März 2015

Bundestresorerie

Tätigkeitsbericht 2014

Schweizerische Eidgenossenschaft
Confédération suisse
Confederazione Svizzera
Confederaziun svizra

Eidgenössisches Finanzdepartement EFD
Eidgenössische Finanzverwaltung EFV

Impressum

Herausgeber:
Eidg. Finanzverwaltung EFV

Foto:
Eidg. Finanzverwaltung EFV

März 2015

Inhaltsverzeichnis

		Seite
Zusammenfassung		**5**
1	**Einleitung**	**7**
2	**Rechtliche Grundlagen und Governance**	**9**
3	**Schuldenbewirtschaftung – Strategie und Risikosteuerung**	**11**
31	Grundsätze und Auftrag	11
32	Risiken der Schuldenbewirtschaftung	11
321	Zinsänderungsrisiko	11
322	Refinanzierungsrisiko	17
33	Emissionstätigkeit 2014	20
331	Konjunktur- und Zinsentwicklung 2014	20
332	GMBF-Emissionen 2014	22
333	Anleiheemissionen 2014	23
4	**Sicherstellung Zahlungsbereitschaft** (Liquiditätsrisiko)	**29**
5	**Devisenbewirtschaftung** (Währungsrisiken)	**31**
51	Budgetgeschäfte	31
52	Spezialgeschäfte	33
6	**Gegenparteienrisiken**	**35**
7	**Ausblick**	**37**

Zusammenfassung

Das Jahr 2014 war geprägt von einem äusserst niedrigen Zinsniveau. Um auch langfristig von diesen attraktiven Finanzierungskosten zu profitieren, lag der Fokus wie in den Vorjahren auf lang laufenden Anleihen. Die Eidgenossenschaft emittierte zum zweiten Mal in ihrer Geschichte erfolgreich eine 50-jährige Anleihe. Insgesamt nahm die Bundestresorerie am Kapitalmarkt 5,6 Milliarden auf, bei einer durchschnittlichen Rendite von 1,15% und einer Laufzeit von knapp 23 Jahren. Die kurzfristige Geldaufnahme des Bundes erfolgte auch 2014 zu Minuszinsen.

Entgegen den allgemeinen Markterwartungen sind die Zinsen im Berichtsjahr nicht gestiegen, sondern gefallen und haben gegen das Jahresende hin neue historische Tiefststände erreicht. Die 10-jährige Rendite der Eidgenössischen Anleihen notierte Anfang Jahr noch 1,23% und sank sukzessive auf 0,30% im Dezember 2014. Haupttreiber dieser Zinsentwicklung war der von der Schweizerischen Nationalbank (SNB) verfolgte geldpolitische Kurs und damit indirekt die Politik der Europäischen Zentralbank (EZB). Die EZB kämpfte während dem ganzen Jahr mit unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen gegen die schwächelnde Konjunktur und die drohenden Deflationstendenzen an. Die Eurozinsen wurden dadurch auf Talfahrt geschickt und in ihrem Schlepptau auch die Frankenzinsen. Der durch die Rubelkrise und die politischen Unsicherheiten in Griechenland im Dezember 2014 ausgelöste Druck auf den Schweizer Franken als sicheren Hafen liess die SNB eine weitere unkonventionelle Massnahme ergreifen: Kurz vor Weihnachten führte sie negative Zinsen auf Teilen der Giroguthaben der Banken ein und senkte das Zielband für den 3-Monats-Libor in den negativen Bereich.

Angesichts der rekordtiefen Zinsen stand bei der Geldbeschaffung auch in diesem Jahr im Vordergrund, längerfristig vom tiefen Zinsniveau zu profitieren und schwergewichtig lang laufende Anleihen zu emittieren. Die Eigenossenschaft gab zum zweiten Mal in ihrer Geschichte eine 50-jährige Anleihe aus und konnte diese auf bereits 1,4 Milliarden aufstocken. Insgesamt nahm die Bundestresorerie im Jahr 2014 5,6 Milliarden am Kapitalmarkt auf, mit einem durchschnittlichen Marktzinssatz von 1,15% (Vorjahr 1,02%) und einer Laufzeit von knapp 23 Jahren (Vorjahr knapp 18 Jahre). Die durchschnittliche Laufzeit des Schuldenportfolios konnte damit um 0,8 Jahre auf 8,6 Jahre erhöht werden. Die kurzfristige Geldaufnahme des Bundes erfolgte auch 2014 zu Minuszinsen (wie im Vorjahr durchschnittlich -0,11%). Der jährlich zu refinanzierende Anteil der Schulden blieb weiterhin relativ stabil (17% per Ende 2014) und schwankt seit dem Jahr 2003 zwischen 15–25% der gesamten Geld- und Kapitalmarktschulden. Im internationalen Vergleich kann das damit verbundene Risiko als angemessen und die verfolgte Strategie als eher konservativ bezeichnet werden. Dies zeigt auch die Risikoanlayse mittels Zins- und Schuldenmodellierung. Im Basisszenario eines moderaten Zinsanstiegs bleiben die Passivzinsen über die ganze Voranschlags- und Finanzplanperiode praktisch konstant. Die unterstellte Normalisierung der Zinsen wird kompensiert durch den fortschreitenden Schuldenabbau. Die stochastische Zinssimulation weist ebenfalls auf ein nur moderates Zinsrisiko hin.

Aufgrund der anhaltend tiefen Zinsen und mangels Anlagemöglichkeiten wurden bei der Liquiditätsbewirtschaftung die frei verfügbaren Mittel 2014 wie in den Vorjahren grossmehrheitlich bei der SNB angelegt. Die liquiden Mittel per Ende 2014 betrugen rund 10 Milliarden Franken.

Bei der Absicherung der budgetierten Fremdwährungen hat die im Zuge der Finanz- und Schuldenkrise erfolgte Aufwertung des Schweizer Frankens für den ganzen Zeitraum seit Einführung der Absicherungsstrategie im Jahr 1998 Opportunitätskosten von rund 0,98% des abgesicherten Volumens geführt. Auf lange Sicht werden sich diese Kosten wieder kompensieren, da die Fremdwährungen systematisch für das folgende Budgetjahr gekauft werden. Die Beschaffung damit einfach zeitversetzt um ein Jahr der Währungsentwicklung.

Tätigkeitsfelder der Bundestresorerie

Der Tätigkeitsbericht der Bundestresorerie richtet sich primär an den Bundesrat, die Finanzdelegation und an die Eidgenössische Finanzkontrolle. Ergänzend zur Finanzberichterstattung wird ein vertiefter Einblick in die Aufgaben der Bundestresorerie gegeben. Damit soll das Verständnis und die Transparenz der Tresorerieführung erhöht werden. Der Bericht erläutert Auftrag und Zielsetzungen der Bundestresorerie, die Strategie zur Schulden-, Liquiditäts- und Devisenbewirtschaftung und die damit verbundenen wesentlichen Risiken und Steuerungsprozesse.

Oberstes Ziel bei der *Bewirtschaftung der Geld- und Kapitalmarktschulden* des Bundes sind langfristig möglichst tiefe Geldbeschaffungskosten. Gleichzeitig sollen die jährlichen Schwankungen der Passivzinsen beschränkt werden, um die Planbarkeit zu gewährleisten. Mit knapp 80 Milliarden Kapitalmarktschulden nimmt der Bund eine dominante Position im Franken-Anleihemarkt ein. Die relativ hohen jährlichen Fälligkeiten zwingen die Eidgenossenschaft, ihren Bedarf in Tranchen zu unterteilen, die vom Markt absorbiert werden können. Der Bund nimmt daher über das ganze Jahr verteilt regelmässig Mittel auf, am Geldmarkt einmal wöchentlich, am Kapitalmarkt in der Regel einmal monatlich. Der Bund steuert damit das Zinsrisiko mit einem eher systematischen Ansatz, in dem er unabhängig von der Zinsentwicklung nach einem vordefinierten zeitlichen Muster emittiert. Je nach Einschätzung des Zinsniveaus zieht die Bundestresorerie dabei verstärkt längere oder kürzere Laufzeiten vor. Die Bundestresorerie ist bei ihrer Emissionstätigkeit bestrebt, die relevanten Laufzeiten der Schweizer Franken-Zinskurve mit entsprechenden Anleihen vollständig abzudecken. Die Renditen der Eidgenössischen Anleihen sind zentrale Referenzgrössen und tragen damit zu einem attraktiven, funktionsfähigen und effizienten Schweizer Kapitalmarkt bei. Da sich die Eidgenossenschaft ausschliesslich auf dem Heimmarkt finanziert, ist diese Marktpflege wichtig.

Die *Steuerung des Zinsrisikos* durch die Emissionstätigkeit wird auch mittels einer Zins- und Portfoliomodellierung verifiziert. Auf Basis des bestehenden Schuldenportfolios und der in Voranschlag und Finanzplan unterstellten Schuldenentwicklung wird mit verschiedenen deterministischen Zinsszenarien die zukünftige Entwicklung der Passivzinsen modelliert. Daneben wird die zukünftige Entwicklung der Passivzinsen auch anhand von stochastisch generierten Zinspfaden untersucht. Dies erlaubt es, mögliche Abweichungen der Zinsausgaben vom Mittelwert mit einer bestimmen Eintrittswahrscheinlichkeit zu beziffern.

Die *Liquiditätsbewirtschaftung* orientiert sich an der übergeordneten Zielsetzung der ständigen Sicherstellung der Zahlungsbereitschaft des Bundes. Aufgrund der schwierigen Planbarkeit der Zahlungsströme, namentlich bei der Verrechnungssteuer und der direkten Bundessteuer, hält die Bundestresorerie in einem angemessenen Ausmass liquide Mittel. Um die Liquiditätshaltung zu limitieren, legt die EFV jährlich Zielbandbreiten für die Liquiditätsentwicklung fest, welche sowohl die saisonalen Schwankungen auf der Einnahmeseite als auch Rückzahlungstermine von Anleihen berücksichtigen. Die kurzfristig ausgerichtete Anlagetätigkeit der liquiden Mittel erfolgt nach den Kriterien Sicherheit, marktkonformer Ertrag und Diversifikation.

Die Devisenbewirtschaftung für die Währungen Euro und US Dollar erfolgt zentralisiert und systematisch. Die EFV stellt den Verwaltungseinheiten die Fremdwährungen zu einem vordefinierten Budgetkurs zur Verfügung. Primäre Zielsetzung dieses Vorgehens ist die Budgettreue und die Planbarkeit der Ausgaben in Schweizer Franken. Somit können wechselkursbedingte Nachtragskredite vermieden werden.

01 Einleitung

Der Tätigkeitsbericht der Bundestresorerie richtet sich in erster Linie an den Bundesrat, die Finanzdelegation (FinDel) und die Eidgenössische Finanzkontrolle (EFK) und gibt einen Einblick in die Tätigkeit und Risikosteuerung der Bundestresorerie. Nach Kenntnisnahme des Berichtes durch Bundesrat, FinDel und EFK wird der Bericht ebenfalls Interessierten zugänglich gemacht. Der vorliegende Tätigkeitsbericht der Bundestresorerie erläutert die Strategie zur Schulden-, Liquiditäts- und Devisenbewirtschaftung. Dabei werden deren Zielsetzungen, die damit verbundenen wesentlichen Risiken und Steuerungsprozesse erläutert.

02 Rechtliche Grundlagen und Governance

Die EFV führt gemäss den Bestimmungen im FHG Art. 60–62 bzw. in FHV Art. 70–74 die zentrale Tresorerie und ist namentlich für die Geldbeschaffung des Bundes besorgt. Weitere Ausführungsbestimmungen für die Tätigkeiten der Bundestresorerie sind im Handbuch für Haushalt und Rechnungsführung der EFV sowie in abteilungsinternen Dokumenten festgelegt, welche Leitlinien und Grundsätze für die Aktiven- und Passivenbewirtschaftung beinhalten.

Die Bundestresorerie sorgt für die Sicherstellung der Zahlungsbereitschaft des Bundes und der ihr angeschlossenen Betriebe und Anstalten.[1] Sie stellt den Auftritt des Bundes als wichtigsten Schuldner am schweizerischen Geld- und Kapitalmarkt sicher. Die verfügbare Liquidität wird nach den Grundsätzen Sicherheit und marktkonformer Ertrag angelegt.[2] Weiter beschafft sie für die Verwaltungseinheiten die Fremdwährungen.

Das Asset und Liability Management Committee (ALCO) unter dem Präsidium des Direktors EFV entscheidet über die Rahmenbedingungen der Tresorerieführung. Die Bundestresorerie steuert die mit der Liquiditätsbewirtschaftung und der Geld- und Devisenbeschaffung verbundenen Risiken gemäss Vorgaben des ALCO. Das Back Office kontrolliert die vom Front Office abgeschlossenen Geschäfte und gibt diese frei. Risk Control überwacht die Markt- und Gegenparteienrisiken und erstattet quartalsweise Bericht an das ALCO. Die EFK führt anlässlich ihrer regulären Tätigkeit Revisionen innerhalb der Bundestresorerie durch. Über die Tresorerieführung wird in der Staatsrechnung Rechenschaft abgelegt. Im Rahmen des Voranschlags und Finanzplans wird über die geplante Geldaufnahme berichtet.

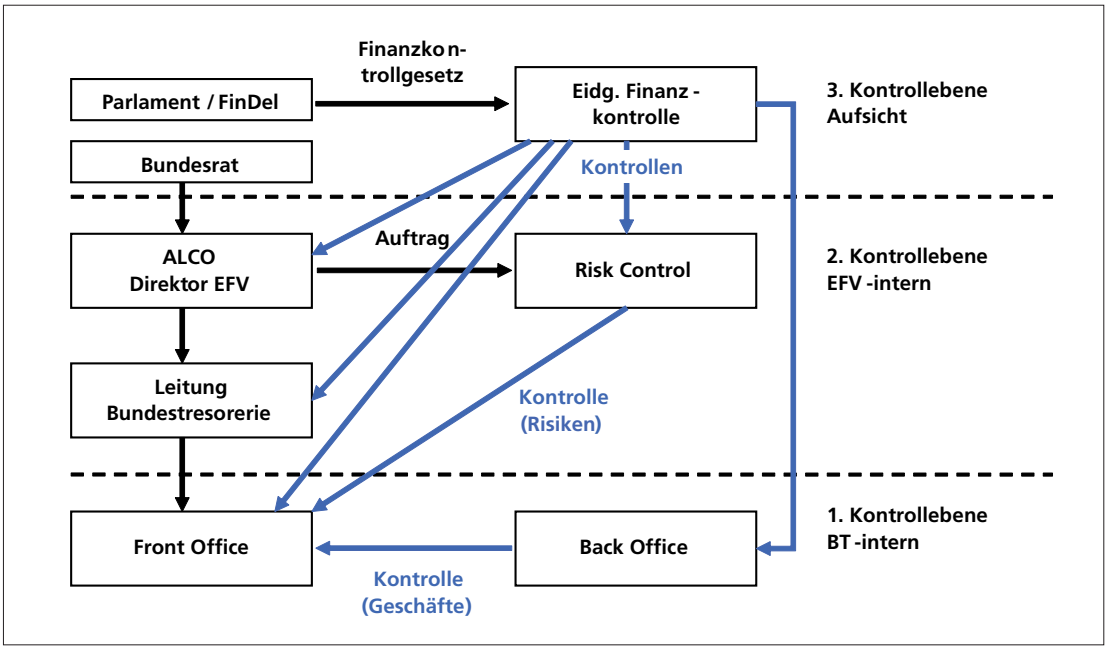

Abbildung 1: Steuerungs- und Regelungssystem der Tresorerieführung

1 Art. 60 Abs. 1 FHG: «Die EFV führt die zentrale Tresorerie der diesem Gesetz unterstehenden Institutionen und Verwaltungseinheiten und sorgt für die ständige Zahlungsbereitschaft.»

