
ФОНДОВАТА СИСТЕМА ЗА ПЕНСИОННО ОСИГУРЯВАНЕ В АРМЕНИЯ: ПРОБЛЕМИ, ПЕРСПЕКТИВИ ЗА РАЗВИТИЕ И РОЛЯ ЗА РЪСТА НА ИКОНОМИКАТА

Мариам Восканян¹

¹РАУ – Ереван, Армения

E-mail: ¹mariam.voskanyan@rau.am; ¹voskanyanm@gmail.com

Резюме: Както на теория, така и на практика системата на пенсионните фондове, решава много важни проблеми, свързани с икономическото развитие. Тя решава най-вече социални въпроси, като в много отношения допринася за изравняване на доходите на населението, за повишаване на стандарта на живот на населението в пенсионна възраст, както и за решаване на много други социални и икономически задачи. Когато обаче става дума за развиващи се пазари, фондовата пенсионна система изисква по-голямо внимание както от страна на надзора, така и от гледна точка на самите механизми и принципи за въвеждане на фондова пенсионна система в страната.

Изследването анализира фондовата система за пенсионно осигуряване на Република Армения по отношение на ефективността на нейните инвестиции и въздействието ѝ върху икономическия растеж на страната.

Ключови думи: Армения, фондова пенсионна система, пенсионни фондове, икономически растеж, развиващи се страни.

Тази статия се **цитира**, както следва: **Восканян, М. (2023).** Фондовата система за пенсионно осигуряване в Армения: проблеми, перспективи за развитие и роля за ръста на икономиката. Народностопански архив, (1), с. 3-26.

URL: nsarhiv.uni-svishtov.bg

DOI: <https://doi.org/10.58861/tae.ea-nsa.2023.1.01.bg>

JEL: H55.

* * *

Преглед на литературата: Роля на пенсионните спестявания за икономическия растеж

Ключовата роля на пенсионните системи трябва да е тяхната социална функция. От една страна, пенсионната система дава възможност за финансово осигуряване на възрастните хора, а от друга страна, в повечето случаи значително намалява нивото на бедност в тази група от населението. В същото време, поради ограничените бюджетни средства на държавата, решаването на този проблем се прехвърля (изцяло или частично) на самите граждани чрез системата на пенсионните фондове. В условията на стабилна макроикономическа среда, развита финансова система и достатъчно високи доходи тези задачи се решават доста успешно. От друга страна е много по-трудно тези цели да се постигнат в условията на развиваща се икономика.

Друг аспект на настоящето изследване е ролята на пенсионните системи в икономиката. Като се вземат предвид спецификите на пенсионните спестявания (в условията на фондова пенсионна система), те са с доста дългосрочен характер, което при определени условия може да доведе до формирането на "дълги пари", което от своя страна очевидно трябва да доведе до стимулиране на икономическия растеж в страната. Публикациите по въпроса за връзката между активите на пенсионните фондове и икономическия растеж са сравнително малко. В същото време изводите на техните автори също не са еднозначни.

Има три вида пенсионни системи: разходопокривни, капиталовопокривни и смесени. Системата, в която разходите на днешните пенсионери се плащат от вноските на днешните служители и работодатели на принципа на поколенческата солидарност, се нарича разпределителна система. Алтернатива на разходопокривния модел е капиталовопокривният (фондов) модел за пенсионно осигуряване. При този модел вноските на осигуряващите се лица се инвестират още докато те са в трудоспособна възраст. Когато работещото лице се пенсионира, пенсията се изплаща от този фонд.

В много страни пенсионните системи са комбинация от капиталовопокривни и разходопокривни системи. Тъй като населението застарява бързо и размерът на вноските не е достатъчно висок, разходопокривните системи са станали финансово неустойчиви и много страни по света преминават от разходопокривни към (частично) капиталовопокривни пенсионни системи. Според Borsch-Supan et al. (2004) друга причина, поради която подобна промяна е от полза, е, че преминаването от разходопокривна към (частично) капиталовопокривна система може да доведе до по-висок икономически растеж при нарастване на съвкупните

спестявания в пенсионни фондове. Това е така, защото фондовете от пенсионни вноски при капиталовопокривните системи се инвестират на капиталовите пазари и следователно са част от спестяванията (Zandberg and Spierdijk, 2010). От друга страна, Blanchard and Fischer (1989) твърдят, че това не е задължително. Например, ако хората вече спестяват много, техните доброволни спестявания просто ще бъдат заменени от задължителни пенсионни спестявания, а общата норма на спестявания може да остане същата, като по този начин няма да се повлияе върху икономическия растеж. От друга страна, финансовите капиталови пазари ще станат по-ефективни. Освен това пенсионното финансиране може също така да стимулира икономическия растеж чрез намаляване на изкривяванията на пазара на труда и подобряване на корпоративното управление (Zandberg and Spierdijk, 2010).

В тази връзка в рамките на настоящото изследване разгледахме две основни позиции на научната общност по този въпрос: (1) пенсионните спестявания стимулират икономическия растеж в дългосрочен план и (2) пенсионните спестявания не влияят по никакъв начин на икономическия растеж на страната. По този начин ще се опитаме да определим ролята на пенсионните спестявания за икономическия растеж.

Повечето учени (Itiparmakov, N., & Nedeljkovic, M. (2018); Apilado, V. (1972); Bijlsma, M., Bonekamp, J., van Ewijk, C., & Haaijen, F. (2018); Holzner, M., Jestl, S., & Pichler, D. (2021); Iparraguirre, J. L. (2020); Sanusi, K. A., & Kapingura, F. M. (2021); Zandberg, E., & Spierdijk, L. (2013), занимаващи се с въпросите за влиянието на активите на пенсионните фондове върху макроикономическите показатели, по един или друг начин доказват положителното въздействие на пенсионните спестявания върху темповете на икономически растеж, което се дължи на повишаване на общото ниво на спестяванията, формирани като пенсионните активи, които са на разположение за инвестиции.

В изследването си Davis и Hu (2004) разглеждат три аспекта на връзката между активите на пенсионните фондове и икономическия растеж: (1) връзката между финансирането и спестяванията, (2) положителното въздействие на финансирането върху икономическия растеж чрез положителни външни ефекти и (3) прякото въздействие. В същото време по-голямата част от изследванията преди всичко доказват първите две тези и всъщност водят до извода, че пенсионните спестявания водят до увеличаване на общия обем на спестяванията, което при условията на развита финансова система в дългосрочен план води до стимулиране на темповете на икономически растеж. Авторите, в продължение на това изследване, публикуват друг труд (Davis, E. P. and Hu, Y.-W. (2008)), в който също потвърждават горните тези.

Holzmann (1997a,b) потвърждава в голяма степен резултатите на Davis и Nu и заключава, че пенсионната реформа е имала положителен ефект върху общата производителност на труда в Чили. Bayar (2017) посочва двупосочна причинно-следствена връзка между активите на пенсионните фондове и икономическия растеж.

Трябва да се отбележи, че има малко проучвания, които доказват прякото въздействие на пенсионните спестявания върху темповете на икономически растеж. В същото време в повечето от публикациите това въздействие се разглежда чрез развитието на финансовата система, което неизбежно косвено води до разширяване на съвкупното търсене и стимулиране на темповете на икономически растеж.

Използвайки примера на Южна Африка, в проучването си Sanusi, K. A., и Karingura (2021) стигат до заключението, че въздействието на пенсионните фондове върху икономическия растеж и инвестициите е незначително. В тази връзка авторите подчертават необходимостта от развитие на съответни институции за финансово посредничество, които не само да пренасочват пенсионните спестявания към инвестиции, които осигуряват икономически растеж, но и да гарантират сигурността на активите на пенсионните фондове в дългосрочен план.

Според Walker & Fernando Lefort, 2002, има няколко условия, при които ръстът на пенсионните спестявания във фондовете ще доведе до развитието на финансовия сектор. Първо, необходимо е да има финансови инструменти, в които пенсионните фондове да могат да инвестират тези спестявания. В същото време е важно тези инструменти да са надеждни и безрискови. Второ, наличието на пенсионни спестявания, инвестирани в различни финансови активи, ще подобри качеството на човешкия капитал в тази област, тъй като ще са необходими повече усилия, за да се гарантира надеждността на инвестициите и да се управляват големи обеми финансови активи в дългосрочен план, което означава повече знания и умения. Третият аргумент на автора е тезата, че ръстът на пенсионните спестявания по правило води до ръст на финансовите иновации. Всичко това заедно определя икономическия растеж, тъй като по един или друг начин го стимулира чрез различни канали на влияние. Така авторите стигат до извода, че увеличаването на активите на пенсионните фондове има положителен ефект върху прозрачността и почтеността и подобрява разпределението на средствата във финансовата система, което само по себе си може да доведе до трайни положителни промени в икономическия растеж и благосъстоянието на населението.

Hoffmann et al. (2020) подчертават, че активите на пенсионните фондове са важни за екологични, социални и държавни инвестиции, защото съчетават финансова рентабилност с обществена полза, без при това

да се прави компромис с финансовите приходи. Други автори, Demirgüç-Kunt and Levine (1996) и Levine and Zervos (1998) също са съгласни, че развитието на финансовата система стимулира икономическия растеж и именно развитието на фондовия пазар има най-голямо положително въздействие. В същото време пенсионните спестявания, инвестирани в различни финансови инструменти на националния фондов пазар в дългосрочен план водят до икономически растеж. Много други проучвания показват, че инвестирането на пенсионни спестявания в акции допринася за развитието на фондовия пазар (Alda, 2017; Alda & Sanjuan, 2017), а развитието на фондовия пазар, от своя страна, влияе върху инвестициите на пенсионните фондове в собствен капитал (Babalos & tavroyiannis, 2019).

Achkasova and Urum (2019) и Oliynyk et al. (2017) също заключават, че пенсионните спестявания увеличават инвестициите в страната, което в крайна сметка води до стимулиране на икономическия растеж и следователно в дългосрочен план повишаване на нивото и качеството на живот в страната. Tropina et al. (2021) доказват в работата си, че частните пенсионни фондове са източник на значителни инвестиции в икономиката. Sun and Hu (2014) отбелязват, че капиталовопокривната пенсионна система допринася за развитието на финансовата система и икономическия растеж на страната. Въз основа на емпиричен анализ на опита на 55 страни, авторите заключават, че 1% увеличение на активите в пенсионните фондове може да доведе до увеличаване на пазарната стойност на капитала с 0,15 до 0,23%.

Thomas & Spataro, 2016 г. доказват, че ефективно развитие на институциите за финансово посредничество, движени от инвестиции от пенсионни фондове, е възможно и при слабо развита банкова система. Изследвайки развиващите се страни, Niggemann and Rocholl (2010) твърдят, че въвеждането на капиталовопокривна пенсионна система води до ръст на пазара на акции и корпоративни облигации. Stewart et al. (2017) не отричат положителното въздействие на пенсионните активи върху капиталовия пазар, но отбелязват ограниченията на неговата ефективност поради тенденцията да се инвестира в краткосрочни активи (банкови депозити и краткосрочни държавни облигации), което от своя страна води до намаляване на възвръщаемостта на активите.

Освен големия брой изследвания, аргументиращи положителното въздействие на пенсионните спестявания върху темповете на икономически растеж, както пряко, така и чрез развит финансов пазар, в научната литература могат да се срещнат и публикации на автори, които твърдят, че такава връзка може и да не съществува.

Една от последните публикации на Zandberg и Spierdijk (2010), базирана на извадка от развити и развиващи се страни, поставя под съмнение връзката между пенсионните спестявания и темповете на икономически растеж. В друга разработка по темата (Apilado, V. (1972)) се твърди, че положителното въздействие на пенсионните спестявания върху растежа на инвестициите се ограничава до намаляване на спестяванията под други форми и по-специално под формата на банкови депозити на домакинствата.

В същото време Алтипармаков и Неделкович (2018) анализират прехода към частни пенсионни фондове в Латинска Америка и Източна Европа и откриват, че въздействието на пенсионните спестявания върху общите спестявания е слабо. Holzner, M., Jestl, S., & Pichler, D. (2021) твърдят, че повишената роля на частните пенсионни фондове може да увеличи рисковете за финансовата стабилност. За значително въздействие на пенсионните активи върху растежа на секторите на икономиката се твърди в разработката на Bijlsma et al. (2018). Въпреки това, предвид високия дял на инвестициите на пенсионните фондове в чужбина, това положително въздействие всъщност се наблюдава в страните, които привличат тези инвестиции. В този смисъл не може да се твърди категорично, че пенсионните спестявания имат положителното въздействие върху темповете на икономически растеж в националните икономики. Daradkah and Al-Hamdoun (2020), проучват връзката между пенсионните фондове и развитието на капиталовия пазар в Йордания през периода 1980–2017 г. и не откриват статистически значима връзка между пенсионните фондове и развитието на капиталовия пазар в краткосрочен план, но се доказва статистически значимо дългосрочно взаимоотношение между пенсионните фондове и развитието на капиталовия пазар (както по отношение на дълбочината на пазара, така и по отношение на ликвидността му).

В обобщение, можем да заключим, че пенсионните спестявания могат да повлияят положително на темпа на икономически растеж, при условие че институциите за финансово посредничество в страната и нейният капиталов пазар са достатъчно развити. В същото време дори наличието на добре развит капиталов пазар не гарантира положително въздействие на пенсионните спестявания върху темповете на икономически растеж, тъй като той всъщност преразпределя финансовите ресурси на домакинствата от един вид инвестиции към друг. Освен това, както показва международният опит, повечето от инвестициите на пенсионните фондове по правило се инвестират в чуждестранни активи. В условията на развиващите се пазари това обстоятелство има само отрицателно въздействие върху темпа на икономически растеж в страната, тъй като

всъщност пенсионните фондове неволно допринасят за изтичането на капитали от нея.

И накрая, що се отнася до дългосрочни инвестиции, опитът на повечето страни отново доказва, че пенсионните фондове по правило инвестират в средносрочен план, като постоянно пренасочват и преразпределят активите си в най-безрисковите и в същото време печеливши инвестиции. Това до известна степен обезсилва твърдението за положително въздействие на пенсионните спестявания в дългосрочен план.

Пенсионноосигурителната система в Армения: основни принципи и общи характеристики

Приетият през 2010 г. Закон за реформа на пенсионноосигурителната система в Армения, предполага преход от система, финансирана и управлявана изключително от държавата (едностепенна, разходопокривна (PAYG))¹ към многостепенна система, която ще финансира пенсионните плащания както от държавния бюджет, така и от частни източници. Реформата на арменската пенсионна система започна на практика през м. юли 2014 г. и поетапно претърпя редица промени, докато не възприеме окончателната си форма през 2021 г.

Многостълбовата пенсионноосигурителна система в Армения е по модела на Световната Банка (Holzmann, R., and Hinz, R. (2005)) и е изградена от следните стълбове:

➤ Нулев стълб, предвиждащ изплащане на пенсии за старост, за инвалидност и наследствени пенсии на тези, които не са осигурени. Пенсиите се финансират от държавния бюджет и са равни на законоустановен минимум.

➤ Първи стълб, предвиждащ изплащане на пенсии за старост, инвалидност и наследствени пенсии на лицата, които са били осигурени и са били над 40 години през 2014 г., като по този начин замества загубените им доходи. Пенсиите се финансират от държавния бюджет и размерът им зависи от осигурителния доход.

➤ Вторият стълб (допълнително задължително индивидуално пенсионно осигуряване) предвижда изплащане на пенсия на лицата, които са били под 40 години през 2014 г. и на тези, които правят вноски в задължителни си индивидуални сметки. Изплащаните пенсии се финансират от тези вноски и от правителството в съотношение вноската 3,5% от физическите лица и 6,5% от правителството, като размерът им зависи от

¹ Народно събрание на Република Армения. (2002). Закон за държавните пенсии на Република Армения. <https://www.arlis.am/DocumentView.aspx?DocID=61580>

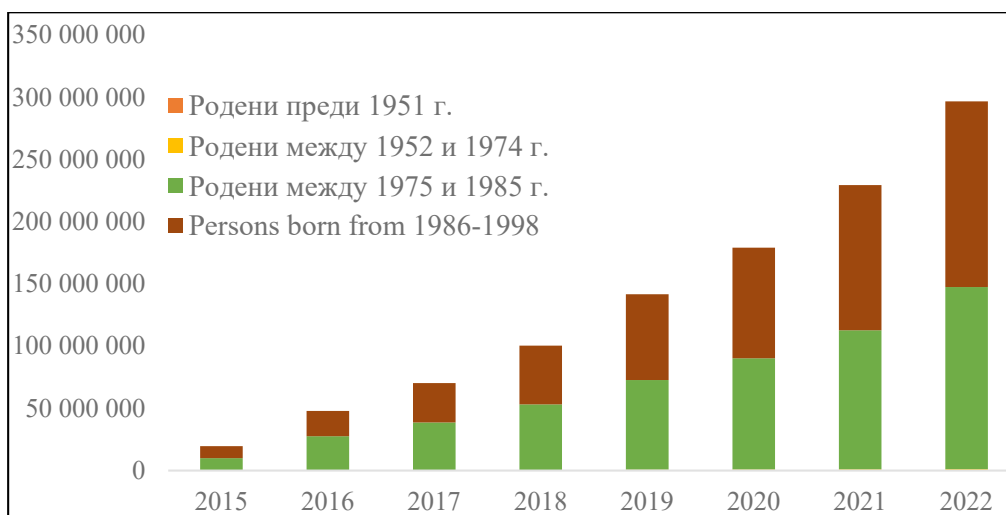
обема на средствата, натрупани във сметката при пенсиониране и от възвръщаемостта на инвестициите (без таксите за управление).

➤ Третият стълб е допълнително доброволно пенсионно осигуряване в общите пенсионни фондове.

➤ Четвъртият стълб е допълнително задължително пенсионно осигуряване в общите пенсионни фондове.

Трябва също така да се отбележи, че последните два стълба са всъщност допълнения към втория стълб. В момента осигуряването в пенсионни фондове е задължително за лицата, родени след 1 януари 1974 година, без значение дали са наети лица, държавни служители или частни предприемачи. Днес в пенсионни фондове се осигуряват участват общо 736 823 души, като броят на мъжете и жените е приблизително равен.

Както можем да видим на Фигура 1, броят на дяловете на различните възрастови групи в капиталовопокривната пенсионна система се е увеличил значително от нейното въвеждане. Основните участници в пенсионната система, преди всичко от финансова гледна точка, са хората, родени след 1975 г., т.е. най-трудоспособното население на страната. В същото време трябва да се отбележи, че именно тази част от населението формира основния дял в общите потребителските разходи в страната. По този начин можем да заключим, че обемът на плащанията към кумулативния пенсионен фонд се отразява пряко в намаляване на потребителските разходи.



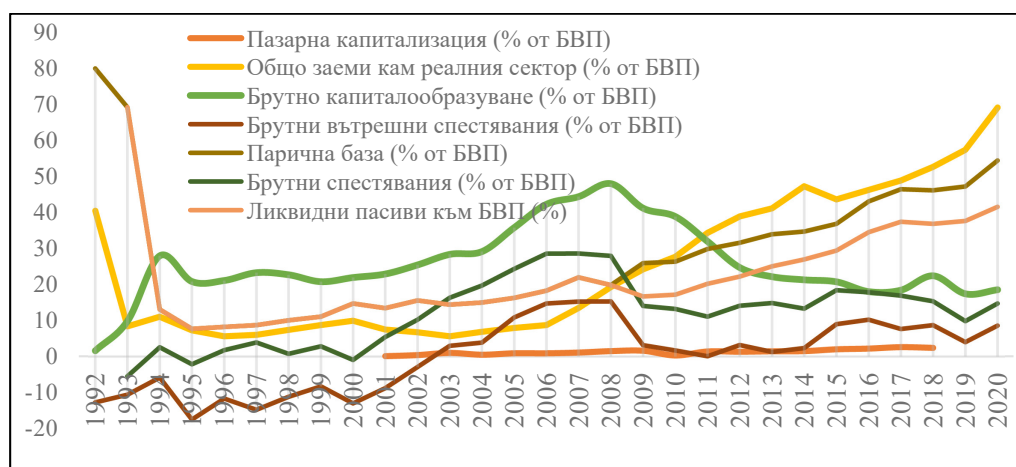
Източник: Статистика на Централната Банка на Република Армения - www.cba.am
Фигура 1. Брой лица, осигурени в пенсионни фондове, по възраст

Наред с това най-голям интерес представляват самите инвестиции от пенсионните фондове и ролята им в икономическия растеж на страната

в дългосрочен план. Днес в Армения оперират два ключови пенсионни фонда, на които е прехвърлено доверителното управление на натрупаните средства: C-Quadrat Ampega Asset Management и Amundi-ACBA Asset Management.

Законът ограничава инвестиционната дейност на пенсионните фондове, което дава възможност до известна степен спестяванията да се гарантират. По конкретно, активите на пенсионните фондове не могат да бъдат инвестирани в:

- ценни книжа, емитирани от предприятието, управляващо пенсионния фонд, както и от свързани с него предприятия;
- ценни книжа, емитирани от управителя или одитора на пенсионния фонд;
- ценни книжа, емитирани от лица, оказващи консултантски услуги на ръководството на пенсионния фонд;
- деривати на финансови инструменти, с изключение на хеджирани инвестиции;
- активи, освобождаването от които е забранено или ограничено;
- недвижима собственост и някои други материални активи (произведения на изкуството, юбилейни монети, икони, антики, луксозни автомобили и др.).



Източник: Статистика на Централната Банка на Република Армения - www.cba.am

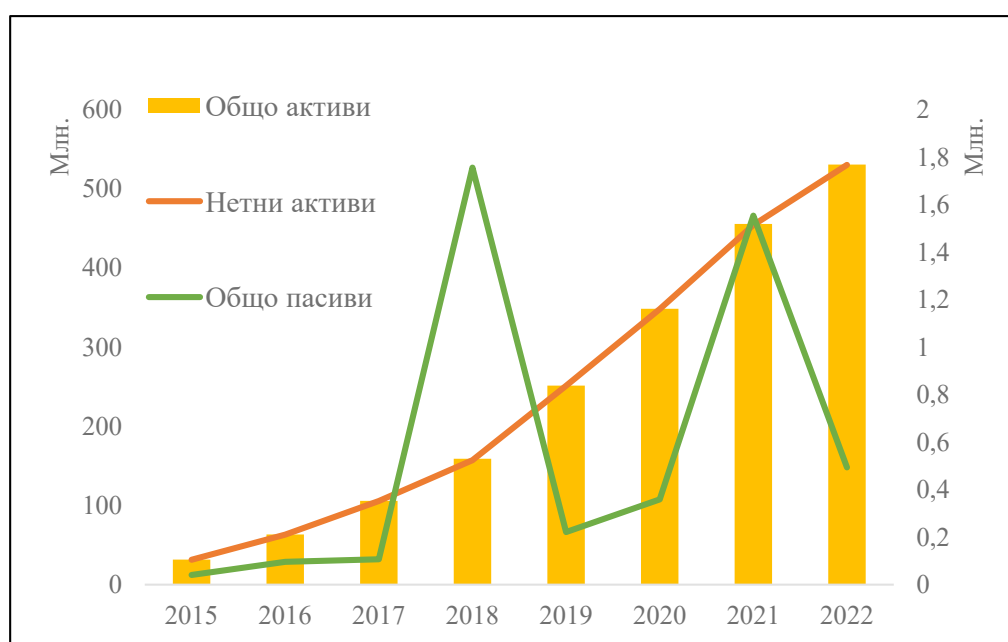
Фигура 2. Индикатори за развитието на финансовия сектор в Армения

Съгласно Закона за универсалната пенсионноосигурителна система на Република Армения, 60% от пенсионните спестявания трябва да бъдат инвестирани в национални активи, а 40% може да се инвестират в

чуждестранни финансови активи. В същото време половината от инвестициите в национални финансови активи се насочват към държавни облигации и по този начин допринасят за увеличаването на вътрешния дълг на страната. Другата половина от националните финансови активи могат да бъдат инвестирани в акции, облигации или банкови депозити.

Като се имат предвид ключовите показатели, характеризиращи финансовата система на Армения, може да се отбележи преди всичко, че в страната има напълно неразвит капиталов пазар. Забележимо увеличение на общите кредити за реалния сектор до голяма степен се осигурява от банковия сектор. В същото време брутните спестявания като процент и в абсолютни стойности показват низходяща тенденция, която значително ограничава възможностите на пенсионните фондове за дългосрочни инвестиции в страната.

Активите и пасивите на арменските пенсионни фондове са показани на Фигура 3. Както можем да се види, през периода на съществуване на фондовете, общите активи, както и стойността на нетните активи, показват забележимо увеличение. В същото време динамиката на общите задължения е по-скоро нестабилна и демонстрира висока степен на волатилност.



Източник: Статистика на Централната Банка на Република Армения - www.cba.am

Фигура 3. Общи активи и пасиви на общите фондове за задължително пенсионно осигуряване

В същото време спестяванията на участниците в третия и четвъртия стълб на пенсионноосигурителната система могат да бъдат инвестирани в три вида фондове:

✓ *Фонд с фиксирана доходност.*

Поема относително нисък риск и гарантира стабилен нисък доход. 100% от активите на фонда се инвестират изцяло в стабилни финансови инструменти с ниско ниво на риск (напр. депозити, облигации и др.).

✓ *Консервативен фонд*

Поема среден риск и може да осигури относително висока възвръщаемост. Освен във финансови инструменти, които осигуряват стабилен доход, част от активите на фонда (до 25%) се инвестират в относително рискови финансови инструменти (като акции).

✓ *Балансиран фонд*

Поема относително високи рискове и може да осигури по-висока възвръщаемост. Освен във финансови инструменти, които осигуряват стабилен доход, част от активите на фонда (до 50%) се инвестират във високорискови финансови инструменти.



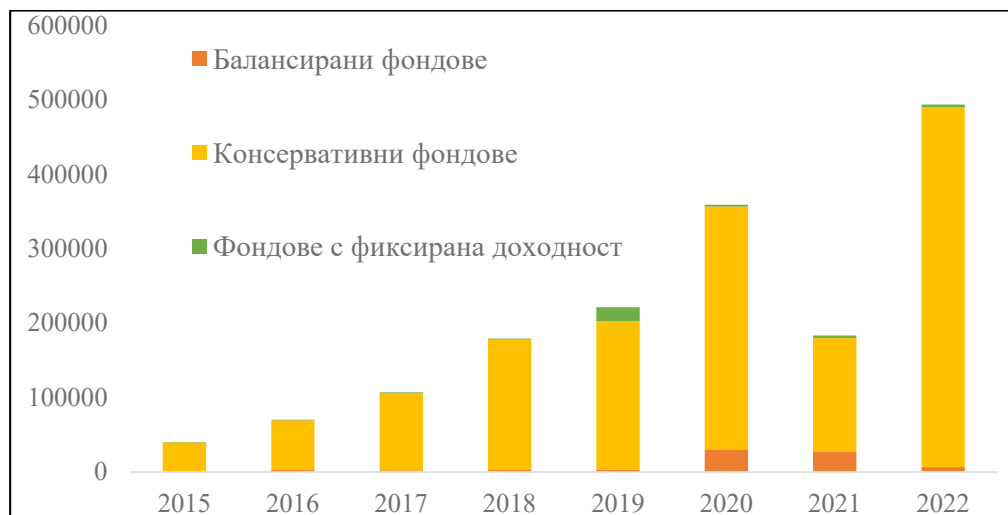
Източник: Статистика на Централната Банка на Република Армения - www.cba.am

Фигура 4. Общо активи на фондовете за задължително пенсионно осигуряване

Динамиката на общите активи на фондовете за задължително пенсионно осигуряване е показана на Фигура 4. Както можете да се види от графиката, 99% от активите са инвестирани в консервативни фондове.

Динамиката на пасивите на пенсионните фондове е доста волатилна (вж. Фигура 5). Тук можем да отбележим и доминиращата роля на пасивите на консервативните фондове. В същото време през 2019 г. има

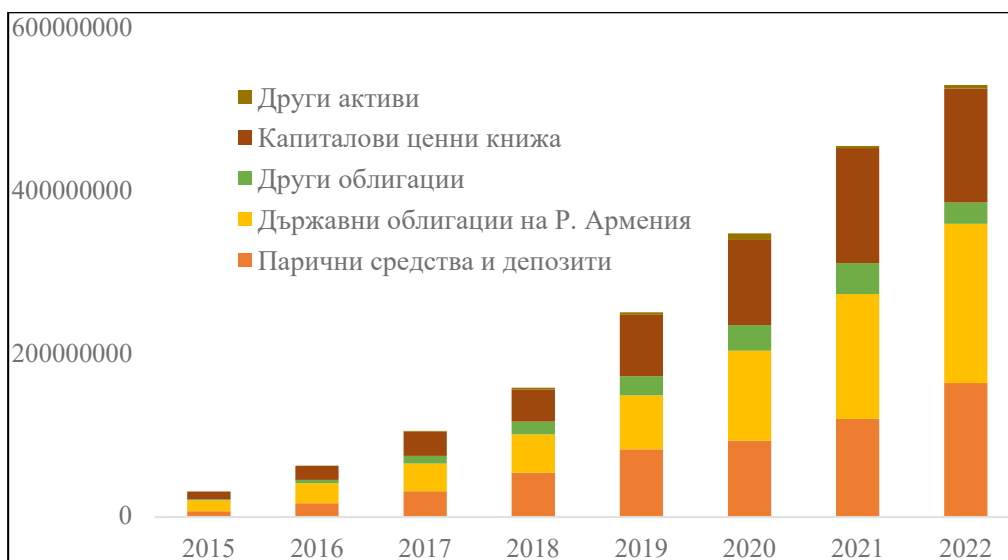
известно увеличение и на пасивите на фондовете с фиксирана доходност, а през 2020 и 2021 г. се отбелязва ръст на пасивите на балансираните фондове.



Източник: Статистика на Централната Банка на Република Армения - www.cba.am

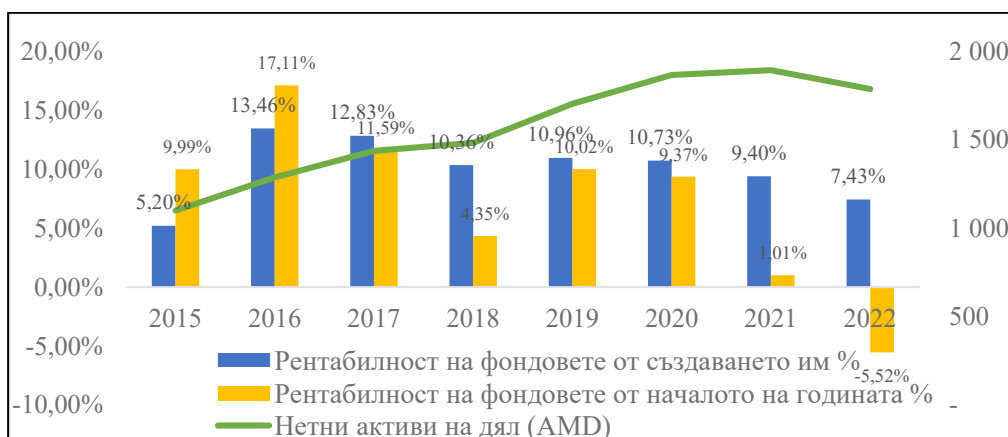
Фигура 5. Общо пасиви на фондовете за задължително пенсионно осигуряване

Най-интересна за нас е динамиката на инвестициите на пенсионните фондове на Армения в различни видове финансови активи, чиято структура и динамика са показани на Фигура 6. На първо място заслужава да се отбележи безпрецедентният ръст на инвестициите в държавни облигации, което до голяма степен обяснява същия по обем ръст на вътрешния публичен дълг, описан по-горе. Към края на 2022 г. една трета от активите на арменските пенсионни фондове са инвестиции в държавни облигации. Второ място по дял на активите заемат инвестициите в парични средства и депозити, с други думи - в банковата система. Тук можем да наблюдаваме и доста високи темпове на растеж, което от своя страна до голяма степен обяснява забележимия ръст на депозитите в банковата система през последните години. И накрая, третата по големина позиция в активите на пенсионните фондове са инвестициите в капиталови ценни книжа. Въпреки това, както е известно, пазарът на акции в Армения практически не е развит, което ни позволява да заключим, че тези инвестиции са в ценни книжа на капиталови пазари в чужбина.



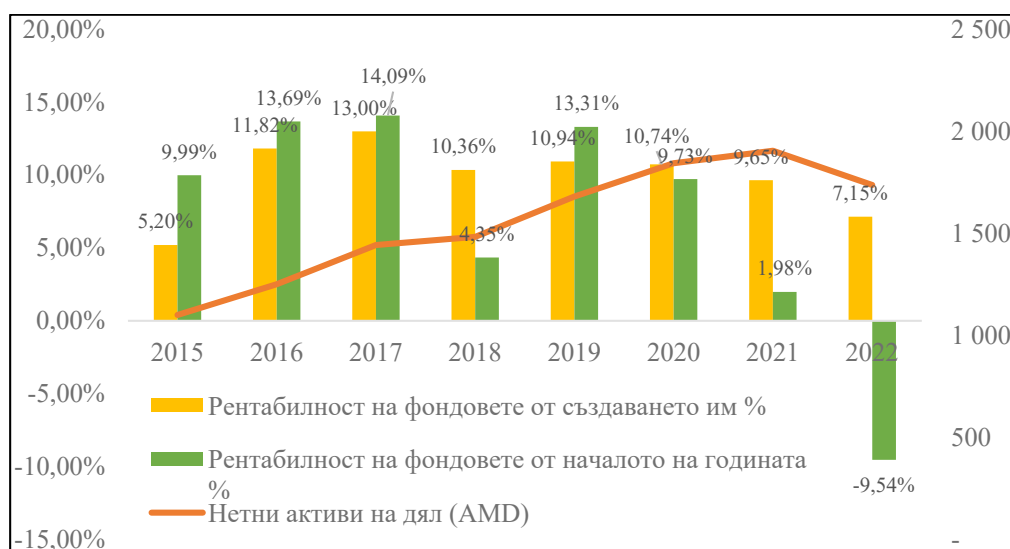
Източник: Статистика на Централната Банка на Република Армения - www.cba.am
Фигура 6. Съвкупни инвестиции на фондовете за задължително пенсионно осигуряване

В тази връзка не по-малко интересна е възвръщаемостта на инвестициите на пенсионните фондове. Тъй като базата данни на Централната банка на Република Армения предоставя информация за рентабилността само въз основа на вида инвестиция, нашият анализ също ще бъде извършен въз основа на тази класификация. Общата тенденция за рентабилността на всички видове фондове е низходяща.



Източник: Статистика на Централната Банка на Република Армения - www.cba.am
Фигура 7. Рентабилност на фондовете с фиксирана доходност

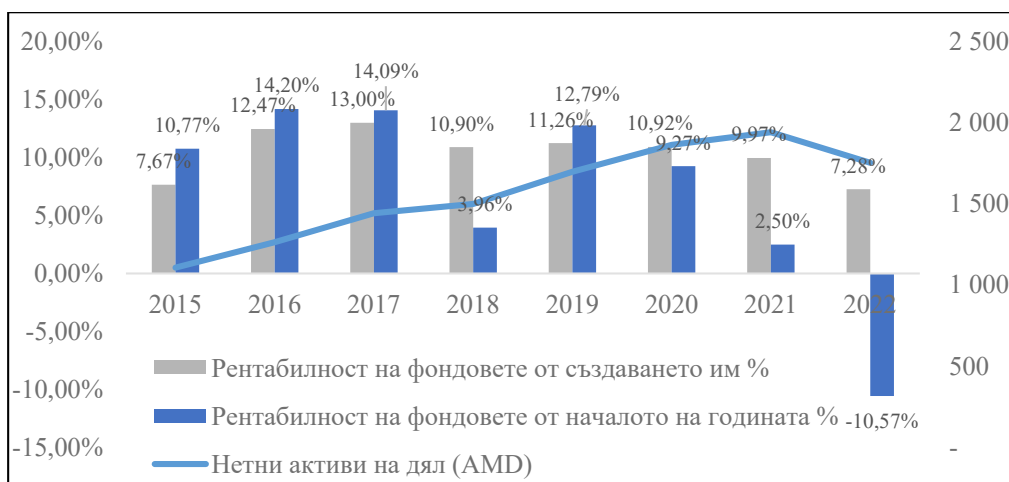
При създаването си фондовете с фиксирана доходност отчитаха средно около 10% възвръщаемост, а възвръщаемостта им от началото на годината до настоящия момент (YTD) е средно 7,24% през последните осем години (вж. графиката). Най-висока норма на възвръщаемост се наблюдава през 2016 г. През последните две години рентабилността е намаляла значително. През 2022 г. възвръщаемостта на фондовете с фиксирана доходност е отрицателна (-5,52%).



Източник: Статистика на Централната Банка на Република Армения - www.cba.am

Фигура 8. Възвръщаемост на инвестициите на консервативните фондове

Доходността на консервативните фондове изглежда най-важна, тъй като, както бе споменато по-горе, в тях са съсредоточени 99% от инвестициите. Възвръщаемостта на консервативните фондове е по-ниска от тази на фондовете с фиксирана доходност. В същото време всяка година се наблюдава спад в рентабилността им. През 2022 г. доходността на консервативните фондове от началото на годината беше -9,54%.



Източник: Статистика на Централната Банка на Република Армения - www.cba.am

Фигура 9. Възвръщаемост на инвестициите на балансираните фондове

И накрая, резултатите на балансираните фондове не се различава от динамиката на другите видове фондове и също показва спад. През 2022 г. възвръщаемостта на балансираните фондове е -10,57%.

Можем да обобщим всичко казано дотук с ключовата теза, че днес пенсионните фондове на Армения са в доста рисков етап на развитие по отношение на рентабилността, както и безопасността на спестяванията на участниците в пенсионната система в средносрочен план.

От друга страна, поради ниската степен на развитие на арменската финансова система, ефективността на инвестирането на пенсионни спестявания по отношение на стимулирането на икономическия растеж в дългосрочен план е съмнителна. Повечето от активите на пенсионните фондове се инвестират или в държавни облигации, или се инвестират в ценни книжа на чуждестранни капиталови пазари.

Роля на пенсионните спестяване за икономическия растеж на Армения

И накрая, на последния етап от тази част от изследването трябва да се обърнем към въпроса за ролята на инвестициите в пенсионно-спестовната система в Армения за осигуряване или стимулиране на темповете на икономически растеж. Въпреки това, поради твърде кратките времеви редове, е доста трудно да се направят изводи в това отношение и изглежда неуместно да се правят прогнози въз основа на седемгодишен опит.

В тази връзка изглежда възможно да разгледаме ролята на пенсионните инвестиции във финансовата система на Армения за осигуряване на икономически растеж в дългосрочен план. Тъй като структурата на инвестициите на пенсионните фондове в национални активи е представена най-вече от инвестиции в парични средства и депозити, както и в държавни облигации, изглежда уместно да се сравни динамиката на растежа на депозитите на банковата система на Република Армения и вътрешния публичен дълг, за да се оцени делът на пенсионните инвестиции в динамиката на тези два показателя.



Източник: Статистика на Централната Банка на Република Армения - www.cba.am

Фигура 10. Депозити в банковата система на Р. Армения и активи на пенсионните фондове инвестирани в парични средства и депозити

Фигура 10 илюстрира депозитите в банковата система на Армения и активите на пенсионните фондове, инвестирани в депозити и парични средства. Както е видно, през последните 7 години се наблюдава забележимо увеличение както на депозитите в банковата система на Армения, така и на активите, инвестирани в банковата система от пенсионните фондове. В тази връзка може да се твърди, че инвестициите от пенсионните фондове играят важна роля за растежа на депозитите в банковата система на Армения. Въпреки това, познавайки структурата на кредитирането на банковата система, може да се твърди, че инвестициите в икономиката са краткосрочни или средносрочни и следователно не е задължително да се наблюдава положително въздействие в дългосрочен план.



Източник: Статистика на Централната Банка на Република Армения - www.cba.am; Статистика на Министерството на финансите на Република Армения – www.minfin.am

Фигура 11. Вътрешен държавен дълг на Р. Армения и инвестиции на пенсионните фондове в ДЦК

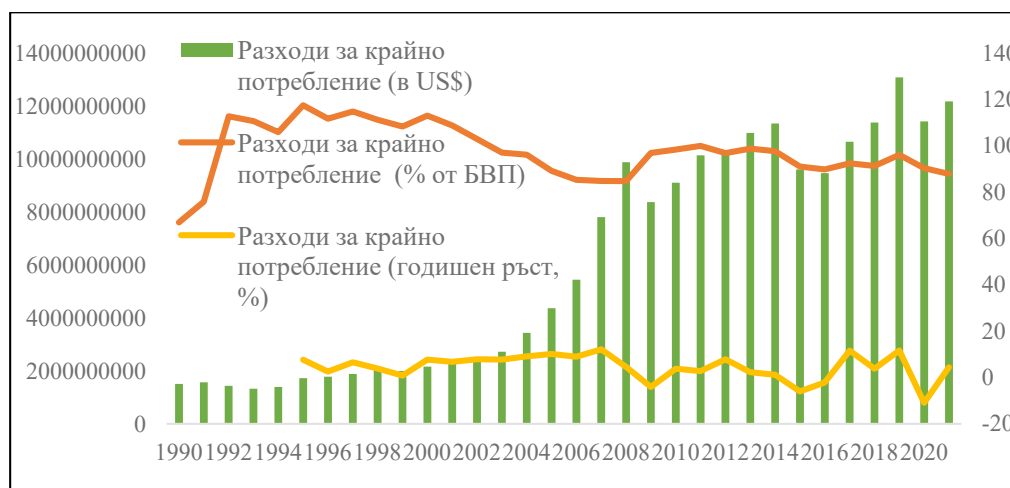
Що се отнася до инвестициите на пенсионните фондове в държавни облигации, (вж. Фигура 11), през последните 5-7 години се наблюдава забележимо увеличение както на споменатите инвестиции, така и на вътрешния държавен дълг на Армения. В този смисъл може да се отбележи също, че пенсионните фондове до известна степен допринасят за натрупването на вътрешния дълг на страната. В същото време, от гледна точка на ролята на пенсионните фондове в икономическия растеж на страната, ръстът на вътрешния публичен дълг не може да има положителна роля.

Тъй като влиянието на пенсионните спестявания на Армения чрез финансовата система в момента не може да окаже положително въздействие върху темповете на икономически растеж поради недостатъчното развитие на финансовите посреднически институции, следва да се оцени евентуалното отрицателно въздействие върху икономиката.

Принципът на положителното въздействие на пенсионните спестявания е ефективното преразпределение на финансовите ресурси от потребление към дългосрочни инвестиции. Това обаче е възможно само ако има добре развита финансова система. При липса на това условие капиталовопокривната пенсионна система до известна степен намалява потреблението на населението, което пряко влияе върху темпа на икономически растеж.

Както можем да видим на Фигура 12, от 2009 г. насам потребителските разходи в Армения не показват значителен ръст, а напротив, до 2018 г. потреблението остава на същото ниво. Безспорно причината за това състояние на нещата е стагнацията в икономиката, негативните последици от световната финансова криза и локалната криза от 2014-2015

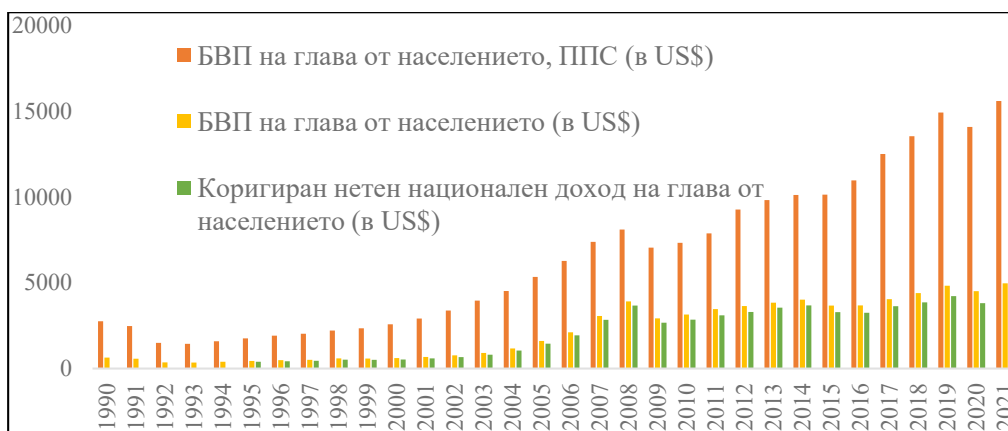
година в Русия, както и много други икономически и институционални причини. Не може обаче да се отрече ролята на въвеждането на капиталовопокривна пенсионна система за намаляване на доходите на населението, а оттам и на потребителските разходи.



Източник: Статистика на Световната Банка - <https://databank.worldbank.org/>

Фигура 12. Разходи за потребление в Армения

Фигура 13 илюстрира нивото на доход на глава от населението в Армения, както и коригирания нетен национален доход на глава от населението. Както виждаме, и трите показателя за доход на глава от населението, представени в графиката, показват очевидно забавяне на ръста на доходите на домакинствата в периода 2008-2018 г., което безспорно се отрази на нивото на благосъстояние и потребление от населението. При такива условия въвеждането на задължителна капиталовопокривна пенсионна система с вноски в размер на 5% от номиналния доход, разбира се, се отрази негативно на нивото на реалните доходи, което от своя страна се отрази негативно на темповете на икономически растеж посредством разходите за потребление.



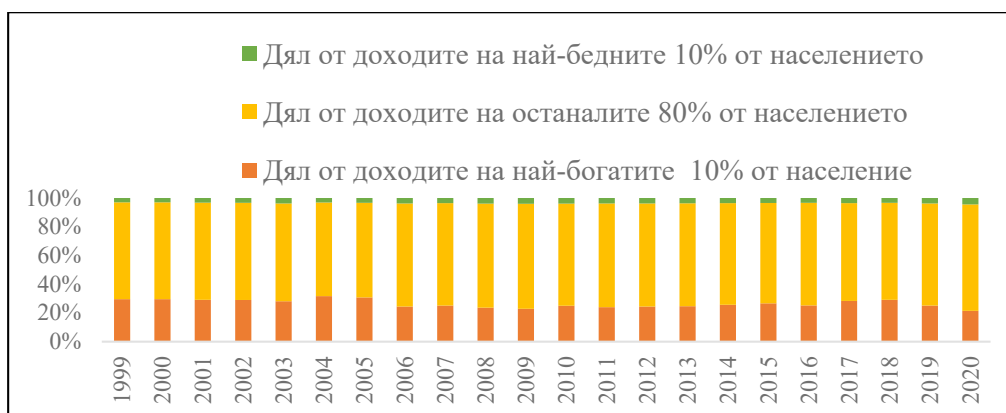
Източник: Статистика на Световната Банка - <https://databank.worldbank.org/>
Фигура 13. БВП на глава от населението, в щатски долари

И накрая е важно да се отбележи доста високото ниво на неравенство в доходите в Армения, което, разбира се, не е пряко свързано с капиталовопокривната пенсионна система, но косвено е пречка за ефективното и положително въздействие на пенсионните спестявания върху темповете на икономически растеж.



Източник: Статистика на Световната Банка - <https://databank.worldbank.org/>
Фигура 14 (а). Неравномерно разпределение на доходите на населението в Армения

На фигури 14 (а) и (б) е показано разпределението на доходите между 20% и 10% от най-бедното и най-богатото население. Както виждаме, въпреки известна положителна динамика, дялът на доходите на най-бедните сегменти от населението остава много малък (3-4%), докато дялът на най-богатите средно се колебае около 20-25%.



Източник: Статистика на Световната Банка - <https://databank.worldbank.org/>
Фигура 14 (б). Неравномерно разпределение на доходите на населението в Армения

В същото време участието в задължителната капиталовопокривна пенсионна система остава задължително за всички видове доходи, което от гледна точка на реалните доходи се отразява преди всичко негативно на населението с ниско ниво на доходи. Това от своя страна се отразява както на намаляването на потреблението, така и на задълбочаването на равнището на бедност, което, както знаем, е фактор, който съществено задържа икономическия растеж.

Заклучение

В обобщение може да се отбележи, че в условия на ниска степен на развитие на финансовата система и ниско ниво на благосъстояние на населението, придружено от неравномерно разпределение на доходите, въвеждането на задължителна капиталовопокривна пенсионна система не може да повлияе положително на темповете на икономически растеж на Армения в обозримо бъдеще.

Основният проблем в тази ситуация е фактът, че всъщност пенсионните спестявания не са дългосрочни. Основната причина за това е опитът на пенсионните фондове да минимизират рисковете, като инвестират спестяванията в средносрочни активи и постоянно ги преразпределят в продължение на 3-5 години. Така първоначално дългосрочните пари стават средносрочни за икономиката.

Как би могло да бъде разрешен този проблем?

Според нас решението на проблема със създаването на "дълги пари" чрез пенсионни спестявания в Армения и съответно последващото положително въздействие върху темповете на икономически растеж и

подобряването на нивото на благосъстояние в страната трябва да има сложен характер. Предложените елементи за укрепване на позицията на пенсионните спестявания в арменската икономика включват следните стъпки:

✓ Към настоящия момент пенсионните фондове са институции за финансово посредничество в общата система за регулиране на финансовата система на Армения. В същото време създаването на пенсионни фондове въз основа на саморегулиране би засилило положителното въздействие на пенсионните спестявания върху темповете на икономически растеж.

✓ Необходими са законодателни промени за въвеждане на корпоративни пенсионни фондове, както и за създаването на единен държавен пенсионен фонд. Функционално и двете категории биха обслужвали нуждите на населението по отношение на натрупването на пенсионни спестявания. Корпоративните фондове биха позволили на населението, заето в частния сектор на икономиката, да формира пенсионни спестявания, а държавният фонд би натрупал спестяванията на държавните служители.

✓ Необходимо е да се създаде национален инвестиционен фонд, чиято цел би била да се инвестира в различни национални проекти (проекти от национално значение за държавата и икономиката като цяло). Създаването на такъв фонд ще даде възможност да се прехвърлят пенсионните спестявания в дългосрочни инвестиции и, което е по-важно, да се оставят пенсионните спестявания в страната, като по този начин се допринесе за устойчив икономически растеж.

✓ Необходимо е да се създаде национален ипотечен фонд, който да издава ипотечни ценни книжа, които биха се превърнали в надежден актив за инвестиции от корпоративни и държавни пенсионни фондове.

✓ Необходимо е тежестта на пенсионните плащания да се прехвърли от държавния бюджет към работодателя. По този начин съфинансирането на пенсионните спестявания трябва да бъде разделено между служителя и корпорацията, което ще освободи бюджетни средства и ще намали тежестта върху разходите в държавния бюджет.

✓ Като отговорност на държавата остава да се осигури стабилно ниво на цените, както и необходимата индексация на загубите от инвестиции на пенсионните фондове в съответствие с инфлацията. В същото време държавата е гарант за всички инвестиции в пенсионни спестявания.

✓ Задължителното участие в задължителната капиталовопокривна пенсионна система трябва да бъде намалено на 15 години, което ще е в съответствие със средните нива в световната практика.

ИЗПОЛЗВАНИ ИЗТОЧНИЦИ

- Achkasova, S., & Urum, A. (2019). Investing assets of nonstate pension funds in bonds. *Development Management*, 17(1), 1-14. [https://doi.org/10.21511/dm.5\(1\).2019.01](https://doi.org/10.21511/dm.5(1).2019.01)
- Alda, G. M., & Sanjuan, M. I. (2017). The importance of domestic equity pension funds on stock market. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 46(2), 227-248. <https://doi.org/10.1080/02102412.2016.1265709>
- Alda, M. (2017). The relationship between pension funds and the stock market: Does the aging population of Europe affect it? *International Review of Financial Analysis*, 49, 83-97. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.12.008>
- Altiparmakov, N., & Nedeljkovic, M. (2018). Does pension privatization increase economic growth? Evidence from Latin America and Eastern Europe. *Journal of Pension Economics and Finance*, 17, 46-84. <https://doi.org/10.1017/S1474747216000160>
- Apilado, V. (1972). Pension Funds, Personal Savings, and Economic Growth. *The Journal of Risk and Insurance*, 39(3), 397-404. <https://doi.org/10.2307/251830>
- Babalos, V., & Stavroyiannis, S. (2020). Pension funds and stock market development in OECD countries: Novel evidence from a panel VAR. *Finance Research Letters*, 34, 101247. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.07.020>
- Bayar, Y. (2017). Pension Funds, Financial Development and Economic Growth in Emerging Market Economies: A Panel Causality Analysis. *Journal of BRSA Banking and Financial Markets, Banking Regulation and Supervision Agency*, 11(1), 51-64.
- Bijlsma, M., Bonekamp, J., van Ewijk, C., & Haaijen, F. (2018). Funded Pensions and Economic Growth. *De Economist*, 166, 337-362. <https://doi.org/10.1007/s10645-018-9325-z>
- Blanchard, O. J. and Fischer, S. (1989). *Lectures on macroeconomics*. MIT Press.
- Borsch-Supan, A., Koke, J., and Winter, J. (2004). Pension reform, savings behavior and capital market performance. MEA discussion paper series 04053, Munich Center for the Economics of Aging (MEA) at the Max Planck Institute for Social Law and Social Policy.
- Daradkah, D., & Al-Hamdoun, N. (2021). Pension funds, capital market development, and macroeconomic variables: Evidence from Jordan. *Journal of Public Affairs*, 21(2). <https://doi.org/10.1002/pa.2215>
- Davis, E. P. and Hu, Y. (2004). Is there a link between pension-fund assets and economic growth? - a cross-country study. Public Policy Discussion Papers 04-23, Economics and Finance Section, School of Social Sciences, Brunel University.
- Davis, E. P. and Hu, Y.-W. (2008). Does funding of pensions stimulate economic growth? *Journal of Pension Economics and Finance*, 7(02):221–249.

- Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R. (1996). Stock market development and financial intermediaries: Stylized facts. *The World Bank Economic Review*, 10(2):291–321.
- Eduardo Walker & Fernando Lefort, 2002. "Pension Reform And Capital Markets: Are There Any (Hard) Links?," *Abante, Escuela de Administracion. Pontificia Universidad Católica de Chile.*, vol. 5(2), pages 77-149.
- Hoffmann, B., Jubert, T. A., & Parrado, E. (2020). The business case for ESG investing for pension and sovereign wealth funds (Policy brief IDB-PB-338). InterAmerican Development Bank.
- Holzmann, R. (1997a). On economic benefits and fiscal requirements of moving from unfunded to funded pensions. *European Economy Reports and Studies*, 4:121–166;
- Holzmann, R. (1997b). Pension reform, financial market development, and economic growth: Preliminary evidence from Chile. *IMF Staff Papers*, 44(2):149–178
- Holzmann, R., and Hinz, R. (2005). *Old-age income support in the 21st century: An international perspective on pension systems and reform*. Washington, D.C.: The World Bank.
- Holzner, M., Jestl, S., & Pichler, D. (2021). Public and private pension systems and macroeconomic volatility in OECD countries. *Scottish Journal of Political Economy*, 1-38. <https://doi.org/10.1111/sjpe.12278>;
- Iparraquirre, J.L. (2020). Macroeconomic Aspects. In *Economics and Ageing* (pp. 283- 321). Palgrave Macmillan, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-030-29019-1_5;
- Levine, R. and Zervos, S. (1998). Stock markets, growth and economic development. *American Economic Reviews*, 88.
- Itiparmakov, N., & Nedeljkovic, M. (2018). Does pension privatization increase economic growth? Evidence from Latin America and Eastern Europe. *Journal of Pension Economics and Finance*, 17, 46-84. <https://doi.org/10.1017/S1474747216000160>;
- National Assembly of the Republic of Armenia. (2002). Law of the Republic of Armenia on State Pensions. <https://www.arlis.am/DocumentView.aspx?DocID=61580>
- Niggemann, T., & Rocholl, J. (2010). Pension funding and capital market development. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1571126>
- Oliynyk V., Zhuravka F., Bolgar T., & Yevtushenko O. (2017). Optimal control of continuous life insurance model. *Investment Management and Financial Innovations*, 14(4), 21-29. [https://doi.org/10.21511/imfi.14\(4\).2017.03](https://doi.org/10.21511/imfi.14(4).2017.03)
- Sanusi, K. A., & Kapingura, F. M. (2021). Pension funds as fuel for overall investment level and economic growth: An empirical insight from South African economy. *Cogent Business & Management*, 8(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1935661>;

- Stewart, F., Despalins, R., & Remizova, I. (2017). Pension Funds, Capital Markets, and the Power of Diversification (Policy Research Working Paper No. 8136). World Bank, Washington, DC.
- Sun, S., & Hu, J. (2014). The impact of pension systems on financial development: an empirical study. *Risk Governance & Control: Financial Markets & Institutions*, 4(3), 120-131. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2481749
- Thomas, A., & Spataro, L. (2016). The effects of pension funds on markets performance: A review. *Journal of Economic Surveys*, 30, 1-33. <https://doi.org/10.1111/joes.12085>
- Tropina, V., Melnyk, V., Rippa, M., Yevtushenko, N., & Rybakova, T. (2021). Investment potential of non-state pension funds in Ukraine. *Investment Management and Financial Innovations*, 18(2), 79-90. [https://doi.org/10.21511/imfi.18\(2\).2021.07](https://doi.org/10.21511/imfi.18(2).2021.07)
- Zandberg, E. and Spierdijk, L. (2010). Funding of pensions and economic growth: Are they really related. Netspar Discussion Paper 12/2010-082.
- Zandberg, E., & Spierdijk, L. (2013). Funding of pensions and economic growth: Are they really related? *Journal of Pension Economics and Finance*, 12(2), 151-167. <https://doi.org/10.1017/S1474747212000224>.
- Закон Республики Армения о Накопительной пенсионной системе.

Мариам Восканян е доцент, доктор на икономическите науки и Ръководител на катедра „Икономика и Финанси“, РАУ, Ереван, Армения. Член е на Специализирания съвет 008 на Висшата атестационна комисия на Република Армения по икономически науки, специалност 08.00.03 - „Финанси, счетоводство“. Лауреат на стипендията за младежта на Клуба на лауреатите на Нобелова награда в Астана в категорията „Най-добра научна статия“. Тя е автор на над 140 публикувани научни труда, учебници и монографии, включително в научни списания на Република Армения, Руската федерация и Европа **Научни интереси:** парично и валутно регулиране, финансова система и институции на финансовото посредничество, икономически растеж и макроикономическо регулиране, транзитни икономики и страни с нововъзникващи пазари, световна финансова архитектура и международни резервни валути, човешкия капитал, висше образование и учебен процес.

ORCID ID: 0000-0002-5417-6648

ISSN 0323-9004

Народно стопански архив

Свищов, година LXXVI книга 1 - 2023

Фондовата система за пенсионно осигуряване в Армения: проблеми, перспективи за развитие и роля за ръста на икономиката

Настъпващите промени в счетоводната професия и счетоводната практика под въздействието на технологиите

Данъчно облагане на информационните и комуникационните технологии и данъчните приходи в слабо развита икономика

Държавната намеса в дейности в областта на икономиката в условия на пандемия: прилики и разлики на равнище ЕС

Клиентоцентричен подход за финансово-икономическо изследване на дружествата за частна охранителна дейност

СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ „Д. А. ЦЕНОВ“



СВИЩОВ

РЕДАКЦИОНЕН СЪВЕТ:

Проф. д-р Андрей Захариев – главен редактор
Проф. д-р Йордан Василев – зам. главен редактор
Проф. д-р Стоян Проданов
Доц. д-р Искра Пантелеева
Доц. д-р Пламен Йорданов
Доц. д-р Светослав Илийчовски
Доц. д-р Пламен Петков
Доц. д-р Анатолий Асенов
Доц. д-р Тодор Кръстевич

МЕЖДУНАРОДЕН СЪВЕТ:

Проф. д-р ик.н. Михаил А. Ескиндаров – Финансов университет при Правителството на Руската федерация, Москва (Русия).
Проф. д-р ик.н. Григоре Белостечник – Молдовска академия за икономически изследвания, Кишинев (Молдова).
Проф. д-р ик.н. Михаил Ив. Зверяков – Одески държавен икономически университет, Одеса (Украйна).
Проф. д-р ик.н. Андрей Крисоватий – Тернополски национален икономически университет, Тернопол (Украйна).
Проф. д-р ик.н. Йон Кукуй – Университет Валахия, Търговище (Румъния)
Проф. д-р Кен О'Нийл – Университет Ълстер (Ирландия)
Проф. д-р Ричард Торп – Университет Лийдс (Великобритания)
Проф. д-р ик.н. Олена Непочатенко – Умански национален аграрен университет, Уман (Украйна)
Проф. д-р ик.н. Дмитрий Лукьяненко – Киевски национален икономически университет „Вадим Гетман”, Киев (Украйна)
Доц. д-р Мария Стефан – Университет „Валахия”, Търговище (Румъния)
Доц. д-р Анисоара Дунка – Университет "Валахия", Търговище (Румъния)
Доц. д-р Владимир Климук – Брановички държавен университет, Бранович (Беларус)

Екип за техническо обслужване:

Технически секретар: д-р Росица Проданова
Стилов редактор: Анка Танева
Превод английски: ст. преп. Венцислав Диков и ст. преп. д-р Маргарита Михайлова

Адрес на редакцията:

5250 Свищов, ул. „Ем. Чакъров” 2
Проф. д-р Андрей Захариев – главен редактор
☎ (+359) 889 882 298
Д-р Росица Проданова – технически секретар
☎ (+359) 631 66 309, e-mail: nsarhiv@uni-svishtov.bg
Благовеста Борисова – компютърен дизайн
☎ (+359) 882 552 516, e-mail: b.borisova@uni-svishtov.bg

Отпечатването на списанието за 2023 г. се осъществява с безвъзмездната финансова помощ на Фонд „Научни изследвания” – Договор ДНП № КП-06-НП4-36 по конкурс „Българска научна периодика – 2023 г.”

© Академично издателство „Ценов” – Свищов
© Стопанска академия „Димитър А. Ценов” – Свищов

НАРОДНОСТОПАНСКИ АРХИВ

ГОДИНА LXXVI, КНИГА 1 – 2023

СЪДЪРЖАНИЕ

Мариам Восканян

Фондовата система за пенсионно осигуряване в Армения: проблеми, перспективи за развитие и роля за ръста на икономиката /3

Мария Павлова, Райна Петрова

Настъпващите промени в счетоводната професия и счетоводната практика под въздействието на технологиите /27

Корделия Омодеро

Данъчно облагане на информационните и комуникационните технологии и данъчните приходи в слабо развита икономика /46

Константин Колев, Мая Цоклинова

Държавната намеса в дейности в областта на икономиката в условия на пандемия: прилики и разлики на равнище ЕС /62

Русалин Русалинов

Клиентоцентричен подход за финансово-икономическо изследване на дружествата за частна охранителна дейност /85