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. Следовательно, можно сделать вывод, что пенсионные фонды косвенно стимулируют инновации на финансовых рынках.

Подводя итог, можно сказать, что пенсионные фонды обладают значительной властью, и их решения могут влиять на различные финансовые рынки, правительства и отдельных лиц. В результате они считаются очень важными и подлежат широкому регулированию.

Несмотря на доступ к огромной сумме денег, 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. 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.

Вот список различных типов классов активов, разрешенных для пенсионных фондов:

- Ценные бумаги с фиксированным доходом: они являются основным классом активов для управляющих активами пенсионных фондов из-за их репутации безопасных инвестиций.

Однако они, как правило, предлагают низкую доходность, что приводит к снижению доходности портфеля, когда на них выделяется большое количество вложений. Чтобы смягчить эту проблему, пенсионные фонды начали инвестировать в экзотические ценные бумаги с фиксированным доходом, которые считаются инвестиционным уровнем.

Пенсионные фонды вкладывают значительные средства в ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами, которые являются более рискованными, чем традиционные ценные бумаги с фиксированным доходом, но обеспечивают более высокую доходность. Современные инвесторы пенсионных фондов готовы брать на себя дополнительные риски ради получения более высоких долгосрочных доходов. Однако правила многих регионов запрещают пенсионным фондам инвестировать в экзотические ценные бумаги с фиксированным доходом, вынуждая их придерживаться традиционных ценных бумаг с фиксированным доходом.

- **Акции, которые считаются более рискованным классом активов, также являются частью инвестиционного портфеля управляющего пенсионным фондом.** Однако их доля в акциях, как правило, меньше, чем в других активах, поскольку пенсионные менеджеры склонны придерживаться консервативного подхода к инвестированию. Пенсионные фонды обычно инвестируют только в хорошо зарекомендовавшие себя акции «голубых фишек», избегая акций с малой и средней капитализацией в соответствии со своей инвестиционной философией. В последнее время для достижения более высокой доходности пенсионные фонды также начали инвестировать в международные акции «голубых фишек».

Правительства часто ограничивают размер капитала, который пенсионные фонды могут инвестировать за пределами страны. Однако со временем этот предел постепенно увеличивался. Ранее пенсионным фондам разрешалось инвестировать только около 5% своего общего портфеля в международные активы. Но теперь они могут инвестировать до 30% своего портфеля в международные активы во многих частях мира.

- **Пенсионные фонды вложили значительные средства в сектор недвижимости в виде ценных бумаг, выпущенных инвестиционными фондами недвижимости.** Однако в последнее время они стали более охотно идти на риск и создали отдельные отделы, занимающиеся приобретением, строительством, продажей и арендой объектов недвижимости. Кроме того, пенсионные фонды также начали инвестировать в инфраструктурные проекты, такие как дороги,

мосты и порты, которые имеют длительный период реализации. Поскольку пенсионные фонды могут делать долгосрочные инвестиции, они хорошо подходят для таких видов инвестиций. Пенсионные фонды могут предоставлять заемные средства для завершения инфраструктурных проектов или покупать акции таких проектов для получения денежных потоков.

- **Пенсионные фонды могут выделять небольшую часть своего портфеля на деривативы для хеджирования валютных или других рисков.** Однако использование деривативов в спекулятивных целях строго запрещено инвестиционной философией пенсионного фонда. Таким образом, пенсионный фонд должен иметь определенный уровень риска для определенного класса активов, прежде чем покупать производный инструмент, чтобы снизить риск, связанный с этим риском [3].

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.

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. Однако в последние годы индустрия пенсионных фондов претерпела существенные преобразования, в результате чего ликвидность стала для них 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. 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 [4].

- **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 результате этого сценария с отрицательным денежным потоком в индустрии пенсионных фондов наблюдается широкое 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 политики, демонстрирующие их способность эффективно управлять ликвидностью. Эта стратегия обычно состоит из трех частей.

Точные прогнозы: пенсионные фонды уже давно пытаются оценить свои денежные потоки, но с ограниченной точностью. Причина этого в том, что несколько переменных, таких как уровень безработицы, процентные ставки, ожи-

даемая 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 их 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 [5].

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

В мире пенсионных фондов управление ликвидностью стало модным словом. Это связано с тем, что рецессии, экономические спады и недавний крах рынка, вызванный пандемией Covid-19, сделали пенсионные фонды уязвимыми.

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. По разным оценкам, пенсионным фондам приходится распродавать активы на срок от восьми до девяти месяцев в году, чтобы обеспечить выполнение своих краткосрочных обязательств, таких как 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 их в подходящий момент и могут быть вынуждены согласиться на более низкие цены, предлагаемые рынком. Это приводило к распродажам 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 большой 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, 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, пролонгируя их и покупая новые ценные бумаги, когда позволяет их денежный поток.

Однако акцент на управлении ликвидностью вызвал сдвиг в индустрии пенсионных фондов. Раньше это ассоциировалось с долгосрочными инвестициями с меньшим риском. Теперь он известен тем, что занимается чрезмерной торговлей и делает 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. 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.

В ситуациях, когда компаниям нужны немедленные средства, они часто прибегают к продаже своих наиболее ликвидных активов. Однако это может быть невозможно 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, в заключении можно сказать, что 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.

Перечень использованной литературы

1. Pension funds' assets, OECD, URL: <https://u.to/74LXIA> (дата обращения: 20.08.2024 г.)
2. **Diamond, P. and Gruber, J.**, Demographic Change and Pension Systems, *Journal of Economic Perspectives*, 2007.
3. **David, H., Mark, A. and Steven, R.**, Regulation of Pension Funds' Investment Choices: A Global Perspective, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 2019.
4. **Ang, J. B., Green, S. G. R. and Robson, L. T.**, The Impact of Low Interest Rates on Pension Funds, *Financial Analysts Journal*, 2018.
5. **Wilcox, H. J. and Nevin, M. D.**, The Role of Buffer Funds in Pension Fund Stability, *Journal of Pension Economics and Finance*, 2020.

Сдана/Հանձնվել է՝ 04.09.2024

Рецензирована/Գրախոսվել է՝ 11.09.2024

Принята/Ընդունվել է՝ 18.07.2024