2 Art. 62 Abs. 1 FHG: «Die EFV legt die für den Zahlungsbedarf nicht benötigten Gelder so an, dass ihre Sicherheit sowie ein marktkonformer Ertrag gewährleistet sind. Sie sind unter dem Finanzvermögen zu erfassen.»

03 Schuldenbewirtschaftung – Strategie und Risikosteuerung

31 Grundsätze und Auftrag

Die Strategie zur Bewirtschaftung der Geld- und Kapitalmarktschulden des Bundes richtet sich nach folgenden wesentlichen Zielsetzungen und Grundsätzen:[1]

- Das oberste Ziel ist die *Sicherstellung der Zahlungsbereitschaft* des Bundes und der zugeordneten Institutionen und Verwaltungseinheiten. Dabei ist die Liquidität auf jenen Stand zu beschränken, der als Sicherheit für nicht planbare oder unerwartete Ereignisse gehalten wird und kurzfristig zur Verfügung stehen muss.

- Die Finanzierungsbedürfnisse des Bundes sind längerfristig zu *möglichst tiefen Kosten bei einem akzeptablen Risiko* sicherzustellen. Dabei soll die Finanzposition Passivzinsen zuverlässig planbar und deren jährliche Schwankungen beschränkt sein. Das Fälligkeitsprofil der Schulden ist unter Berücksichtigung des Refinanzierungsrisikos ausgewogen zu gestalten.

- Ein *kosteneffizienter Zugang zum Geld- und Kapitalmarkt* ist laufend sicherzustellen. Dabei stellen die Transparenz und Kontinuität der Emissionstätigkeit und die Liquidität im Sekundärmarkt wesentliche Elemente dar.

32 Risiken der Schuldenbewirtschaftung

Der Bund strebt bei der Bewirtschaftung seiner Geld- und Kapitalmarktschulden eine Optimierung zwischen zwei gegenläufigen Zielsetzungen an. Einerseits sind die Geldbeschaffungskosten möglichst tief zu halten und andererseits das Zins- und Refinanzierungsrisiko auf ein vertretbares Ausmass zu reduzieren. Historisch betrachtet stellt eine steigende Zinsstrukturkurve (kurzfristige Zinsen sind tiefer als längerfristige Zinsen) den Normalfall dar. Die Erfahrung zeigt aber, dass kurzfristige Zinsen stärkeren Schwankungen unterworfen (volatiler) sind als längerfristige Zinsen. Eine Verkürzung der durchschnittlichen Laufzeit des Schuldenportfolios bedeutet, dass ein grösserer Teil des Schuldenportfolios innert kürzerer Zeit refinanziert werden muss. Deshalb besteht das Risiko, dass fällig werdende Schulden zu spürbar anderen Zinssätzen refinanziert werden müssen. Dies kann zu höheren Schwankungen der Zinsausgaben und im ungünstigen Fall zu höheren Zinsausgaben führen, was die Planbarkeit und das Ausmass der Zinsausgaben negativ beeinflussen kann.

321 Zinsänderungsrisiko

Zinsänderungsrisiko bedeutet, dass bei einem Zinsanstieg (Zinsrückgang) zu erneuernde oder neue Schulden zu einem höheren (tieferen) Zinssatz finanziert werden. Daraus resultieren Schwankungen der Passivzinsen, was deren Planbarkeit erschwert. Abweichungen der Passivzinsen gegenüber Voranschlag und Finanzplan können die Führung des Bundeshaushalts erschweren.

3211 Steuerung des Zinsrisikos durch Emissionstätigkeit

Das grosse Volumen der Geld- und Kapitalmarktschulden von knapp 90 Milliarden, die dominante Position des Bundes im Schweizer Franken Anleihemarkt sowie die aus Sicht des Kapitalmarktes relativ hohen jährlichen Fälligkeiten zwingen die Eidgenossenschaft, ihren Bedarf in Tranchen zu unterteilen, die vom Markt absorbiert werden können. Damit muss der Bund stetig und regelmässig am Geld- und Kapitalmarkt auftreten und kann sich so letztlich der Zinsentwicklung nicht vollständig entziehen. Entsprechend verfolgt der Bund einen systematischen Ansatz zur Steuerung des Zinsrisikos und verteilt den Finanzierungsbedarf der Geld- und Kapitalmarktschulden möglichst gleichmässig über einen längeren Zeitraum.

1 vgl. Art. 60–62 FHG

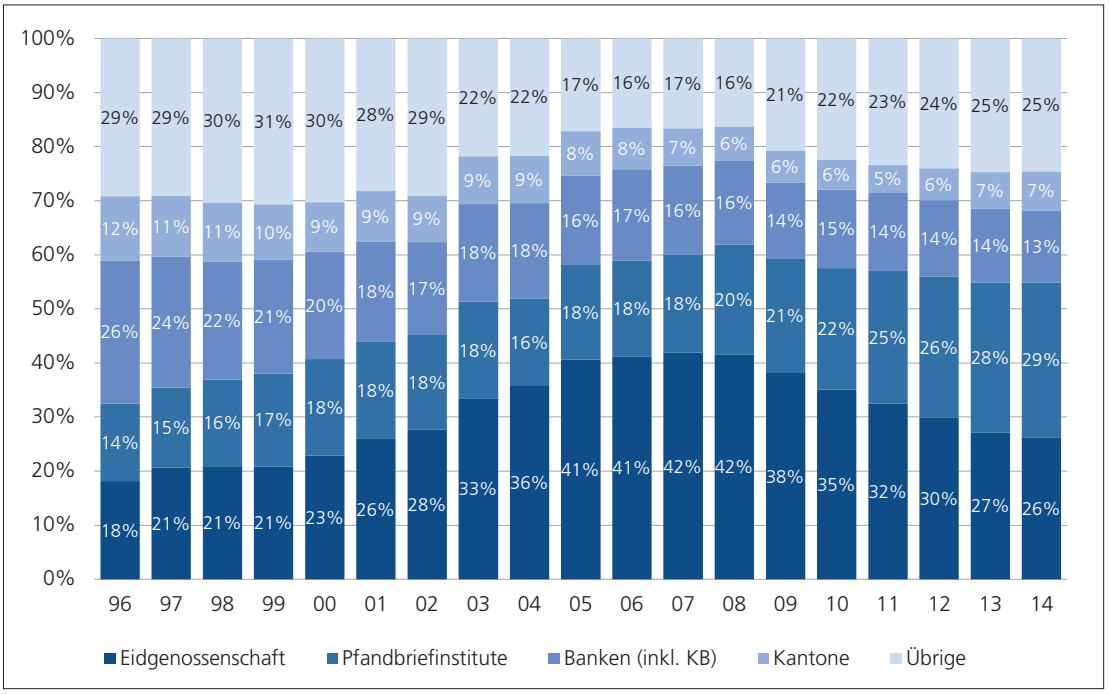

Abbildung 2: Ausstehende festverzinsliche Anleihen im CHF-Inlandsegment* (Quelle: SIX)

Betrachtet über die letzten 20 Jahre war die Eidgenossenschaft mit durchschnittlich 7,1 Milliarden Franken pro Jahr der wichtigste Emittent im Inlandsegment.[2] Dies entspricht einem durchschnittlichen Anteil am Volumen der inländischen Emittenten von rund einem Viertel.[3] Während in den Jahren 2000 bis 2004 das jährliche Emissionsvolumen des Bundes zwischen 10 und 14 Milliarden schwankte, schlägt sich seit 2005 die Haushaltssanierung und der Schuldenabbau deutlich in der Emissionstätigkeit nieder: 2008 und 2009 emittierte die Eidgenossenschaft nur noch rund 10% aller Neuemissionen, während im 2004 sich der Bund für fast 50% aller Neuemissionen im Inlandsegment verantwortlich zeichnete. Dank den in den letzten Jahren relativ grossen, jeweils zu refinanzierenden Fälligkeiten, erhöhte sich der Anteil des Bundes vorübergehend etwas. Angesichts des stabilen Refinanzierungsbedarfes verharrte der Anteil des Bundes im Jahr 2014 mit 13% auf Vorjahresniveau. Die Bedeutung der Eidgenossenschaft für den Schweizer Franken Kapitalmarkt zeigt sich auch beim ausstehenden Anleihevolumen. Ab dem Jahr 2000 stieg der Anteil der Eidgenössischen Anleihen («Eidgenossen») am inländischen Anleihevolumen von 25% auf über 40% in den Jahren 2005–2008. Mit dem Schuldenabbau und der verstärkten Emissionstätigkeit der Pfandbriefinstitute reduzierte sich der Anteil der Eidgenossen sukzessive auf aktuell noch 25% der ausstehenden inländischen Anleihen. Mit einem Anteil von zusammen 29% haben die beiden Pfandbriefinstitute den Bund inzwischen überflügelt.

3212 Steuerung des Zinsrisikos mittels Zins- und Portfoliomodellierung

Mit dynamischen Simulations-Analysen ist es möglich, die Entwicklung der Passivzinsen und deren Schwankungen für verschieden zusammengesetzte Schuldenportfolios und für unterschiedlichste Zinsszenarien zu analysieren. Damit werden Erkenntnisse gewonnen, um einerseits die Verschuldungsstrategie aus Kosten- und Risikosicht zu optimieren. Andererseits lässt sich abschätzen, inwieweit die Passivzinsen – auch mit Blick auf Voranschlag und Finanzplan – schwanken können.

Das Analysekonzept verfolgt einen retrospektiven und einen prospektiven Ansatz. Beim prospektiven Ansatz werden die Schuldenportfolios anhand unterschiedlicher Zinsszenarien über eine Periode von bis zu zehn Jahren simuliert und analysiert. Hierzu wird einerseits ein stochastisches Zinsmodell zur Generierung einer Vielzahl von Zinspfaden eingesetzt. Andererseits werden auch ausgewählte deterministische Zinsszenarien verwendet. Basierend auf der stochastischen Zinsmodellierung kann für unterschiedliche Schuldenportfolios die Zufallsverteilung von möglichen Passivzinsen für eine Planperiode ermittelt werden. Dadurch lassen sich durchschnittlich erwartete Passivzinsen und mögliche Abweichungen und deren Wahrscheinlichkeit ermitteln. Basierend auf diesen

2 Nach Liberierungsdatum, Periode 1995–2014.

3 Quelle: EFV / SNB Monatsheft Januar 2015

* Im Inlandsegment waren Ende 2014 315,8 Milliarden Anleihen ausstehend, im Auslandsegment 232,8 Milliarden, Total also 548,6 Milliarden.

Daten lassen sich unterschiedliche Schuldenportfolios hinsichtlich der erwartenden Passivzinsen (Kostendimension) und deren zukünftige Schwankungsbreiten (Risikodimension) vergleichen.

Bei der retrospektiven Analyse werden unterschiedlich zusammengesetzte Schuldenportfolios anhand der tatsächlichen Zinsentwicklung analysiert und den tatsächlichen Passivzinsen gegenübergestellt. Damit kann die effektive Emissionsstrategie ex post evaluiert und an anderen Strategien gemessen werden. Zudem eignet sich dieser Ansatz auch, um die unterschiedlichen Portfolios in typischen Zinsentwicklungssubperioden (Zinsanstieg, Inversionslage, etc.) zu analysieren und dadurch Erkenntnisse für die Strategieformulierung zu gewinnen.

3213 Prospektiv-stochastische Analyse

Im Rahmen der prospektiv-stochastischen Analyse liegt der Fokus auf einem Analysezeitraum bis zu fünf Jahren. Ergänzend wird auch die längerfristige (5 bis 10 Jahre) Entwicklung der Passivzinsen untersucht, um Auswirkungen unterschiedlicher Emissionsstrategien auf die langfristige Haushaltsplanung besser abschätzen zu können. Die Passivzinsen werden auf Basis von 200 unterschiedlichen Zinspfaden untersucht. Eine solche Analyse erlaubt, Aussagen zur möglichen Entwicklung der Passivzinsen mit Wahrscheinlichkeitsangaben zu verbinden. Das eingesetzte Zinsmodell generiert die Zinspfade auf der Grundlage eines bestimmten historischen Zinsverlaufs. In Erwartung einer Normalisierung des Zinsniveaus, also von mittelfristig eher ansteigenden Zinsen, wurde das Modell auf steigende Zinsen ausgerichtet. Daher wurde dem Zinsmodell zur Generierung der zukünftigen Zinspfade die Zinsentwicklung der Jahre 2003–2008 unterstellt.

Abbildung 3 zeigt, wie mit dem Zinsmodell und unter Beibehaltung des aktuellen Schuldenportfolios (Laufzeitenmix / Restlaufzeit) die Schwankungsbreiten der jährlichen Passivzinsen ausfallen können.[4] Die Schuldenentwicklung entspricht dabei für die ersten vier Jahre der Finanzplanung und wird danach konstant gehalten. Neben den durchschnittlichen, jährlich zu erwartenden Passivzinsen werden auch die 10%- und 90%-Quantile der Verteilung der Passivzinsen aufgezeigt. Es wird also derjenige Bereich aufgezeigt, in dem 8 von 10 Ausprägungen möglicher zukünftiger Passivzinsen zu erwarten sind. Die «Ausreisser» (je 10% kleinste bzw. grösste Werte) werden mit ausgewählten deterministischen Analysen weiter untersucht.

4 Berechnungsbasis: Daten per 30. September 2014.

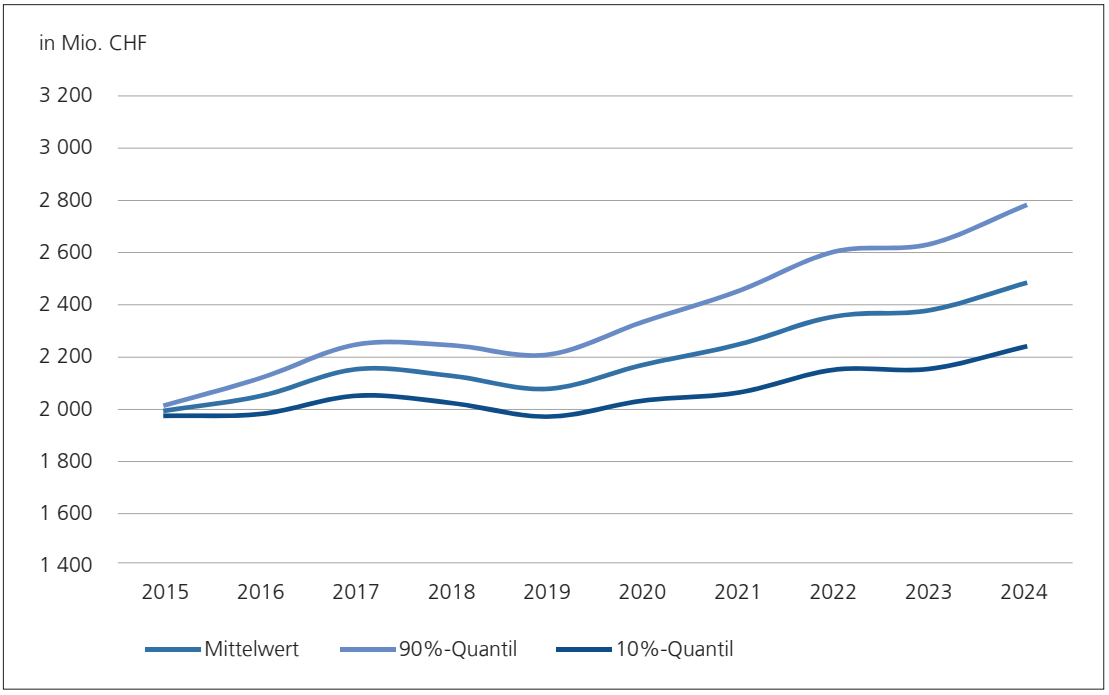

Abbildung 3:
Erwartete Entwicklung der Passivzinsen bei gleichbleibender Verschuldungsstrategie und steigenden Zinsen

Im 4. Jahr des Simulationshorizonts (2018) liegen 80% der zu erwartenden Passivzinsen im Bereich zwischen 2,0 Milliarden und 2,25 Milliarden, also innerhalb einer Schwankungsbreite von rund 220 Millionen (Mittelwert 2,1 Milliarden). Das relative Zinsrisiko – die Differenz zwischen 90% Quantil und dem Durchschnitt[5] – beträgt rund 120 Millionen. Im 10. Jahr des Simulationshorizonts (2024) liegen 80% der zu erwartenden Passivzinsen im Bereich zwischen 2,2 Milliarden und 2,8 Milliarden (Mittelwert 2,5 Milliarden) Die Schwankungsbreite beträgt rund 540 Millionen bzw. das relative Zinsrisiko 300 Millionen.

Somit muss über einen Zeithorizont von 10 Jahren graduell mit einer Erhöhung des jährlichen Zinsaufwands auf ein Niveau von durchschnittlich rund 2,5 Milliarden gerechnet werden. Das ist damit zu erklären, dass die fällig werdenden Anleihen von Jahr zu Jahr zu höheren Zinsen refinanziert werden müssen.

3214 Prospektiv-deterministische Analysen

Mit verschiedenen prospektiv-deterministischen Analysen wird die zukünftige Entwicklung der Passivzinsen für das bestehende Schuldenportfolio ausgewertet. Dabei wird die Schuldenentwicklung gemäss Voranschlag 2015 und Finanzplan 2016–18 (VA/FP) berücksichtigt, während die Zusammensetzung des heutigen Schuldenportfolios (Laufzeitenmix, Restlaufzeit) über den Beobachtungszeitraum beibehalten wird. Damit können die Auswirkungen von Einzelszenarien analysiert und mit den entsprechenden Zahlen aus Voranschlag und Finanzplan verglichen werden.

5 Übliche Kennzahl zur Bestimmung des Zinsrisikos in stochastischen Analysen (Wert für eine ungünstige Abweichung vom Mittelwert, der in 10% der Fälle erreicht bzw. überschritten werden wird).

	2015		**2016**		**2017**		**2018**	
	kurz	lang	kurz	lang	kurz	lang	kurz	lang
Konstante Zinsen (Extremszenario 1)	0,0%	1,0%	0,0%	1,0%	0,0%	1,0%	0,0%	1,0%
Moderater Zinsanstieg (VA/FP)	0,0%	0,4%	0,0%	0,5%	0,2%	1,1%	1,0%	2,0%
Starker Zinsanstieg	3,0%	4,0%	3,0%	4,0%	3,0%	4,0%	3,0%	4,0%
Zinsschock von 4% (Extremszenario 2)	4,0%	5,0%	4,0%	5,0%	4,0%	5,0%	4,0%	5,0%

Abbildung 4: Zinsszenarien (kurz: 3-Monats-LIBOR; lang: Rendite 10-jährige Bundesobligationen)

Voranschlag und Finanzplan basieren hinsichtlich den makroökonomischen Annahmen weitgehend auf den Prognosen der Expertengruppe «Konjunkturprognosen» des Bundes. Ausgehend vom heutigen, historisch tiefen Zinsniveau wird mittelfristig eine Normalisierung des Zinsniveaus, d.h. ein gradueller Zinsanstieg über die nächsten vier Jahre unterstellt. Dieses Szenario mit einem moderaten Zinsanstieg dient als Ausgangslage und wird in der vorliegenden Analyse ergänzt. Alternativ wird in einem weiteren Szenario mit einem kontinuierlichen Zinsanstieg von 3% innerhalb eines Jahres gerechnet (starker Zinsanstieg). Als Extremszenarien werden sowohl ein Verharren der Zinsen auf tiefem Niveau als auch ein ausserordentlich starker und rascher Anstieg der Zinsen um 4%[6] definiert.

In der folgenden Grafik werden die Passivzinsen bei alternativen Zinsszenarien verglichen.

6 Vergleichbar mit dem Anstieg der kurzfristigen Zinsen in der Periode von 1989/90.

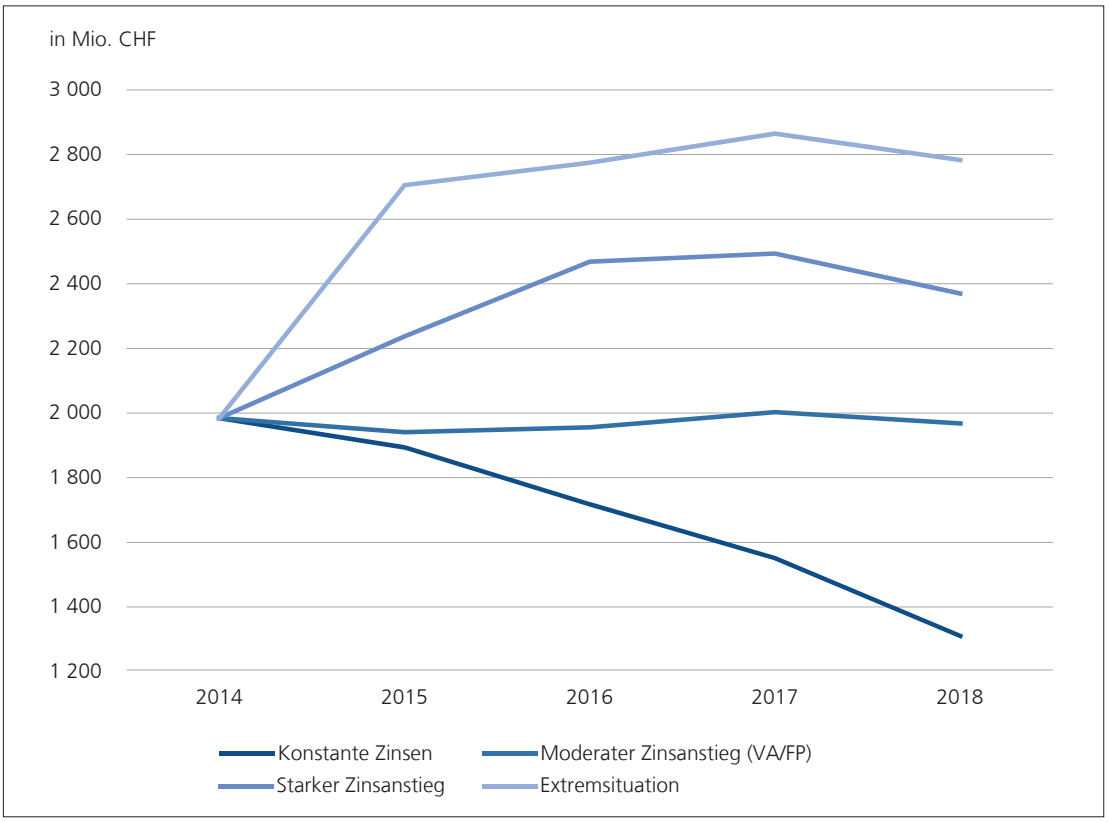

Abbildung 5:
Entwicklung Passivzinsen bei verschiedenen Zinsszenarien

Im Szenario moderater Zinsanstieg, das den Eckwerten für Voranschlag und Finanzplan entspricht, bleiben die Passivzinsen praktisch konstant bei knapp 2,0 Milliarden. Die prognostizierte Normalisierung der Zinsen (vgl. Zinsszenarien Abb. 4) wird im Zinsaufwand kompensiert durch den geplanten Rückgang des Schuldenvolumens bis 2018.

Das Szenario starker Zinsanstieg führt im Vergleich dazu zu höheren Passivzinsen von rund 300 Millionen im Jahr 2015. In den Folgejahren 2016 und 2017 liegt der Zinsaufwand in diesem Szenario je etwa 500 Millionen höher. Am Ende des Finanzplanungshorizont (Jahr 2018) resultieren rund 400 Millionen höhere Passivzinsen pro Jahr, verglichen mit dem Szenario eines moderaten Zinsanstiegs. Bei einem sehr starken, einmaligen Zinsanstieg wie im Szenario Zinsschock unterstellt, würden Passivzinsen resultieren, die jährlich 700 bis 900 Millionen über den im Voranschlag und Finanzplan erwarteten Werten liegen würden.

In einem Inversionsszenario (kurzfristige Zinsen höher als langfristige Zinsen), das eine inverse Situation zu Beginn der 90er-Jahre adaptiert, steigen die Passivzinsen noch leicht stärker als bei einem starken Zinsanstieg auf 2,3 Milliarden im 2015 bzw. 2,5 Milliarden im 2016. Bis ins Jahr 2018 reduzieren sich die Passivzinsen auf rund 2,1 Milliarden.

3215 Validierung der Emissionsstrategie

In der Regel haben Zinskurven eine positive Steigung, d.h. der kurzfristige Zinssatz liegt unter dem langfristigen. Über eine längere Periode betrachtet führt eine kürzere Zinsbindung zu tieferen, aber volatileren Passivzinsen und damit zu grösseren Zins- und Refinanzierungsrisiken. Daher wurde zur Validierung der heutigen Emissionsstrategie die Zusammensetzung des Schuldenportfolios über den Beobachtungszeitpunkt so verändert, dass sich die durchschnittliche Laufzeit des Schuldenportfolios verkürzt. Trotz dem aktuell sehr tiefen Zinsniveau signalisiert die Simulation, dass auch bei einem Zinsanstieg eine kürzere Verschuldungsstrategie zu einer Reduktion der jährlichen Passivzinsen führen kann, vorausgesetzt der Anstieg erfolgt graduell und tendenziell parallel über alle Laufzeiten. Bei einem starken und raschen Zinsanstieg mit Tendenz zu einer Verflachung der Zinskurve hingegen, insbesondere aber auch bei einer Inversion, wirkt das heutige Schuldenportfolio spürbar stabilisierend und erscheint gegenüber einer Verkürzung somit vorteilhafter.

Aus Sicht des vorherrschenden, weiterhin historisch tiefen Zinsumfeldes erscheint eine Laufzeitenverkürzung zum heutigen Zeitpunkt nicht sinnvoll. Namentlich können im heutigen Umfeld weiterhin Laufzeiten über 10 Jahre zu Kosten finanziert werden, welche tiefer liegen als kurzfristige Zinsen in einem normalisierten Umfeld. Solche Zinskonstellationen sind im Rahmen des Refinanzierungsbedarfs unter Berücksichtigung der Investorennachfrage und der Marktpflege weiter zu nutzen.

322 Refinanzierungsrisiko

Refinanzierungsrisiko bedeutet, dass eine (Re-)Finanzierung aufgrund abnehmender Kreditwürdigkeit (Bonität) des Bundes oder wesentlicher Störungen auf den Finanzmärkten nur zu erhöhten resp. ungünstigen Marktzinsen oder im Extremfall gar nicht durchgeführt werden kann. Dies wiederum kann die Sicherstellung der Zahlungsbereitschaft des Bundes gefährden.

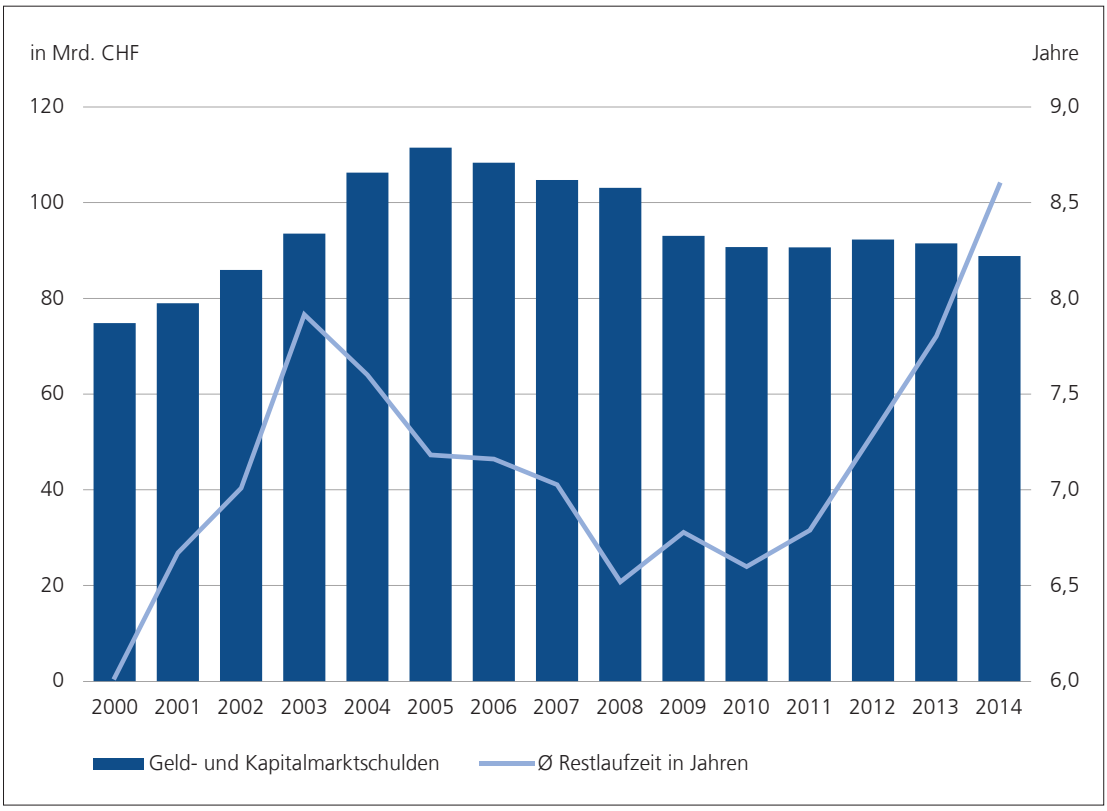

Abbildung 6:
Restlaufzeit der Geld- und Kapitalmarktschulden Jahre 2000–2014

Das Refinanzierungsrisiko der emittierten Geld- und Kapitalschulden kann mittels durchschnittlicher Laufzeit des Schuldenportfolios beurteilt werden. Eine höhere durchschnittliche Laufzeit führt – unter der Annahme einer positiven Zinskurve – zu höheren Zinsausgaben, hat aber den Vorteil erhöhter Planbarkeit der Zinsausgaben und reflektiert somit ein konservatives Risikoprofil (und vice versa ein progressives Risikoprofil).

Die durchschnittliche Laufzeit der Geld- und Kapitalmarktschulden hat sich zwischen 2003 und 2010 von 8 auf vorübergehend deutlich unter 7 Jahre verkürzt. Aufgrund der in den letzten Jahren verfolgten Strategie, schwergewichtig sehr lange Laufzeiten zu emittieren, ist die durchschnittliche Restlaufzeit trotz stabiler Schulden wieder deutlich angestiegen und liegt Ende 2014 bei 8,6 Jahren. Innerhalb von vier Jahren hat sich damit das Schuldenportfolio um zwei Jahre oder 30% verlängert. Entsprechend hat sich auch das Refinanzierungsrisiko reduziert.

