

## KASE: ИСТОРИЯ В ЛИЦАХ



### На новом витке роста

Болат ЖАМИШЕВ, председатель правления  
АО "Банк Развития Казахстана"

---

Перед самым введением национальной валюты в 1993 году, получив приглашение, я пришел работать в Нацбанк заместителем директора департамента экономических исследований и прогноза. Вскоре в Нацбанке был организован Центр перспективных исследований, который я возглавил.

Центр должен был отслеживать, каким образом инструменты денежно-кредитной политики работают в нашей экономике. В теории было понятно, для чего они существуют. Но не было понятно, как они работают в стране, где рыночной экономики еще нет. Удивительно, но исследования показали, что в условиях высокой гиперинфляции инструменты ДКП работали достаточно четко.

До введения национальной валюты не Казначейство, а именно Нацбанк обслуживал кассовое исполнение бюджета. И это была нетипичная функция для финансового регулятора в рыночной экономике. Но структура Нацбанка менялась очень быстро: он обретал характерные для рыночной структуры функции и избавлялся от нетипичных. Например, вначале в НБ РК был департамент по капитальному строительству, и все бюджетные расходы на капитальное строительство шли через Нацбанк.

Помню, что сотрудники этого департамента нам частенько пеняли: дескать, исследуете инфляционные процессы, но на дворе инфляция – тысячи процентов в год, что толку от вас? Но потом оказалось, что департамент строительства никак не вписывался в структуру центрального банка страны с рыночной экономикой, и кассовое обслуживание бюджета сначала перевели в специально созданный бюджетный банк, а потом создали Казначейство Министерства финансов.

Это было время, когда формировалась структура финансового рынка, его ключевые институты. Без этого, наверное, не смог бы в полной мере развиваться и фондовый рынок. Национальный Банк очень активно исполнял функции финансового консультанта правительства. Например, идея накопительной пенсионной системы пошла из Нацбанка. И, на мой взгляд, сочетание накопительной составляющей с солидарной стало наилучшим решением в нашей ситуации.

Пенсионная реформа была связана, прежде всего, с большой задолженностью по пенсиям в первой половине 90-х годов. Практика

показывает, что любая солидарная система приводит к выравниванию пенсионных выплат в силу различных экономических ситуаций и действий правительства по их разрешению. И только накопительная система может обеспечить преимущество тех, кто больше накапливал и, соответственно, сможет получать большую пенсию.

Есть и объяснение того, почему инициатива создания накопительной пенсионной системы пошла от Нацбанка: кроме решения социальных вопросов, было намерение обеспечить развитие институциональных инвесторов для фондового рынка. Это решение дало сильный толчок развитию нашего фондового рынка в 1998 году.

Концепция пенсионной реформы была принята весной 1997 года. И та ее часть, которая касалась накопительной пенсионной системы, была разработана с участием первых руководителей и специалистов Нацбанка и Национальной комиссии по ценным бумагам. Я, будучи участником рабочей группы по подготовке пенсионной реформы, хорошо помню всех, кто предложил тогда ключевые новеллы в концепцию.

В итоге именно накопительные пенсионные фонды способствовали активному развитию фондового рынка в конце 90-х и начале 2000-х годов. Тем не менее, появление такого нового институционального инвестора, как НПФ, не оправдало в полной мере всех надежд в части их воздействия на развитие фондового рынка.

Хотя НПС и способствовала развитию фондового рынка, но она сама прежде должна была вступить в пору зрелости. А на это требуется не менее 20–25 лет, чтобы входящие денежные потоки в виде пенсионных взносов были сбалансированы с исходящими потоками в виде пенсионных выплат. Иначе пенсионная система начинает играть роль пылесоса на фондовом рынке: инвесторы будут до погашения держать бумаги и отрицательно влиять на ликвидность на фондовом рынке. Особенно это стало очевидным после ликвидации нескольких частных НПФ и создания Единого накопительного пенсионного фонда. Создание ЕНПФ усугубило еще одну проблему – так и не созданный «глубокий» и ликвидный рынок государственных казначейских облигаций.

В 2002 году Минфин увеличил объем эмиссии казначейских облигаций в два раза. С 2005 года государственные казначейские облигации стали размещаться Минфином на Казахстанской фондовой бирже. Тем не менее параметры рынка казначейских облигаций не позволили Нацбанку в полной мере проводить операции открытого рынка для целей денежно-кредитной политики. Т. е. проводить операции, посредством которых регулировался бы объем денежной массы в экономике. Нацбанк, эмитируя собственные ГЦБ, по сути, восполнял этот недостаток казначейских облигаций на вторичном рынке для целей денежно-кредитной политики. И до настоящего времени Нацбанк достаточно активно эмитирует ноты в этих же целях.

Если продолжить тему пенсионной системы с точки зрения ее влияния на фондовый рынок, то, считаю, было принято неправильное решение о ликвидации частных НПФ. Это решение сразу отразилось на фондовом рынке. Сейчас есть поручение главы государства обеспечить передачу пенсионных накоплений частным управляющим компаниям. Мне представляется, что это

нужно скорее делать. В этом случае возникают вопросы, по какой схеме это делать. Может быть, необходимо, чтобы управляющие компании имели различные стратегии управления. И должна быть возможность выбора между консервативным и неконсервативным портфелями.

Мне кажется, не нужно пытаться вернуться обратно от ЕНПФ к частным пенсионным фондам. Тем более, что позитив ЕНПФ в том, что это – государственный институт, ответственный за сохранность пенсионных накоплений. Поэтому ЕНПФ должен определять управляющие компании, определять их мандат и передавать им в управление активы. Но за фондом остается ответственность за сохранность активов, контроль за выплатами. Управляющие компании обеспечивают только доходность. Но здесь также возникает вопрос о гарантии государства.

Испытанием для экономики стал 2007 год, когда на международных рынках капитала закрыли лимиты на развивающиеся рынки. Для Казахстана, нашей финансовой системы, этот же год стал началом кризиса. До этого отечественная финансовая система достаточно долго была сильным драйвером нашей экономики. Но в силу того, что таким же драйвером в то время был и строительный сектор, наши банки фондировались для операций на рынке недвижимости через эмиссию ипотечных облигаций. Это обеспечивало рост операций на фондовом рынке.

Но траектория роста, которая казалась очень позитивной, а тенденция – долгосрочной, была сопряжена уже с намечавшейся в самом ее начале тенденцией формирования пузыря на жилищном рынке. И в 2007 году, когда на международных рынках капитала были закрыты лимиты для развивающихся рынков, этот пузырь лопнул в одночасье. Неслучайно кризис 2007–2009 годов обрушил в целом финансовый сектор, фондовый рынок. Однако в любой экономике кризис – это начало нового роста, начало формирования новых тенденций.

Спустя время, и экономика, и финсектор, и фондовый рынок смогли преодолеть негатив и выйти из «красной зоны». Казахстанская фондовая биржа, как основной институт фондового рынка, показала себя уже в посткризисный период состоявшимся институтом. А нынешние тенденции и рост я бы назвал качественными. Текущая ситуация, собственно говоря, демонстрирует, что Казахстанской фондовой биржей уроки были извлечены.

Для нашего банка фондовый рынок – это источник займов, важный источник нашего фондирования. Я бы назвал его основным, классическим источником для Банка развития Казахстана. Те бюджетные средства, которые мы получаем, – это всего лишь часть требуемого. И цель их – только удешевить, а не обеспечить основную сумму фондирования. Дополнительное бюджетное фондирование в наших обязательствах занимает 17 %, все остальное – это деньги с рынка.

Если речь идет о тенге – это размещение наших инструментов на KASE. Но коллапс с ликвидностью, который случился на нашем рынке в 2014–2016 годах, очень сильно повлиял на рынок, где стоимость заимствований подскочила. Возникла ситуация, при которой стало не совсем понятно, какова реальная рыночная стоимость денег. И поскольку кривая доходности не сформировалась на рынке (в настоящее время это больше относится к

долгосрочным займам), мы со своей стороны тоже попытались воздействовать на этот процесс и вышли на рынок евробондов в тенге. Иностранные инвесторы спрашивали нас, зачем мы за тенге вышли на международный рынок. Мы ответили, что за ценой. Они удивились, поскольку совершенно резонно считать, что цена тенговых инструментов должна формироваться на внутреннем рынке.

Если говорить об ожиданиях банка, то мы надеемся, что фондовый рынок со временем, когда стоимость денег уменьшится, а бюджетная поддержка для удешевления будет снижаться или вообще исчезнет, он станет основным источником фондирования. Поэтому для нас очень важно, чтобы наш фондовый рынок последовательно развивался. Задача активизации фондового рынка очень актуальна сейчас, когда речь идет об усилении кредитования экономики. Но часто предлагаются различные «скорострельные подходы», которые, я считаю, не дадут эффекта, поскольку упор в развитии фондового рынка надо делать на тех незавершенных системных вопросах, которые сегодня есть.

При этом сегодня KASE, отмечая свой четвертьвековой юбилей, стоит перед серьезными вызовами. Поскольку создание МФЦА в Астане – это очень амбициозная, очень большая государственная задача, реализация которой предполагает качественно изменить ситуацию на нашем фондовом рынке. МФЦА – это масштабный, государственный, но тем не менее бизнес-проект. Его успех тоже не гарантирован. Поэтому для всех институтов рынка – и действующей Казахстанской фондовой биржи, и новых, создаваемых в рамках МФЦА институтов, – это своего рода вызов.

История развития нашего фондового рынка полна как очень впечатляющих положительных успехов, так и существенных неудач. Мы помним, что первая попытка создания финансового центра в Алматы, совпавшая с началом финансового кризиса 2007–2009 годов, была неудачной. Поэтому очень важно всем институтам выстроить правильные стратегии и тактику для того, чтобы эта вторая попытка ознаменовалась общим для всего фондового рынка успехом.