



Швейцарский национальный банк рискует благосостоянием швейцарского народа

Портфель в **852** млрд франков спасло золото, составляющее
всего **13%** активов

Урс Маурер-Ламбру

ПТН 23 окт 2026 14 мин. чтения

На первый взгляд финансовые результаты Швейцарского национального банка (ШНБ) за 2025 год выглядели весьма убедительно: чистая прибыль составила 26,1 млрд швейцарских франков. Однако если исключить из расчётов золотые резервы, картина резко меняется. Портфель активов в иностранной валюте — зарубежные облигации и акции, составляющие основную часть резервов, — фактически принёс убыток в размере 8,8 млрд франков. Именно 1040 тонн физического золота обеспечили колоссальный прирост стоимости на 36,3 млрд франков. К концу года

стоимость этого золота достигла примерно 115 млрд франков, что составляло всего 13% от общего объёма валютных резервов в 852 млрд франков. Таким образом, относительно небольшая доля золота в портфеле не только с лихвой компенсировала убытки по всем остальным классам активов, но и обеспечила всю заявленную прибыль банка.

Председатель правления ШНБ прекрасно осознаёт эту реальность. На общем собрании Швейцарского национального банка, состоявшемся 24 апреля 2026 года в Берне, Мартин Шлегель отметил: «Прибыль за прошлый год была в значительной степени обеспечена золотом». Он также добавил: «С точки зрения диверсификации также имеет смысл держать определённую долю резервов в золоте». Однако тут же заявил: «Мы не планируем ни увеличивать, ни сокращать наши золотые резервы».

Это заявление свидетельствует о глубоком непонимании принципов управления рисками центрального банка. Доля того самого актива, который обеспечил стабильность баланса, по-прежнему жёстко ограничена, тогда как огромный портфель иностранных ценных бумаг, продолжающий приносить миллиардные убытки, остаётся нетронутым. Это противоречие демонстрирует полный отрыв от экономической реальности и основного мандата ШНБ.

Национальные резервы должны служить финансовой страховкой, а не инструментом спекулятивной игры на фондовых рынках. Их предназначение — обеспечить Швейцарии возможность выполнять свои финансовые обязательства и защищать франк в случае потрясений на международных рынках или кризиса банковской системы. Использование резервов в погоне за квартальной прибылью корпораций полностью извращает их первоначальное назначение. Золото не является ничьим долговым обязательством. Его нельзя обесценить бесконтрольной эмиссией, и ни одно иностранное государство не может объявить дефолт по золоту.

Юрисдикция ставит точку в споре

Иностранные облигации и акции — это, по сути, лишь записи в чужих реестрах, которые неизбежно подпадают под юрисдикцию иностранных судов и действие политических решений других государств. События последних лет со всей очевидностью продемонстрировали эту структурную уязвимость. В августе 2021 года Вашингтон заморозил 7 млрд долларов средств Центрального банка Афганистана, размещённых в Федеральном резервном банке Нью-Йорка. Шесть месяцев спустя западные правительства заморозили российские государственные активы на сумму около 300 млрд долларов. Тем временем золото Венесуэлы по-прежнему заблокировано в Банке Англии по решению британского суда. В то же время золотые резервы России, находящиеся на её собственной территории,

остались полностью неприкосновенными. Иностранные власти могут заморозить банковские счета, но не могут конфисковать физическое золото, которое никогда не покидало пределы страны.

Европейские центральные банки уже давно действуют исходя из этой реальности. В период с 2013 по 2017 год Германия репатриировала 674 тонны золота из Нью-Йорка и Парижа во Франкфурт, обеспечив хранение более половины своих государственных золотых резервов на территории страны. Франция пошла ещё дальше, вернув в Париж все свои золотые резервы объёмом 2437 тонн. Обе страны пришли к одному и тому же выводу: хранение национальных золотых резервов под иностранной юрисдикцией создаёт системные риски, которых вполне можно избежать.

Европейские центральные банки уже давно действуют исходя из этой реальности. В период с 2013 по 2017 год Германия репатриировала 674 тонны золота из Нью-Йорка и Парижа во Франкфурт, обеспечив хранение более половины своих государственных золотых резервов на территории страны. Франция пошла ещё дальше, вернув в Париж все свои золотые резервы объёмом 2437 тонн. Обе страны пришли к одному и тому же выводу: хранение национальных золотых резервов под иностранной юрисдикцией создаёт системные риски, которых вполне можно избежать.

Как формировались огромные валютные резервы

Справедливости ради следует отметить, что ШНБ накапливал огромные иностранные активы не ради самого накопления. Они стали прямым следствием проводимой валютной политики. В сентябре 2011 года, при Филиппе Хильдебранде, центральный банк установил минимальный курс на уровне 1,20 швейцарского франка за евро, чтобы предотвратить катастрофическое укрепление национальной валюты. Для поддержания этого курса ШНБ эмитировал швейцарские франки и в беспрецедентных масштабах скупал евро и доллары США. Именно эти валютные интервенции стали причиной разрастания баланса банка до нынешних размеров, превратив временные инструменты денежно-кредитной политики в гигантские постоянные резервы в иностранной валюте.

9 января 2012 года Хильдебранд подал в отставку после того, как общественности стало известно о скандальной валютной сделке, совершённой его супругой. Его преемник Томас Йордан, входивший в состав правления ШНБ с 2007 года, занял пост председателя 18 апреля 2012 года. На протяжении почти трёх лет Йордан отстаивал политику поддержания минимального курса франка. Однако 15 января 2015 года ШНБ неожиданно отказался от установленного валютного порога.

Агентство Bloomberg в тот же день охарактеризовало это решение как настоящий шок для рынков. Курс швейцарского франка мгновенно взлетел, что буквально за одну ночь привело к резкому обесцениванию иностранных активов банка в пересчёте на франки. Только за первое полугодие 2015 года ШНБ зафиксировал убыток в размере 50 млрд франков, главным образом из-за курсовых потерь, составивших 52,2 млрд франков. По итогам года общий убыток достиг 23 млрд франков, включая 20 млрд франков потерь по валютным позициям и снижение стоимости золотых резервов на 4 млрд франков.

После 2015 года ШНБ продолжал активно вмешиваться в валютный рынок, главным образом используя отрицательные процентные ставки и продолжая скупать иностранную валюту. Однако в 2023 году банк изменил курс, продав иностранную валюту на беспрецедентную сумму в 133 млрд франков, чтобы защитить швейцарскую экономику от импортируемой инфляции. К 2025 году валютные интервенции стабилизировались: объём покупок составил сравнительно скромные 5,3 млрд франков. В результате к концу февраля 2026 года валютные резервы ШНБ составляли 710 млрд швейцарских франков.

Хотя столь значительный объём резервов стал следствием политики защиты курса франка, распределение этих средств между различными классами активов было результатом сознательных решений, которые правление ШНБ принимало из года в год. И именно эти решения заслуживают самой жёсткой критики.

Ставка на Кремниевую долину без страховки от рисков

Решение превратить эти валютные резервы в огромный портфель акций привело к тому, что ШНБ фактически сделал масштабную ставку на американский фондовый рынок, не обеспечив защиты от рисков. К середине 2026 года стоимость принадлежащих ШНБ американских акций достигла рекордных 191,4 млрд долларов. Эти средства были распределены примерно между 2300 компаниями по принципу пассивного следования фондовым индексам. Однако такой подход создал чрезвычайно высокую структурную уязвимость. Около четверти всего американского портфеля — более 44 млрд долларов — теперь сосредоточено в акциях всего пяти технологических гигантов: Nvidia, Apple, Microsoft, Amazon и Alphabet.

Крупнейшая позиция в американском портфеле акций ШНБ приходится на Nvidia — компанию, [находящуюся в самом эпицентре бума искусственного интеллекта](#). Таким образом, швейцарский пенсионер, который за всю свою жизнь не купил ни одной акции, через свой центральный банк фактически становится одним из крупных инвесторов в спекулятивный бум ИИ в Кремниевой долине. И никто не

спрашивал его согласия. Как прямо заявил мой коллега Питер Хензелер в ноябре 2022 года: «Это превратило ШНБ в один из крупнейших хедж-фондов мира». Четыре года спустя масштабы этих вложений в акции, не защищённых от рыночных рисков, достигли беспрецедентного уровня.

Кроме того, ШНБ владеет акциями Palantir на сумму около 700 млн долларов, что само по себе представляет собой этический скандал. Компания Palantir предоставляет вооружённым силам, спецслужбам и правоохранительным органам программное обеспечение для анализа больших массивов данных и определения целей. В январе 2024 года Palantir заключила соглашение о стратегическом партнёрстве с Министерством обороны Израиля, предусматривающее предоставление технологий для «выполнения задач, связанных с военными действиями» в ходе конфликта в секторе Газа. А в 2025 году Иммиграционная и таможенная служба США (ICE) поручила компании разработку систем отслеживания лиц, подлежащих депортации. При этом инвестиционные правила самого ШНБ прямо запрещают вложения в компании, которые «грубо нарушают основополагающие права человека». Продолжая владеть акциями Palantir, банк напрямую нарушает собственные этические принципы.

Правда о «чёрной кассе»

Этот портфель фактически функционирует как «чёрная касса» в том смысле, который наиболее важен для его истинных владельцев: его финансовые результаты колеблются на десятки миллиардов франков под влиянием рыночных процессов, которые банк не в состоянии контролировать. Однако есть принципиальное отличие: инвесторы обычного коммерческого фонда сознательно соглашаются принимать на себя подобные риски. Швейцарский народ такого согласия никогда не давал.

2022 год наглядно продемонстрировал всю опасность этой стратегии. ШНБ понёс убытки в размере 132,5 млрд швейцарских франков, из которых 131,5 млрд пришлось непосредственно на активы в иностранной валюте. Этот исторический обвал полностью уничтожил резерв для распределения прибыли в размере 102,5 млрд франков. В результате лишь во второй раз с 1907 года федеральный бюджет и кантоны не получили от ШНБ ни франка. Структура убытков весьма показательна: на облигациях банк потерял 72 млрд франков, на акциях — 41,3 млрд, а из-за колебаний валютных курсов — ещё 29,8 млрд франков. При этом золото — тот самый актив, резервы которого банк упорно отказывается наращивать, — принесло прибыль в размере 0,4 млрд франков. В разгар глубочайшего кризиса именно золото оказалось единственным компонентом резервов, сумевшим сохранить свою

стоимость. Однако потери продолжились и в 2023 году, когда ШНБ зафиксировал очередной убыток в размере 3,2 млрд франков. В результате кантоны второй год подряд остались без выплат.

На протяжении двух лет кантоны, которым причитаются две трети распределяемой прибыли ШНБ, были вынуждены формировать свои бюджеты, не получая от центрального банка ни единого франка. Затем ситуация на рынках изменилась, и в 2024 году ШНБ вновь вышел в прибыль, составившую 80,7 млрд франков. Таким образом, от рекордного убытка в 2022 году до прибыли в 2024-м финансовые результаты банка претерпели колебания более чем на 210 млрд франков. Национальные резервы, призванные служить финансовой страховкой страны, ни в коем случае не должны вести себя как спекулятивный торговый счёт с кредитным плечом.

От мирового лидера до стороннего наблюдателя

До начала нового тысячелетия ШНБ располагал внушительными золотыми резервами в объёме 2590 тонн. Однако затем последовала масштабная распродажа: в период с 2000 по 2005 год банк продал 1300 тонн золота, а в 2007–2008 годах — ещё 250 тонн. С конца 2008 года золотые резервы Швейцарии остаются неизменными и составляют ровно 1040 тонн.

Томаса Йордана нельзя винить в первоначальной распродаже золота: эти решения были приняты ещё до того, как он возглавил ШНБ, в эпоху, когда центральные банки по всей Европе планомерно сокращали свои золотые резервы. Настоящий провал его руководства, равно как и руководства его преемника, заключается в том, что произошло в последующее десятилетие. Несмотря на кардинальные изменения геополитической обстановки, они так и не предприняли никаких шагов для восстановления золотых резервов, не закупив ни единого грамма золота.

30 ноября 2014 года в Швейцарии состоялся референдум по народной инициативе «Спасём швейцарское золото», которая предусматривала обязательное хранение не менее 20% активов ШНБ в золоте, полный запрет на его дальнейшую продажу и размещение всех золотых резервов исключительно на территории страны. Избиратели отклонили инициативу: 77,3% проголосовали против и лишь 22,7% — за. Хотя результаты демократического волеизъявления необходимо уважать, отказ от закрепления жёсткой квоты в Конституции вовсе не означал поддержки политики отказа от золота. И уж тем более он не давал ШНБ мандата на полное замораживание своей стратегии в отношении золотых резервов на последующие десять лет.

Финансовые последствия этого десятилетнего бездействия оказались весьма ощутимыми. В конце 2011 года, незадолго до вступления Томаса Йордана в должность председателя ШНБ, банк оценивал свои золотые резервы по цене 47 473 швейцарских франка за килограмм. К концу 2025 года эта стоимость взлетела до 110 919 франков за килограмм. Таким образом, цена золота в швейцарских франках выросла примерно на 134%, однако ШНБ всё это время оставался сторонним наблюдателем, так и не увеличив свои золотые резервы.

Такое бездействие резко контрастирует с современной практикой центральных банков. Хотя первоначальные сводные данные по миру указывали на замедление спроса на золото со стороны центральных банков — с начала 2026 года по август включительно объём закупок составил около 170 тонн, — отдельные центробанки, напротив, ускорили накопление физического золота. Лидером по закупкам золота стал Национальный банк Польши, который только за первые семь месяцев 2026 года приобрёл почти 98 тонн. В результате его золотые резервы приблизились к 648 тоннам, что составляет около 28% всех резервов страны. Тем самым Польша приблизилась к своей цели в 700 тонн, уже превысив официальные золотые резервы Европейского центрального банка. Одновременно Народный банк Китая продолжил планомерное наращивание золотых резервов, доведя их объём почти до 2260 тонн. Чешский национальный банк продолжил непрерывную скупку золота, которая длится уже более 40 месяцев подряд, а Индия прочно удерживает свои золотые резервы на уровне свыше 850 тонн.

Государства, осознающие системные риски, отказываются от активов в иностранных фиатных валютах в пользу физического золота, не несущего кредитного риска. Для Швейцарии, твёрдо придерживающейся принципа нейтралитета, укрепление независимости за счёт увеличения золотых резервов становится настоящей необходимостью.

Простой план реализации

Наиболее распространённый аргумент против масштабной программы наращивания золотых резервов заключается в том, что её реализация якобы сопряжена с чрезмерными организационными сложностями. Однако это не так. Швейцария находится в уникальном положении для осуществления такого перехода, поскольку значительная часть всего физического золота, обращающегося на мировом рынке, уже проходит через её территорию.

Шаг первый: продажа американских активов. ШНБ владеет американскими акциями на сумму 191,4 млрд долларов, при этом 37% его валютных резервов номинированы в долларах США. Эти ценные бумаги относятся к числу наиболее

ликвидных в мире, поэтому их можно постепенно распродать в течение нескольких месяцев. Вырученные средства останутся в долларах США, и для проведения этой операции не потребуется эмитировать ни одного швейцарского франка. Таким образом, сама по себе продажа активов не создаст повышательного давления на курс франка.

Шаг второй: реинвестирование средств в золото. Поскольку золото на мировых рынках торгуется в долларах США, ШНБ сможет оплачивать его покупку непосредственно валютой, полученной от продажи акций. Банк сможет закупать золото напрямую у швейцарских аффинажных предприятий, на долю которых приходится около трети всего перерабатываемого в мире золота. Такие компании, как Valcambi, PAMP, Argor-Heraeus и Metalor, работают с объёмами, многократно превышающими потребности программы закупок золота центральным банком.

Шаг третий: обеспечение надёжного хранения золота внутри страны. Золотые слитки, приобретённые у швейцарских аффинажных предприятий, будут напрямую поступать в собственные хранилища ШНБ, находящиеся под швейцарской юрисдикцией. Ни иностранные суды, ни финансовые ведомства других государств, ни санкционные режимы не смогут получить к ним доступ. Одновременно ШНБ должен репатриировать 30% своих существующих золотых резервов, которые в настоящее время хранятся в Великобритании и Канаде.

ШНБ не обязан заранее объявлять о своих ежедневных операциях. Хотя центральные банки ежемесячно публикуют сводные данные о своих резервах в соответствии со стандартами МВФ, эта информация раскрывается задним числом. ШНБ мог бы регулярно и планомерно закупать золото непосредственно у швейцарских аффинажных предприятий каждый торговый день, не оказывая существенного влияния на рынок. К моменту публикации ежемесячной отчётности физическое золото уже находилось бы на надёжном хранении в швейцарских хранилищах.

Продукт замкнутой системы

Мартин Шлегель занял пост председателя ШНБ в октябре 2024 года, проведя всю свою профессиональную жизнь в стенах этого учреждения. Он пришёл в банк в 2003 году в качестве научного ассистента и завершил работу над докторской диссертацией, уже будучи его сотрудником. Таким образом, Шлегель — типичный продукт замкнутой иерархической системы. Неудивительно, что он сохранил стратегию, заложенную Томасом Йорданом, унаследовав как спекулятивный портфель акций технологических компаний, так и укоренившееся нежелание банка наращивать золотые резервы.

Его публичные выступления лишь подчёркивают глубокую замкнутость этой институциональной системы. Когда Шлегелю задают вопросы о механизмах функционирования рынков и системных рисках, он неизменно прибегает к шаблонным бюрократическим формулировкам.

В интервью газете *Neue Zürcher Zeitung* (NZZ) в апреле 2026 года Шлегель выступил в защиту требования Федерального совета Швейцарии, согласно которому банк UBS должен полностью обеспечивать собственным капиталом свои зарубежные дочерние структуры, назвав эти меры «абсолютно необходимыми». Когда журналист справедливо возразил, что крах *Credit Suisse* был вызван не недостатком капитала, а нехваткой ликвидности, ответ Шлегеля оказался весьма показательным: «За прошедшие годы руководство *Credit Suisse* допустило множество ошибок. Из-за тогдашнего состояния капитала швейцарского головного банка *Credit Suisse* уже не мог провести необходимую реструктуризацию». Ни слова о ликвидности. Ни слова о катастрофической утрате доверия. Между тем предоставление ликвидности в условиях обвала рыночного доверия — одна из самых элементарных задач центрального банка. Человек, всю жизнь проработавший внутри одной системы и никогда не имевший практического опыта работы на реальных финансовых рынках, не обладает независимым профессиональным чутьём, необходимым для управления национальным богатством Швейцарии и его защиты.

Что необходимо изменить — и немедленно

Другие центральные банки уже предпринимают решительные шаги, наращивая свои резервы физического золота, чтобы снизить зависимость от активов в иностранных фиатных валютах. Между тем Швейцария не меняла объём своих золотых резервов с 2008 года. Огромный портфель американских технологических акций, не защищённый от рыночных рисков, в условиях, когда оценки компаний приближаются к пику пузыря искусственного интеллекта, представляет собой недопустимый системный риск. Резкая коррекция котировок этих технологических гигантов способна всего за несколько дней привести к потере десятков миллиардов франков из национальных резервов Швейцарии.

ШНБ должен незамедлительно и существенно сократить свои вложения в американские акции, направив вырученные средства на приобретение физического золота у швейцарских аффинажных предприятий. При этом всё приобретённое золото должно храниться исключительно на территории Швейцарии, в хранилищах, находящихся под швейцарской юрисдикцией.

Для этого Федеральный совет Швейцарии должен заменить председателя Мартина Шлегеля и нынешний Банковский совет независимыми специалистами по управлению рисками, привлечёнными извне замкнутой банковской системы. Каждый дополнительный месяц их пребывания у власти — это ещё один месяц, в течение которого национальное богатство остаётся под угрозой рыночного обвала вместо того, чтобы надёжно храниться в швейцарских хранилищах. Эти резервы принадлежат швейцарскому народу. Их необходимо вернуть на родину до того, как пузырь лопнет. Ведь если дожидаться обвала, потери станут необратимыми. И, как показывает история, чиновники, ответственные за эту катастрофу, скорее всего, не понесут никакой реальной ответственности. Они тихо уйдут на покой, получая свои баснословные пенсии, гарантированные государством, тогда как расплачиваться за их ошибки придётся простым гражданам, платящим налоги.

ТЕГИ СТАТЬИ:

Анализ Шлегель, Мартин Швейцария Швейцарский национальный банк (ШНБ)