

DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-6-122-135

УДК 336.1(045)

JEL E44, E58

## Формирование взаимосвязи между курсом валюты и инвестиционной доходностью пенсионных активов в Казахстане: причины и последствия

В.Ю. Додонов

Институт философии, политологии и религиоведения Комитета науки Министерства науки и высшего образования Республики Казахстан, Алматы, Казахстан

### АННОТАЦИЯ

Эффективность управления пенсионными активами, отражающаяся в показателях их доходности, определяет устойчивость накопительной пенсионной системы Казахстана, а также имеет потенциал значительного влияния на бюджетный процесс, поскольку государство гарантирует получателям положительную реальную доходность их пенсионных накоплений и компенсирует из бюджета потери, возникшие в периоды превышения инфляцией номинальной доходности. Необходимость обеспечения положительной реальной доходности пенсионных активов, которыми управляет Национальный банк Казахстана, обуславливает не только высокую **актуальность** проблематики собственно инвестиционного менеджмента, но и иных аспектов, оказывающих влияние на доходность, включая изменение курса казахстанской валюты тенге. **Предметом** статьи является влияние курса тенге на доходность пенсионных активов, которое может быть очень существенным, поскольку формирует один из основных компонентов инвестиционного дохода – доход от переоценки иностранной валюты. Процесс формирования данного компонента инвестиционного дохода может также выступать и фактором формирования курса тенге в периоды, когда реальная доходность пенсионных активов снижается из-за негативной ситуации на финансовых рынках и высокой инфляции, и данный тезис отражает **научную новизну** статьи. Оценка гипотезы о формировании взаимосвязи между курсом казахстанской валюты и инвестиционной доходностью пенсионных активов является **целью** настоящей работы, а выявление основных причин и последствий данного явления – ее **задачами**. В качестве **методов** исследования использовались сравнительный и корреляционный анализ показателей инвестиционной доходности пенсионных активов, изменения курса казахстанской валюты, параметров внешнего сектора и других. **Результаты** проведенного анализа подтверждают наличие взаимосвязи между показателями доходности пенсионных активов и курсом тенге и позволяют сделать **вывод** о косвенном влиянии этой доходности на формирование курса казахстанской валюты в течение последних нескольких лет, который отличался нестандартной динамикой в условиях существенного улучшения внешнеэкономической конъюнктуры.

**Ключевые слова:** пенсионные активы; доходность пенсионных активов; инвестиционный портфель; инфляция; валютный рынок; курс тенге; переоценка иностранной валюты; платежный баланс

**Для цитирования:** Додонов В.Ю. Формирование взаимосвязи между курсом валюты и инвестиционной доходностью пенсионных активов в Казахстане: причины и последствия. *Финансы: теория и практика*. 2023;27(6):122-135. DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-6-122-135

## Formation of the Relationship Between the Exchange Rate and the Investment Yield of Pension Assets in Kazakhstan: Causes and Consequences

V. Yu. Dodonov

Kazakhstan Institute for Strategic Studies under the President of the Republic of Kazakhstan, Almaty, Kazakhstan

### ABSTRACT

The efficiency of pension asset management, reflected in their performance, determines the stability of the funded pension system of Kazakhstan, and also has the potential to significantly affect the budget process, since the state guarantees recipients a positive real return on their pension savings and compensates from the budget for losses

incurred during periods when inflation exceeds the nominal rate of return. The need to ensure a positive real return on pension assets managed by the National Bank of Kazakhstan determines not only the high **relevance** of the issue of investment management itself, but also other aspects that affect the return, including changes in the exchange rate of the Kazakhstani tenge. The **subject** of the article is the impact of the tenge exchange rate on the profitability of pension assets, which can be very significant, since it forms one of the main components of investment income – income from foreign currency revaluation. This influence can also act as a factor in the formation of the tenge exchange rate during periods when the real return of pension assets decreases due to the negative situation in the financial markets and high inflation, and this thesis reflects the **scientific novelty** of the article. The assessment of the hypothesis about the formation of the relationship between the exchange rate of the Kazakhstani currency and the investment yield of pension assets is the **aim** of this work, and the identification of the main causes and consequences of this phenomenon is its **task**. Comparative and correlation analysis of indicators of investment return of pension assets, changes in the exchange rate of the Kazakhstani currency, parameters of the external sector and others were used as research **methods**. The **results** of the analysis confirm the existence of a relationship between the indicators of profitability of pension assets and the tenge exchange rate, and allow us draw the **conclusion** that this profitability has an indirect impact on the formation of the Kazakhstani currency exchange rate over the past few years, which has been characterized by non-standard dynamics in the context of a significant improvement in the external economic environment.

**Keywords:** pension assets; return on pension assets; investment portfolio; inflation; currency market; tenge exchange rate; revaluation of foreign currency; payment balance

**For citation:** Dodonov V. Yu. Formation of the relationship between the exchange rate and the investment yield of pension assets in Kazakhstan: Causes and consequences. *Finance: Theory and Practice*. 2023;27(6):122-135. DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-6-122-135

## ВВЕДЕНИЕ

В течение нескольких последних лет в Казахстане наблюдается ослабление взаимосвязи между показателями внешнего сектора, такими, как экспорт, торговый баланс, сальдо текущего счета и курсом национальной валюты тенге. Положительная взаимосвязь между данными показателями и обменными курсами валют детально изучена и обоснована во многих теоретических исследованиях [1–3]. В частности, R. Dornbusch и S. Fischer [4], рассматривая такие факторы, влияющие на обменный курс, как товарные цены, ожидания участников рынка и цены финансовых активов, обосновали особую значимость в этом процессе текущего счета платежного баланса, а R. Baldwin и P. Krugman [5] выявили влияние трансграничных инвестиционных потоков на обменный курс. Эмпирические исследования также многократно подтверждали ключевую роль показателей внешнего сектора в формировании обменного курса [6, 7] (в частности, А. Г. Шульгин и др. [8] выявили влияние торгового баланса на корректировки курса валют в странах с промежуточными валютными режимами), в том числе для разных типов экономик и условий функционирования валютных рынков, включая страны АСЕАН [9], Индию [10], Германию [11], Китай [12], Турцию [13]. В странах с транзитной экономикой данная взаимосвязь также выявлена рядом авторов [14–16], равно как и в постсоветских государ-

ствах [17, 18] — в частности, А. Ю. Кузьмин [19, с. 19] в качестве «одного из важнейших факторов поведения валютного курса рубля» выделяет движения капитала, формирующие сальдо текущего счета.

В Казахстане на протяжении длительного времени также наблюдалась взаимосвязь между показателями внешнего сектора и в значительной мере определяющими их ценами на нефть — основного экспортного товара страны. Однако с 2018 г. эта взаимосвязь стала постепенно размываться, что выразилось в непрекращающемся снижении курса казахстанской валюты вне зависимости от изменения параметров внешнего сектора, в том числе в периоды их существенного улучшения.

Эта новая реальность на казахстанском валютном рынке позволила сделать вывод о возникновении иных и более сильных факторов, влияющих на формирование курса тенге. На наш взгляд, к числу одного из таких факторов относится необходимость поддержания положительной реальной доходности пенсионных активов, сосредоточенных в Едином накопительном пенсионном фонде (ЕНПФ) Казахстана. Оценка гипотезы о формировании взаимной зависимости между курсом казахстанской валюты и инвестиционной доходностью пенсионных активов является целью данной статьи, а выявление причин и последствий данного явления — ее задачами.

## НАКОПИТЕЛЬНАЯ ПЕНСИОННАЯ СИСТЕМА КАЗАХСТАНА: ДОХОДНОСТЬ ПЕНСИОННЫХ АКТИВОВ И ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ ЕЕ ФОРМИРОВАНИЯ

Пенсионная реформа в Казахстане была проведена в 1998 г., после чего в стране функционирует трехуровневая пенсионная система, включающая пенсионные выплаты за счет средств государственного бюджета (солидарная и базовая пенсии), обязательную накопительную систему и добровольную накопительную систему. Основным элементом накопительной системы является Единый накопительный пенсионный фонд (ЕНПФ), функционирующий в форме акционерного общества. ЕНПФ является государственным институтом, а практически все аккумулированные в нем пенсионные накопления управляются Национальным банком Казахстана<sup>1</sup>. АО «ЕНПФ» было создано 22 августа 2013 г. на базе Государственного накопительного пенсионного фонда в рамках реформы накопительной пенсионной системы, в ходе которой в ЕНПФ были переданы обязательные пенсионные накопления всех существовавших до этого накопительных пенсионных фондов. В результате в настоящее время «единственным администратором накопительной пенсионной системы является АО «ЕНПФ»<sup>2</sup>, и все пенсионные накопления, образовавшиеся в результате отчисления гражданами обязательных пенсионных взносов, сосредоточены в этом финансовом институте.

Таким образом, ЕНПФ является критически значимым элементом системы социального обеспечения Казахстана, в связи с чем особое значение имеет эффективность управления сосредоточенными в нем пенсионными активами, которая отражается в показателях их доходности. Доходность пенсионных активов в течение полных восьми лет функционирования ЕНПФ колебалась в интервале от 6,31 до 15,65%, средний показатель за этот период составил 9,72%. Данный показатель отражает номинальную доходность, однако в Казахстане также имеет значение

и показатель реальной доходности, определяемой как разница между номинальной доходностью и инфляцией. Это обусловлено тем, что в стране на законодательном уровне<sup>3</sup> вкладчикам ЕНПФ, активами которых управляет Национальный банк, гарантируется сохранность обязательных пенсионных взносов с учетом уровня инфляции. На практике это означает, что в том случае, если доходность пенсионных активов под управлением Национального банка<sup>4</sup> оказывается меньше уровня инфляции, государство компенсирует эту разницу за соответствующие годы в процессе осуществления пенсионных выплат.

В течение восьми лет функционирования ЕНПФ номинальная доходность пенсионных активов, как правило, превышала уровень инфляции, что обеспечивало положительную реальную доходность (рис. 1). Если не учитывать 2014 г., в котором продолжались процессы формирования фонда (консолидация активов после их перевода из других фондов завершилась в конце первого квартала), и Национальный банк управлял его активами в течение неполного года, то отрицательная реальная доходность имела место только в 2016 г.

Отрицательная реальная доходность в 2014 и 2016 гг. была невелика, однако у государства возникли обязательства по компенсации разницы между доходностью пенсионных активов и инфляцией. В настоящее время соответствующие расходы умеренны. Так, в 2021 г. затраты бюджета на выплату обязательств по государственной гарантии сохранности пенсионных взносов в ЕНПФ составили 1420 млн тенге, что эквивалентно 0,05% от объема выплаченных государством пенсий. Однако если сравнивать эти расходы не с государственными пенсионными выплатами, а с выплатами из ЕНПФ в рамках накопительной системы, результат будет более значимым. В 2021 г. пенсионные выплаты из ЕНПФ по возрасту (собственно выплата пенсий) составили 101,4 млрд тенге<sup>5</sup> и в сопоставлении с этим показателем объем компенсаций сохранности пенсионных взносов уже заметен, составляя 1,4%.

<sup>1</sup> В 2021 г. к управлению частью пенсионных активов ЕНПФ были допущены четыре негосударственных управляющих инвестиционным портфелем, но на их долю в настоящее время приходится всего лишь около 0,1% портфеля ЕНПФ.

<sup>2</sup> Корпоративная стратегия развития акционерного общества «Единый накопительный пенсионный фонд» на 2022–2026 годы. Сайт АО «ЕНПФ». URL: <https://www.enpf.kz/upload/medialibrary/d00/d00545312c8329e5dca249cd849fb31e.pdf> (дата обращения: 19.07.2022).

<sup>3</sup> В соответствии с пунктом 1 статьи 5 Закона РК «О пенсионном обеспечении в Республике Казахстан».

<sup>4</sup> За сохранность пенсионных накоплений, переданных вкладчиками в управление негосударственным управляющим компаниям, государство не несет ответственности.

<sup>5</sup> ЕНПФ подвел предварительные итоги 2021 года. Ключевые показатели ЕНПФ на 1 января 2022 г. URL: <https://www.gov.kz/memleket/entities/zhetysu-zhambyl/press/article/details/72656?lang=ru> (дата обращения: 19.07.2022).

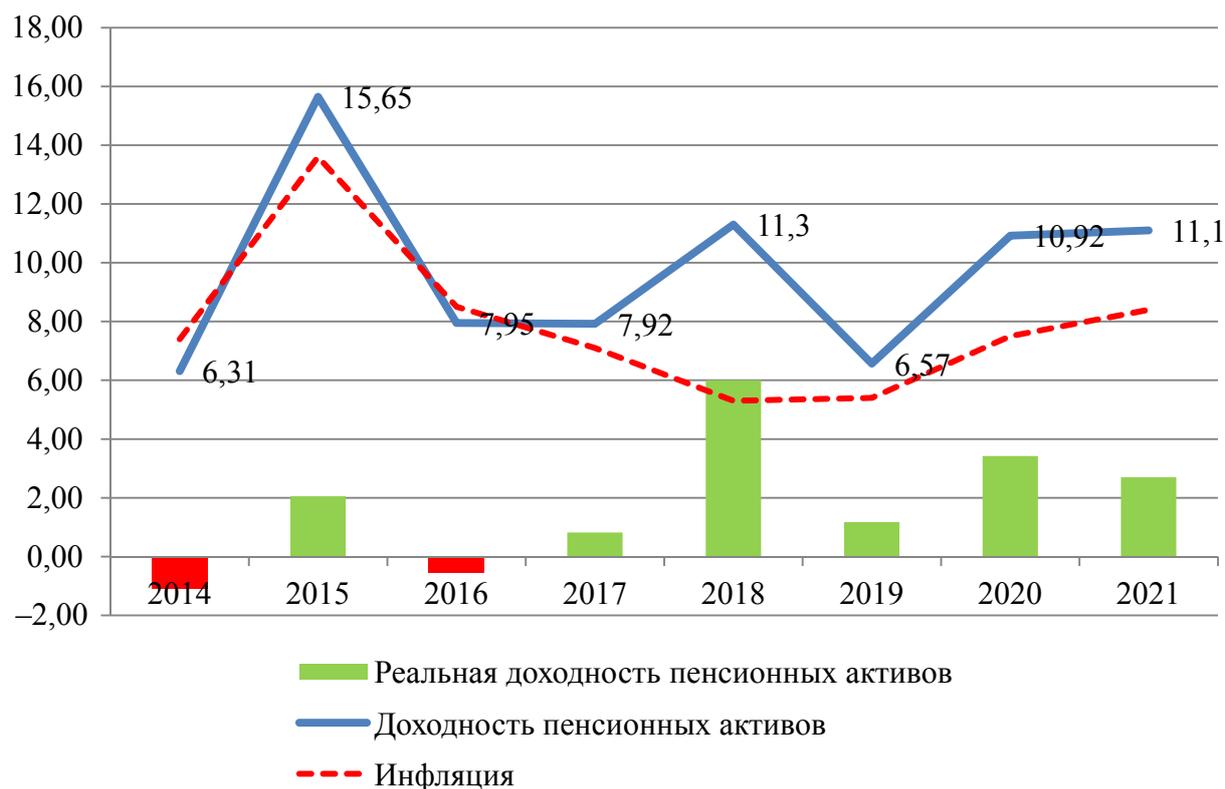


Рис. 1 / Fig. 1. Доходность пенсионных активов ЕНПФ в сопоставлении с инфляцией, % / Return on UAPF Pension Assets Compared to Inflation, %

Источник / Source: составлено автором по данным АО «ЕНПФ» / Compiled by the author from "UAPF" JSC data.

Масштабы государственной компенсации отрицательной реальной доходности пенсионных активов зависят от двух основных параметров: объема пенсионных активов в ЕНПФ и объема пенсионных выплат. В 2014 и 2016 гг., когда фиксировалась отрицательная реальная доходность, объем пенсионных накоплений составлял 4,5 и 6,7 трлн тенге соответственно, по итогам 2021 г. этот показатель достиг 13,1 трлн тенге. Вместе с ростом размера накоплений растет и объем потенциальных расходов государства на компенсацию в рамках гарантирования их сохранности. Другой параметр, от которого зависят эти расходы, — объем пенсионных выплат, который также постоянно увеличивается по мере роста числа получателей пенсии в рамках накопительной системы. Если в 2014 г. объем пенсионных выплат из ЕНПФ составил 93 млрд тенге, то в 2021 г. — уже 2883 млрд<sup>6</sup>. Пропорционально растут и расходы бюджета на выплату компенсаций. Учитывая, что объем пенсионных накоплений и их выплат

будет увеличиваться, цена ошибки в управлении пенсионными активами резко возрастает, а обеспечение положительной реальной доходности по ним является критически важной задачей в контексте обеспечения стабильности бюджетного процесса в долгосрочной перспективе.

Между тем возрастающая турбулентность мировых финансовых рынков все сильнее затрудняет возможность обеспечения высокой доходности по пенсионным активам, особенно с учетом того, что пенсионные фонды традиционно придерживаются консервативных инвестиционных стратегий, не предполагающих высокой доходности. Практика размещения пенсионных активов, направленная на минимизацию инвестиционных рисков, используется как фондами развитых стран [20–24], так и развивающихся рынков [25–28]. ЕНПФ также ориентирован на вложения в низкорисковые финансовые инструменты (государственные ценные бумаги, облигации, депозиты), совокупная доля которых в портфеле фонда составляет около 90%.

Данная практика затрудняет выполнение задачи по опережению инфляции доходностью пенсионных активов. В большинстве развитых

<sup>6</sup> Показатели по пенсионным активам в динамике. Сайт АО «ЕНПФ». URL: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/pa/current.php> (дата обращения: 21.07.2022).

экономик и в значительной части развивающихся реальная доходность пенсионных активов отличается невысокими уровнями. Исследование Всемирного банка за 2000–2005 гг. показало, что средняя реальная доходность пенсионных активов за этот период для США составила 1,5% годовых, для Канады — 3,5%, для Великобритании — 1,9%, для стран Западной Европы — 2%, для Бразилии — 2,7%, для Японии — 4,8%, т.е. была достаточно умеренной. Хотя в отдельных странах (Боливия, Перу, Уругвай, Польша) реальная доходность составила около 10% [27]. Данные ОЭСР за 2020 г. демонстрируют умеренную реальную доходность для пенсионных фондов из стран организации, в большинстве из которых она сложилась на уровне ниже 5%, а в некоторых (Австралия, Чехия, Польша) оказалась отрицательной (OECD, 2021<sup>7</sup>).

### РОСТ ДОЛИ ЗАРУБЕЖНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ В ПОРТФЕЛЕ ЕНПФ И ФОРМИРОВАНИЕ ВЗАИМОСВЯЗИ МЕЖДУ ЕГО ДОХОДНОСТЬЮ И КУРСОМ ТЕНГЕ

Ограниченные возможности повышения доходности, а также недостаточная развитость внутреннего рынка долевого и долговых ценных бумаг в Казахстане наряду с быстрым ростом объема пенсионных активов, превышающим возможности местного рынка, обусловили быстрый рост инвестиций ЕНПФ в зарубежные финансовые инструменты (рис. 2). Если на начало 2015 г. (первого полного года функционирования ЕНПФ) доля валютных инструментов в портфеле фонда составляла 11,86%, а их объемом 536 млрд тенге<sup>8</sup>, то на 01.01.2022 эти показатели измерялись, соответственно, 32,7% и 4277 млрд тенге<sup>9</sup>.

Рост доли валютных финансовых инструментов в инвестиционном портфеле ЕНПФ, которая с 2018 г. держится на уровне выше 30% (средний показатель за последние четыре года составил 31,1%), сопровождался повышением реальной

доходности пенсионных активов. С 2018 по 2021 г. этот показатель был только положительным, его значение изменялось в пределах от 1,2 до 6%, а средний за эти четыре года уровень составил 3,3%. В первые же четыре года функционирования ЕНПФ, когда доля валютных финансовых инструментов в его портфеле была значительно ниже, на два года положительной реальной доходности пенсионных активов пришлось два года их отрицательной доходности, а средний за четыре года показатель составил всего 0,3% (рис. 3).

Повышение доходности пенсионных активов в последние четыре года можно было бы отчасти объяснить тем, что расширение спектра финансовых инструментов за счет более активных инвестиций на зарубежных рынках дало возможность получать дополнительные доходы. Однако, на наш взгляд, этот фактор формирования доходности не играл существенной роли в ее повышении. В портфеле ЕНПФ очень невелика доля ценных бумаг с высокой волатильностью (акций, депозитарных расписок), дающих возможность получения высокого курсового дохода. Этим во многом объясняется и невысокий вклад дохода от рыночной переоценки ценных бумаг в общий объем инвестиционного дохода ЕНПФ. Доля этого компонента в инвестиционном доходе в течение 2015–2021 гг. колебалась в интервале от 5,1 до 10,5%, а среднее значение этого показателя за семь лет составило 2,6%<sup>10</sup>.

Значительно большее влияние на повышение объемов инвестиционного дохода оказал такой их компонент, как доходы от переоценки иностранной валюты. Совокупный объем этих доходов за восемь с половиной лет (с 2014 по I полугодие 2022 г.) приблизился к 1,5 трлн тенге, а средний удельный вес в общем объеме инвестиционного дохода за этот период составил 22,5%<sup>11</sup>. Таким образом переоценка валюты дает на порядок больший инвестиционный доход за счет курсовой разницы, чем переоценка ценных бумаг.

Значительный удельный вес доходов от переоценки иностранной валюты, который за пери-

<sup>7</sup> PENSION FUNDS IN FIGURES. OECD, JUNE 2021. URL: <https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Funds-in-Figures-2021.pdf> (дата обращения: 22.07.2022).

<sup>8</sup> Информация по инвестиционному управлению пенсионными активами АО «ЕНПФ» за декабрь 2014 года. Сайт АО «ЕНПФ». URL: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/invest/review.php#2022> (дата обращения: 22.07.2022).

<sup>9</sup> Информация по инвестиционному управлению пенсионными активами АО «ЕНПФ» на 1 января 2022 года. Сайт АО «ЕНПФ». URL: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/invest/review.php#2022> (дата обращения: 22.07.2022).

<sup>10</sup> Рассчитано по данным из следующих источников: Информация по инвестиционному управлению пенсионными активами АО «ЕНПФ» за 2014–2022 годы. Сайт АО «ЕНПФ». URL: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/invest/review.php#2022> (дата обращения: 22.07.2022).

<sup>11</sup> Рассчитано по данным из следующих источников: Информация по инвестиционному управлению пенсионными активами АО «ЕНПФ» за 2014–2022 годы. Сайт АО «ЕНПФ». URL: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/invest/review.php#2022> (дата обращения: 22.07.2022).



Рис. 2 / Fig. 2. Динамика объема и удельного веса пенсионных активов, вложенных в валютные финансовые инструменты в сопоставлении с общим объемом пенсионных активов ЕНПФ / Dynamics of the Volume and Net Weight of Pension Assets Invested in Foreign Currency Financial Instruments Compared to the Total Volume of UAPF Pension Assets

Источник / Source: составлено автором по данным АО «ЕНПФ» / Compiled by the author from "UAPF" JSC data.

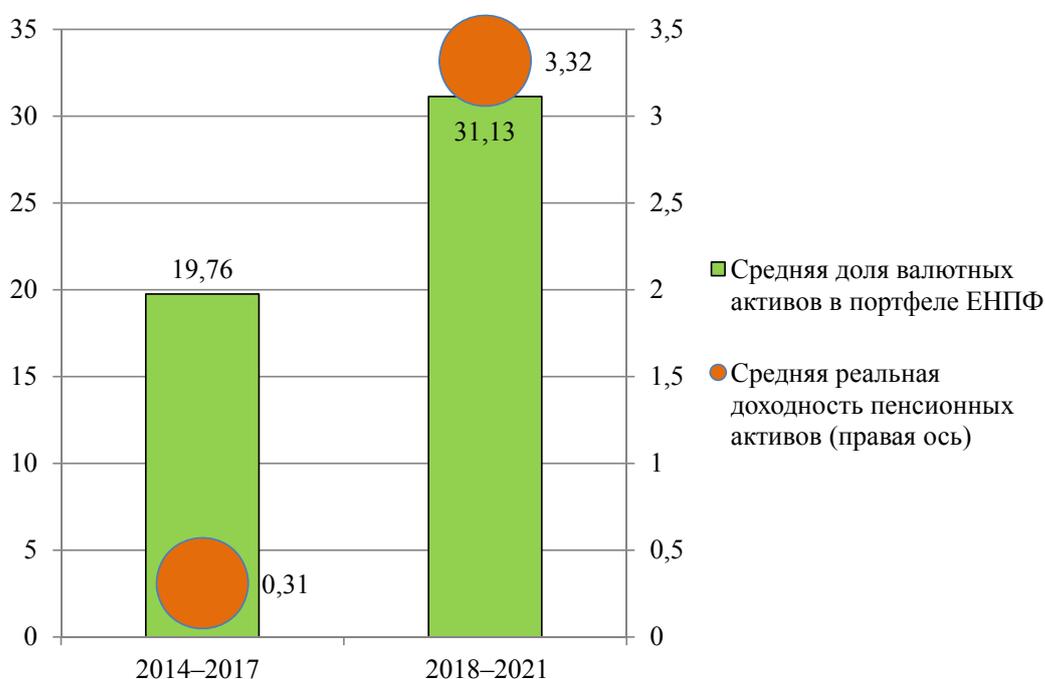


Рис. 3 / Fig. 3. Реальная доходность пенсионных активов ЕНПФ и доли валютных финансовых инструментов в портфеле, % / Real Return on UAPF Pension Assets and the Share of Foreign Currency Financial Instruments in the Portfolio, %

Источник / Source: составлено автором по данным АО «ЕНПФ» / Compiled by the author from "UAPF" JSC data.



Рис. 4 / Fig. 4. Сравнительная динамика показателей доходов от переоценки валюты и изменения курса доллара США к тенге / Comparative Dynamics of Indicators of Income from Currency Revaluation and Changes in the Exchange Rate of the US Dollar Against Tenge

Источники / Sources: составлено автором по данным АО «ЕНПФ» и Национального банка Казахстана / Compiled by the author from "UAPF" JSC and National bank of Kazakhstan data.

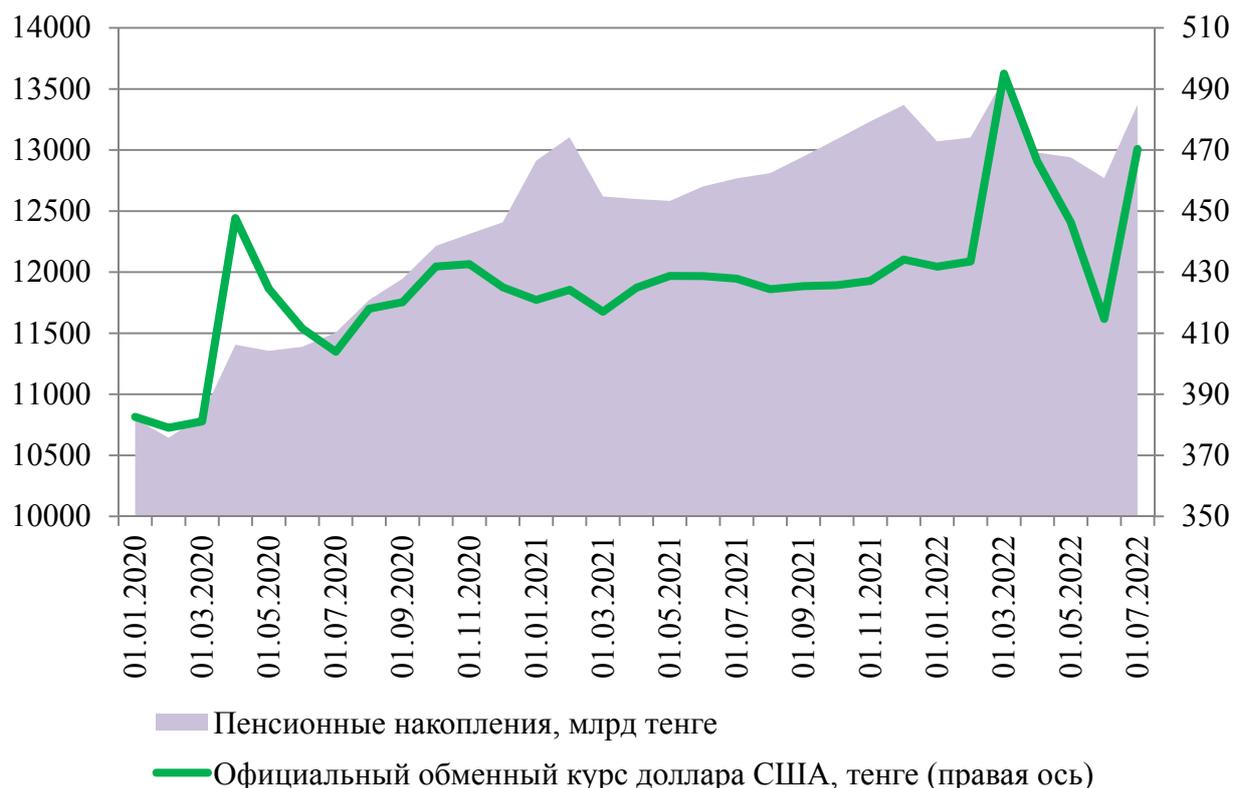
од функционирования ЕНПФ составляет почти четверть от общего объема его инвестиционных доходов, означает зависимость итогового финансового результата от этого компонента. Соответственно, и положительная реальная доходность пенсионных активов в значительной мере обуславливается наличием и размером дохода от переоценки валюты. Так, в 2016 г., когда Национальный банк допустил единственный спад реальной доходности пенсионных активов ниже нуля, переоценка валюты также принесла убыток, крупнейший за семь полных лет его управления портфелем ЕНПФ. Взаимосвязь между доходами от переоценки иностранной валюты и доходностью пенсионных активов подтверждается и высоким коэффициентом корреляции между этими показателями на уровне 0,86 за период с 2014 по 2021 г.

В свою очередь, доходы от переоценки валюты ЕНПФ формируются, прежде всего, за счет изменения курса тенге. Так, в 2020 г. чистая прибыль по операциям с иностранной валютой в объеме 290,9 млрд тенге была сформирована за счет кур-

совой разницы в размере 291 млрд тенге и убытка от торговых операций в размере 81 млн тенге<sup>12</sup>. Курсовая разница же образуется вследствие изменения курса тенге к другим валютам, в которых размещена валютная часть пенсионных активов. Преобладающей иностранной валютой в данном случае является доллар США, на который приходится почти весь объем вложений пенсионных накоплений в иностранной валюте. Так, на 01.07.2022 доля доллара в валютных активах составила 99,7%<sup>13</sup>. Соответственно, изменение курса тенге относительно доллара США ведет

<sup>12</sup> Акционерное общество «Единый накопительный пенсионный фонд». Активы пенсионной системы. Финансовая отчетность и аудиторское заключение независимого аудитора за год, закончившийся 31 декабря 2020 года. С. 22. Сайт АО «ЕНПФ». URL: <https://www.enpf.kz/upload/medialibrary/a32/a326c3b53c580bd54d45e19b2b3daffb.PDF> (дата обращения: 25.07.2022).

<sup>13</sup> Информация по инвестиционному управлению пенсионными активами АО «ЕНПФ» на 1 июля 2022 г. С. 4. Сайт АО «ЕНПФ». URL: [file:///C:/Users/Первый/Downloads/guid=b7379b3f-e4e4-4ed7-88a0-efdfc57c5161%20\(4\).pdf](file:///C:/Users/Первый/Downloads/guid=b7379b3f-e4e4-4ed7-88a0-efdfc57c5161%20(4).pdf) (дата обращения: 25.07.2022).



**Рис. 5 / Fig. 5. Сравнительная динамика объема пенсионных активов ЕНПФ и курса доллара США к тенге / Comparative Dynamics of the Volume of Pension Assets of the UAPF and the Exchange Rate of the US Dollar Against Tenge**

Источники / Sources: составлено автором по данным АО «ЕНПФ» и Национального банка Казахстана / Compiled by the author from "UAPF" JSC and National Bank of Kazakhstan data.

к возникновению курсовой разницы и, как следствие, инвестиционного дохода или убытка от переоценки иностранной валюты. Взаимосвязь между изменением курса доллара США к тенге, объемом доходов от переоценки валюты, а также удельным весом данных доходов в общем объеме инвестиционного дохода по пенсионным активам отражают графики на рис. 4.

Данные графики наглядно демонстрируют взаимосвязь между изменением курса тенге и доходами (либо убытками) от переоценки валюты и их ролью в формировании инвестиционного дохода ЕНПФ. Эта взаимосвязь отражает наличие данных доходов в периоды девальвации тенге и формирование убытков от переоценки валюты в те годы, когда тенге укреплялся (2016 и 2019 гг.). Возникновение данной взаимосвязи и ее усиление по мере роста доли валютных инструментов в активах ЕНПФ сформировали и более общую зависимость доходности пенсионных активов в целом от изменения курса тенге. При этом следует отметить, что курсовая разница, формирующая доходы от переоценки валюты,

возникает как следствие изменения стоимости пенсионных активов, т.е. изменение курса тенге влияет не только на их доходность, но и на объем. Девальвация тенге увеличивает объем пенсионных активов, а укрепление тенге — уменьшает его. Влияние курса тенге на объем пенсионных активов нагляднее прослеживается на коротких временных интервалах в последние годы, когда доля валютных инструментов в портфеле ЕНПФ превышала 30%. Динамика курса тенге и объема пенсионных активов ЕНПФ на месячных интервалах с 01.01.2020 по 01.07.2022 г. — в период, когда среднее значение удельного веса валютных активов составляло 31,2%, отражает наличие взаимосвязи между этими показателями (рис. 5).

В периоды сильных колебаний курса тенге происходили и более выраженные изменения в объеме пенсионных активов. Эта взаимосвязь подтверждается и достаточно высоким коэффициентом корреляции (0,7) между данными переменными в рассматриваемый период. Именно эти изменения в стоимости активов, связанные с колебаниями курса тенге, в значительной мере

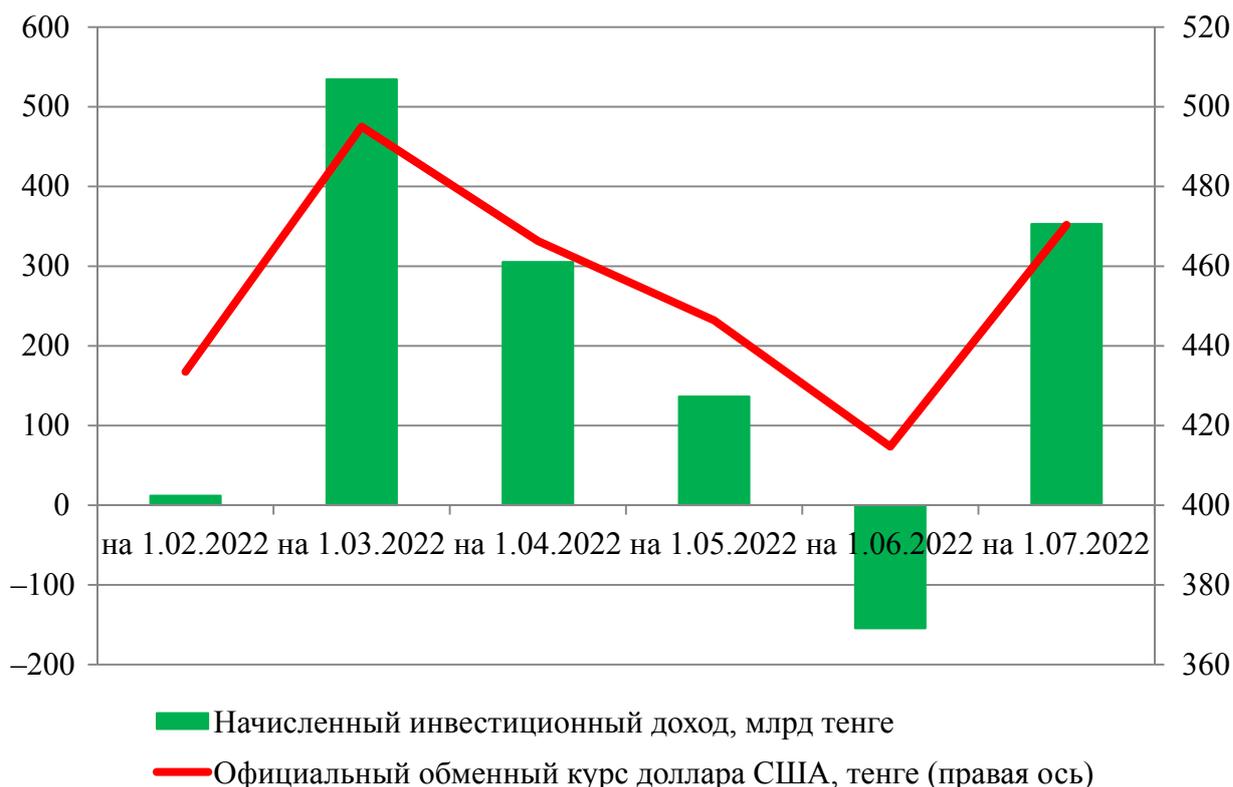


Рис. 6 / Fig. 6. Зависимость инвестиционного дохода (убытка) ЕНПФ от курса доллара к тенге в I полугодии 2022 г. / Dependence of Investment Income (Loss) of UAPF on the Dollar/Tenge Exchange Rate in the First Half of 2022

Источники / Sources: составлено автором по данным АО «ЕНПФ» и Национального банка Казахстана / Compiled by the author from "UAPF" JSC and National Bank of Kazakhstan data.

обусловливали и динамику объема инвестиционных доходов (убытков) ЕНПФ через переоценку валюты. Взаимосвязь данного показателя и курса доллара к тенге была особенно выраженной в периоды высокой волатильности казахстанского валютного рынка, в частности, в I полугодии 2022 г. (рис. 6).

### ВЗАИМОСВЯЗЬ МЕЖДУ ДОХОДНОСТЬЮ ПЕНСИОННЫХ АКТИВОВ И КУРСОМ ТЕНГЕ И ЕЕ ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ ВАЛЮТНОГО РЫНКА КАЗАХСТАНА

Таким образом, можно констатировать формирование значимой взаимосвязи между ситуацией на внутреннем валютном рынке Казахстана и параметрами накопительной пенсионной системы, возникшей вследствие увеличения доли валютных активов в портфеле ЕНПФ. Принимая во внимание высокую роль дохода от переоценки валют в обеспечении доходности пенсионных активов и необходимость обеспечения ее величины на уровне, превышающем инфля-

цию, можно сделать вывод о том, что данная взаимосвязь имеет обоюдный характер. Иными словами, не только изменение курса тенге влияет на доходность пенсионных активов, но и необходимость обеспечения этой доходности может оказывать влияние на курс тенге.

Гипотеза о таком влиянии, на наш взгляд, может подтверждаться достаточно существенными изменениями, которые произошли в процессе формирования курса тенге в последние несколько лет, именно в период, когда доля валютных инструментов в активах ЕНПФ достигла максимальных уровней. Суть этих изменений заключается в том, что курс тенге постепенно утрачивал связь с основными параметрами внешнего сектора, формирующими спрос и предложение валюты на внутреннем рынке, — экспортом, торговым балансом, сальдо текущего счета, а также факторами, которые определяют данные параметры, в первую очередь внешнеэкономической конъюнктурой, включая приоритетный для Казахстана фактор цены на нефть.

В Казахстане в течение длительного периода 2000–2016 гг. (рис. 7) курс тенге в значительной

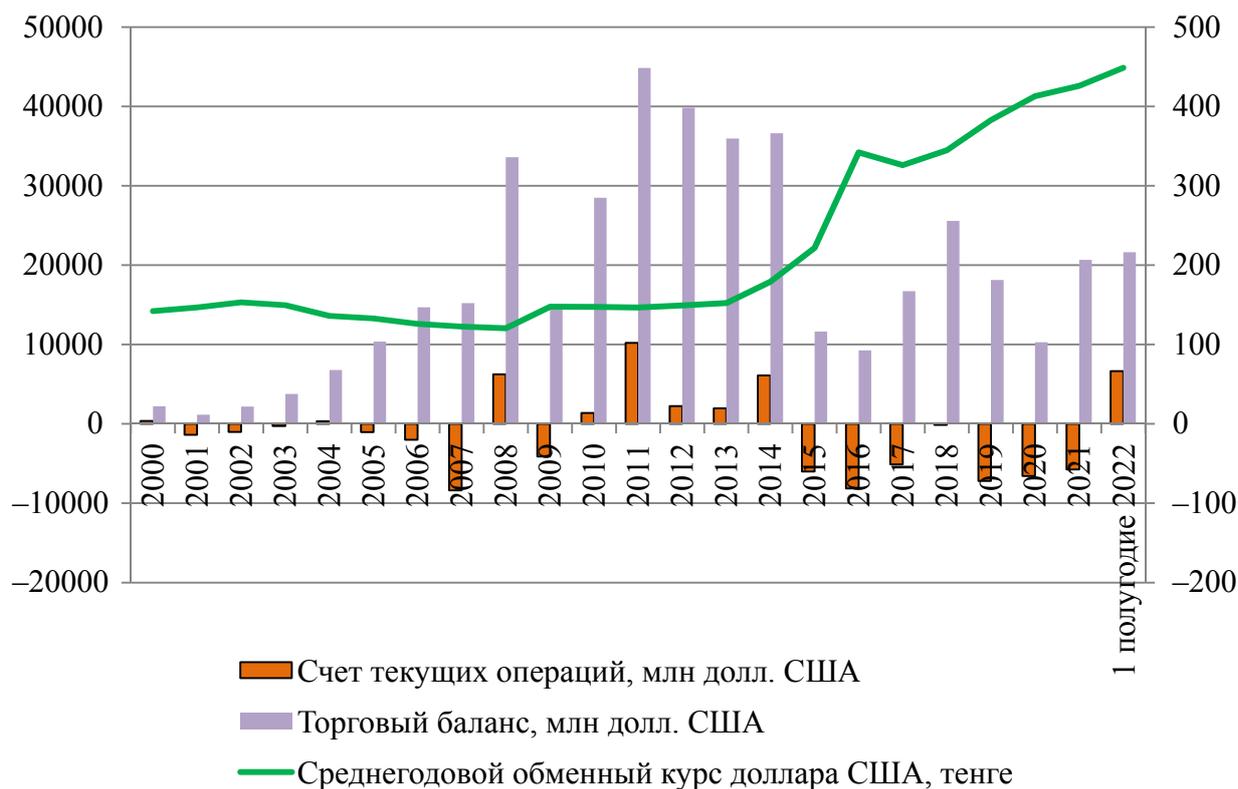


Рис. 7 / Fig. 7. Сравнительная динамика обменного курса доллара США к тенге, торгового баланса и счета текущих операций / Comparative Dynamics of the Exchange Rate of the US Dollar Against the Tenge, the Trade Balance and the Current Account

Источники / Sources: составлено автором по данным Национального банка Казахстана / Compiled by the author from National bank of Kazakhstan data.

мере обуславливался фундаментальными факторами. Это проявлялось, в частности, в его укреплении в 2002–2008 гг. на фоне роста нефтяных цен и обусловленного им увеличения профицита внешней торговли; стабильности в 2010–2013 гг. на фоне профицитного торгового баланса, формировавшегося высокой и стабильной ценой нефти; наконец, снижением в 2014–2016 гг., вызванным падением ключевых параметров внешнего сектора под влиянием обвала нефтяных цен со 110 до 35 долл. США.

Однако с 2018 г. взаимосвязь между курсом тенге и показателями внешнего сектора нарушилась. Казахская валюта в этот период постепенно снижается вне зависимости от цен на нефть, размера профицита торгового баланса и текущего счета. При этом ее снижение имеет существенные масштабы: доллар укрепился к тенге в период с 2017 по I полугодие 2022 г. на 38% — сильнее, чем во время глобального финансового кризиса 2009 г. (20,3%), или во время трехкратного обвала нефтяных цен в 2015 г. (24%). Эта ситуация дает основание для вывода

о появлении неких новых факторов в формировании курса казахстанской валюты, которые стали преобладать над традиционными. При этом действие данных новых факторов усиливается, что особенно заметно в период 2021–2022 гг., когда тенге ускорил снижение на фоне резкого роста профицита внешней торговли и сальдо текущего счета.

На наш взгляд, возникшие в последние годы искажения процессов курсообразования могут являться следствием проблем с бюджетным процессом, необходимостью обеспечения сохранности Национального фонда и пр. [29]. В отношении же проблемы влияния доходности пенсионных активов на валютный рынок Казахстана можно обратить внимание на то, что период утраты взаимосвязи курса тенге с фундаментальными факторами и параметрами внешнего сектора совпадает с периодом максимизации удельного веса валютных инструментов в портфеле ЕНПФ и возникновением жесткой зависимости его доходности от курсовой разницы, формируемой переоценкой валютных активов.

Данная проблема особенно наглядно проявилась в I полугодии 2022 г., когда произошло снижение курса тенге с 431,8 до 465,1 тенге за доллар США<sup>14</sup> на фоне взлета цен на нефть и последующего роста положительного сальдо торгового баланса и текущего счета Казахстана. Феномен снижения курса казахстанской валюты в столь благоприятных условиях, на наш взгляд, объясняется тем, что в этот период произошло также резкое падение доходности пенсионных активов ЕНПФ с ее снижением до очень больших отрицательных значений. Это падение было вызвано двумя основными факторами: ускорением инфляции, которая выросла до 14,5% в июне против 8% в декабре 2021 г.<sup>15</sup>, и сильным падением мировых финансовых рынков, что привело к снижению стоимости активов в портфеле ЕНПФ. В результате реальная доходность пенсионных активов стала отрицательной, причем с неприемлемо большими значениями — в мае этот показатель превысил 10%. Дополнительным фактором падения доходности стало укрепление курса тенге, сформировавшее инвестиционный убыток от переоценки иностранной валюты в размере 81 млрд тенге<sup>16</sup>. Отрицательная реальная доходность таких масштабов по итогам года могла сформировать очень большие обязательства государства по ее компенсации — при совокупных пенсионных накоплениях в ЕНПФ в размере около 13 трлн тенге 10% подлежащей компенсации разницы между инфляцией и доходностью эквивалентны 1,3 трлн тенге. Эта ситуация, на наш взгляд, могла обусловить попытки срочного повышения доходности пенсионных активов управляющим ими Национальным банком.

В условиях падающих финансовых рынков и нарастающей инфляции фактически единственным способом повышения доходности оставалось увеличение такого компонента инвестиционного дохода ЕНПФ, как доход от переоценки иностранной валюты. Основным источником формиро-

вания этого дохода является девальвация тенге, которая интенсивно происходила в I полугодии 2022 г., несмотря на чрезвычайно благоприятные внешние факторы. Снижение курса казахстанской валюты внесло существенный вклад в формирование дохода по пенсионным активам от переоценки иностранной валюты, который составил за полугодие 231 млрд тенге<sup>17</sup> и сформировал две трети общего объема инвестиционного дохода.

Принимая во внимание все указанные особенности ситуации в сфере формирования курса тенге на валютном рынке Казахстана, можно сделать вывод о наличии значительного влияния ситуации с доходностью ЕНПФ на этот курс. Реализации этого влияния способствует то, что как управляющим пенсионными активами, так и регулятором валютного рынка выступает один орган — Национальный банк Казахстана. В I полугодии 2022 г., в период обострившихся проблем с доходностью ЕНПФ, регулятор резко сократил объем продажи валюты из Национального фонда на казахстанском валютном рынке, что не могло не отразиться на формировании курса тенге. Продажи валюты из Национального фонда формируют значительную часть торгов биржевого валютного рынка — в 2021 г. они составили 28%<sup>18</sup>. Поэтому сокращение объема этих продаж не могло не отразиться на курсе тенге, внося существенный вклад в его снижение. То есть ослабление тенге и полученный за счет него доход от переоценки иностранной валюты позволили несколько смягчить потери доходности ЕНПФ.

## ВЫВОДЫ

На наш взгляд, гипотеза о формировании взаимосвязи между курсом валюты и инвестиционной доходностью пенсионных активов в Казахстане подтверждается как выявленным устойчивым влиянием на эту доходность фактора переоценки иностранной валюты в портфеле ЕНПФ, так и нестандартной динамикой казахстанской валюты в условиях существенного улучшения внешнеэкономической конъюнктуры. Основным последствием рассмотренной взаимосвязи можно признать рост ее влияния

<sup>14</sup> Ежедневные официальные (рыночные) курсы валют. Национальный банк Казахстана. URL: <https://nationalbank.kz/ru/exchangerates/ezhednevnye-oficialnye-rynochnye-kursy-valyut/report?rates%5B%5D=5&beginDate=2022-01-01&endDate=2022-06-30> (дата обращения: 07.09.2022).

<sup>15</sup> Статистика цен. Бюро национальной статистики Агентства по стратегическому планированию и реформам Республики Казахстан. URL: <https://stat.gov.kz/official/industry/26/statistic/5> (дата обращения: 07.09.2022).

<sup>16</sup> Информация по инвестиционному управлению пенсионными активами АО «ЕНПФ» на 1 июня 2022 года. Сайт АО «ЕНПФ». URL: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/invest/review.php#2022> (дата обращения: 22.07.2022).

<sup>17</sup> Информация по инвестиционному управлению пенсионными активами АО «ЕНПФ» на 1 июля 2022 года. Сайт АО «ЕНПФ». URL: <https://www.enpf.kz/ru/indicators/invest/review.php#2022> (дата обращения: 22.07.2022).

<sup>18</sup> Операции Национального фонда. Национальный банк Казахстана. URL: <https://nationalbank.kz/ru/page/operacii-nacionalnogo-fonda> (дата обращения: 10.09.2022).

на валютный рынок Казахстана и повышение роли доходности пенсионных активов в качестве нового фактора формирования курса тенге.

Принимая во внимание тот факт, что реальная доходность пенсионных активов является производной от уровня инфляции и ситуации на мировых финансовых рынках, можно про-

гнозировать дальнейшее усложнение задачи по обеспечению ее положительных значений. Отрицательная реальная доходность пенсионных активов будет означать увеличение расходов государственного бюджета на их компенсацию и вносить растущий вклад в разбалансирование бюджетного процесса.

### БЛАГОДАРНОСТИ

Данное исследование финансировалось Комитетом науки Министерства науки и высшего образования Республики Казахстан (грант № BR 21882302 «Казахстанский социум в условиях цифровой трансформации: перспективы и риски»). Институт философии, политологии и религиоведения Комитета науки Министерства науки и высшего образования Республики Казахстан, Алматы, Казахстан.

### ACKNOWLEDGMENTS

This research has been/was/is funded by the Committee of Science of the Ministry of Science and Higher Education of the Republic of Kazakhstan (Grant No. BR 21882302 “Kazakhstan’s society in the context of digital transformation: prospects and risks”). Institute of Philosophy Political Science and Religious Studies by the Committee of Science of the Ministry of Science and Higher Education of the Republic of Kazakhstan, Almaty, Kazakhstan.

### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ / REFERENCES

1. Blackhurst R., Adam M. C. The relation between the current account and the exchange rate: A survey of the recent literature. In: De Grauwe P., Peeters T., eds. Exchange rates in multicountry econometric models. London: Palgrave Macmillan; 1983:58–102. DOI: 10.1007/978-1-349-17286-3\_3
2. Isard P., Faruqee H., Kincaid G. R., Fetherston M. Methodology for current account and exchange rate assessments. IMF Occasional Paper. 2001;(209). DOI: 10.5089/9781589060814.084
3. Fratzscher M., Juvenal L., Sarno L. Asset prices, exchange rates and the current account. *European Economic Review*. 2010;54(5):643–658. DOI: 10.1016/j.eurocorev.2009.12.005
4. Dornbusch R., Fischer S. Exchange rates and the current account. *The American Economic Review*. 1980;70(5):960–971.
5. Baldwin R., Krugman P. Persistent trade effects of large exchange rate shocks. *The Quarterly Journal of Economics*. 1989;104(4):635–654. DOI: 10.2307/2937860
6. Arize A. C., Osang T., Slottje D. J. Exchange-rate volatility and foreign trade: Evidence from thirteen LDC’s. *Journal of Business & Economic Statistics*. 2000;18(1):10–17. DOI: 10.1080/07350015.2000.10524843
7. Kharroubi E. The trade balance and the real exchange rate. *BIS Quarterly Review*. 2011;(Sep.):33–42. URL: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1109e.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1109e.pdf)
8. Шульгин А. Г., Ларин А. В., Новак А. Е. Эмпирический анализ эффектов платежного баланса. *Финансовая аналитика: проблемы и решения*. 2012;(20):16–26.  
Shul’gin A. G., Larin A. V., Novak A. E. Empirical analysis of balance of payments effects. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya = Financial Analytics: Science and Experience*. 2012;(20):16–26. (In Russ.).
9. Liew K.-S., Lim K.-P., Hussain H. Exchange rate and trade balance relationship: The experience of ASEAN countries. *Journal of Management Sciences*. 2000;3:15–18. URL: [https://www.researchgate.net/publication/23746205\\_Exchange\\_Rate\\_and\\_Trade\\_Balance\\_Relationship\\_The\\_Experience\\_of\\_ASEAN\\_Countries](https://www.researchgate.net/publication/23746205_Exchange_Rate_and_Trade_Balance_Relationship_The_Experience_of_ASEAN_Countries)
10. Bhat S. A., Bhat J. A. Impact of exchange rate changes on the trade balance of India: An asymmetric nonlinear cointegration approach. *Foreign Trade Review*. 2021;56(1):71–88. DOI: 10.1177/0015732520961328
11. Goldberg M. D., Frydman R. Macroeconomic fundamentals and the DM/\$ exchange rate: Temporal instability and the monetary model. *International Journal of Finance & Economics*. 2001;6(4):421–435. DOI: 10.1002/ijfe.166

12. Балалаева И. Е. Оценка и прогнозирование курса юаня согласно модели платежного баланса. *Экономические отношения*. 2018;8(3):453–460. DOI: 10.18334/eo.8.3.39195  
Balalaeva I. E. Yuan exchange rate estimation and forecasting according to balance of payment. *Ekonomicheskie otnosheniya = Journal of International Economic Affairs*. 2018;8(3):453–460. (In Russ.). DOI: 10.18334/eo.8.3.39195
13. Никитина М. Г., Друзин Р. В. Влияние платежного баланса Турции на курс национальной валюты в контексте финансовой нестабильности. *Ученые записки Крымского федерального университета имени В. И. Вернадского. Экономика и управление*. 2022;8(1):99–108.  
Nikitina M. G., Druzin R. V. Influence of Turkey's balance of payments on the exchange rate of the national currency in the context of financial instability. *Uchenye zapiski Krymskogo federal'nogo universiteta imebi V. I. Vernadskogo. Ekonomika i upravlenie = Scientific Notes of V. I. Vernadsky Crimean Federal University. Economics and Management*. 2022;8(1):99–108. (In Russ.).
14. Stučka T. The effects of exchange rate change on the trade balance in Croatia. IMF Working Paper. 2004;(65). URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0465.pdf>
15. Benazić M., Kersan-Škabić I. The determinants of exchange rate in Croatia. *Eastern Journal of European Studies*. 2016;7(1):125–150. URL: [https://www.researchgate.net/publication/312563452\\_The\\_determinants\\_of\\_exchange\\_rate\\_in\\_Croatia](https://www.researchgate.net/publication/312563452_The_determinants_of_exchange_rate_in_Croatia)
16. Vieira F. V., MacDonald R. The role of exchange rate for current account: A panel data analysis. *Economía*. 2020;21(1):57–72. DOI: 10.1016/j.econ.2020.05.002
17. Левкович А. П., Войтехович А. Н. Особенности взаимосвязи валютного курса и платежного баланса стран с транзитивной экономикой. *Вестник Белорусского государственного экономического университета*. 2013;(1):14–21.  
Levkovich A. P., Voitekhovich A. N. Features of the relationship between the exchange rate and the balance of payments of countries with transitive economies. *Vestnik Belorusskogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta = Belarusian State Economic University Bulletin*. 2013;(1):14–21. (In Russ.).
18. Osipov D. G., Smirnov V. V., Gurdzhiyan V. L. Analysis of changes in Russia's balance of payments. In: Ashmarina S. I., Mantulenko V. V., eds. *Global challenges and prospects of the modern economic development (GCPMED 2020)*. (Samara, December 15–16, 2020). London: European Proceedings; 2020:93–100. (European Proceedings of Social and Behavioural Sciences. Vol. 79). DOI: 10.15405/epsbs.2020.03.13
19. Кузьмин А. Ю. Валютный курс рубля: моделирование сравнительной среднесрочной и долгосрочной динамики. *Финансы: теория и практика*. 2021;25(6):6–15. DOI: 10.26794/2587–5671–2021–25–6–6–15  
Kuzmin A. Yu. Russian ruble exchange rate: Modeling of comparative medium-term and long-term dynamics. *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(6):6–15. DOI: 10.26794/2587–5671–2021–25–6–6–15
20. Blake D. *Pension schemes and pension funds in the United Kingdom*. 2<sup>nd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press; 2003. 770 p.
21. Baker A. J., Logue D. E., Rader J. S. Managing pension fund risk. In: *Managing pension and retirement plans: A guide for employers, administrators, and other fiduciaries*. New York, NY: Oxford University Press; 2004:194–212. DOI: 10.1093/019516590X.003.0016
22. Dyson A. C. L., Exley C. J. Pension fund asset valuation and investment. *British Actuarial Journal*. 1995;1(3):471–557. DOI: 10.1017/S 1357321700001203
23. Hue B., Jinks A., Spain J., Bora M., Siew S. Investment risk for long-term investors: Risk measurement approaches. Considerations for pension funds and insurers. *British Actuarial Journal*. 2019;24: e16. DOI: 10.1017/S 1357321719000102
24. Hinz R., Rudolph H. P., Antolín P., Yermo J., eds. *Evaluating the financial performance of pension funds*. Washington, DC: The World Bank; 2010. 280 p. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/58cdb8ed-512f-5f76-afd6-68fe1ff34808/content>
25. Соколов А. П. Инвестиционная политика негосударственных пенсионных фондов. *Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета*. 2011;(4):135–139.  
Sokolov A. P. Investment policy of private pension funds. *Vestnik Saratovskogo gosudarstvennogo sotsial'no-ekonomicheskogo universiteta = Vestnik of Saratov State Socio-Economic University*. 2011;(4):135–139. (In Russ.).

26. Мельников Р. М. Механизм регулирования инвестиционных рисков участников накопительного компонента пенсионной системы Российской Федерации и пути его совершенствования. *Финансы и кредит*. 2014;(42):34–44.  
Mel'nikov R.M. A mechanism of investment risks regulation of participants of accumulative component of the pension system of the Russian Federation and ways of its improvement. *Finansy i kredit = Finance and Credit*. 2014;(42):34–44. (In Russ.).
27. Горловская И. Г., Огорелкова Н. В., Реутова И. М. Внутренние факторы эффективности управления портфелями пенсионных накоплений. *Научный вестник: финансы, банки, инвестиции*. 2019;(3):13–22.  
Gorlovskaya I. G., Ogorelkova N. V., Reutova I. M. Internal factors of the efficiency of managing portfolio pension accumulations. *Nauchnyi vestnik: finansy, banki, investitsii = Scientific Bulletin: Finance, Banking, Investment*. 2019;(3):13–22. (In Russ.).
28. Kabiri M. S., Elmsiyah C., Nouisser O. Strategic asset allocation and active management: evidence from Moroccan pension funds. *Finance: Theory and Practice*. 2022;26(4):157–170. DOI: 10.26794/2587–5671–2022–26–4–157–170
29. Додонов В. Ю. Инвестиционная деятельность государственных институтов на зарубежных финансовых рынках как новый фактор изменения курса тенге. *Восточная аналитика*. 2020;(1):17–33. DOI: 10.31696/2227–5568–2020–01–017–033  
Dodonov V. Yu. Investment activity of the public institutions in foreign financial markets as a new factor in the tenge exchange rate. *Vostochnaya analitika = Eastern Analytics*. 2020;(1):17–33. (In Russ.). DOI: 10.31696/2227–5568–2020–01–017–033

### ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



**Вячеслав Юрьевич Додонов** — доктор экономических наук, главный научный сотрудник, Институт философии, политологии и религиоведения Комитета науки Министерства науки и высшего образования Республики Казахстан, Алматы, Казахстан  
**Vyacheslav Yu. Dodonov** — Dr. Sci. (Econ.), Chief Researcher, Institute of Philosophy Political Science and Religious Studies by the Committee of Science of the Ministry of Science and Higher Education of the Republic of Kazakhstan, Almaty, Kazakhstan  
<https://orcid.org/0000-0003-0741-417X>  
dodonovv@mail.ru

*Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.*  
*Conflicts of Interest Statement: The author has no conflicts of interest to declare.*

*Статья поступила в редакцию 21.09.2022; после рецензирования 25.10.2022; принята к публикации 26.11.2022.*

*Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.*  
*The article was submitted on 21.09.2022; revised on 25.10.2022 and accepted for publication on 26.11.2022.*  
*The author read and approved the final version of the manuscript.*