

ՈՐՏԵՂ ԵՆ ՆԵՐԴՐՎՈՒՄ ՊԱՐՏԱԴԻՐ ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿԱՅԻՆ ՖՈՆԴԵՐԻ ՄԻՋՈՑՆԵՐԸ

Հիմնաբառեր. պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդեր, ֆոնդի փայի հաշվարկային արժեք, ֆոնդերի եկամտաբերություն, Շարպի գործակից, ներդրումային քաղաքականություն, ավանդներ, պարտավորմաներ, բաժնային գործիքներ

Հոդվածում հեղինակն անդրադարձել է ՀՀ-ում գործող պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերին: Վերլուծելով դրանց ակտիվների կառուցվածքը՝ նա հանգել է այն եզրակացության, որ հիմնական ներդրումները կատարվում են բանկային ավանդներում, պետական պարտավորումներում, արտասահմանյան ներդրումային ֆոնդերի փայերում, ինչի հետևանքով կենսաթոշակային ֆոնդերի հավաքագրած միջոցներն անմիջապես չեն ուղղվում տնտեսության իրական հարված և, որպես երկար փողեր, դեռևս չեն նպաստում կապիտալի շուկայի ակտիվացմանը: Մյուս կողմից, անդրադառնալով ֆոնդերի եկամտաբերությանը, ցույց է տրվել վերջինիս տարանջատական բնույթը շուկայի զարգացման տարբեր պարբերաշրջաններում, առկա ռիսկերն ու կառավարման ռազմավարությունները, ինչպես նաև զուգահեռներ անցկացրել ֆոնդերի, պետական պարտավորումների և ավանդների եկամտաբերությունների միջև:

Կենսաթոշակային համակարգի բարեփոխումների շրջանակում 2014 թ.-ին ՀՀ-ում ներդրվեց կուտակային սկզբունքի վրա հիմնված պարտադիր կենսաթոշակային համակարգը: Այս համակարգի թերի և դրական կողմերի մասին բավական շատ է խոսվել. դրա պարտադիր բնույթը և իրավական կարգավորման որոշ դրույթներ տևական ժամանակ հասարակական լայն քննարկման առարկա էին դարձել: Այս գործընթացը, բացի երկրի կենսաթոշակային համակարգի բարեփոխումից, այլ կարևոր խնդիր էլ պետք է լուծեր. տնտեսությունն այդպիսով պետք է ապահովվեր



Էդգար ԱՂԱԲԵԿՅԱՆ

Տնտեսագիտության թեկնածու, դոցենտ

2004 թ. ավարտել է ՀՊՏՀ-ն և ընդունվել ասպիրանտուրա: 2007 թ. ստացել է տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճան և աշխատանքի անցել ՀՊՏՀ արժեթղթերի շուկայի (այժմ՝ ֆինանսների) ամբիոնում, սկզբում՝ որպես ասիստենտ, ապա դոցենտ: Հեղինակ է մի շարք գիտական հրատարակումների և հեղազոտությունների:



Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների մեծությունը 2015 թ. դեկտեմբերից մինչև 2020 թ. ապրիլի վերջ (հազ. դրամ)¹

	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.04.2020
Հավասարակշռված	736,828	1,262,418	2,033,209	2,468,749	3,426,124	3,654,219
Պահպանողական	30,345,155	61,226,512	102,626,208	153,243,207	245,662,533	276,781,285
Կայուն	417,566	738,378	1,064,432	1,496,848	2,153,079	2,416,449
Ընդամենը՝ զուտ ակտիվների արժեք	31,499,548	63,227,308	105,723,849	157,208,805	251,241,736	282,851,953

երկար փողերով, ինչն էլ, իր հերթին, պետք է հիմք հանդիսանար կապիտալի շուկայի զարգացման համար: Սակայն, քչերն են հետաքրքրվում, թե որտեղ են ներդրված իրենց միջոցները, որքան արդյունավետ են դրանք կառավարվում, այլ խոսքով, չեն մտահոգվում արդեն գործող համակարգում ներդրված իրենց ակտիվների ճակատագրով: Այս առումով, նախ՝ փորձենք հասկանալ, թե ինչ ֆոնդեր գոյություն ունեն, ինչպիսին են դրանց ներդրումային սահմանափակումներն ու հնարավորությունները և արդյոք բավարար եկամտաբերություն են ապահովում ներդրողների համար: Բացի դրանից, փորձենք պարզել՝ արդյոք կենսաթոշակային ֆոնդերում ներդրված միջոցներն իրապես ծառայում են երկար փողերի ստեղծմանը և տնտեսության իրական հատվածի ֆինանսավորման խնդրի լուծմանը: ՀՀ-ում այս պահին գործում է պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդի երկու կառավարիչ՝ «Ամուղի-ԱԿԲԱ Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ն և «ՅԵ-Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջմենթ Արմենիա» ՍՊԸ-ն: Ֆոնդերի ներդրումային քաղաքականության հիմնական սկզբունքները նույնն են բոլոր կառավարիչների համար: Սա ենթադրում է, որ ֆոնդի կառավարիչը կարող է ձևավորել երեք պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդեր, որոնք են.