Das Refinanzierungsrisiko des Schuldenportfolios zeigt sich auch im Anteil der unterjährigen Schulden, d.h. der Schulden, die innerhalb der nächsten 12 Monate zur Refinanzierung fällig werden. Je höher der Anteil desto grösser ist das Refinanzierungsrisiko. Die Zinsausgaben können stärker schwanken und die Planung wird entsprechend schwieriger. Der Anteil der unterjährigen Schulden schwankt seit dem Jahr 2003 zwischen 15–25% der gesamten Geld- und Kapitalmarktschulden (Jahresendwerte; während des Jahres teilweise höher/tiefer).

Per Ende 2014 werden in den nächsten 12 Monaten Geld- und Kapitalmarktschulden von 14,9 Milliarden zur Refinanzierung fällig (GMBF: 10,4 Milliarden; Anleihen: 4,5 Milliarden). Ein Anstieg der Finanzierungskosten von 1% im Vergleich zu den Eckwerten im Voranschlag 2015 (Zinssatz kurzfristig 0,1%, Zinssatz langfristig 1,3%) würde zu rund 150 Millionen höheren Passivzinsen als budgetiert führen (Voranschlag 2015: Passivzinsen 1,94 Milliarden, d.h. +8%).

Die Bundestresorerie vergleicht sich regelmässig mit ausgewählten Ländern bezüglich Verschuldung, Strategie und Marktaktivitäten. Die verschiedenen Fälligkeitsprofile der Marktverschuldung für 2014 zeigen, dass die Schweiz bezüglich Refinanzierungsrisiko mit einem Anteil unterjähriger Verschuldung von 17% leicht unter dem internationalen Durchschnitt (19%) liegt. Das Fälligkeitsprofil der Schweiz weist einen eher unterdurchschnittlichen Anteil von 32% im 1 bis 5-jährigen Bereich auf (Durchschnitt: 36%). Im Laufzeitenbereich über zehn Jahre dagegen ist der Anteil mit 30% überdurchschnittlich gross. Entsprechend ist auch die Restlaufzeit des ausstehenden Schuldenportfolios mit 8.6 Jahren höher als im Durchschnitt der Vergleichsländer. Einzig Grossbritannien hat mit fast 14 Jahren noch ein deutlich längeres Schuldenportfolio.

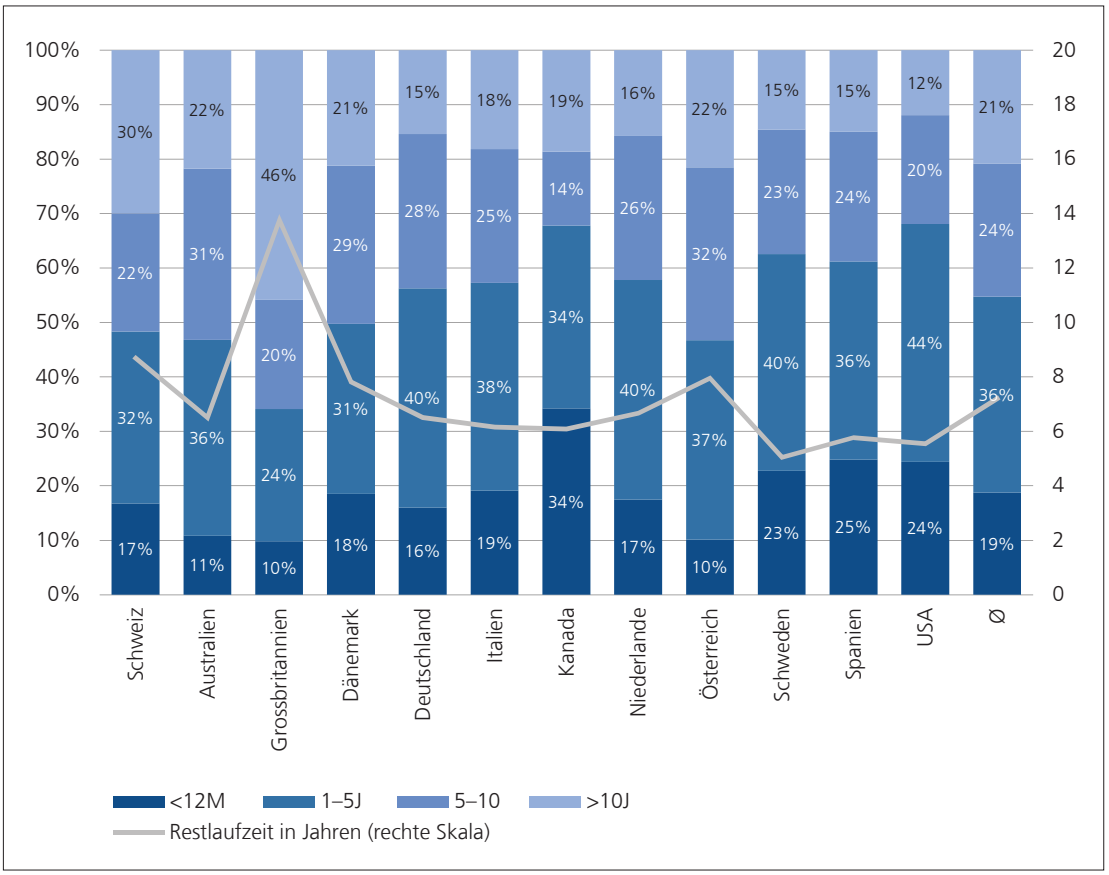

Abbildung 7: Fälligkeitsprofil der Geld- und Kapitalmarktschulden im internationalen Vergleich (Quelle: Bloomberg)

Während sich die Bundestresorerie ausschliesslich auf den inländischen Markt und auf nur zwei Instrumente konzentriert (GMBF und Anleihen), kennen viele der untersuchten Länder auch Fremdwährungs- oder inflationsgeschützte Anleihen sowie vereinzelt variabel verzinsliche Anleihen

Insgesamt unterscheidet sich das Schweizer Schuldenportfolio aber verhältnismässig wenig von der Vergleichsgruppe. Der Anteil der Geldmarktverschuldung liegt leicht über dem Durchschnitt und wie bei der Schweiz stehen bei allen Vergleichsländern die festverzinslichen, auf dem Heimmarkt emittierten Anleihen für die langfristige Mittelbeschaffung im Vordergrund.

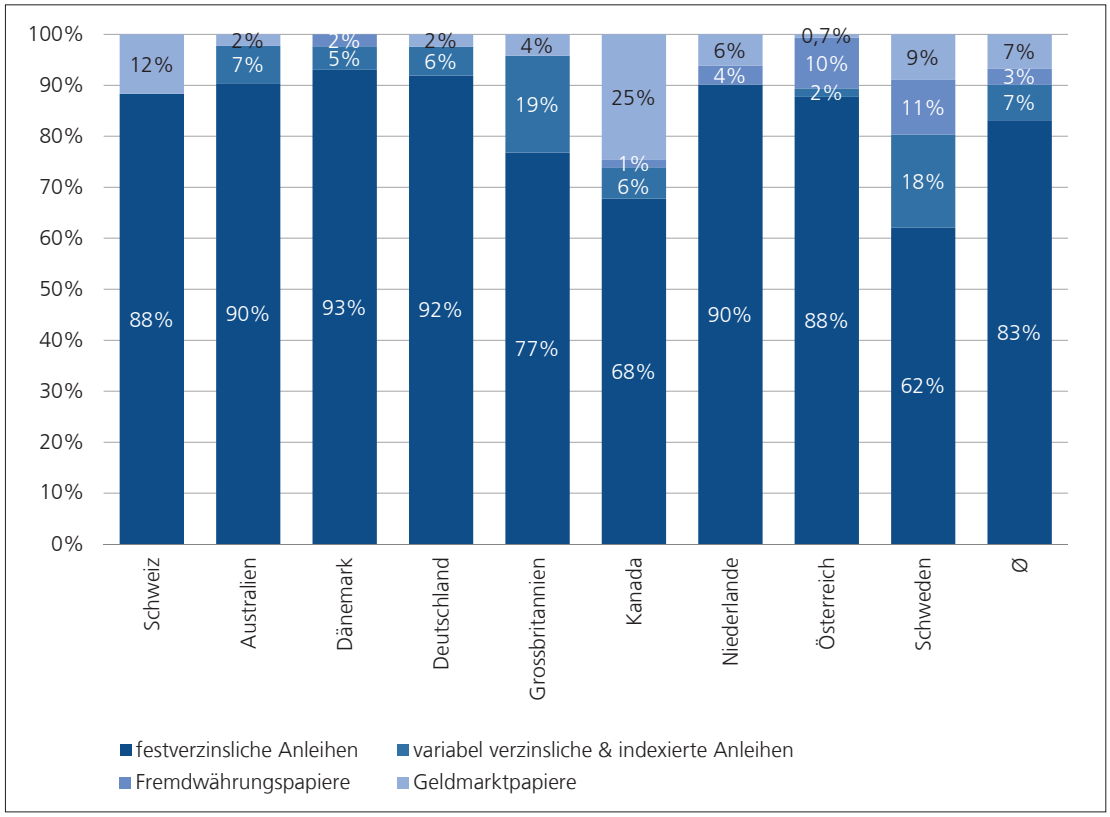

Abbildung 8:
Verwendete Instrumente zur Mittelbeschaffung im internationalen Vergleich

33 Emissionstätigkeit 2014

Basierend auf den vom ALCO gesetzten Rahmenbedingungen setzt die Bundestresorerie die Strategie zur Schuldenbewirtschaftung um. Dabei berücksichtigt die Bundestresorerie die vorherrschenden Marktbedingungen und die Rolle des Bundes als grösster Emittent am Schweizer Kapitalmarkt. Der Marktauftritt soll für die Marktteilnehmer transparent sein und eine angemessene Kontinuität gewähren. Damit kann längerfristig der Zugang zu einem kosteneffizienten Geld- und Kapitalmarkt sichergestellt werden.

Die Bundestresorerie ist bestrebt, die relevanten Laufzeiten mittels Neuemissionen und anschliessenden Aufstockungen der Basisanleihen abzudecken. Die ausstehenden Eidgenossen bilden mit ihrer jeweiligen Restlaufzeit und Rendite die Zinskurve der Staatsanleihen. Diese Renditen gelten für die Marktteilnehmer als risikoloser Zinssatz. Entsprechend ist die Eidgenossenkurve für die Marktteilnehmer eine zentrale Referenzgrösse und unterstützt einen effizienten Primär- und Sekundärmarkt sowohl für die Obligationen als auch für davon abgeleitete Zinsderivate. Um den Sekundärmarkthandel in den Eidgenossen so weit als möglich zu unterstützen, werden die Anleihen regelmässig aufgestockt. Im wichtigen Laufzeitenbereich von 1 bis 13 Jahren wird eine Minimalgrösse von rund 2 Milliarden angestrebt, die bis Fälligkeit noch weiter aufgestockt werden kann. Um das Refinanzierungsrisiko zu limitieren und die Fälligkeiten zu glätten, soll das Anleihevolumen bei Fälligkeit in der Grössenordnung von rund 6 Milliarden liegen. Ein funktionierender Sekundärmarkt ist nicht nur für die Marktteilnehmer vorteilhaft, sondern auch für den Bund, da Sekundärmarktrenditen wiederum die Referenzgrösse für die laufende Emissionstätigkeit des Bundes sind.

Die Bundestresorerie schätzt aufgrund der internen Hochrechnungen den Finanzierungsbedarf für die Budget- und Finanzplanjahre. Basierend darauf werden im Dezember die Auktionstermine für die GMBF- und die Anleiheemissionen dem Markt bekannt gegeben. Der Emissionskalender für die Anleihen gibt auch Auskunft über das für das ganze Jahr geplante Emissionsvolumen.

Die Präferenzen der Investoren in Bezug auf ihren Anlagehorizont werden unter Berücksichtigung des Risikoprofils des gesamten Schuldenportfolios und des Emissionsprogramms genutzt. Ein solches Vorgehen unterstützt eine kosteneffiziente Geldbeschaffung aus Sicht des Bundes. Sollte eine ausgeprägte Investorenpräferenz (beispielsweise sehr kurzer Anlagehorizont) nicht mit den Bedürfnissen der Bundestresorerie deckungsgleich sein, kann die Bundestresorerie mittels Einsatz von Zinsderivaten eine Umsetzung der Geldbeschaffung mit der Strategie der Schuldenbewirtschaftung in Einklang bringen.

331 Konjunktur- und Zinsentwicklung 2014

Die Schweizer Wirtschaft dürfte im 2014 um real 2,0% und damit leicht stärker als im Vorjahr gewachsen sein. In den letzten fünf Jahren ist dies bereits das vierte Jahr mit einer äusserst robusten Wirtschaftsentwicklung,[7] was angesichts einer nach wie vor wenig gefestigten Weltwirtschaft bemerkenswert ist. Die globale Konjunktur leidet immer noch unter den Folgen der Finanz- und Schuldenkrise und hat insbesondere in Europa nicht richtig Tritt fassen können. Die amerikanische Volkswirtschaft dagegen ist rasch auf einen Wachstumspfad zurückgekehrt und verzeichnete in den letzten Jahren ein starkes Wachstum mit vielen neu geschaffenen Arbeitsplätzen und sinkenden Arbeitslosenzahlen. Die USA dürften im Jahr 2015 die wichtigste Wachstumslokomotive bleiben, da auch die Schwellenländer und insbesondere China sich eher verhalten entwickeln. Wie im Vorjahr wurde das Wachstum in der Schweiz wesentlich von der lebhaften Binnenkonjunktur getragen, die erneut von der anhaltenden Zuwanderung und den tiefen Zinsen getrieben wurde. Pro Kopf sind die Wachstumszahlen der letzten Jahre denn auch deutlich bescheidener ausgefallen. So liegt das nominale Pro-Kopf-BIP nur knapp 1% über dem Vorkrisenniveau von 2008. Neben der Zuwanderung sind zudem die weiter stark steigenden Gesundheitsausgaben ein wichtiger Wachstumstreiber, die für den Grossteil der Dynamik beim privaten Konsum verantwortlich sind. Trotz der stotternden Konjunktur auf wichtigen Auslandmärkten hat sich erfreulicherweise auch die Schweizer Exportindustrie behaupten können. Sie zeigte sich insgesamt in einer soliden Verfassung und mit einer wieder breiteren Abstützung über die Branchen hinweg. Allerdings liegen einige wichtige Branchen, so die Maschinen-, Elektronik und Metallindustrie noch deutlich unter dem Exportvolumen von vor der Krise.

Seit der Finanzkrise bestimmen weitgehend die Zentralbanken das Geschehen an den Finanzmärkten, so auch 2014. Die amerikanische Notenbank (Fed) hatte in der zweiten Hälfte 2013 die Märkte auf ein baldiges Ende ihrer Anleihekäufe vorbereitet und damit für steigende Renditen in den USA wie auch in Europa und der Schweiz gesorgt. Herrschte Anfang 2014 noch weitgehend Einigkeit, dass sich die globale Konjunktur auf gutem Weg zu einer nachhaltigen Erholung befand und die Zinsen sich weiter normalisieren würden, führten in regelmässigen Abständen etwas unter den Erwartungen liegende Konjunkturdaten für Enttäuschung. Die Drosselung der Anleihekäufe durch das Fed brachte zudem die Schwellenländer mit hohen Leistungsbilanzdefiziten in Schwierigkeiten, da Anlagen insbesondere in den USA wieder attraktiver wurden und zu Kapitalabflüssen aus diesen Ländern führte. Die dadurch ausgelöste Unsicherheit und die damit einhergehenden Konjunktursorgen liessen insbesondere die Renditen der sicheren Häfen wieder sinken. Zusätzlich zu den aufkeimenden Konjunktursorgen dämpften die geopolitischen Krisen in der Ukraine und

7 Die Schweiz ist im 2010 real um 3,0%, im 2011 um 1,8% und im 2013 um 1,9% gewachsen. Im 2012 glitt das reale BIP-Wachstum auf 1,1% ab.

im Nahen Osten die Zinsen. Die Märkte änderten in regelmässiger Folge ihre Einschätzung über das Tempo des Ausstiegs aus dem Anleihekaufprogramm des Fed und dem Zeitpunkt des ersten Zinsschrittes. In Europa dagegen wurde darüber spekuliert, wann die nächste Zinssenkung von der Europäischen Zentralbank (EZB) beschlossen wird und welche zusätzlichen Massnahmen allenfalls ergriffen werden, um der stockenden Wirtschaft auf die Sprünge zu helfen und den deflationären Risiken entgegenzuwirken.

Die EZB senkte im Juni den Leitzins auf 0,15% und beschloss einen negativen Zins für Bankeinlagen von -0,1%. Zudem stellte sie den Banken an die Kreditvergabe gebundene Liquidität zu äusserst günstigen Konditionen zur Verfügung, erhöhte die Liquidität durch den Verzicht auf bisherige Abschöpfungsoperationen und kündigte ein Anleihekaufprogramm nach amerikanischem Vorbild an. Dies führte bis weit in den Herbst hinein zu volatilen Aktienmärkten und zu stetig fallende Zinsen. Im Monats- oder gar Wochenrhythmus schürten die EZB-Verantwortlichen die Erwartungen, dass sie zusätzliche expansive Massnahmen ergreifen werden. Sobald neue schwache Konjunkturdaten auftauchten oder neue Daten den fehlenden Teuerungsdruck bestätigten, bildeten sich in den Märkten umgehend Erwartungen um weitere EZB-Massnahmen. All dies schickte die Zinsen weiter auf Talfahrt, wovon auch die südeuropäischen Renditen profitieren, die vorübergehend neue Allzeittiefst erreichten. Im September führte die EZB eine weitere Zinssenkungsrunde durch (Leitzins: 0,05%, Einlagesatz: -0,2%) und im Oktober startete die EZB mit dem Kauf von Pfandbriefen und forderungsbesicherten Wertpapieren. Trotz dem Widerstand Deutschlands zeichnete sich gegen Jahresende immer deutlicher ab, dass die EZB im Frühjahr 2015 auch mit dem Kauf von Staatsanleihen beginnen wird.

Die 10-jährige Rendite der deutschen Bundesanleihen erreichte ihren Jahreshöchststand von 1,99% im Januar. Mitte August durchbrach sie zum ersten Mal überhaupt die 1 Prozentschwelle und zum Jahresende lag der 10-jährige Satz auf dem Allzeittief von 0,57%. Auch die 10-jährigen Renditen der südlichen Euroländer fielen im Dezember auf nie gesehene Niveaus, die italienische auf 1,94%, die spanische auf 1,78% und die portugiesische auf 2,71%.

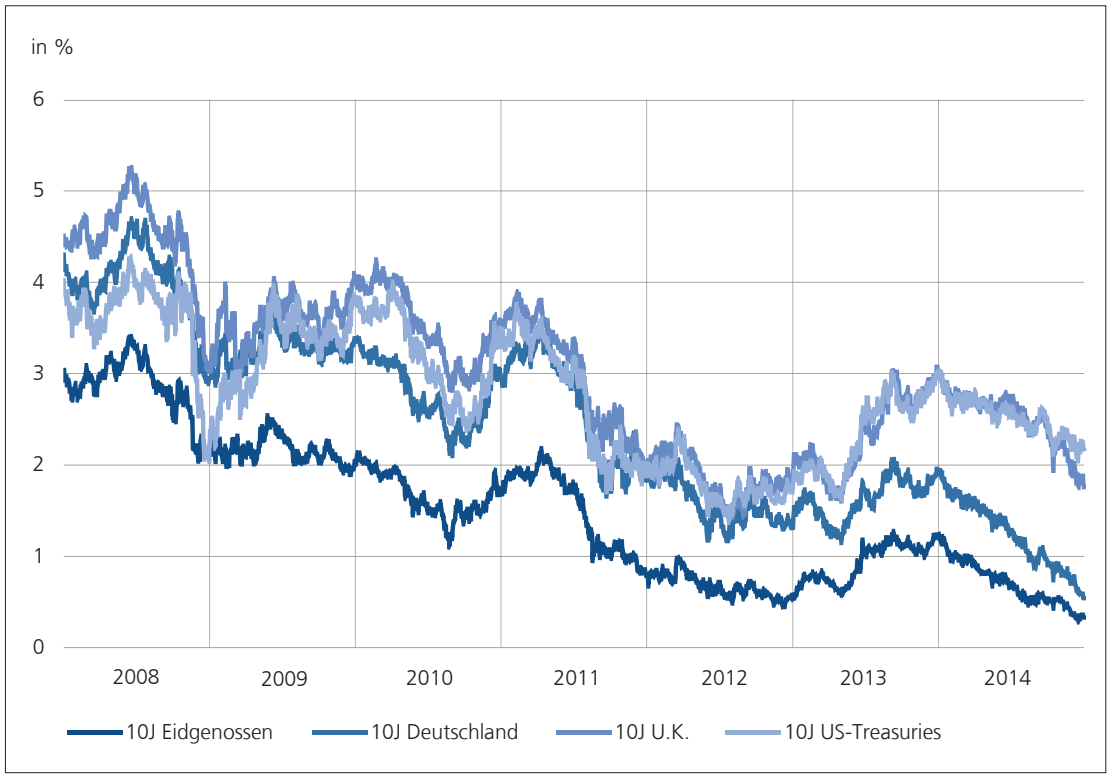

Abbildung 9:
Entwicklung der 10-jährigen Renditen von Staatsanleihen 2008–2014 (CH, D, UK, USA)

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hielt während dem ganzen Jahr an ihrer expansiven Geldpolitik und am Euro-Mindestkurs fest. Am 18. Dezember weitete die SNB überraschend das Zielband für den 3-Monatslibor von bisher 0% bis 0,25% auf -0,75% bis 0,25% aus. Zudem führte sie auf den 22. Januar 2015 einen negativen Einlagesatz auf einem Teil der Giroguthaben ein. Die Turbulenzen an den russischen Finanzmärkten mit dem Preiszerfall des Rubels, aber auch die aufkeimende Unsicherheit über die politische Zukunft Griechenlands setzte in der zweiten Dezemberhälfte den Franken unter starken Aufwertungsdruck. Die SNB musste daher seit mehr als zwei Jahren wieder am Devisenmarkt intervenieren und griff zusätzlich auf das Instrument der Negativverzinsung zurück. Der 3-Monats-Libor fiel in der Folge zum ersten Mal unter die Null-Marke auf -0.05%.

Der 10-jährige Eidgenosse fiel im Januar von seinem Jahreshöchst von 1,23%[8] rasch wieder unter die 1%-Marke. Bis in den März hinein entwickelten sich die Zinsen seitwärts und der 10-jährige Eidgenosse lag bei oder leicht unter 1%. Anschliessend gingen die Zinsen stetig zurück und der 10-jährige Zinssatz durchbrach im August die 0,5% Schwelle. Die Eidgenössischen Anleihen mit einer Laufzeit bis 5 Jahre rutschten wieder in den negativen Bereich und die 10-jährige Eidgenossenrendite fiel im Dezember auf ein neues Allzeittief von 0,30%. Ende 2014 notierte sie bei 0,33%. Die Kurzfristzinsen lagen über das ganze Jahr hinweg nahe Null oder im negativen Bereich. Der 3-Monats-Libor bewegte sich in einem engen Band zwischen -0,05% und 0,2%. Die Zinssätze am Repomarkt waren überwiegend negativ.

Obwohl sich die geldpolitische und konjunkturelle Situation in den USA ganz anders darstellt, gaben im Jahresverlauf auch die US-Zinsen nach. Die Erwartungen auf einen stärker werdenden USD, sinkende Inflationserwartungen, eine schwächere Einheitswährung und die tiefen und teilweise negativen Zinsen in Europa liessen die Nachfrage nach USD Anlagen steigen, was sowohl die Aktien- wie auch die Anleihemärkte stützte.

332 GMBF-Emissionen 2014

Das angestrebte GMBF-Volumen von knapp 10 Milliarden Ende 2014 wurde mit 10,4 Milliarden um eine halbe Milliarde übertroffen. Damit wurde das GMBF Volumen gegenüber dem Vorjahr um 2 Milliarden abgebaut. Die leicht höher als geplanten Zuteilungen sind auf eine teilweise ungünstige Struktur der abgegebenen Gebote bei den Auktionen zurückzuführen. Während dem ganzen Jahr lagen die GMBF-Renditen im negativen Bereich zwischen -0,04% und -0,42% (Vorjahr: -0,04% und -0,15%). Im Durchschnitt gingen bei den GMBF-Auktionen Angebote im Umfang von 3,3 Milliarden ein (Vorjahr: 4,6 Milliarden), wovon im Schnitt knapp 0,7 Milliarden (Vorjahr: gut 0,8 Milliarden) oder 20% der Gebote akzeptiert wurden (Vorjahr: 18%). Insgesamt wurden GMBF mit einem Volumen von 35,2 Milliarden (Vorjahr: 42,0 Milliarden) auktioniert und wie im Vorjahr eine volumengewichtete Rendite von -0,11% p.a. erzielt. Der Zinsertrag aus den GMBF-Auktionen für das Jahr 2014 belief sich auf 11 Millionen (Vorjahr: 14 Millionen).

8 Da der Bund nur relativ wenige Anleihen und pro Jahr i.d.R. nur eine Anleihe ausstehend hat, entsprechen die effektiven Laufzeiten der jeweiligen Benchmarkanleihen der Eidgenossenschaft nicht immer genau der Benchmarklaufzeit. Daher bezieht sich die hier verwendete Rendite auf eine synthetische Anleihe der Eidgenossenschaft mit einer Restlaufzeit von genau 10 Jahren. Die Werte basieren auf den Fair Value Berechnungen von Bloomberg. Im Wesentlichen entspricht dies den von der SNB berechneten Kassazinssätzen.

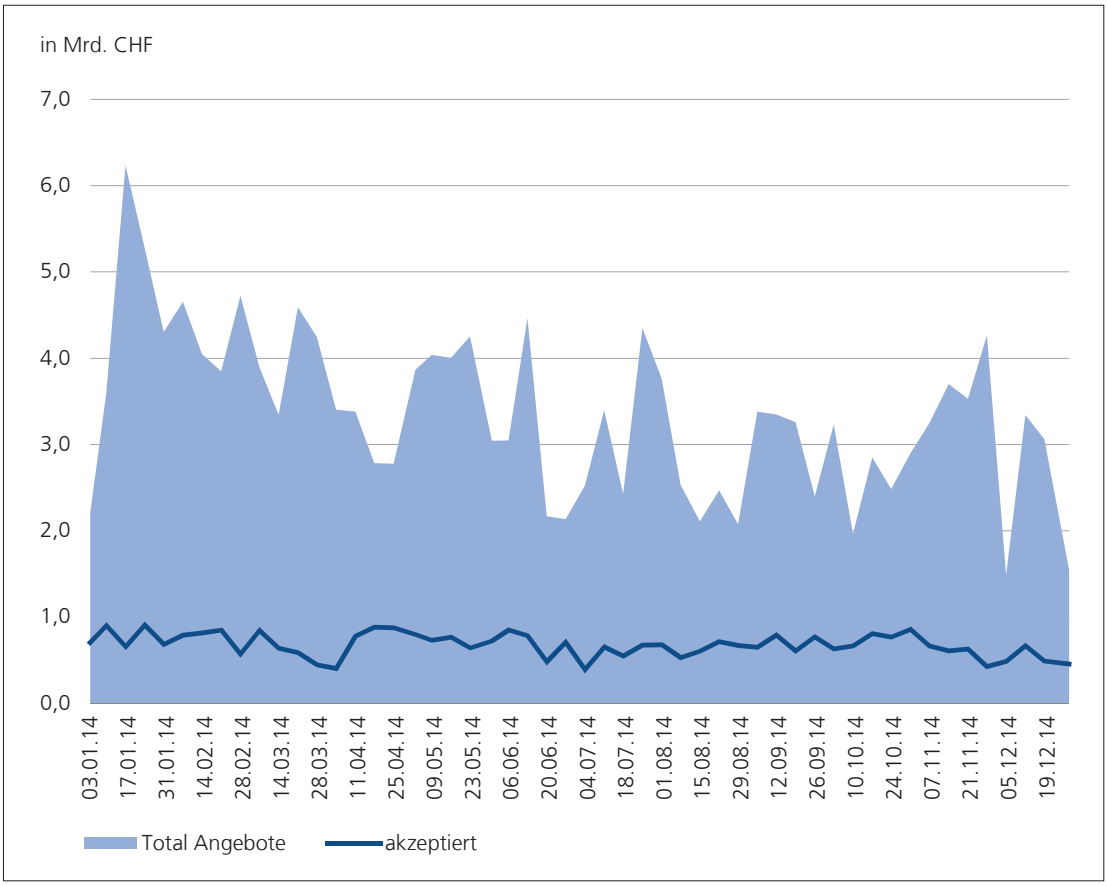

Abbildung 10:
Die GMBF-Auktionen 2014

333 Anleiheemissionen 2014

Im Berichtsjahr waren ursprünglich Emissionen im Umfang von 6,0 Milliarden geplant; im Jahresverlauf wurde das angepeilte Volumen auf 5,5 Milliarden korrigiert. An insgesamt 11 Auktionen wurden 20 Anleihen im Umfang von 5,2 Milliarden emittiert. Mit dem Verkauf von Eigentranchen erhöhte sich das Volumen auf total 5,6 Milliarden und lag damit 0,1 Milliarden über dem Soll. Insgesamt wurden zwei Anleihen im 2014 fällig: 4,6 Milliarden wurden Anfang Januar und 1,7 Milliarden Anfang November an die Anleger zurückbezahlt. Netto baute der Bund seine Kapitalmarktschulden um 0,7 Milliarden ab. Durch die tiefen Zinsen wurden bei den Emissionen teilweise deutlich über dem Nennwert liegende Preise erzielt, wodurch wie in den Vorjahren hohe Agios von insgesamt einer halben Milliarde anfielen. Aus Liquiditätssicht flossen der Bundestresorerie aus den Anleiheemissionen also gut 6,1 Milliarden zu.

Im 2014 wurden zwei neue Laufzeiten emittiert, im Mai der 12-jährige Eidgenosse mit Fälligkeit im Jahr 2026 und im Juni ein neuer 50-jährige Eidgenosse mit Fälligkeit im 2064. Damit waren Ende Jahr unverändert 22 Bundesanleihen ausstehend. Nach 1999 emittierte die Bundestresorerie erst zum zweiten Mal eine 50-jährige Anleihe. Bereits im Vorjahr forderten insbesondere die Versicherungen ein grösseres Angebot an sehr lang laufenden Eidgenossen. Daher entschloss sich die Bundestresorerie eine konsultative, breit abgestützte Marktumfrage bei den institutionellen Anlegern und den Banken durchzuführen. Der Rücklauf mit rund 20 antwortenden Banken und Investoren war sehr erfreulich. Die Umfrage ergab eine grundsätzlich segmentierte Marktnachfrage. Während die einen sich sehr interessiert zeigten, äusserten sich andere Marktteilnehmer aufgrund des extrem tiefen Zinsumfelds und der durch die Emission eines Langläufers absehbare Verlängerung der wichtigen Anleiheindizes eher zurückhaltend. Insgesamt ergab die Umfrage ein Platzierungspotential für eine 50-jährige Anleihe im Jahr 2014 von 0,5 bis einer Milliarde. Auch für die Folgejahre wird die jährliche Nachfrage auf 0,8 bis eine Milliarde geschätzt. Aufgrund der positiven Umfrageergebnisse entschloss sich die Bundestresorerie bereits bei der Juni-Auktion einen neuen 50-jährigen Eidgenossen aufzulegen. Sowohl die erstmalige Durchführung einer breiten Marktbefragung wie auch die frühe Lancierung des Langläufers wurden vom Markt sehr geschätzt. Der 2064er Eidgenosse stiess denn auch auf breites Interesse (knapp 1 Milliarde Gebote) und die Bundestresorerie konnte bereits bei der Erstauktion gut eine halbe Milliarde zu tiefen 1,60% platzieren. Im Anschluss an die Auktion war die Nachfrage am neuen 50-jährigen

Eidgenossen ungebrochen gross, so dass zusätzlich Eigenquoten verkauft wurden. Bereits kurz nach Lancierung der neuen Anleihe war diese damit auf knapp 0,8 Milliarden angewachsen. Im Oktober wurde der 2064er zum ersten Mal aufgestockt. Mit fast 0,6 Milliarden zu 1,23% konnte noch einmal ein überraschend hohes Volumen bei den Anlegern platziert werden. Insgesamt beträgt das Volumen nun bereits 1,4 Milliarden. Mit den fallenden Zinsen gegen Ende Jahr fiel die Rendite des 50-jährigen Eidgenossen vorübergehend sogar unter die 1% Marke.

Auktion	Emission	Coupon	Fällig	Emissionsvolumen (in Mio. CHF)	Total ausstehend (in Mio. CHF)	Rendite	Spread zu Swap*
11.12.13	Eidg. 11.06.12/24	1.25%	11.06.24	**242,1**	2 383,9	1,19%	-36,9
11.12.13	Eidg. 27.06.12/37	1.25%	27.06.37	**149,3**	2 479,8	1,66%	-36,4
08.01.14	Eidg. 24.07.13/25	1.50%	24.07.25	**589,9**	1 352,7	1,36%	-35,0
08.01.14	Eidg. 30.04.12/42	1.50%	30.04.42	**76,5**	3 221,8	1,68%	-38,3
12.02.14	Eidg. 28.04.10/21	2.00%	28.04.21	**240,2**	4 088,5	0,60%	-35,3
12.02.14	Eidg. 11.06.12/24	1.25%	11.06.24	**141,6**	2 525,5	1,05%	-35,5
12.02.14	Eidg. 06.01.99/49	4.00%	06.01.49	**135,8**	1 203,8	1,67%	-26,6
12.03.14	Eidg. 25.05.11/22	2.00%	25.05.22	**346,4**	3 143,3	0,73%	-34,5
12.03.14	Eidg. 22.06.11/31	2.25%	22.06.31	**222,8**	1 659,2	1,41%	-36,3
09.04.14	Eidg. 11.06.12/24	2.25%	11.06.24	**242,1**	2 767,6	0,92%	-33,0
09.04.14	Eidg. 27.06.12/37	2.25%	27.06.37	**342,1**	2 821,9	1,49%	-28,5
14.05.14	Eidg. 28.05.14/26	1.25%	28.05.26	**301,3**	301,3	0,96%	-30,0
11.06.14	Eidg. 11.06.12/24	2.25%	11.06.24	**137,1**	2 904,6	0,78%	-34,7
11.06.14	Eidg. 25.06.14/64	2.00%	25.06.64	**564,5**	564,5	1,60%	-30,6
09.07.14	Eidg. 28.05.14/26	1.25%	28.05.26	**213,9**	515,2	0,85%	-35,7
10.09.14	Eidg. 28.05.14/26	1.25%	28.05.26	**237,3**	752,5	0,75%	-30,7
10.09.14	Eidg. 27.06.12/37	2.25%	27.06.37	**171,8**	2 993,7	1,20%	-31,2
08.10.14	Eidg. 11.06.12/24	2.25%	11.06.24	**138,8**	3 043,4	0,43%	-32,1
08.10.14	Eidg. 25.06.14/64	2.00%	25.06.64	**555,1**	1 369,7	1,23%	-38,2
12.11.14	Eidg. 24.07.13/25	1.50%	24.07.25	**208,8**	1 561,5	0,48%	-28,0
div.	Eigentranchen	div.	div.	**380,0**			
Total				**5 637,3**		Ø 1,15%	-33,8
10.12.14	Eidg. 28.05.14/26	1.25%	28.05.26	**121,00**	873,5	0,42%	-30,3
10.12.14	Eidg. 27.06.12/37	1.25%	27.06.37	**167,05**	3 160,7	0,82%	-36,6

* Der Spread zum Swap (in Basispunkten; 1%=100 Bp) besagt, wie günstig sich ein Emittent (Eidgenossenschaft) relativ zu erstklassigen Schuldnern (Finanzinstitutionen und grosse Gesellschaften) finanzieren kann. (Finanzinstitutionen und grosse Gesellschaften) finanzieren kann.

Abbildung 11: Emissionen 2014 (inkl. Auktionen mit Liberierung 2015)

Die Bundestresorerie war wie in den Vorjahren bestrebt, die durchschnittliche Laufzeit des Schuldenportfolios auszudehnen. Sie nutzte das insgesamt sehr tiefe Zinsniveau und forcierte die Emission von lang laufenden Anleihen. Wie im Vorjahr wurden keine Zinsderivate eingesetzt. Die durchschnittlich erzielte Rendite betrug 1,15% (Vorjahr: 1,02%), die volumengewichtete Restlaufzeit rekordhohe 22,7 Jahre, was deutlich über den bereits in den beiden Vorjahren überdurchschnittlichen 17,6 Jahren liegt. Per Ende 2014 resultiert folgendes Fälligkeitsprofil:

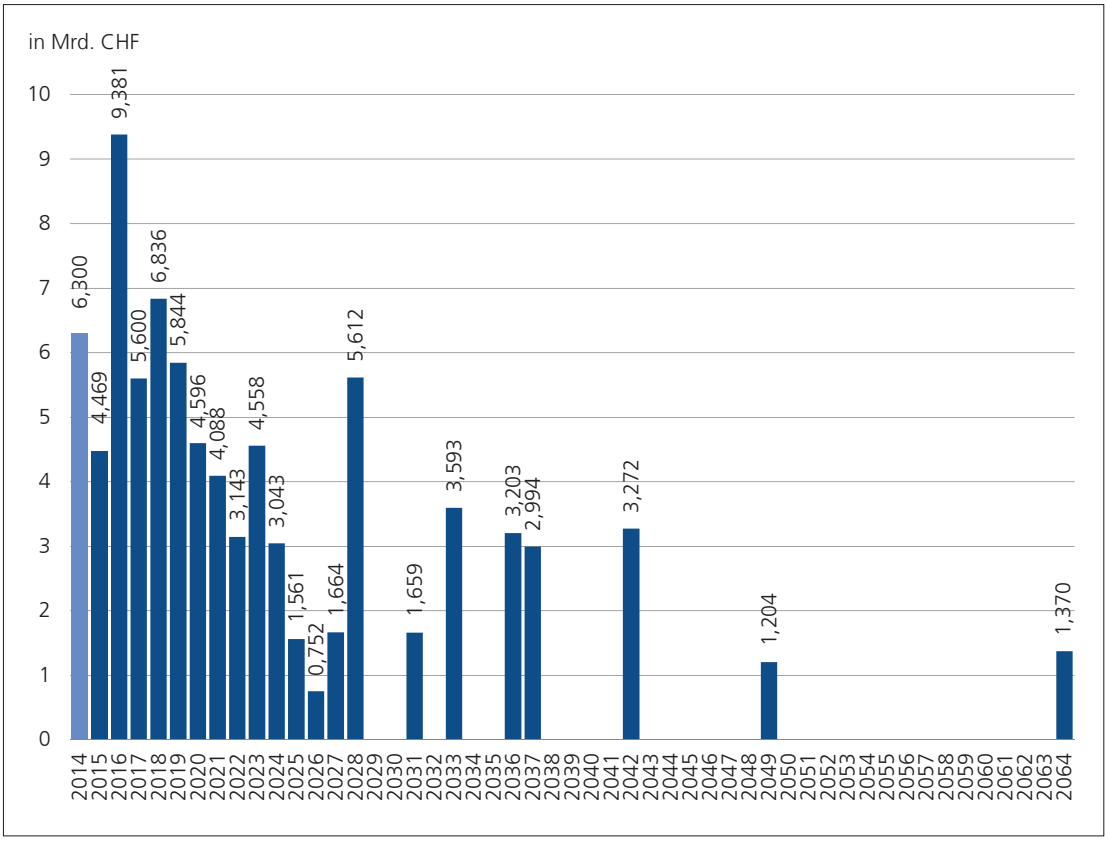

Abbildung 12: Fälligkeitsprofil der ausstehenden Anleihen per Ende 2014 (nominal, in Milliarden CHF)

Im Vergleich mit anderen Ländern aber auch zum langfristigen Durchschnitt hat die Bundestresorerie im Berichtsjahr erneut aussergewöhnlich lange Laufzeiten emittiert. Im über 20-jährigen Laufzeitenbereich wurde knapp die Hälfte (41%) der Eidgenossen begeben, resp. 27% im über 30-jährigen Bereich. Zwischen 10 und 20 Jahren wurden 43% Anleihen emittiert. Anleihen mit einer Restlaufzeit von weniger als 7 Jahren wurden keine begeben.

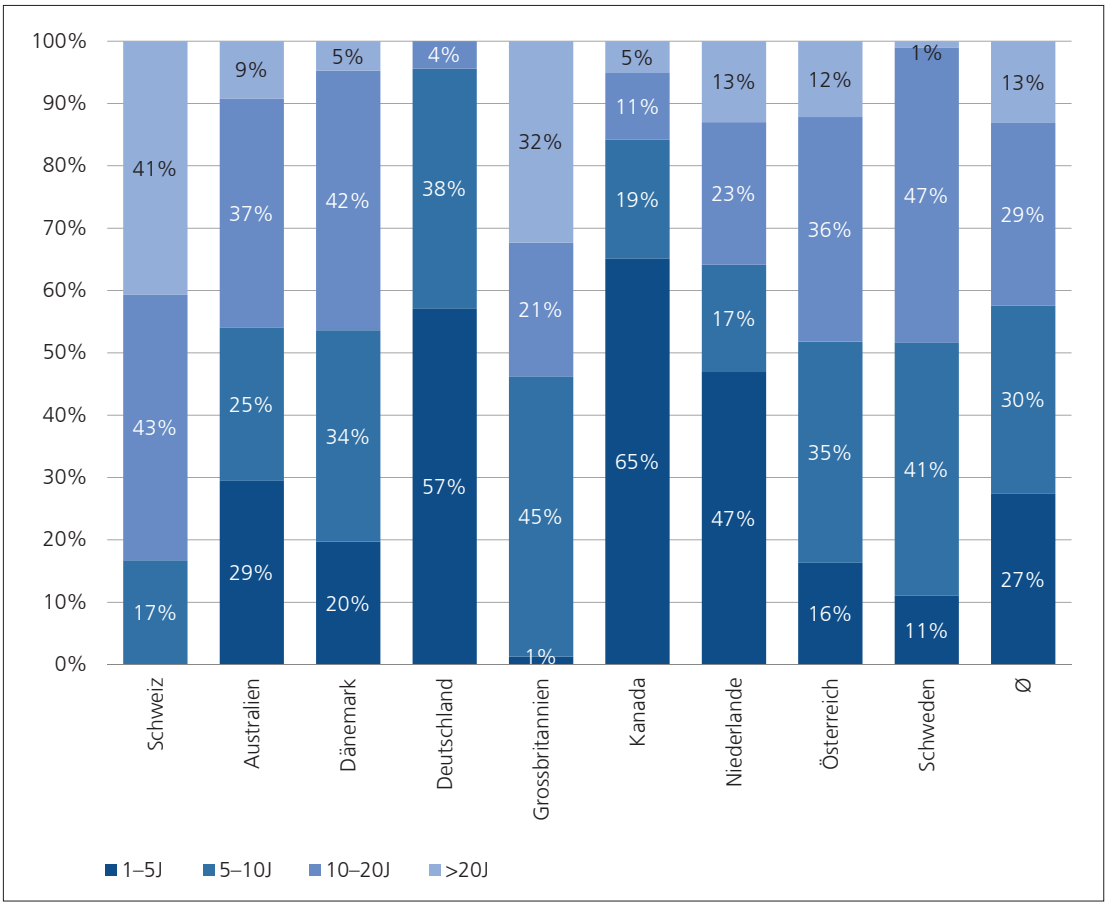

Abbildung 13:
Emittierte Laufzeiten am Kapitalmarkt (Zinsbindung)

Die Schweiz hebt sich dadurch deutlich von ihrer Vergleichsgruppe ab, die im über 20-jährigen Laufzeitenbereich – wenn überhaupt – nur wenige Mittel aufnimmt. Einzig Grossbritannien, das traditionell immer sehr lange Laufzeiten emittiert, weist ebenfalls einen hohen Anteil von über 20-jähriger Anleihen aus. Wird zusätzlich der Laufzeitenbereich von 10–20 Jahren mit einbezogen, wird der Unterschied noch markanter, emittierte die Bundestresorerie doch mehr als vier Fünftel ihrer Emissionen mit mehr als 10 Jahren Restlaufzeit; die Vergleichsländer haben im Durchschnitt nur gerade rund 40% in diesem Laufzeitenbereich emittiert. Auffällig sind die Emissionsmuster von Deutschland und Kanada, die beide einen grossen Teil ihrer Anleihen mit weniger als 5 Jahre Laufzeit emittieren. Dadurch kann die Zinsbelastung zwar reduziert werden, muss aber mit einem grösseren Zins- und Refinanzierungsrisiko erkauft werden.

Die Emission von sehr lang laufenden Anleihen setzt eine entsprechende Investorennachfrage voraus. Diese wird unter anderem durch die sehr hohe Kreditwürdigkeit des Bundes ermöglicht. Eine Emissionsstrategie, die das historisch tiefe Zinsniveau möglichst langfristig anbinden will, führt in der kurzen Frist zu höheren Zinskosten in Form einer Laufzeitenprämie. Dank der soliden Haushaltsführung und der verhältnismässig tiefen Verschuldung kann die zusätzliche Zinslast vom Bundeshaushalt absorbiert werden. Langfristig wird dies in tieferen und stabileren Zinsausgaben resultieren.

Die massiven Interventionen der SNB zur Stützung des CHF/EUR-Mindestkurses in den Jahren 2011 und 2012 wirken sich weiterhin auf den währungsübergreifenden Swap-Markt aus. Durch das Überangebot an CHF hat sich das Preisgefüge so verschoben, dass

insbesondere USD-Halter eine Prämie erhalten, wenn sie vorübergehend USD in CHF wechseln und in CHF-Anlagen investieren. So können USD-Investoren trotz Negativzinsen bei den GMBF und kurzlaufenden Eidgenossen eine positive Rendite erzielen. Wie im Vorjahr war entsprechend auch im 2014 die Nachfrage nach GMBF und kurz laufenden Eidgenossen gross.[9]

Die Daten zur Investorenbasis basieren auf den Erhebungen zur Bankenstatistik der SNB. Im Jahr 2012 wurde der Erhebungskreis erweitert. Diese Änderung wurde neu auch in den im Bericht verwendeten Daten berücksichtigt. Zudem eliminierte die SNB im Verlauf des Jahres gewisse Doppelzählungen, was sich auch auf die Wertschriftenkategorie Obligationen auswirkte. Die so angepasste Auswertung zur Investorenbasis weist nun gegenüber der letztjährigen Berichterstattung einen 5–10% geringeren Anteil ausländischer Anleger auf. Durch die Erweiterung des Erhebungskreises ist zudem der Anteil der Versicherungen angestiegen. Im Gesamtbild hat sich durch die Revision aber nichts Grundsätzliches verändert. Der Anteil der ausländischen Investoren ist aufgrund von Save Haven Effekten und wegen den krisenbedingten Verschiebungen im Swap-Markt angestiegen und liegt nun wie im Vorjahr bei rund einem Viertel. Die Anlagefonds halten über die letzten Jahre konstant einen Anteil von knapp 30%, während die Pensionskassen auf der Suche nach Rendite ihren Bestand an Eidgenossen so weit als möglich reduzieren und in andere Anleihesegmente ausweichen.

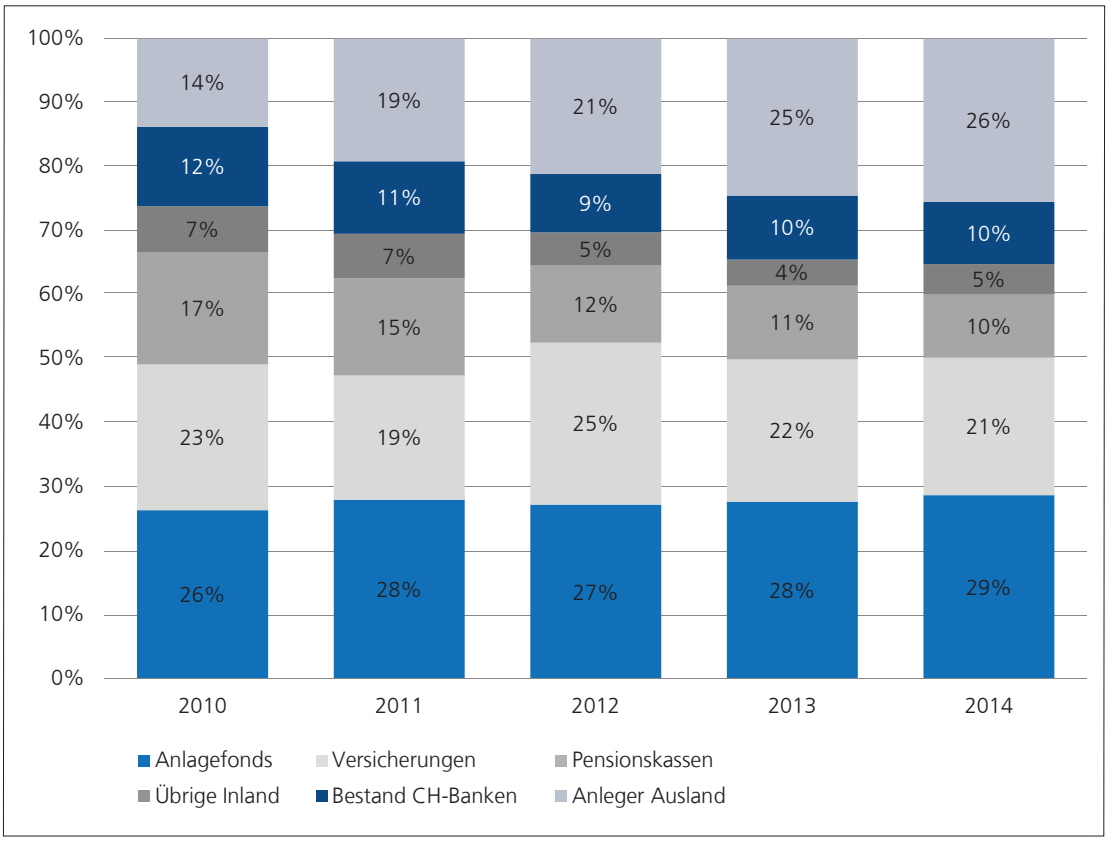

Abbildung 14: Investorenbasis der Eidgenössischen Anleihen (Quelle: SNB)

9 Auswertung der EFV gemäss einer Erhebung der SNB zur Bankenstatistik.

Gemessen am Handelsvolumen sind die Eigenossen die mit Abstand bedeutendste Anleihekategorie. Rund die Hälfte der Transaktionsvolumen im Inlandsegments finden bei den Eidgenossen statt. Pro Monat werden durchschnittlich 3,5 Milliarden Eidgenossen gehandelt. Im 2014 wurde ein Handelsvolumen in den Eidgenossen von gegen 40 Milliarden verzeichnet. Mit anderen Worten wechselte rund die Hälfte der ausstehenden Anleihen die Hand.

Volumenmässig sind die grössten Handelsaktivitäten traditionell in den kurz vor Fälligkeit stehenden Anleihen zu beobachten. Dies hängt mit Portfolioumschichtungen und Durationsverlängerungen von institutionellen Anlegern zusammen. Fällt die Restlaufzeit unter 12 Monate, fallen die Anleihen häufig aus dem Kapitalmarktuniversum und werden zum Geldmarkt gezählt, wodurch sie teilweise noch vor Fälligkeit von Anlegern verkauft werden. Im Berichtsjahr verzeichneten aber auch die Anleihen mit Restlaufzeiten zwischen 3 und 9 Jahren ansehnliche Umsätze. Auch dies dürfte mit der gestiegenen Nachfrage von ausländischen Investoren zusammenhängen, welche vor allem in diesem Laufzeiten aktiv sind.

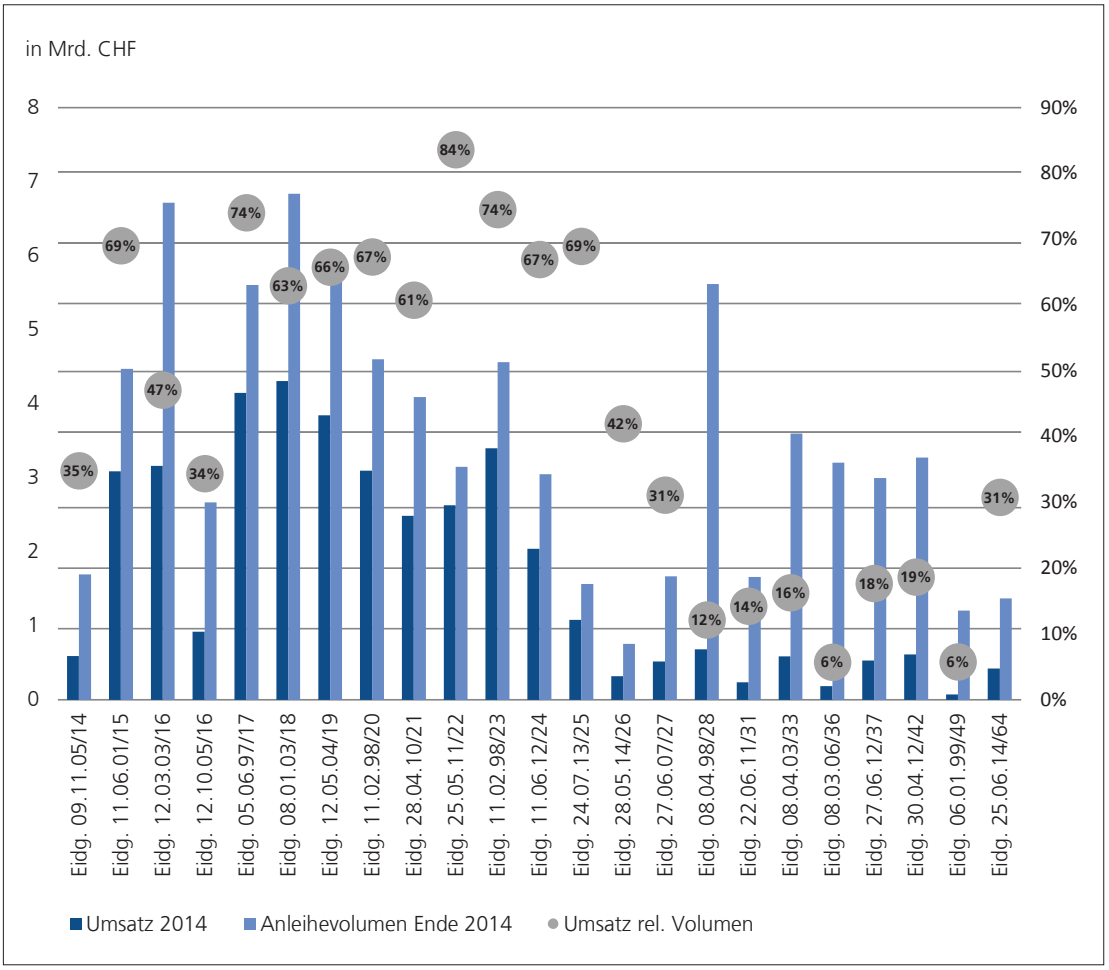

Abbildung 15:
Handelsvolumen in den einzelnen Eidgenossen

04 Sicherstellung Zahlungsbereitschaft (Liquiditätsrisiko)

Auf der Aktivseite der Bilanz hält die Bundestresorerie kurzfristige, liquide Finanzanlagen (Tresoreriemittelstand), um die Zahlungsbereitschaft des Bundes sicherzustellen. Aufgrund der schwierigen Planbarkeit der Zahlungsströme, namentlich im Bereich der Einnahmen (Verrechnungssteuer, direkte Bundessteuer), hat sich eine Sockelliquidität in der Grössenordnung von 2–4 Milliarden zur Sicherstellung der Zahlungsbereitschaft bewährt. Im langjährigen Jahresdurchschnitt betragen die frei verfügbaren Tresoreriemittel rund 8 Milliarden. Wegen früh im Jahr fällig werdenden Anleihen in den Jahren 2013, 2014 und 2016 liegt die Liquidität mit durchschnittlich 10 Milliarden vorübergehend höher. Die wesentlichen Zahlungseingänge unterliegen einem ausgeprägten saisonalen Muster und führen insbesondere im 2. Quartal zu einem spürbaren Anstieg der Liquidität. Um die Liquiditätshaltung zu limitieren, definiert die Bundestresorerie jährlich Zielbandbreiten. Dabei werden sowohl die saisonalen Schwankungen auf der Einnahmenseite als auch die Rückzahlungstermine von Anleihen berücksichtigt. Wesentliche Abweichungen von den Zielbandbreiten erfordern, unter Berücksichtigung der Marktpflege, eine Anpassung der ursprünglich geplanten Geldbeschaffung am Geld- und Kapitalmarkt. Damit soll die Geldbeschaffung soweit sinnvoll an die Entwicklung der Liquidität ausgerichtet werden mit dem Ziel, die Kosten der Liquiditätshaltung zu optimieren.

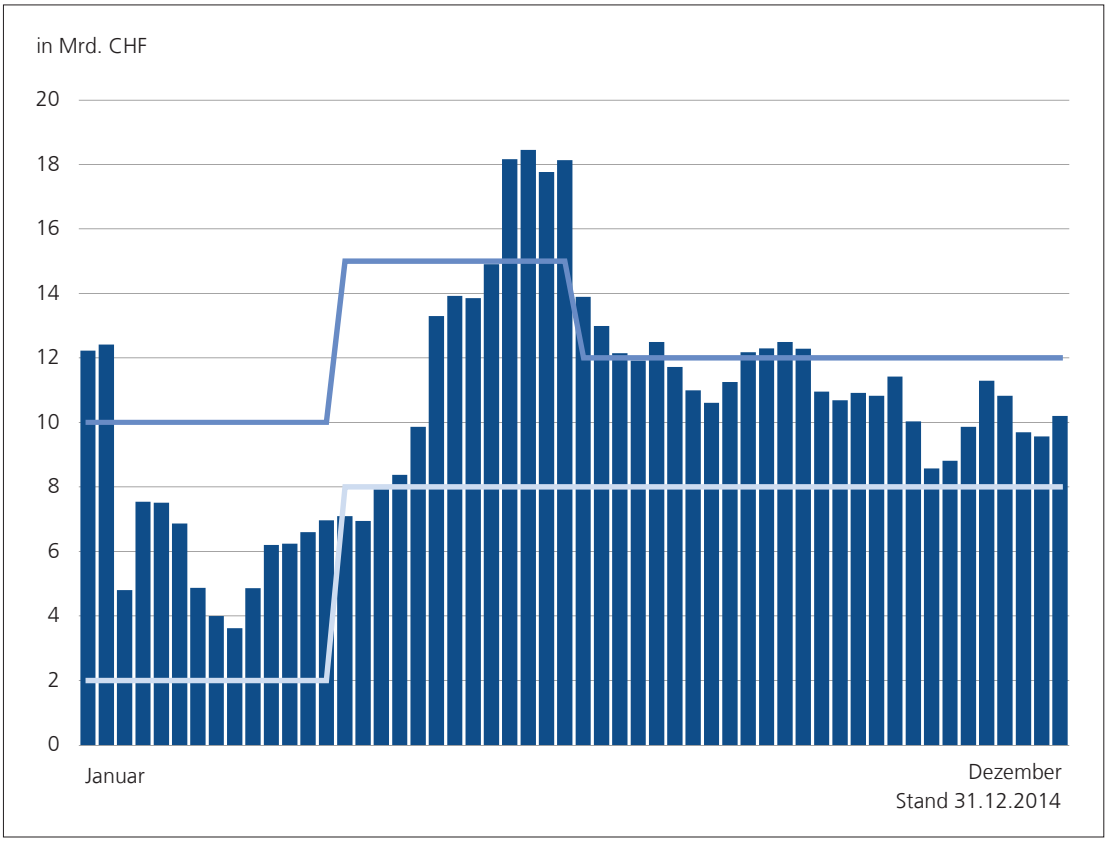

Abbildung 16: Entwicklung der Tresoreriemittel 2014

Wegen der 4,6 Milliarden Fälligkeit am 6. Januar 2014 lagen die Tresoreriemittel zum Jahreswechsel auf hohen 12,2 Milliarden. Mit der Rückzahlung und weiteren Abgängen reduzierten sich diese bereits in der ersten Woche auf unter 5 Milliarden. Im Februar fiel die frei verfügbare Liquidität auf den Jahrestiefststand von 3,6 Milliarden. Im Mai überstiegen die Tresoreriemittel wieder die 10 Milliarden Grenze und kletterten bis Mitte Juni auf ihr Höchst von 18,4 Milliarden. Ab Juli pendelte sich die Liquidität am oberen Ende der Bandbreite ein. Obwohl im 2015 die Anleihe mit 4,5 Milliarden erst im Juni fällig wird, wurde die Liquidität auf relativ hohem Niveau gehalten damit der GMBF-Markt relativ stetig und ohne grosse Verwerfungen genutzt werden kann. Im 2016 wird insgesamt ein sehr hohes Anleihevolumen und zudem eine Anleihe wieder relativ früh im Jahr fällig, wodurch der Jahresendbestand im 2015 ebenfalls über der 10 Milliarden Grenze liegen wird.

05 Devisenbewirtschaftung (Währungsrisiken)

Seit 1998 werden Fremdwährungen in Euro und USD systematisch durch die Bundestresorerie abgesichert. In den Jahren davor galt der Grundsatz der Nichtabsicherung. Der Schweizer Franken ist grundsätzlich eine starke Währung. Seit den frühen 1970er Jahren hat sich der Franken real deutlich aufgewertet. Ursachen sind u.a. die anhaltenden Handelsbilanzüberschüsse der Schweizer Volkswirtschaft sowie der traditionelle Safe Haven Status des Schweizer Frankens. Im vergangenen Jahrzehnt schwächte sich der Aufwertungs-Trend allerdings ab und der Franken neigte zwischenzeitlich auch zur Schwäche (insbesondere 2006/2007). Im Zuge der Finanzkrise hat sich der Franken gegenüber dem Euro und dem USD deutlich um über 30% aufgewertet. Auch nach Festlegen der Wechselkursuntergrenze von 1,20 pro Euro am 6. September 2011 gilt der Franken als hoch bewertet.

In den letzten Jahren waren die Wechselkursentwicklungen sehr volatil. Während der Zeit des Mindestkurses war die Entwicklung selbstredend weitaus stabiler und folgte gegenüber dem USD weitgehend dem USD/EUR-Wechselkurs. Aus Sicht der EFV sind Devisenkursentwicklungen aber grundsätzlich nicht zu prognostizieren. Entsprechend verfolgt die Bundestresorerie einen systematischen Ansatz und lehnt aktive Strategien mit wechselnder Positionierung auf steigende und fallende Kursentwicklungen ab.

51 Budgetgeschäfte

Die Bundestresorerie sichert den im Voranschlag budgetierten Fremdwährungsbedarf in den Währungen Euro und USD systematisch ab. Die übrigen Fremdwährungen werden nicht abgesichert und erst zum Zeitpunkt der Fremdwährungszahlung gekauft.
Die Devisen werden parallel zum Budgetprozess (Februar bis Juli) schrittweise gemäss Abbildung 17 auf Termin gekauft (systematischer Ansatz). Die budgetierten Volumen werden entsprechend in Losgrössen von 5–10 Mio. Euro bzw. USD grundsätzlich auf täglicher Basis bis Ende Juli gekauft. Mit diesem Vorgehen wird ein dem Marktverlauf entsprechender Durchschnittskurs erzielt.

	Anlass	Zeitpunkt	Periode	Volumen
1	BRB-Weisungen	Mitte Februar	Februar – April	1/3 Vorjahresvolumen
2	Budgeteingaben + 1 Woche	Anfang Mai	Mai – Juni	2/3 der Bedarfsmeldungen
3	BRB Voranschlag: def. FW-Kurse	Ende Juni	Juli	Absicherung auf 100%

Abbildung 17: Ablauf der Devisenabsicherung im Budgetprozess

Die EFV stellt die beschafften Fremdwährungen den Verwaltungseinheiten zu den fixierten Budgetkursen zur Verfügung. Die Budgetkurse werden Anfang Jahr aufgrund des aktuellen Marktumfeldes festgelegt und fliessen ein in die BR-Weisungen zum Voranschlag. Anfang Juni werden die Werte gemäss der Kursentwicklung zwischen Februar und Juni definitiv fixiert und vom Bundesrat mit dem Budget verabschiedet. Abbildung 18 zeigt den Kursverlauf der beiden Hauptwährungen Euro und USD für die Jahre 2013 und 2014 sowie den jeweiligen Budgetkurs. Die schwarz gepunkteten Kreise markieren die Zeitperiode, welche die Grundlage für die Festlegung der Budgetkurse bildeten.

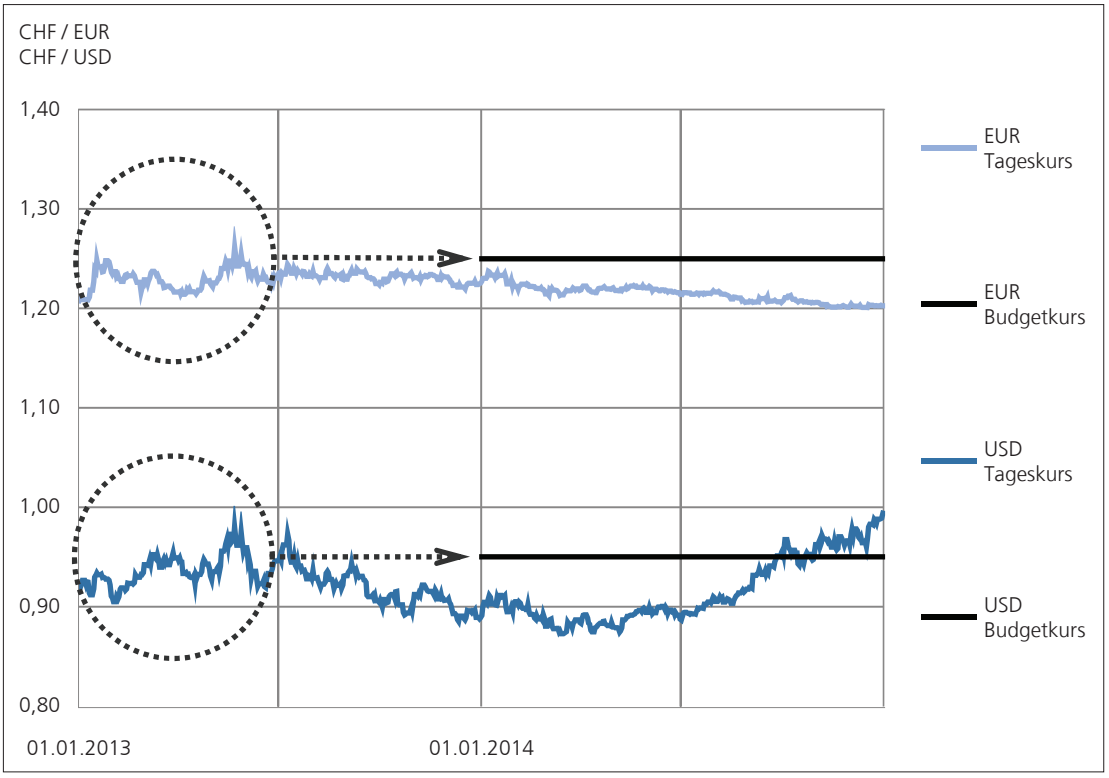

Abbildung 18: Wechselkursentwicklung Euro und USD Jahre 2013 und 2014

Seit Einführung der Währungsabsicherung 1998 wurden budgetierte Euro und USD im Umfang von 18 Milliarden Franken gekauft, d.h. pro Jahr wurden durchschnittlich Euro und USD im Gegenwert von gut einer Milliarde Franken beschafft. Aus Sicht des Bundes resultierte aus dieser Absicherungsstrategie über einen längeren Zeitraum (1998–2009) eine Einsparung von rund 50 Millionen Franken im Vergleich zu einer Nichtabsicherung. Die rasche Aufwertung des Schweizer Frankens seit Anfang 2010 führte jedoch für die ganze Periode 1998–2014 zu Absicherungskosten von 165 Millionen Franken oder 0,9% des abgesicherten Volumens.

Letztlich ist die vorverschobene Beschaffung (Absicherungsstrategie) aber mit einer laufenden Beschaffung zum Zeitpunkt der Zahlungen vergleichbar. Da der Bund jedes Jahr Fremdwährungen kaufen muss und damit automatisch der Devisenkursentwicklung ausgesetzt ist, liegt der Unterschied beim gewählten Vorgehen gegenüber einer laufenden Beschaffung einzig darin, dass die Verwendung der Devisen um ein Jahr verschoben ist, damit aber der Vorteil der Planungssicherheit in Franken erzielt werden kann.

Im Berichtsjahr wurden für das Budgetjahr 2015 insgesamt 360 Millionen Euro und 470 Millionen USD auf Termin gekauft. In den letzten Jahren mussten Ende Jahr häufig zusätzliche USD beschafft werden, während Euro verkauft werden mussten. Während die Verwaltungseinheiten den Bedarf eher knapp budgetieren, sind primär unerwartet hohe Fremdwährungseinnahmen der Grund für die Verkäufe von Euros Ende Jahr. Daher wurde wie in den beiden Vorjahren für 2015 nur 90% des budgetierten Euro-Bedarfs von total 400 Millionen abgesichert. Bei Budgetkursen von 1,20 CHF/EUR resp. 0,90 CHF/USD wurde über die Beschaffungsperiode ein durchschnittlicher Beschaffungskurs von 1,215 CHF/EUR und 0,887 CHF/USD erzielt.

52 Spezialgeschäfte

Müssen aufgrund eines Verpflichtungskredites Zahlungen in fremder Währung über mehrere Jahre geleistet werden und überschreiten die Zahlungen den Gegenwert von 50 Millionen, sichert die EFV in der Regel das Währungsrisiko ab.[1] Die Absicherung ist normalerweise unmittelbar nach Bewilligung des Verpflichtungskredites durch das Parlament vorzunehmen. Mit diesem Vorgehen werden wechselkursbedingte Überschreitungen des Verpflichtungskredites vermieden. Die Spezialgeschäfte werden gemeinsam mit der Verwaltungseinheit, der Abteilung Ausgabenpolitik und der Bundestresorerie besprochen. Die Absicherung erfolgt durch die Bundestresorerie aufgrund einer Abnahmeverpflichtung der Verwaltungseinheit. Darin werden namentlich auch die Beträge und die Zeitpunkte festgelegt, ab wann die Fremdwährungen bezogen werden können. Für das Spezialgeschäft kommt der einheitliche Fixkurs (durchschnittlich erzielter Kassakurs bei der Absicherung) für die ganze Laufzeit des Geschäftes zur Anwendung.

Im Berichtsjahr 2014 wurden sieben neue Spezialgeschäfte im Umfang von 545,2 Millionen Euro und 614,4 Millionen USD zum Gegenwert von insgesamt 1'170,2,5 Millionen Franken abgesichert.

Per Ende 2014 sind 22 Spezialgeschäfte im Umfang von 4,3 Milliarden Franken offen, d.h. noch nicht abgeschlossen (neben Euro und USD auch britische Pfund). Angesichts der langfristigen Erstarkung des Schweizer Frankens und des mehrjährigen Absicherungshorizonts (2 bis 10 Jahre) sind über alle Spezialgeschäfte (2000–2014) im Vergleich zu einer Nicht-Absicherung Opportunitätskosten von gut 400 Millionen aufgelaufen (6% des abgesicherten Volumens).

1 FHV Art. 70a Abs. 1: «Müssen aufgrund eines Verpflichtungskredites Zahlungen in fremder Währung geleistet werden, so sichert die Finanzverwaltung in der Regel das Währungsrisiko ab, wenn: (a) die Zahlungen insgesamt den Gegenwert von 50 Millionen Franken überschreiten; (b) mindestens ein Teil der Zahlungen auf die dem Kreditbeschluss folgenden Jahre fällt; und (c) die Höhe der jährlichen Zahlungen im Voraus feststeht oder geplant werden kann.»

06 Gegenparteienrisiken

Gegenparteirisiken beim Bund entstehen hauptsächlich aufgrund kurzfristiger Geldanlagen sowie durch positive Wiederbeschaffungswerte aus ausstehenden Währungs- und Zinsabsicherungsgeschäften. Für diese Forderungen besteht ein Ausfallrisiko.

Das bestehende Limitenkonzept bildet die Grundlage zur Vermeidung von Verlusten und von Klumpenrisiken. Die Kreditlimiten werden nach vordefinierten Kriterien festgelegt, namentlich Rating, Eigenkapital, Finanzkraft (bei Kantonen), Diversifikation und Instrumenttyp. Risk Control überprüft die ausgesetzten Gegenparteienlimiten regelmässig und überwacht die Einhaltung der Limiten täglich.

Am Markt für unbesicherte Ausleihungen an Banken werden seit Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 nur noch geringe Volumen abgewickelt. Mit einer äusserst expansiven Geldpolitik versorgt die SNB den Markt weiterhin mit hoher Liquidität, was die Renditen für kurzfristige Anlagen gegen 0% drückte. Aus diesen Gründen wurde die verfügbare Liquidität auch im 2014 in erster Linie bei der SNB angelegt (inkl. SNB-Giro-Konto). Geldanlagen bei ausgewählten Geschäftsbanken wurden ausschliesslich mit kurzen Laufzeiten abgeschlossen. Die Entwicklung der Qualität der zugelassenen Gegenparteien wird laufend geprüft (z.B. Ratingveränderungen, Zwischenabschlüsse und sonstige Berichterstattung).

Längerfristige Derivatpositionen (z.B. Währungs- und Zinsabsicherungsinstrumente) werden einerseits mit Gegenparteien abgeschlossen, die mit der EFV einen Besicherungsanhang für Derivate (Credit Support Annex) vereinbart haben. Andererseits werden solche Geschäfte auch mit Kantonalbanken mit Staatsgarantie durchgeführt. Allfällige positive Wiederbeschaffungswerte aus den entsprechenden Derivattransaktionen werden den jeweiligen Gegenparteilimiten angerechnet.

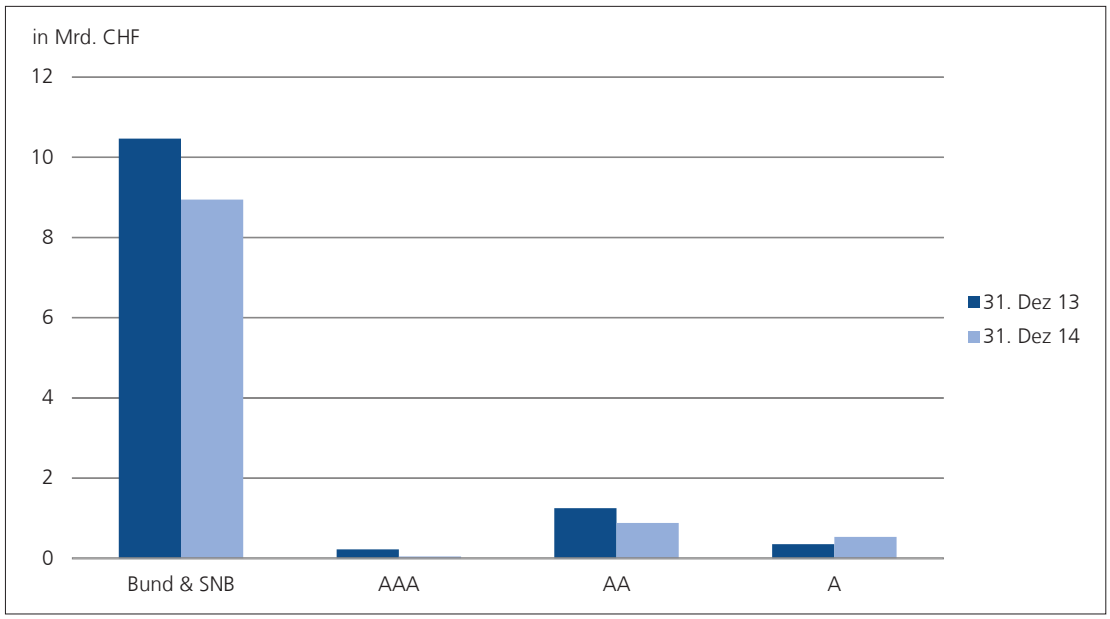

Abbildung 19: Übersicht Gegenparteien-Ratings per 31.12.2013/ 31.12.2014; ohne FEG und ALV

Insgesamt sind die Gegenparteirisiken per Ende Dezember 2014 sehr gering. