
15 июля 2024 года

Недавно мы выпустили [публикацию](#) о необходимости срочных и кардинальных реформ в пенсионной системе Казахстана, где рассматривали два ключевых вопроса: (1) каким образом и когда пенсионеры начнут получать адекватную пенсию? (2) как правительство будет финансировать эти пенсии, особенно с учетом старения населения и во время кризисной ситуации в экономике Казахстана? В данной публикации мы хотели бы высказать наше мнение о том, почему реальный инвестиционный доход на пенсионные активы в ЕНПФ находится на сравнительно низком уровне.

Низкий уровень реальной доходности на пенсионные активы ЕНПФ

Ключевым показателем эффективности управления пенсионными активами является реальная годовая инвестиционная доходность на пенсионные активы. Реальная доходность определяется как разница между номинальной доходностью по ценным бумагам и инфляцией за год. Средняя ежегодная реальная доходность пенсионных активов ЕНПФ за десять лет (2014–2023) составила всего 0,1% (источник информации - [презентация Нацбанка – слайд 6](#)). В [долгосрочных актуарных расчетах ЕНПФ](#) прогнозируется, что в будущем в среднем реальная годовая ставка инвестиционной доходности пенсионных активов ЕНПФ (управляемых Нацбанком) будет составлять 2%.

Историческая и прогнозируемая реальная годовая ставка инвестиционной доходности пенсионных активов ЕНПФ находятся на очень низком уровне. Например, в мае этого года Финский Пенсионный Центр (официальный орган взаимодействия) выпустил [сравнительный анализ доходностей пенсионных активов](#) в различных развитых странах. В данном сравнении доходностей пенсионных инвестиций участвовали 24 пенсионных фонда из Северной Европы, Северной Америки и Азии. Все они являются крупными фондами в своих пенсионных системах, как с точки зрения охвата населения, так и с точки зрения размера пенсионных активов. Согласно данному исследованию, средняя ежегодная реальная доходность пенсионных активов в этих 24 пенсионных фондах за десять лет (2014–2023) составила 4,5%, что в 2,5 раза выше прогноза ЕНПФ по будущей доходности его пенсионных активов.

Согласно актуарным расчетам ЕНПФ, размер будущих пенсий, выплачиваемых из ЕНПФ (и из любого пенсионного фонда), очень чувствителен к реальной инвестиционной доходности на пенсионные активы. Так, согласно упомянутому ранее отчету ЕНПФ, увеличение реальной доходности с 2% до 3% увеличит совокупные коэффициенты замещения трудовых доходов пенсией сразу на 13,0 процентных пунктов. Рост коэффициента замещения на 13 пп означает очень большой рост пенсий по окончании трудовой деятельности.

По нашему мнению, есть две ключевые проблемы, которые приводят к низкой доходности на пенсионные активы в Казахстане: (1) неразвитость фондового рынка и (2) низкодоходные инвестиционные стратегии, предлагаемые регуляторами финансового рынка.

Доходность пенсионных активов и неразвитость фондового рынка

Традиционно государство в лице регуляторов финансового рынка предпочитает, чтобы инвестиции из пенсионных накоплений делались внутри страны, а не на внешних рынках. В этом случае пенсионные деньги идут на кредитование отечественной экономики в виде покупки акций и долговых ценных бумаг отечественных частных и государственных организаций. В связи с этим регуляторы обычно ограничивают отечественные пенсионные фонды в размерах инвестиций в иностранные ценные бумаги. В случае, когда пенсионные фонды ориентированы на инвестиции во внутренний рынок, очень важно, чтобы отечественный фондовый рынок (рынок ценных бумаг) был

хорошо развит так, чтобы в нем было достаточное количество качественных частных эмитентов, которые обеспечивают более высокую инвестиционную доходность, чем государственные ценные бумаги.

По всем показателям (размер, ликвидность, эффективность, устойчивость и доступность) фондовый рынок Казахстана является неразвитым, что мешает ЕНПФ получить адекватный совокупный инвестиционный доход внутри страны. По нашему мнению, следующие проблемы мешают развитию фондового рынка в Казахстане:

1. Проциклическая бюджетная политика. Как мы уже не раз писали, проциклическая бюджетная политика усиливает сырьевую зависимость экономики Казахстана, что приводит к постоянно высокой инфляции, высоким процентным ставкам и нерыночному курсу тенге, что, в свою очередь, сильно мешает развитию рынка ценных бумаг.
2. Государственное льготное финансирование. Также мы уже много раз отмечали, что государственное финансирование частных и квазигосударственных организаций по ставкам ниже рыночных через кредиты или через покупку нерыночных ценных бумаг очень сильно мешает развитию финансового рынка в Казахстане, включая развитие рынка ценных бумаг. Льготное государственное финансирование создает в финансовой системе следующие проблемы:
 - a. Представляет собой недобросовестную конкуренцию со стороны государства;
 - b. Внедряет мнение среди населения и бизнеса о несправедливости рыночных процентных ставок;
 - c. Увеличивает избыточную ликвидность в финансовой системе, разгоняя инфляцию и увеличивая базовую ставку.

Также государство проводит через фондовый рынок Казахстана большое количество сделок по нерыночной цене и другим нерыночным условиям, в результате чего на сегодня размер фондового рынка Казахстана выглядит достаточно неплохо. Однако, если из объема фондового рынка убрать все нерыночные ценные бумаги, по которым нет сделок на вторичном рынке, то размер рынка ценных бумаг снизится в несколько раз и станет неадекватным размеру нашей экономики.

3. Невыполнение всех прошлых планов приватизации через IPO. Приватизация государственных компаний через фондовый рынок – это мощный инструмент развития фондового рынка, который был очень плохо реализован в Казахстане.
4. Отсутствие структурированной кривой доходности. Наличие достоверной кривой доходности государственных ценных бумаг играет важную роль в развитии рынков капитала. Основная роль кривой доходности государственных ценных бумаг заключается в предоставлении ориентира, по которому инвесторы могут оценивать другие национальные ценные бумаги. Кроме того, кривая доходности государственных облигаций также поддерживает проведение налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики, что положительно сказывается на общей макроэкономической стабильности страны.
5. Наличие двух фондовых бирж (KASE и AIX) на небольшом фондовом рынке. На сегодняшний день в Казахстане действуют две биржи, которые работают параллельно и с одним и тем же набором ценных бумаг от одних и тех же отечественных эмитентов. Такая ситуация дезориентирует частных инвесторов и эмитентов и снижает ликвидность отечественных ценных бумаг на каждой бирже. В то же время каждая биржа имеет свое собственное регулирование, которое радикально отличается друг от друга, что значительно усложняет деятельность и

дезориентирует как отечественных, так и иностранных профессиональных участников отечественного рынка капитала. Очевидно, что такое положение дел напрямую вредит развитию рынка капитала.

6. Отсутствие широкой и диверсифицированной базы институциональных инвесторов. Широкая и диверсифицированная база инвесторов обеспечивает ликвидность, глубину инвестиций и стабильность на фондовом рынке. Благодаря длительным инвестиционным горизонтам и низкому левериджу пенсионные фонды, страховые компании, паевые инвестиционные фонды на внутреннем рынке могут быть эффективными в предоставлении долгосрочных средств и улучшении ликвидности на рынке.

В прошлом государство ликвидировало очень важный сектор институциональных инвесторов – частные накопительные пенсионные фонды, что резко снизило конкуренцию и количество активных профессиональных участников на рынке ценных бумаг. Сейчас власти осознали свою ошибку и создали условия для передачи пенсионных активов под управление частным инвестиционным компаниям. Однако этот обратный процесс идет крайне медленно из-за недостаточных усилий и стимулов со стороны государственных органов. Необходимо ускорить прогресс в данном направлении.

7. Отсутствие рынка деривативов. Хорошо развитый рынок деривативов предоставляет инструменты управления рисками на рынке капитала и играет важную роль в определении цен на рынке. К сожалению, рынок деривативов в Казахстане находится на очень ранней стадии своего развития.
8. Слабое корпоративное управление у квазигосударственных эмитентов ценных бумаг. Улучшение корпоративного управления эмитентов, как правило, способствует более эффективному управлению и использованию капитала, а также более высокой и стабильной оценке стоимости компаний и меньшей зависимости от долговых обязательств. В целом, законодательство о корпоративном управлении в Казахстане достаточно хорошо развито, но существуют значительные проблемы с соблюдением стандартов ОЭСР по корпоративному управлению в государственных компаниях, что в феврале этого года было отмечено [в отчете ОЭСР](#) по анализу корпоративного управления в госкомпаниях Казахстана.

В целом можно отметить, что восемь пунктов, описанных выше, являются неполным списком всех проблем, которые мешают развитию фондового рынка в Казахстане.

Необходимо внедрять более доходные инвестиционные стратегии

Как было сказано ранее, крупные пенсионные фонды в развитых странах добиваются гораздо более высокой реальной доходности при инвестициях пенсионных средств. Помимо того, что развитые страны имеют гораздо более развитые фондовые рынки, другой проблемой ЕНПФ является гораздо более консервативная инвестиционная политика Нацбанка. Для повышения доходности пенсионных активов в Казахстане нужно переходить на менее консервативные инвестиционные политики, которые используются в пенсионных фондах развитых стран. Также с учетом лучшей мировой практики необходимо повышение доли и улучшения инвестиционной политики по валютному портфелю ЕНПФ.

По инвестициям ЕНПФ на внутреннем рынке однозначно необходимо снижение доли инвестиций в государственные ценные бумаги и ценные бумаги квазигоссектора, которые не дают адекватной доходности. Также необходимо вернуть практику, которая существовала во время частных пенсионных фондов. В частности, необходимо вновь ввести мультипортфельное управление пенсионными активами с правом самостоятельного выбора вкладчиками одного или нескольких портфелей с разными инвестиционными стратегиями от управляющих компаний, что повысит ликвидность фондового рынка со стороны спроса на разнообразные ценные бумаги.

Необходимо использовать одинаковые политики учета

Сейчас ежемесячно для сравнения публикуются доходность пенсионных активов в ЕНПФ и в частных УИП – это очень хорошая практика. Однако для того, чтобы сравнивать такую инвестиционную доходность необходимо, чтобы участники такого сравнения использовали одинаковые учетные политики по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО). На сегодня все частные УИП используют одинаковую учетную политику и ежемесячно делают рыночную переоценку всего своего портфеля ценных бумаг. Однако Нацбанк, управляющий активами ЕНПФ, не делает переоценку своих долгосрочных государственных ценных бумаг, что делает доходность ЕНПФ несопоставимой с доходностями УИП. Такая практика Нацбанка спасла доходность ЕНПФ в кризисном 2022 году, но она не позволяет сравнить её с частными УИП.

Мурат Темирханов – Советник председателя Правления

При использовании материала из данной публикации ссылка на первоисточник обязательна.

© 2024 АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

© 2024 г., все права защищены.

Аналитический центр

Асан Курманбеков
Мадина Кабжалялова
Санжар Калдаров
Гульмира Камеденова

+7 (727) 339 43 86

a.kurmanbekov@halykfinance.kz
m.kabzhalyalova@halykfinance.kz
s.kaldarov@halykfinance.kz
g.kamedenova@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN
Refinitiv
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance