**Резюме**

И с процентами она идет еще ниже! В конце 2018 года не только Федеральное казначейство ожидало снижения процентных ставок. 2019 год оказался для многих участников рынка неверным: процентные ставки швейцарского франка в летние месяцы снова резко упали, а доходность 10-летней Швейцарской Конфедерации в августе упала до минимума в минус 1,1%. С конца июля доходность всех швейцарских гособлигаций находится в отрицательной зоне и, таким образом, больше не приносит доходности инвесторам в будущем - это относится даже к облигациям 2064 года, срок погашения которых не наступит еще 45 лет.

В такой ситуации с процентными ставками Федеральное казначейство придерживается своей стратегии эмиссии, направленной на максимально возможную привязку процентных ставок. Всего было выпущено 2,2 млрд. облигаций со средним сроком обращения 17,5 года и доходностью минус 0,12%. С погашением облигаций в объеме 5,8 млрд. долларов, объем выпущенных облигаций упал примерно до 61 млрд. номинала. Обратной стороной монеты является ликвидность в швейцарской торговле, которая на протяжении многих лет снижается. Помимо низкого уровня процентных ставок, росту цен способствовал также дефицит предложения Швейцарской Конфедерации. В результате интерес к аукционам по продаже облигаций снизился, с одной стороны, а торги на вторичном рынке - с другой. Уменьшение количества находящихся в обращении федеральных облигаций в течение последних нескольких лет создает определенные трудности для участников рынка в среднесрочной перспективе. Благодаря высокому кредитному рейтингу швейцарские федеральные облигации продолжают оставаться стабилизирующим элементом широко диверсифицированной инвестиционной стратегии на случай турбулентности рынка. Они также регулярно используются участниками рынка в качестве залога на рынке ценных бумаг.

Учитывая высокий уровень ликвидности, текущие обязательства (требования по денежной книге) также сохранились на низком уровне прошлого года - около 6 миллиардов. Федеральное казначейство рассматривает данный уровень как нижнюю границу диапазона для поддержания эффективного доступа на рынок с помощью данного инструмента центрального финансирования для управления краткосрочной ликвидностью. В целом, рыночная задолженность сократилась на четыре миллиарда до примерно 67 миллиардов. Благодаря проводимой эмиссионной стратегии и продолжающемуся снижению рыночных долговых обязательств процентные риски и риски рефинансирования были еще более снижены в долгосрочной перспективе. Доля задолженности, подлежащей рефинансированию ежегодно, оставалась неизменной на низком уровне 16 процентов, что значительно ниже 30-процентного лимита, определенного эмиссионной стратегией. Около 40% выпущенных в конце 2019 г. немецких государственных облигаций подлежат погашению только через 10 лет и более. Остаточный срок погашения долгового портфеля незначительно увеличился по сравнению с предыдущим годом с 10,6 до 10,7 лет. При таком долгосрочном долге и связанных с ним низких рисках Федеральное казначейство придерживается консервативной стратегии по международным стандартам. Это также подтверждается внутренним анализом рисков с использованием имитационных расчетов.

В связи с устойчиво низкими процентными ставками и отсутствием инвестиционных возможностей свободно доступные средства размещаются исключительно в Швейцарском национальном банке (SNB). Соответственно, контрагент и кредитные риски практически отсутствуют. Ликвидность, удерживаемая Федеральным Казначейством, достигла новых максимумов в прошлом году и была значительно выше долгосрочного среднего уровня. Кроме того, федеральное правительство продолжает получать средства выше среднего уровня, в частности, от налога у источника дохода. Часть этих удержанных налоговых поступлений, скорее всего, будет припаркована у федерального правительства только временно и будет снова выведена на более поздний срок. Это также оправдывает существующий в настоящее время высокий буфер ликвидности, превышающий 20 миллиардов.

В 2019 году Федеральное казначейство закупило евро и доллары США на бюджетный 2020 год для форвардных закупок на сумму, эквивалентную почти 1,3 миллиарда швейцарских франков. С момента введения валютного хеджирования в 1998 году в рамках бюджетных операций было куплено в общей сложности около 25 миллиардов швейцарских франков в иностранной валюте, в среднем 1,1 миллиарда швейцарских франков в год. Кроме того, в течение года были открыты три новых специализированных магазина в евро, норвежских кронах и долларах США, что эквивалентно примерно 160 миллионам швейцарских франков.

В отчетном году Федеральное казначейство достигло двух важных рубежей. С одной стороны, успешно завершился тендер ВТО на программное обеспечение для управления казначейской деятельностью. Внедрение новых решений позволило добиться значительного повышения эффективности обработки транзакций благодаря дальнейшей дигитализации. С другой стороны, с начала 2019 года федеральное правительство имеет прямой доступ к защищенному денежному рынку (рынку репо). С начала финансового кризиса необеспеченный рынок практически не играл никакой роли. Таким образом, прямой доступ к рынку репо является центральным для краткосрочных инвестиций.

**Руководящие принципы и цели**

Центральное казначейство, находящееся под управлением Федерального финансового управления (FFA), обеспечивает постоянную готовность Конфедерации к платежам (статья 60, параграф 1, Федеральный закон о финансах). В соответствии с этим правовым мандатом перед Федеральным казначейством стоят три основные задачи:

* Управление долгом: покрытие потребностей в финансировании путем привлечения средств на денежных рынках и рынках капитала по минимально возможной цене и с приемлемым уровнем риска.
* Управление ликвидностью: обеспечение надлежащего уровня казначейских средств для компенсации колебаний ликвидности; обеспечение краткосрочного инвестирования портфеля ликвидности по рыночным процентным ставкам или краткосрочного покрытия разрывов ликвидности.
* Управление валютными операциями: централизованная закупка и управление иностранными валютами для обеспечения надежности планирования.

Федеральное казначейство управляет значительной частью федерального баланса. Его деятельность приносит значительные расходы и доходы. Поскольку Конфедерация является чистым должником, управление долгом является наиболее важным в этом контексте, наряду с процентами по обязательствам.