- 1) հավասարակշռված. վերջինիս կանոնների համաձայն՝ բաժնային արժեթղթերի և դրանց հեջավորման նպատակով ձեռք բերված ածանցյալ ֆինանսական գոր-

ծիքների կշիռը ֆոնդի ակտիվներում չի կարող գերազանցել 50 տոկոսը.

- 2) պահպանողական (կոնսերվատիվ). վերջինիս կանոնների համաձայն՝ բաժնային արժեթղթերի և դրանց հեջավորման նպատակով ձեռք բերված ածանցյալ ֆինանսական գործիքների կշիռը ֆոնդի ակտիվներում չի կարող գերազանցել 25 տոկոսը.
- 3) կայուն. վերջինիս կանոնների համաձայն՝ ակտիվները չեն կարող ներդրվել բաժնային արժեթղթերում և դրանց վրա հիմնված ածանցյալ ֆինանսական գործիքներում²:

Երկու ֆոնդերի կառավարիչներն էլ առաջարկում են երեք պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդեր և, ըստ էության, կառավարում դրանք նույն սկզբունքներով՝ կիրառելով բավական կոշտ իրավական սահմանափակումներ: 2015 թ. դեկտեմբերից մինչև 2020 թ. ապրիլի վերջ ֆոնդերի զուտ ակտիվների արժեքն աճել է մոտ 9 անգամ, ինչը մի կողմից կենսաթոշակային ֆոնդերի մասնակիցների կատարած վճարումների կուտակման ու պարբերաբար մեծացման, իսկ մյուս կողմից՝ ներդրված միջոցների արժեքի աճի արդյունք է:

Ինչպես երևում է աղյուսակ 1-ից, 2020 թ. ապրիլի վերջի դրությամբ միջոցների մոտ 98%-ը ներդրված է եղել պահպանողական ֆոնդերում: Նման պատկեր բնորոշ է նաև նախորդ տարիներին, ինչը պայմանավորված է մասնակիցների կողմից ֆոնդերի ընտրության կառուցակարգով և այն

¹ Կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների հետ կապված այս և մնացած տվյալների աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տեղեկագրեր, 2015-2020 թթ., ապրիլ, <https://www.cba.am/am/SitePages/ppperiodicals.aspx>

² «Կուտակային կենսաթոշակների մասին» ՀՀ օրենք, 2010 թ., ՀՕ-244-Ն, հոդված 37, <https://www.arlis.am/DocumentView.aspx?docid=123347>

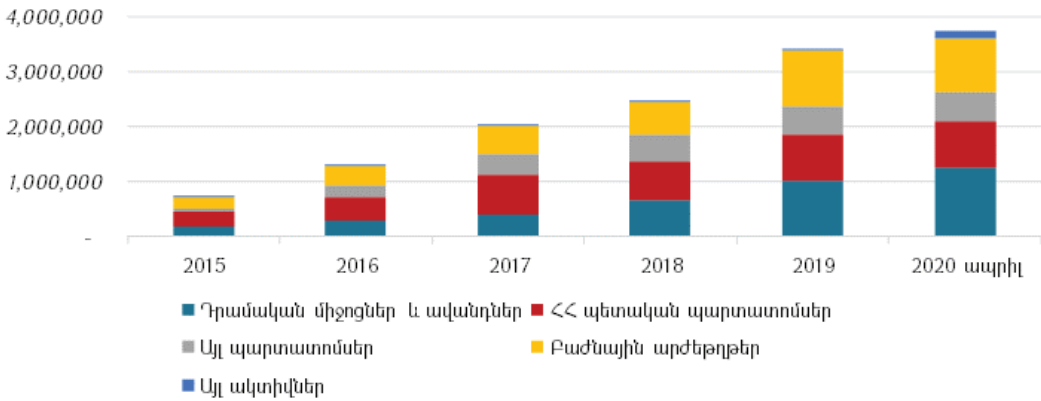
հանգամանքով, որ կենսաթոշակային ֆոնդերի մասնակիցների գերակշիռ մասը ֆոնդի ընտրություն չի կատարել, և համակարգն ավտոմատ կերպով ընտրել է պահպանողական ֆոնդն ու դրա կառավարչին:

Որպե՞ղ են ներդրվում մեր միջոցները:

Ինչպես վերը նշեցինք, յուրաքանչյուր ֆոնդունի իրեն բնորոշ սահմանափակումները՝ կապված որոշակի գործիքներում ներդրումների առավելագույն սահմանաչափի հետ: Հավասարակշռված ֆոնդում բաժնային արժեթղթերի և դրանց հեջավորման նպատակով ձեռք բերված ածանցյալ ֆինանսական գործիքների կշիռն ակտիվներում չի կարող գերազանցել 50%-ը. սա նշանակում է որ այստեղ, ռիսկայնության առու-

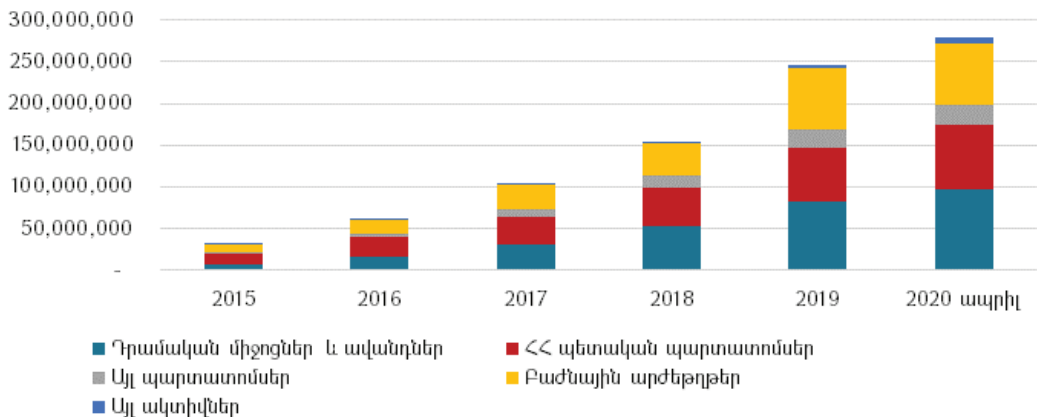
մով, որոշակի հավասարակշռված մոտեցում է ցուցաբերվում: Արդյունքում, ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 1-ից, այս ֆոնդում բաժնային արժեթղթերի կշիռը չի հասնում 27%-ի:

Այս և մնացած ֆոնդերի բաժնային գործիքներում կատարված ներդրումները հիմնականում եվրոպական երկրների ներդրումային ֆոնդերի փայեր են: Դա պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայում, ներդրումային տեսնակյունից, բացակայում են գրավիչ գործիքները և ֆոնդերը ստիպված են լինում ներդրումներ կատարել արտասահմանյան շուկաներում: Ընդ որում, պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 1

Հավասարակշռված ֆոնդում ակտիվների կառուցվածքը 2015 թ.-ից մինչև 2020 թ. ապրիլի վերջ (հազ. դրամ)



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 2

Պահպանողական ֆոնդում ակտիվների կառուցվածքը 2015 թ.-ից մինչև 2020 թ. ապրիլի վերջ (հազ. դրամ)

հաշվին կատարվող՝ արտասահմանյան արժույթով ներդրումների առավելագույն չափը չի կարող գերազանցել տվյալ պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդի ընդհանուր ակտիվների 40%-ը³:

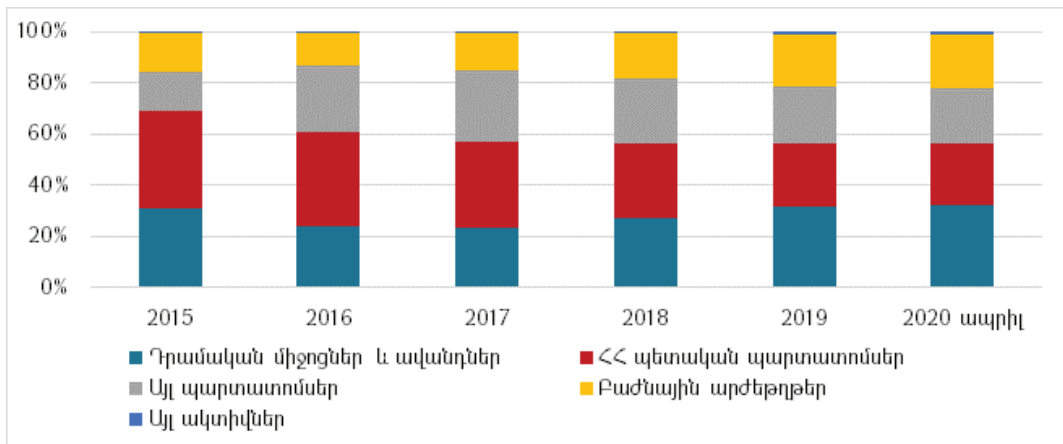
2020 թ. ապրիլի վերջի դրությամբ հավասարակշռված ֆոնդում ակտիվների 33,5%-ը ներդրված է դրամական միջոցներում և ավանդներում, 22,7%-ը՝ պետական, իսկ 14,4%-ը՝ կորպորատիվ պարտատոմսերում: Ի տարբերություն հավասարակշռված ֆոնդի, պահպանողական ֆոնդում բաժնային արժեթղթերի և դրանց հեջավորման նպատակով ձեռք բերված ածանցյալ ֆինանսական գործիքների կշիռն ակտիվներում ավելի քիչ է: 2020 թ. ապրիլի վերջի դրությամբ բաժնային գործիքներում կատարված ներդրումները երկու ֆոնդերի կառավարիչների ընդհանուր ներդրումներում կազմում են մոտ 26%:

Ինչպես երևում է գծապատկեր 2-ից, այս ֆոնդում կատարված ներդրումների մոտ 34,9%-ը տեղ է գտել դրամական միջոցներում և ավանդներում: Ընդ որում, պարտատոմսերի կշիռը 2020 թ. ապրիլի վերջին 36% է, որից պետականը՝ 27,2%, իսկ կորպորատիվը՝ 8,8%: Այս դեպքում կրկին միջոցների գերակշիռ մասը ներդրված է դրամական միջոցներում և ավանդներում, ինչպես նաև պետական պար-

տատոմսերում: Եթե հաշվի առնենք, որ ՀՀ-ում կորպորատիվ պարտատոմսեր թողարկողները հիմնականում բանկերն ու ֆինանսական կազմակերպություններն են, ապա կարող ենք արձանագրել, որ այդ միջոցները վերադառնում են բանկային համակարգ:

Կայուն ֆոնդերում դիսկի մակարդակը, համաձայն սահմանափակումների, սկզբունքորեն պետք է ավելի ցածր լինի, ինչի արդյունքում այստեղ միջոցների 32,2%-ը դրամական միջոցներում և ավանդներում է, 24,3%-ը՝ պետական պարտատոմսերում, 21,4%-ը՝ կորպորատիվ պարտատոմսերում, իսկ մոտ 20,9%-ը՝ բաժնային գործիքներում:

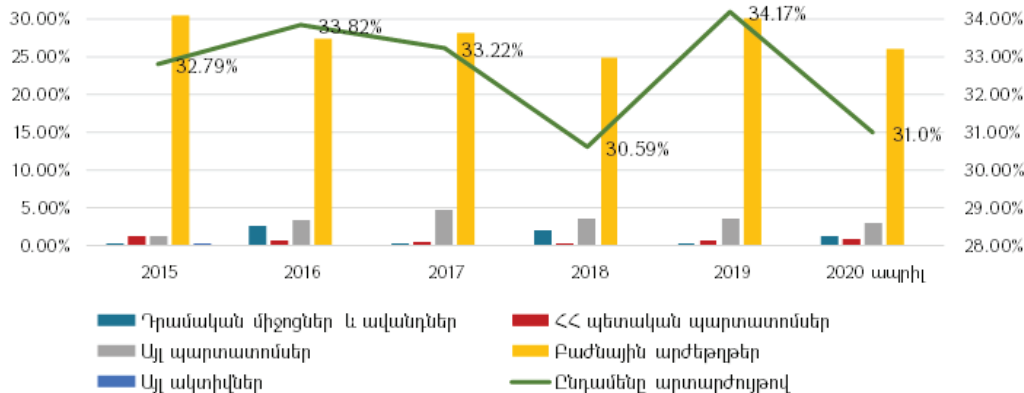
Իսկ ինչպիսին է ներդրումների արժույթային կառուցվածքը: Ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքի ուսումնասիրությունից պարզ է դառնում, որ բաժնային գործիքներում կատարված ներդրումները հիմնականում տեղ են գտնում արտասահմանյան ֆոնդերում և, որպես կանոն, դրանք արտարժույթով են, իսկ պարտատոմսերում կատարված արտարժույթային ներդրումները՝ կրկին ՀՀ եվրոբոնդերում և բորսայում ցուցակված գործիքներում, քանի որ դրանք մեծ մասամբ հայաստանյան բանկերի և այլ ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից թողարկված



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 3

Կայուն եկամտային ֆոնդում ակտիվների կառուցվածքը 2015 թ.-ից մինչև 2020 թ. ապրիլի վերջ (հազ. դրամ)

³ «Կուտակային կենսաթոշակների մասին» ՀՀ օրենք, 2010 թ., ՀՕ-244-Ն, հոդված 39, <https://www.arlis.am/DocumentView.aspx?docid=123347>



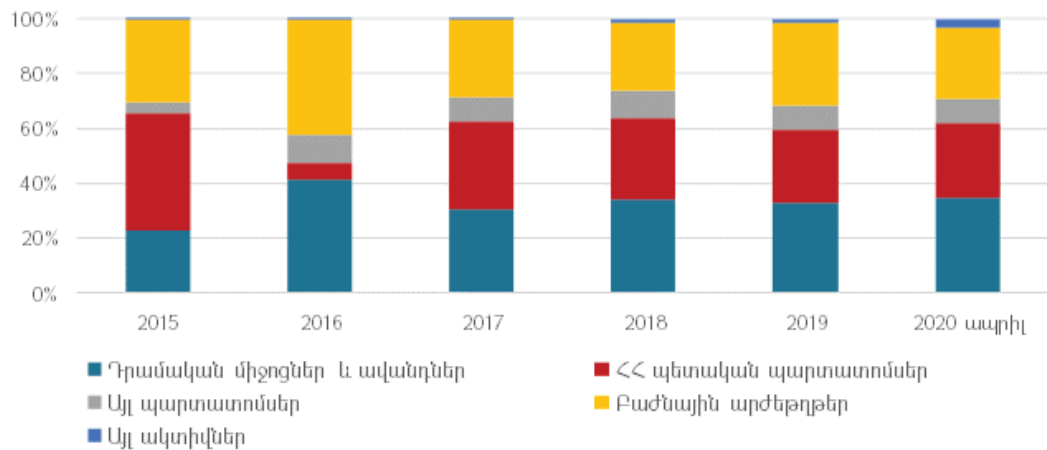
ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 4

Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի արտարժույթային ակտիվների կշիռն ընդհանուր ակտիվներում 2015 թ.-ից մինչև 2020 թ. ապրիլի վերջ (հազ. դրամ)

արտարժույթային կորպորատիվ պարտատոմսեր են:

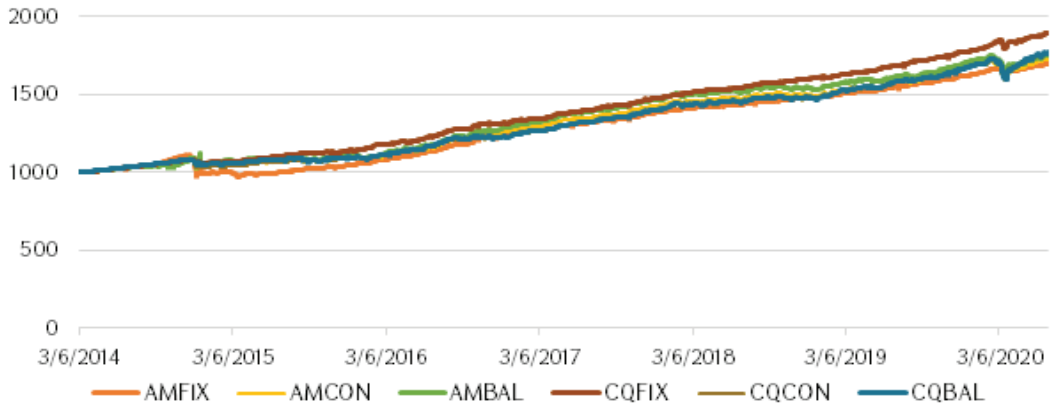
Ինչպես երևում է գծապատկեր 4-ից, արտարժույթով ներդրումները պորտֆելների կազմում չեն հասել 35%-ի, իսկ դրանց՝ միջինում մոտ 85%-ը բաժնային գործիքներում կատարվող ներդրումներն են: Նշենք, որ ՀՀ-ում ածանցյալ արժեթղթերի շուկայի գրեթե բացակայության պայմաններում ֆոնդերը հնարավորություն չունեն արտարժույթի հետ կապված ռիսկերի հեջավորում կատարելու, ուստի ֆոնդերի ակտիվների արժեքը զգալի կախվածություն է ձեռք բերում արտարժույթի փոխարժեքի տատանումներից:

Ինչպես երևում է գծապատկեր 5-ից, կատարված ներդրումների 34,8%-ը դրամական միջոցներում և ավանդներում է, իսկ 27,1%-ը՝ պետական պարտատոմսերում: Կորպորատիվ պարտատոմսերում կատարված ներդրումները կազմում են 9%, և եթե հաշվի առնենք, որ դրանք հիմնականում պատկանում են ֆինանսական կազմակերպություններին, ապա կարող ենք ասել, որ պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի միջոցների գերակշիռ մասը՝ մոտ 71%, ներդրված է պետական պարտատոմսերում կամ բանկերում: Ընդ որում, 2020 թ. ապրիլի վերջի դրությամբ վերջիններիս կշիռն ընդհանուր ակտիվներում մոտ



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 5

Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի արտարժույթային ակտիվների կառուցվածքը 2015 թ.-ից մինչև 2020 թ. ապրիլի վերջ (հազ. դրամ)



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 6

Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի փայերի հաշվարկային արժեքների շարժընթացը ստեղծման օրից մինչև 2020 թ. հունիսի վերջ (հազ. դրամ)⁴

43,9% է: Հետևաբար՝ կարող ենք արձանագրել, որ կենսաթոշակային ֆոնդերում կուտակված միջոցները, ըստ էության, չեն հոսում տնտեսության իրական հատված, ինչի գլխավոր պատճառը ներդրումային տեսանկյունից որակյալ գործիքների բացակայությունն է, պետական պարտատուների առավել գրավչությունը իրացվելիության և եկամտաբերության տեսանկյունից:

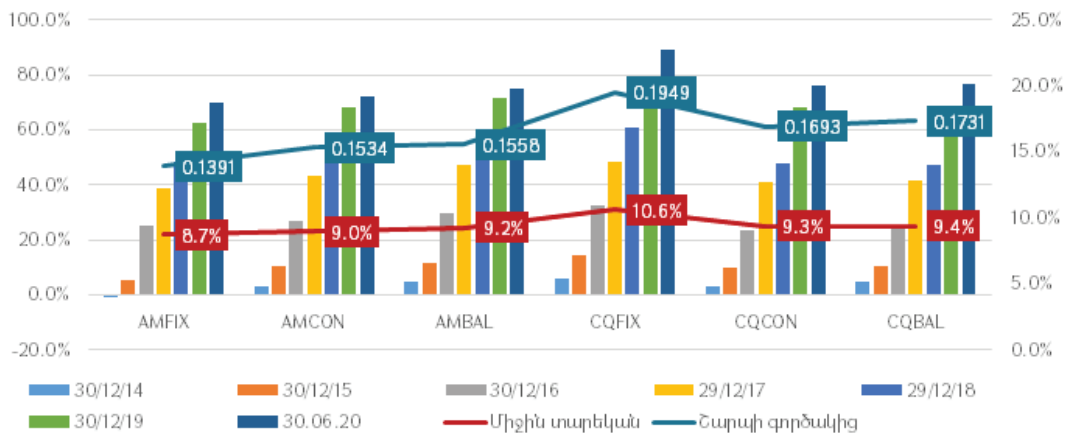
Ինչպիսին է միջոցների եկամտաբերությունը: Ներդրողների ակնկալվող կենսաթոշակների մեծությունը կախված է ոչ միայն իրենց կատարած վճարումներից, այլև կառավարիչների գործունեության արդյունավետության մակարդակից՝ եկամտաբերության ապահովման առումով: Վերջինս, նախ և առաջ, արտացոլվում է ֆոնդերի փայերի հաշվարկային արժեքների մեծության փոփոխության մեջ և պայմանավորված է ֆոնդի ակտիվների շուկայական արժեքով ու կառավարման ծախսերով:

Ինչպես երևում է գծապատկեր 6-ից, երկու կառավարիչների բոլոր ֆոնդերի դեպքում էլ փայերի հաշվարկային արժեքներն աճել են ստեղծման պահից մինչև 2020 թ. հունիսի վերջ: Միաժամանակ, նկատելի է անկման երկու փուլ, որից մեկը համընկնում է 2014 թ. վերջին սկսված, իսկ մյուսը՝ 2020 թ. գարնանը սկիզբ առած համավարակային ճգնաժամի հետ: Վեր-

ջինիս դեպքում արժեքի վերականգնումն ավելի արագորեն է իրականացել, ինչը պայմանավորված է ՀՀ պետական պարտատուների եկամտաբերության աճով և ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի իջեցումից հետո նախկին մակարդակի ապահովմամբ: Արդյունքում, ստեղծման պահից հաշվարկված ամենաբարձր եկամտաբերությունն ունեցել է «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջմենթ Արմենիա» ՍՊԸ կայուն եկամտային ֆոնդը՝ 89,3%: «Ամուդի-ԱԿԲԱ Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ կայուն եկամտային ֆոնդի դեպքում եկամտաբերությունը կազմել է 69,9%: Պահպանողական ֆոնդերի եկամտաբերությունը «Ամուդիի» դեպքում կազմել է 72,2%, իսկ «Ցե-Կվադրատի» պարագայում՝ 72,9%: Հավասարակշռված ֆոնդերի եկամտաբերությունը համապատասխանաբար՝ 74,8% և 76,3% է:

Արդյունքում, միջին տարեկան եկամտաբերությունը, կախված ֆոնդի տեսակից, ստեղծման պահից տատանվել է 8,7-10,6%-ի միջակայքում: Շարաի գործակիցը, որը ներկայացնում է ֆոնդի ռիսկի պարզակազմարի (ֆոնդի եկամտաբերության և ոչ ռիսկային ակտիվի եկամտաբերության տարբերության) և եկամտաբերության ստանդարտ շեղման հարաբերություն, ամենամեծ ցուցանիշն արձանագրել է «Ցե-

⁴ Արդյուրը՝ Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիայի կայք, <http://cda.am/am/37/information-centre/72/pension-system/76/funds-performance>



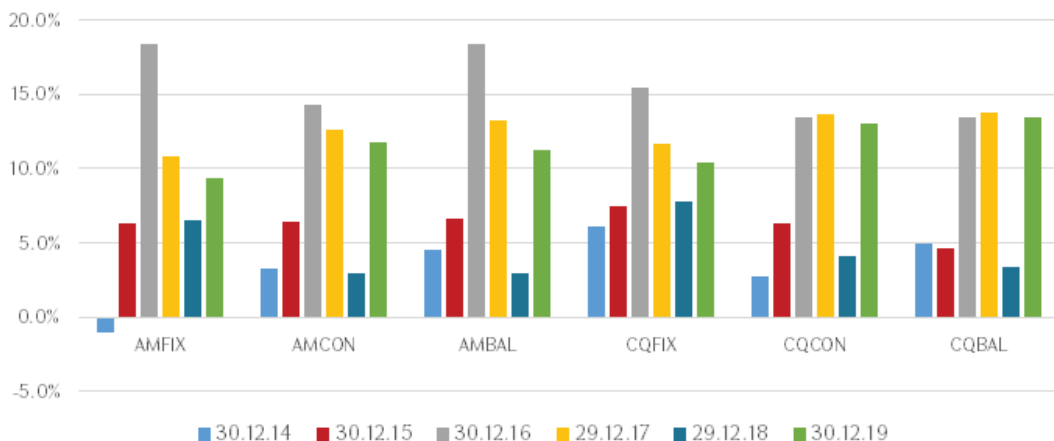
ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 7

Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի փայերի եկամտաբերությունը ստեղծման պահին և Շարպի գործակիցը⁵ 30.06.20 թ. դրությամբ⁶

Կվադրատի» կայուն եկամտաբերության ֆոնդի դեպքում, ինչը կարող ենք պայմանավորել այդ ֆոնդում պետական պարտատոմսերի մեծ կշռով ու դրանց եկամտաբերության նվազող միտմամբ: Ընդ որում, «Ցե-Կվադրատի» բոլոր ֆոնդերի դեպքում Շարպի գործակիցը մեծ է «Ամուդիի» կողմից կառավարվող ֆոնդերի համանման ցուցանիշից: Սա ենթադրում է, որ «Ամուդիի» ներդրումային ռազմավարությունն ավելի

պահպանողական է, ինչի արդյունքում ոչ միայն փայերի արժեքներն են ավելի քիչ տատանվում, այլև արձանագրվում է ավելի ցածր եկամտաբերություն: Նման պատկերը բխում է նաև կառավարման ռազմավարության տարբերություններից, և փաթեթների կառուցվածքից, և այլ գործոններից:

Երբ դիտարկում ենք ֆոնդերի եկամտաբերությունը՝ սկսած յուրաքանչյուր տարե-



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 8

Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի փայերի եկամտաբերությունը տարեսկզբին, 2014-2019 թթ.

⁵ Շարպի գործակիցը ներկայացնում է ֆոնդի միջին տարեկան եկամտաբերության և կարճաժամկետ պետական պարտատոմսի եկամտաբերությունների տարբերության հարաբերությունը ֆոնդի ռիսկայնությունը բնութագրող եկամտաբերությունների ստանդարտ շեղմանը:

⁶ Ֆոնդերի եկամտաբերության այս և հետագա հաշվարկները կատարվել են դրանց հաշվարկային արժեքների հիման վրա: Աղբյուրը՝ Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիայի կայք, <http://cda.am/am/37/information-centre/72/pension-system/76/funds-performance>

ԱՂՅՈՒՍԱԿ 2



Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի փայերի եկամտաբերությունը՝ տարեսկզբի, ավանդների և պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը՝ տարեվերջի դրությամբ, 2014-2019 թթ.⁸

	AMFIX	AMCON	AMBAL	CQFIX	CQCON	CQBAL	Մինչև 1 տարեկան ավանդ	1 տարուց ավել ավանդ	1 տարեկան պարտատոմս	10 տարեկան պարտատոմս	20 տարեկան պարտատոմս
30.12.14	-1.0%	3.3%	4.6%	6.1%	2.7%	4.9%	12.5%	13.1%	8.7%	14.1%	14.4%
30.12.15	6.3%	6.4%	6.7%	7.5%	6.4%	4.7%	14.1%	14.7%	12.6%	15.6%	15.8%
30.12.16	18.4%	14.3%	18.4%	15.5%	13.5%	13.5%	9.9%	12.4%	7.9%	11.8%	12.6%
29.12.17	10.9%	12.7%	13.3%	11.7%	13.6%	13.8%	8.4%	9.8%	6.2%	10.1%	11.9%
29.12.18	6.5%	3.0%	2.9%	7.8%	4.2%	3.4%	8.6%	9.8%	6.6%	9.6%	10.4%
30.12.19	9.3%	11.8%	11.2%	10.4%	13.0%	13.4%	9.1%	9.5%	5.9%	8.4%	9.5%

սկզբից, ապա ակնհայտ է դառնում վերջինիս տատանողական բնույթը: Օրինակ՝ 2014 թ. «Ամուդի» կայուն եկամտաբերությամբ ֆոնդի եկամտաբերությունը բացասական է եղել՝ -1%, ինչը, ամենայն հավանականությամբ, պայմանավորված էր 2014 թ. վերջին ՀՀ ֆինանսական շուկաներում եկամտաբերության մակարդակի կտրուկ բարձրացմամբ: Հետագայում ֆինանսական շուկաներում եկամտաբերության անկումը հանգեցրել է նրան, որ 2016 թ. տարեսկզբին այդ նույն ֆոնդն ապահովել է ամենաբարձր եկամտաբերությունը՝ 18,4%: Գծապատկեր 8-ից ակնհայտ են դառնում նաև եկամտաբերության անհամաչափ տատանումները տարբեր կառավարիչների ու տարբեր ֆոնդերի պարագայում, ինչը նույնպես կարող ենք պայմանավորել կառավարիչների կողմից վարվող ներդրումային քաղաքականության առանձնահատկություններով, ֆոնդերում առկա ակտիվների կառուցվածքով և այլն:

Այժմ դիտարկենք, թե ինչպիսի գրավչություն ունեն ներդրումային ֆոնդերի փայերը պետական պարտատոմսերի և ավանդների համեմատությամբ:

Ինչպես երևում է աղյուսակ 2-ից, 2014 և 2015 թվականների վերջին ավանդներն ու պետական պարտատոմսերն ավելի գրավիչ եկամտաբերություն են ունեցել: Նույնը մասնակիորեն կարելի է ասել նաև 2018 թ.-ի մասին, սակայն 2016 և 2017 թվականներին, ինչպես նաև 2019 թ. վերջի

դրությամբ ներդրումային ֆոնդերի փայերի եկամտաբերությունը տարեսկզբին ավելի բարձր է եղել, քան ավանդներինն ու պարտատոմսերինը:

Ինչո՞ւմ է խնդիրը: Ընդհանրացնելով նշենք, որ պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների և եկամտաբերության վերլուծությունը թույլ է տալիս մի քանի արձանագրում կատարել: Նախ՝ ֆոնդերի միջոցները հիմնականում ներդրվում են դրամական միջոցներում և ավանդներում, ինչպես նաև պետական պարտատոմսերում: Բացի դրանից, եթե հաշվի առնենք այն հանգամանքը, որ կորպորատիվ պարտատոմսերի հիմնական թողարկողները հայաստանյան բանկեր են ու այլ ֆինանսական կազմակերպություններ, իսկ բաժնային գործիքներում ֆոնդերի ներդրումները՝ արտասահմանյան ներդրումային ֆոնդերի փայեր, ապա կարող ենք ասել, որ պարտադիր ներդրումային ֆոնդերն ուղղակիորեն միջոցներ չեն ուղղում ՀՀ տնտեսության իրական հատված, և դրանց ձևավորած երկար փողերն էականորեն չեն նպաստում կապիտալի շուկայի ակտիվացմանը: Այս խնդրի մյուս կողմը հենց բուն կապիտալի շուկան է, որն աչքի չի ընկնում ներդրումային տեսանկյունից գրավիչ գործիքների առկայությամբ:

Ինչ վերաբերում է ֆոնդերի եկամտաբերությանը, ապա դա հիմնականում պայմանավորված է կառավարիչների կողմից

⁷ Որպես եկամտաբերություն վերցված են համապատասխան ժամկետայնության արժեկտրոնային պարտատոմսերի մինչև մարում եկամտաբերությունները:

⁸ Ավանդների և պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/11-Deposit%20rates.xls <https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/gorc/Yield%20Curves.xls>

վարվող ներդրումային քաղաքականության, առկա ակտիվների բաշխվածության, ինչպես նաև ռիսկի գործոններով: Միաժամանակ, ֆոնդերի փայերը, ավանդների և պետական պարտատոմսերի համեմատ, գրավչության առումով բավական մրցակցային դիրքում են, սակայն կապի-

տայի շուկայի թերզարգացածության, գործիքների նեղ շրջանակի և ռիսկերի հեջավորմանն անհրաժեշտ ածանցյալ արժեթղթերի շուկայի բացակայության պայմաններում բարձրանում է դրանց ռիսկայնության և եկամտաբերության տատանողականության մակարդակը:

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆ

1. «Կուտակային կենսաթոշակների մասին» ՀՀ օրենք, 2010 թ., ՀՕ-244-Ն, <https://www.arlis.am/DocumentView.aspx?docid=123347>
2. ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տեղեկագրեր, 2015-2020 թթ., ապրիլ, <https://www.cba.am/am/SitePages/ppperiodicals.aspx>
3. Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա, <http://cda.am/am/37/information-centre/72/pension-system/76/funds-performance>
4. https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/11-Deposit%20rates.xls
5. <https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/gorc/Yield%20Curves.xls>

Էդգար ԱԳԱԲԵԿՅԱՆ

Эксперт исследовательского центра «Амберд», АГЭУ, кандидат экономических наук

ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА

ԿՈՒՏԱԿԱՅԻՆ ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿՆԵՐԻ ՄԱՍԻՆ»

В данной статье автор рассматривает обязательные пенсионные фонды, действующие в Республике Армения. В работе анализируется структура их активов, в результате чего выясняется, что основные инвестиции осуществляются в банковские депозиты, государственные облигации, паи иностранных инвестиционных фондов, в результате чего собранные пенсионными фондами средства не направляются напрямую в реальный сектор экономики и не способствуют активизации рынка капитала. С другой стороны, анализируя доходность отдельных фондов, показана изменчивость их доходности в отдельные периоды развития рынка. Рассматриваются их риски и стратегии управления. В конце статьи проводятся результаты сравнения доходности фондов, доходности государственных облигаций и депозитов.

Ключевые слова: *обязательные пенсионные фонды, оценочная стоимость паев фонда, доходность фондов, коэффициент Шарпа, инвестиционная политика, депозиты, облигации, долевые инструменты*

Edgar AGHABEKYAN

*Expert at "Amberd" Research Center, ASUE
PhD in Economics*

FINANCIAL SYSTEM

ՎԻՃԱԿԱԳՐԱԿԱՆ ՏԵՂԵԿՈՒԹՅՈՒՆ

In the paper, the author refers to the mandatory pension funds operating in the Republic of Armenia. The research analyzes the structure of their assets which comes to prove that the main investments are made in bank deposits, government bonds, shares of foreign investment funds. As a result of this, the funds collected by pension funds are not sent directly to the real sector of the economy and do not contribute to the activation of the capital market. On the other hand, analyzing the yields of individual funds, the variability of their yields is shown in certain periods of market development. Reference is made to their risks and management strategies. In the end, a comparison is made between the profitability of funds, the yield on government bonds and deposits.

Key words: *mandatory pension funds, the estimated share value of the fund, yield of funds, Sharp ratio, investment policy, deposits, bonds, share instruments*