Что касается объема задолженности, то у федерального казначейства мало возможностей для маневра, поскольку потребность в финансировании зависит, прежде всего, от развития федерального бюджета, а значит, и от фискальной политики. Тем не менее, управление долгом федерального казначейства оказывает значительное влияние на ставки по депозитам: поскольку процентные ставки для краткосрочных периодов обычно ниже, чем для долгосрочных периодов, федеральное казначейство может снизить среднюю процентную нагрузку за счет увеличения выпуска краткосрочных долговых инструментов. Однако при этом увеличивается риск изменения процентных ставок и риск рефинансирования, поскольку долг приходится обновлять чаще. И наоборот, он может уменьшить эти риски, выпуская более длинные долги, но это приводит в среднем к более высоким процентным расходам.

Риск изменения процентных ставок является важным параметром фискальной политики, поскольку неожиданные изменения в процентных расходах влияют на пространство для маневра при составлении бюджета по другим расходам. По этой причине Федеральное казначейство имеет лимит риска для управления долгом, который не может быть превышен. Этот риск-бюджет является частью целей ФФА в рамках управления эффективностью деятельности с помощью Новой модели управления Федеральной администрации (НМА). Они ежегодно согласовываются с Департаментом. В рамках этих целей риска Комитет по управлению активами и пассивами ФФА (КУАП) определяет долговую стратегию, которую Федеральное казначейство должно реализовывать в своей эмиссионной деятельности. Мониторинг и отчетность осуществляются независимым Средним офисом (Контроль рисков).

Управление ликвидностью и валютным менеджментом также связано с рисками, которые управляются КУАП и контролируются Управлением рисков.

долговые риски

При управлении своими долгами Конфедерация сталкивается с двумя неизбежными рисками:

Процентный риск: При повышении процентных ставок долг должен погашаться по более высокой процентной ставке. Это приводит к более высоким процентным расходам, т.е. нагрузке на федеральный бюджет. Риск изменения процентной ставки может быть определен количественно с помощью имитационных расчетов.

Риск рефинансирования: (Re-)финансирование может осуществляться только по повышенным/неблагоприятным рыночным процентным ставкам или, в крайних случаях, вовсе не в связи со снижением кредитоспособности (кредитного рейтинга) федерального правительства или существенными перебоями на финансовых рынках. Это может поставить под угрозу платежеспособность федерального правительства. Важнейшим показателем риска рефинансирования является профиль сроков погашения непогашенной задолженности, а также рейтинги.

казначейская деятельность 2019

События на швейцарском рынке капитала

В 2019 г. швейцарский рынок капитала характеризовался возобновлением значительного падения процентных ставок в летние месяцы. С конца июля урожайность всех швейцарских конфедератов находится на отрицательной территории. В августе 10-летняя базовая облигация достигла нового абсолютного минимума в минус 1,1%. Эскалация торгового спора между США и Китаем стала основной движущей силой этого развития, которое привело к снижению доходности не только швейцарской Конфедерации, но и других надежных облигаций. Беспорядки, связанные с выходом Великобритании из ЕС, и дальнейшая геополитическая напряженность усугубили ситуацию. В середине года общий объем всех облигаций с отрицательной доходностью во всем мире составил почти 17 триллионов швейцарских франков, что составляет треть всех облигаций инвестиционного класса. Во втором полугодии и торговый спор, и спор о бриксах ослаб, в результате чего доходность по швейцарским кредитам снова выросла примерно на 50 базисных пунктов. В конце года урожайность 10-летней Швейцарской Конфедерации составляла около -0,5%.

Денежно-кредитная политика крупнейших центральных банков также способствовала снижению и дальнейшему падению доходности. После того, как центральный банк США, ФРС, в прошлом году повысил процентные ставки четыре раза, в 2019 году произошел разворот с тремя снижениями процентных ставок. Европейский центральный банк ЕЦБ осенью последовал этому примеру и, среди прочего, снизил депозитную ставку на 10 базисных пунктов до -0,50% и возобновил чистые покупки активов в размере 20 млрд. евро в месяц. Оба центральных банка подчеркивают, что препятствия для повышения ключевых процентных ставок высоки. Поскольку инфляция остается на очень низком уровне, нельзя ожидать повышения процентных ставок, по крайней мере, в краткосрочной перспективе. ШНБ оставил ключевую ставку без изменений на уровне -0,75% в 2019 году, но несколько ослабил банки, повысив лимит изъятия для депозитов до востребования.

Выдающийся объем швейцарского рынка капитала увеличился примерно на 10 миллиардов по сравнению с предыдущим годом и в настоящее время составляет чуть менее 520 миллиардов. Рост обусловлен ростом внутреннего сегмента, в то время как объем в зарубежном сегменте продолжал снижаться. Эта тенденция сохраняется с 2010 года. В то время доля международного сегмента составляла еще около 60 процентов, но сейчас на внутренний сегмент приходится почти три четверти всего рынка капитала. В прошлом году на швейцарском рынке капитала было зарегистрировано около 60 миллиардов выпусков - как и в 2018 году, из которых две трети приходилось на внутренний сегмент и одна треть - на иностранный сегмент. Оба института ипотечных облигаций по-прежнему являются крупнейшими эмитентами в отечественном сегменте. Вместе они зафиксировали объем эмиссии около 15 миллиардов. Банки и страховые компании выпустили хороших 11 миллиардов; корпоративный сектор отвечал за облигации на сумму около 5 миллиардов. Как и в предыдущем году, доля Швейцарской Конфедерации в отечественном сегменте составила около 6%, что значительно ниже среднего показателя за 2011-2017 годы (14%).

Инвесторы искали облигации с положительной доходностью в 2019 году. Они были готовы рискнуть. По мере уменьшения предложения облигаций с положительной доходностью, рисковые премии (измеряемые спредом к ставке свопа) сужались на несколько базисных пунктов, особенно для выпусков с более низким рейтингом. В случае Швейцарской Конфедерации спреды оставались широкими, в среднем -36 базисных пунктов. Несмотря на то, что премия за безопасность для Швейцарской Конфедерации несколько снизилась по сравнению с предыдущим годом, она все еще выше, чем долгосрочный средний показатель, составляющий около -30 базисных пунктов.

Вопрос устойчивости также имел особое значение на рынке капитала в прошлом году. Объем размещенных зеленых облигаций удвоился и составил 4 млрд. штук. К числу эмитентов относятся, в частности, кантоны Женева и Базель-Штадт. Зеленые облигации" характеризуются тем, что привлеченный капитал может быть использован только для (ре)финансирования проектов, оказывающих положительное влияние на окружающую среду (например, содействие использованию возобновляемых источников энергии, снижение выбросов CO2, строительство экологически чистых зданий и т.д.).

Потребности в финансировании и развитие ликвидности

4 декабря 2018 года Федеральное казначейство опубликовало программу выпуска на 2019 год. Несмотря на относительно высокий срок погашения облигаций на общую сумму 5,8 миллиарда долларов, потребность в финансировании оценивается всего в 2,5 миллиарда долларов. Кроме того, планировалось обеспечить потребность в финансировании исключительно за счет выпуска облигаций, в то время как объем находящихся в обращении ГМБФ должен был сохраниться на уровне около 6 млрд. долл. Согласно этому плану, ликвидность должна была остаться на уровне предыдущего года.

Хотя приток средств из федерального бюджета в первом квартале оказался слабее, чем ожидалось, а ликвидность в некоторых случаях была значительно ниже целевого диапазона, определенного КУАП, начиная со второго квартала и далее ликвидность росла быстрыми темпами. В результате, в середине года казначейские средства достигли нового рекордного уровня в 32,2 миллиарда, превысив установленную ширину полосы пропускания в 30 миллиардов. В течение второго полугодия денежные средства и их эквиваленты стабильно превышали диапазон ликвидности. В последнем квартале, в частности, ликвидность не снизилась, как ожидалось. В первую очередь это было связано с удержанным налогом: Сумма удержанного налога, составляющая 8,3 миллиарда долларов, превышает бюджетный показатель в 7,1 миллиарда долларов. Без учета нефинансовых операций (резервы, отложенный доход) поступления по налогам, удерживаемым у источника, даже превысили сумму возмещения на 12 миллиардов.

В отличие от предыдущих лет Федеральное казначейство не смогло компенсировать высокий приток средств из федерального бюджета мерами по снижению ликвидности без ограничения доступа к денежному рынку и рынкам капитала. Особенно для ГМБФ, минимальный объем в 6 млрд. кажется необходимым для поддержания существующей программы выпуска с 16 размещенными ценными бумагами и ритмом еженедельных аукционов. На конец года казначейские средства в размере 23,5 млрд. долл. соответственно были значительно выше целевого диапазона. В связи с сохраняющимися отрицательными процентными ставками денежного рынка в 2019 г. федеральное казначейство размещало ликвидные средства исключительно на текущем счете в СНБ.

Высокий уровень федеральной ликвидности не в последнюю очередь является побочным эффектом экспансивной денежно-кредитной политики СНБ. Пока сохраняется режим отрицательных процентных ставок, ликвидность федерального правительства также должна оставаться на высоком уровне. Особенно в отношении удерживаемого налога многие игроки, вероятно, будут задерживать возмещение своих требований, чтобы избежать отрицательных процентных ставок. С другой стороны, можно ожидать, что возврат к позитивной ситуации с процентными ставками приведет к значительному оттоку средств из федерального правительства.

заимствование на денежном рынке

Претензии по денежной книге

В связи с коротким сроком погашения требования денежного рынка хорошо подходят для управления краткосрочной ликвидностью федерального правительства. Соответственно, Федеральное казначейство в последние годы, в связи с высокой ликвидностью и низкими требованиями к финансированию, ограниченно размещало средства на еженедельных аукционах GMBF и, таким образом, значительно сократило выдающийся объем GMBF. В 2019 году бундесресоры продолжили движение по этому курсу, но достигли своих пределов. Высокие цены размещения в сочетании с более неблагоприятной конъюнктурой на валютных рынках для иностранных инвесторов привели к значительному снижению спроса в начале 2019 года. На аукционе 22 января, например, по рыночным ценам можно было выделить только 74 миллиона.

Чтобы предотвратить опасность того, что отечественные инвесторы вообще будут держаться подальше от аукционов ГМБФ, Федеральное казначейство заметно снизило цены размещения и тем самым вложило средства в восстановление спроса. В результате, доходность GMBF снова оказалась намного ближе к ключевой процентной ставке SNB -0,75 процента. За короткое время объем выдающихся ГМБФ также увеличился до более чем 7 миллиардов. Наконец, на конец года ГМБФ на общую сумму чуть менее 6,2 млрд. долл. все еще оставались непогашенными, т.е. примерно на том же уровне, что и в предыдущем году, и, таким образом, соответствовали объявлению в рамках программы выпуска 2019 года.

Средняя доходность GMBF, выпущенных в прошлом году, составила -0,84 процента и, таким образом, превысила соответствующее значение прошлого года (-0,88 процента). Это означает, что в 2019 году был получен процентный доход в размере около 54,4 миллиона. Спрос на аукционах восстановился после спада в начале года, так что средние ставки на один аукцион в 2,0 миллиарда были даже выше, чем в предыдущем году (1,6 миллиарда).

Репо-рынок

В рамках управления ликвидностью Федеральное казначейство в принципе может также заимствовать на денежном рынке или инвестировать излишки средств. Однако с момента начала кризиса на финансовом рынке Федеральное казначейство не воспользовалось этим вариантом. Кроме того, краткосрочная инвестиционная и финансовая деятельность в целом переместилась на обеспеченный денежный рынок, так называемый рынок репо. С начала 2019 г. Федеральное казначейство является официальным участником рынка швейцарского репо. Связь с рынком РЕПО особенно важна с точки зрения нормализации ситуации с процентными ставками. В то время Конфедерация должна будет также участвовать в обеспеченном денежном рынке, чтобы минимизировать риск контрагента и рефинансирования, оптимизировать управление ликвидностью и обеспечить свою постоянную готовность платить. В 2019 году Федеральное казначейство ограничится несколькими операциями с минимальными объемами для проверки готовности и функциональности систем и процессов.

Заимствование на рынке капитала

Календарь выпуска, опубликованный в декабре 2018 года, предусматривал заимствование в 2019 году 2,5 млрд. долл. Эта цифра была несколько занижена в результате проведенных выбросов.

Обзор проведенных аукционов

Федеральное казначейство привлекло долгосрочные деньги на рынке капитала на 10 аукционах в 2019 году. Две облигации были выпущены на 6 дат, и по одной облигации на каждую из оставшихся дат. В дополнение к обычному перерыву в августе, дата проведения необязательных аукционов в октябре также не рассматривалась. Всего было выпущено облигаций по рыночным ценам на сумму 2,2 млрд. штук (2018: 2,3 млрд. штук). Включенные в эту цифру страховые взносы, которые учитываются в рамках финансовой деятельности с 2017 г. в соответствии с Международными стандартами учета в государственном секторе (МСУГС) 28-30 и начисляются или амортизируются по методу начисления, составили 144 миллиона, что несколько выше уровня предыдущего года (2018 г.: 76 миллионов). Низкие премии объясняются тем, что в 2019 году, за одним исключением, были увеличены только те облигации, которые были вновь выпущены с низкими купонами в условиях низких процентных ставок. Соответственно, рыночная процентная ставка на аукционе 2019 года была близка к купону, а премия была низкой.

С учетом облигаций со сроком погашения в 2019 г. (выпуск 2004 г.) номинальной стоимостью 5,8 млрд. долларов, объем размещенных облигаций Швейцарской Конфедерации снизился на 3,7 млрд. долларов до номинальной стоимости 61,1 млрд. долларов. Половина выставленных на аукцион в прошлом году облигаций имела остаточный срок погашения (фиксированную процентную ставку) в сегменте от 10 до 15 лет. Облигации 2032 года, выпущенные в 2019 году, также попали в эту категорию. Большинство оставшихся выпусков были в сегменте с длинными и очень длинными сроками погашения от 16 до 36 лет, включая второй новый выпуск облигаций со сроком погашения в 2039 г. Напротив, был увеличен только один выпуск с оставшимся сроком погашения менее 10 лет. Средний оставшийся срок облигаций, вновь выпущенных и увеличенных в 2019 году, составил 17,5 лет (2018 год: 20,1 лет). 11 из 16 выставленных на аукцион облигаций были выпущены с отрицательной доходностью. Средневзвешенная урожайность составила -0,12% (2018: 0,26%), что является самым низким показателем за всю историю. В 2019 году собственные транши не продавались.

При таком длительном сроке выплаты фиксированных процентов Федеральное казначейство с согласия КУАП снова значительно отклонилось от стратегии выпуска, определенной как оптимальная для того, чтобы иметь возможность извлекать выгоду из низких процентных ставок в долгосрочной перспективе. В долгосрочной перспективе это приведет к снижению процентных расходов. Если бы в долгосрочной перспективе процентные ставки оставались на нынешнем низком уровне, то это привело бы к возникновению альтернативных издержек в виде упущенных отрицательных процентных ставок. Однако никаких дополнительных расходов на выплату процентов производиться не будет, поскольку в настоящее время Конфедерация может финансировать себя в долгосрочной перспективе бесплатно. Снижение расходов на выплату процентов может либо освободить бюджет (сокращение долга), либо укрепить другие сферы федеральной ответственности. Если есть конкретные признаки нормализации ситуации с процентными ставками, федеральное казначейство вернется к оптимальной стратегии. Швейцария с ее длительным средним фиксированным процентным периодом и высокой долей выпусков с остаточным сроком погашения более 15 лет явно выделяется на фоне других стран. Кроме Швейцарии, только Австрия и Великобритания в прошлом году имели фиксированные процентные ставки в диапазоне от 15 лет и выше.

Обзор структуры спроса

Спрос на выставленные на аукцион облигации - при неизменном количестве участников аукциона - все еще был несколько ниже, чем в 2016-2018 годах, как с точки зрения среднего объема предложения, так и с точки зрения среднего объема привлеченных средств, и, таким образом, значительно ниже, чем в годы, предшествовавшие введению СНБ отрицательных процентных ставок. Доходность Швейцарской Конфедерации отрицательная по всем выпущенным облигациям с лета 2019 года. Поэтому инвесторы по-прежнему неохотно покупали федеральные облигации и искали альтернативные инвестиции, чтобы избежать или, по крайней мере, свести к минимуму отрицательную доходность.

Соотношение заявок к объему выделенных средств составило в среднем 1,6 по всем аукционам, проведенным в 2019 году, что означает, что распределение средств было несколько менее ограничительным по сравнению с предыдущими годами (среднее значение за 2011-2018 годы: 2,0), отчасти в связи с меньшим объемом заявок.

Около трех четвертей размещенных акций Конфедерации принадлежат отечественным инвесторам: Большая часть долга принадлежит страховым компаниям, инвестиционным фондам и пенсионным фондам. Хорошую пятую держат иностранные инвесторы. Доля этих инвесторов примерно на 6 процентных пунктов ниже, чем в предыдущем году, что приближается к уровню начала десятилетия. Остальные 5 процентов составляют собственные средства банков.

Развитие ликвидности вторичного рынка

С одной стороны, снижение объема размещенных облигаций оказывает влияние на позицию Швейцарской Конфедерации на швейцарском рынке капитала. С другой стороны, сокращение задолженности также снизило торговую способность Конфедерации на вторичном рынке. Ликвидный рынок важен для Федерального казначейства по разным причинам, поэтому оно также привержено функционирующему и эффективному рынку капитала (см. принцип эмиссии). С одной стороны, высокая ликвидность вторичного рынка способствует беспрепятственному доступу Федерального казначейства к первичному рынку (аукционам) и положительно влияет на стоимость финансирования. С другой стороны, недостаточная ликвидность может негативно сказаться на эффективности швейцарского рынка капитала, поскольку доходность Конфедерации служит ориентиром для других участников рынка, а Конфедерация играет важную роль в качестве надежного инвестиционного инструмента. Однако Конфедерация может выполнять эти и другие важные функции только в том случае, если ее вторичный рынок достаточно ликвиден. В принципе, рынок можно охарактеризовать как ликвидный, если больший объем ценной бумаги можно быстро, по низкой цене и без устойчивого ценового эффекта (т.е. после заключения крупной сделки цена возвращается к равновесной цене).

Взгляд на рыночную торговлю Швейцарской Конфедерации за последние 10 лет показывает, что ликвидность вторичного рынка, измеряемая различными индикаторами, снизилась - в некоторых случаях падение бросается в глаза. Объем торгов швейцарских конфедератов в месяц снизился с немногим менее 4 миллиардов в начале последнего десятилетия до хорошего 1 миллиарда в месяц в 2019 году. Сопоставимая картина возникает при анализе общего числа заключенных сделок: Если в 2010 г. наблюдалось около 2000 транзакций со швейцарскими гражданами в месяц, то сейчас их число составляет чуть менее 1 000. Развитие спреда между спросом и предложением (разница между самой высокой ценой спроса и самой низкой ценой предложения) с 2012 года подтверждает снижение ликвидности вторичного рынка. По всем выпущенным облигациям средний спред спроса и предложения увеличился примерно на треть. Это означает, что швейцарцы уже не являются самыми ликвидными облигациями на швейцарском рынке капитала, как это было в 2010 году. При этом облигации, выпущенные учреждениями ПФАНДБРАФ, обладают сопоставимой ликвидностью вторичного рынка. Тем не менее, Швейцарская Конфедерация по-прежнему выделяется тем, что объем отдельных сделок в среднем значительно выше, чем в Пфандбрифе.

валютный контроль

С 1998 года потребности Федеральной администрации в иностранной валюте централизованно покрываются и систематически хеджируются Федеральным казначейством. С точки зрения ФФА, развитие валютных курсов невозможно предсказать. Соответственно, Федеральное казначейство придерживается пассивного подхода и отвергает активные стратегии с изменением позиционирования на повышение и понижение обменного курса. Хеджирование дает административным подразделениям возможность планировать обеспечение, а дополнительных займов в связи с колебаниями обменного курса можно избежать. Федеральное казначейство проводит различие между бюджетными операциями и специальными операциями.

Бюджетные операции

Бюджетные операции используются для хеджирования потребностей в евро (EUR) и долларах США (USD), предусмотренных в бюджете административных подразделений на следующий год. Параллельно с бюджетным процессом (с февраля по июль) происходит выкуп иностранной валюты. Предусмотренные бюджетом объемы закупаются непрерывно партиями по 5-10 млн. штук. В рамках этой процедуры достигается средний обменный курс в соответствии с динамикой рынка, т.е. бюджетный курс примерно эквивалентен среднему курсу за первые два квартала. ФФА предоставляет административным единицам закупаемую иностранную валюту по фиксированным бюджетным ставкам.

В бюджетном 2019 году в общей сложности было приобретено 683 млн евро и 611 млн долларов США. Иностранные валюты были закуплены в первом полугодии 2018 года по среднему курсу 1,16 швейцарских франков за евро и 0,94 швейцарских франков за доллар США соответственно. На этапе хеджирования стоимость евро иногда составляла чуть менее 1,20 швейцарского франка. Однако со второго полугодия швейцарский франк постоянно укреплялся. На уровне 1,11 шв. фр. за евро средний спотовый курс в 2019 г. был значительно ниже уровня закупок. Оглядываясь назад, можно сказать, что хеджирование привело к тому, что альтернативные издержки составили около 49 млн. швейцарских франков. Расчет для доллара США отличается: Начиная со второй половины 2018 г. доллар США торгуется очень близко к паритету со швейцарским франком, так что форвардные закупки требуемого доллара США были дешевле, чем специальные закупки. Соответствующая прибыль от использования возможностей составляет около 40 млн. франков.

В отчетном году в общей сложности 647 млн. евро и 612 млн. долл. США были приобретены на перспективу на 2020 бюджетный год по бюджетным обменным курсам 1,15 швейцарского франка за евро и 1,00 швейцарского франка за доллар США, соответственно.

С момента введения валютного хеджирования в 1998 году евро и доллары США были куплены в рамках бюджетных операций на сумму около 25 миллиардов швейцарских франков (т.е. в среднем 1,1 миллиарда швейцарских франков в год). Для Конфедерации хеджирование в течение этого периода привело к альтернативным расходам в размере 71 млн. швейцарских франков, или 0,3 процента от хеджируемого объема.

Специализированные магазины

Специальные операции представляют собой многолетние платежи в иностранной валюте, установленные авансом в рамках займа на принятие обязательств. Как и бюджетные потребности, они полностью хеджируются с целью обеспечения того, чтобы сумма кредита по обязательствам в швейцарских франках не превышалась из-за колебаний обменного курса, и гарантируют безопасность планирования для административных единиц.

В отчетном году для оборонного сектора были открыты три новых специализированных магазина на общую сумму около 160 млн. евро (47 млн. евро, 233 млн. норвежских крон и 90 млн. долларов США). В конце 2019 года было открыто 28 специализированных магазинов (EUR, USD, NOK и SEK) на общую сумму 1,6 млрд. швейцарских франков.

По всем платежам, подлежащим уплате в рамках специальных сделок (2000-2019 гг.), по сравнению с незахеджированными сделками были понесены альтернативные издержки в размере около 260 млн. швейцарских франков (2,4% от хеджируемого объема).

Основание: Денежная книга претензий

Требования по денежной книге (GMBF, Казначейские векселя) являются процентными облигациями, выпущенными EFV на дисконтной основе. Это претензии по торговым книгам, которые вносятся в основной реестр, который ведет ООО "СИКС СИС". Сроки погашения GMBF - три, шесть и двенадцать месяцев. Всего выдается 16 ГМБФ (11 трехмесячных, 3 шестимесячных и 2 двенадцатимесячных). Аукционы проводятся еженедельно во вторник на платформе SIX Repo AG (тендер с переменной ставкой с нидерландской процедурой распределения). Номинальная процентная ставка для ГМБФ не фиксируется; проценты выплачиваются в виде дисконтной скидки при выпуске. Это означает, что GMBF, как правило, выпускаются по цене ниже 100 процентов от номинальной стоимости. Затем выплата производится на 100 процентов. Однако в настоящее время GMBF выпускаются по цене выше 100 процентов, т.е. с надбавкой за скидку, что означает отрицательные проценты.

Регулярный выпуск этих бумаг на денежном рынке является важной опорой рефинансирования Конфедерации. Функционирующий и ликвидный рынок ГМБФ позволяет Конфедерации привлекать большие объемы заемных средств на выгодных условиях в любое время.

Основы: швейцарские федеральные облигации

Наиболее важным инструментом Конфедерации для покрытия своих потребностей в долгосрочном финансировании являются федеральные облигации ("швейцарские конфедерационные облигации"). Как правило, аукционы проводятся ежемесячно во вторую среду и проводятся на платформе SIX Repo AG: В момент эмиссии фиксируется только номинальная процентная ставка ("купон") и срок погашения, а сумма эмиссии и цена эмиссии (и, следовательно, доходность) определяются на основании предложений, представленных участниками (банками и страховыми компаниями), подключенными к платформе. Как и в случае с ГМБФ, Федеральное казначейство распределяет средства в соответствии с единым порядком ценообразования (тендер на процентные ставки в Нидерландах), т.е. единообразно по самой низкой еще принятой цене. СНБ отвечает за техническое и административное обслуживание аукционов.

Федеральные облигации котируются на бирже SIX Swiss Exchange. Швейцарская Конфедерация владеет ограниченным объемом ценных бумаг (еще не размещенных впервые) в собственном портфеле. Эти так называемые собственные квоты сохраняются на аукционах и при необходимости могут быть проданы непосредственно на рынке в период между обычными датами проведения аукционов. Обзор доступных собственных квот можно найти на сайтах FFA и SNB.

"Конфедераты" содержат пункт о повторном открытии. Это позволяет вновь открыть облигацию на нескольких аукционах, тем самым повышая ее ликвидность на вторичном рынке. Остающиеся в обращении федеральные облигации с соответствующими остаточными сроками погашения и доходностью образуют кривую доходности государственных облигаций. Эти доходности рассматриваются участниками рынка как безрисковые референтные процентные ставки, что обеспечивает эффективный первичный и вторичный рынок, как для облигаций, так и для производных от них процентных инструментов.

Основание: Операции РЕПО

РЕПО (соглашения РЕПО) - это финансовые операции, при которых обеспечение (например, облигации) обменивается на кредиты на определенный период времени. В основном они состоят из двух сделок - спотовой и форвардной. На первом этапе заемщик продает залоговое обеспечение кредитору (сделка спот). При этом стороны соглашаются выкупить обеспечение в будущем (форвардная сделка). В обычной сделке РЕПО кредитор получает процентную ставку РЕПО в дополнение к сумме займа в момент заключения сделки. Срок репо обычно составляет от одного дня до 12 месяцев. РЕПО являются важной частью межбанковского рынка и обеспечивают финансовую систему ликвидностью. ШНБ также использует торговлю репо для реализации своей стратегии денежно-кредитной политики, удерживая краткосрочную ставку репо - швейцарскую среднюю ставку овернайт САРОН - близко к своей ключевой процентной ставке. Важной особенностью операций РЕПО по сравнению с другими финансовыми операциями является значительное снижение кредитного риска, достигаемого залогом, на который осуществляется обмен. Федеральное казначейство связано с рынком репо с начала 2019 года.

Основы: Издание принципов Федерального казначейства

* Конфедерация стремится к функционированию и эффективности швейцарского рынка капитала, обеспечивая тем самым регулярный и надежный вариант рефинансирования. Выпуская облигации, Конфедерация обеспечивает покрытие ликвидными облигациями наиболее важных сроков погашения - 1-13 лет. В случае более длительных сроков погашения отдельные облигации предназначены для обеспечения селективных анкеров на кривой доходности.
* Долговой портфель федерального правительства состоит примерно из 20 базовых облигаций. На каждый срок погашения есть только одна облигация.
* Программа выпуска с указанием дат проведения аукционов и годовых валовых и чистых потребностей в финансировании публикуется в декабре предыдущего года.
* Аукционы по продаже облигаций проходят ежемесячно - с летними каникулами в августе. Две даты являются необязательными (обычно октябрь и декабрь).
* Срок погашения одной облигации с максимальным объемом 4 млрд. швейцарских франков в год. Минимальная цель десятилетней базисной облигации - 2 млрд. швейцарских франков.
* По возможности, срок погашения облигаций наступает в мае-сентябре; в этот период будут выпущены новые базовые облигации.
* Увеличение возможно для всех облигаций с оставшимся сроком действия более одного года.
* Ценообразование на аукционах (распределение) основано на потребности в финансировании, спросе инвесторов, абсолютном уровне процентной ставки, цене спроса и предложения и своп-спреде базисной облигации.
* Собственные транши могут быть приобретены у Федерального Казначейства на рыночных условиях (по ценам, аналогичным аукционам облигаций) в любое время, при условии, что требуется финансирование. Предпочтение отдается тем срокам погашения, которые не охвачены (больше не охвачены) аукционами в соответствующем году.
* Выкуп облигаций с более коротким остаточным сроком погашения может осуществляться в рамках управления ликвидностью.

**Представление и оценка ситуации риска**

Общая политика риска Конфедерации определяется Федеральным Советом. Конфедерация готова идти на риск контролируемым и сознательным образом, если это неизбежно для достижения целей или выполнения задач. Риски должны быть как можно более низкими (Директива о политике в области рисков федерального правительства).

При выполнении своих основных задач Федеральное казначейство должно учитывать не только процентные риски и риски рефинансирования, но и валютные риски и риски контрагентов.

Процентный риск

Риск изменения процентных ставок в федеральном казначействе определяется существующим профилем сроков погашения и планируемым новым бизнесом. Риск в основном контролируется эмиссионной деятельностью. Долговая стратегия, определенная КУАП, определяет эмиссионную деятельность и, таким образом, сроки погашения нового бизнеса.

Динамический имитационный анализ используется для анализа влияния различных стратегий эмиссии и различных сценариев изменения процентных ставок. Затратный подход используется для изучения развития депозитных процентных ставок и их колебаний. С одной стороны, получены результаты, позволяющие оптимизировать долговую стратегию с точки зрения затрат и рисков. С другой стороны, можно оценить, в какой степени могут колебаться процентные ставки по депозитам - также с учетом бюджета и финансового плана.

Риск изменения процентных ставок тесно связан с риском рефинансирования. Высокие краткосрочные сроки погашения влекут за собой высокий процентный риск, в то время как длительные остаточные сроки погашения снижают риск колебаний процентных ставок.

Прогноз процентных расходов показывает, как будут развиваться депозитные ставки, если стратегия эмиссии останется прежней и будут предполагаться различные сценарии процентных ставок. Развитие задолженности учитывается в соответствии с оценками и финансовым планированием. Пути процентных ставок, полученные в результате стохастического моделирования, основаны на модели процентных ставок, откалиброванной к периоду роста процентных ставок. Это используется для расчета среднего и 10% и 90% квантилей развития процентных ставок по обязательствам.

Базовый сценарий основывается на макроэкономических предположениях и соответствующих процентных ставках Экспертной группы по экономическим прогнозам федерального правительства. В краткосрочной перспективе ожидается сохранение очень низкого уровня процентных ставок с отрицательными процентными ставками на короткие сроки. В среднесрочной перспективе предполагается нормализация уровня процентных ставок, т.е. постепенное повышение процентных ставок. Этот сценарий с умеренным ростом процентных ставок служит отправной точкой и дополняется в настоящем анализе. Экстремальные сценарии определяются как сохранение процентных ставок на низком уровне ("постоянные процентные ставки"), так и чрезвычайно сильный и быстрый рост процентных ставок на 4 процентных пункта ("шок процентной ставки").

Исходя из базового сценария, Федеральное казначейство ожидает дальнейшего снижения депозитных ставок в течение следующих 4 лет. Только в случае шока процентных ставок ставки по депозитам будут быстро расти. В настоящее время этот сценарий маловероятен. В таком случае дополнительный процентный доход от инвестирования средств казначейства частично компенсирует рост депозитных ставок. Соответственно, процентный риск в настоящее время является низким.

В связи с продолжающимся низким уровнем процентных ставок и тем фактом, что процентные ставки, как ожидается, нормализуются только в среднесрочной перспективе, КУАП подтвердил отклонение от стратегии выпуска, определенной как оптимальная (с более короткими сроками погашения). В нынешних условиях даже длительные сроки могут финансироваться по относительно низким ценам или даже с отрицательной отдачей.

Риск рефинансирования

Важными показателями риска рефинансирования являются структура непогашенного рыночного долга по срокам погашения и рейтинг федерального правительства.

Профиль текущих сроков погашения денег и задолженности на рынке капитала показывает умеренный риск рефинансирования. 16 процентов рыночных долговых обязательств подлежат погашению в течение одного года, средний оставшийся срок долгового портфеля увеличился до 10,7 лет. Это значительно ниже целевых показателей (или максимальных долей), установленных в соглашении о результатах деятельности между ФФР и ФФА. Таким образом, в рамках этих целевых показателей можно было бы еще больше сократить структуру долговых портфелей по срокам погашения.

Кредитоспособность Швейцарской Конфедерации оценивается всеми соответствующими рейтинговыми агентствами как наивысшая. После финансового кризиса очень немногие страны сохранили этот наивысший кредитный рейтинг. Даже в неблагоприятных рыночных констелляциях Конфедерация смогла собрать необходимые средства на денежном рынке и рынке капитала.

валютный риск

Федеральное казначейство закупает иностранную валюту для административных единиц. Потребности в иностранной валюте по основным валютам EUR и USD на бюджетный год и платежные обязательства по специальным сделкам хеджируются. Поскольку федеральное правительство постоянно нуждается в иностранной валюте, оно, как правило, подвержено влиянию колебаний валютных курсов. Поэтому основной целью управления валютными рисками является обеспечение соблюдения бюджета и предсказуемости расходов. Следует избегать дополнительных кредитов, связанных с обменным курсом.

С точки зрения EFV, развитие валютных курсов невозможно предсказать. Соответственно, валютные риски систематически хеджируются пассивным подходом. В результате Федеральное казначейство не подвержено каким-либо существенным валютным рискам.

Риск контрагента

Риски контрагента в федеральном правительстве возникают в основном от краткосрочных инвестиций (казначейские фонды) и положительной восстановительной стоимости от непогашенных валютных и процентных деривативов. Для такой дебиторской задолженности существует риск невыполнения обязательств. Казначейские кредиты предоставляются организациям, близким к федеральному правительству, и, следовательно, не являются частью системы контрагентов; размер кредитов контролируется посредством казначейских соглашений. Концепция лимитов создает основу для избежания потерь и кластерных рисков. Кредитные лимиты устанавливаются в соответствии с заранее определенными критериями, а именно: рейтинг, собственный капитал, финансовая устойчивость (в случае кантонов), диверсификация и тип инструмента. Система контроля риска регулярно пересматривает установленные лимиты на контрагентов и контролирует их соблюдение на ежедневной основе. Развитие качества приемлемых контрагентов постоянно контролируется (например, изменения в рейтингах, промежуточных финансовых отчетах и прочей отчетности). В 2019 году лимиты соблюдались постоянно.

На конец 2019 года казначейские средства составили 23,5 миллиарда. Они инвестируются в SNB (0%, включая жиросчет SNB) и поэтому не подвержены никакому риску.

Положительная стоимость замещения непогашенных валютных и процентных деривативов снизилась в прошлом году с 181 миллиона до 44 миллионов на конец декабря 2019 года. Долгосрочные позиции по производным финансовым инструментам (например, инструменты хеджирования валют и процентных ставок) заключаются с контрагентами, которые согласовали с FFA приложение по обеспечению по производным финансовым инструментам (Приложение по кредитному обеспечению). С другой стороны, такие операции осуществляются также с кантональными банками, имеющими государственную гарантию.

Анализ процентного риска

Концепция анализа следует перспективному и ретроспективному подходу. При перспективном подходе моделируются и анализируются различные стратегии эмиссии на срок до десяти лет в случае изменения процентных ставок. Для этого используются выбранные детерминистические сценарии процентных ставок. С другой стороны, стохастические модели процентных ставок также используются для генерации большого количества траекторий процентных ставок. На основе этих моделей можно определить случайное распределение возможных процентных ставок по обязательствам на плановый период для различных портфелей долговых обязательств. Это позволяет определить средние ожидаемые процентные ставки по обязательствам, возможные отклонения и их вероятность (затратный подход). На основании этих данных можно сравнить различные стратегии эмиссии с ожидаемыми ставками по депозитам (стоимостная составляющая) и маржами их будущих колебаний (рисковая составляющая).

В ретроспективном анализе долговые портфели различного состава анализируются на основе фактического изменения процентных ставок и сравниваются с фактическими процентами по обязательствам. Это позволяет оценить эффективную стратегию выпуска изданий ex post и сопоставить ее с другими стратегиями. Кроме того, данный подход подходит для анализа различных портфелей в типичных подпериодах развития процентных ставок (повышение процентных ставок, инверсионная ситуация и т.д.) и, таким образом, позволяет получить представление о формулировании стратегии.

Максимально допустимый процентный риск

Бюджет рисков по процентным рискам составляет 500 млн. кумулятивно в течение 4 лет. Эта цифра учитывает способность Конфедерации проводить финансовую политику в отношении рисков и толерантность к рискам, т.е. степень, в которой увеличение процентных расходов может быть компенсировано в других местах без принятия радикальных мер. Это означает, что колебания прогноза процентных расходов для бюджета и финансового планирования не могут отклоняться более чем на 500 млн. от среднего значения (90% квантиль минус среднее значение). В худшем случае, соответствующий риск может произойти и в течение одного года. Средний процентный риск в 2019 году составил 67 миллионов.

валютный риск

В связи с неопределенным будущим изменением обменного курса, затраты на закупки для покрытия потребностей административных единиц в иностранной валюте являются неопределенными и подвержены риску. Изменения стоимости могут происходить по существующим валютным позициям, не предназначенным для какой-либо конкретной цели в связи с колебаниями обменного курса.

Перспектива

В декабре 2019 года Федеральное казначейство опубликовало программу выбросов на 2020 год: оно планирует привлечь на рынок средства в размере 2,5 миллиарда долларов. С учетом срока погашения в 4,6 млрд. долл. продолжается сокращение долгосрочной задолженности. В связи с высоким уровнем ликвидности, выдающийся объем ГМБФ должен быть сохранен на уровне около 6 миллиардов. Еженедельный аукционный ритм выпусков GMBF и ежемесячные аукционы облигаций будут поддерживаться, несмотря на то, что в настоящее время объем средств, привлекаемых на каждом аукционе, резко сократился. Таким образом, непогашенная номинальная рыночная задолженность федерального правительства будет продолжать сокращаться на хорошие два миллиарда до примерно 65 миллиардов.

Ввиду сдержанных, хотя и позитивных, экономических перспектив для Швейцарии и Европы, а также предстоящих президентских выборов в США, ЕЦБ и ФРС, скорее всего, будут придерживаться своей текущей монетарной политики. В 2020 году повышение и снижение процентных ставок не ожидается. Поэтому руки СНБ, скорее всего, останутся связанными: Среди экономистов существует широкий консенсус в отношении того, что процентные ставки останутся низкими в 2020 г. и что Швейцарии придется еще дольше жить с отрицательными процентными ставками. Нормализация денежно-кредитной политики сместилась еще дальше на временную ось.

Для Федерального казначейства это означает, что, как и прежде, оно отклоняется от оптимальной стратегии эмиссии с точки зрения возможностей риска, имеет тенденцию эмиссии на "длительный" период времени и продолжает недоиспользовать имеющийся бюджет по рискам. Довольно слабый спрос на аукционах облигаций и краткосрочных претензиях по денежным книгам остается проблематичным. В конце концов, потребности федерального правительства в финансировании в 2020 году останутся ниже среднего уровня, а уровень ликвидных средств - выше среднего. Федеральное казначейство будет внимательно следить за этим развитием событий и искать пути содействия как участию в аукционах, так и ликвидности вторичного рынка.

Для внедрения нового программного обеспечения по управлению казначейством потребуется "Федеральное казначейство 2020". Процессы должны быть высокоавтоматизированными и оцифрованными, а ручное управление и деятельность должны быть сведены к минимуму. В связи с этим планируется управление федеральными облигациями уже не в виде глобальных сертификатов, а теперь в виде бездокументарных ценных бумаг. Это ничего не изменит для инвесторов, но использование бездокументарных ценных бумаг значительно упростит процесс обработки. Для того чтобы это изменение было реализовано для всех облигаций одновременно, необходимо внести поправку в Федеральный закон о финансах. Соответствующий пересмотр уже начат. Если все пойдет по плану, то переход на бездокументарные ценные бумаги должен произойти в течение 2022 года.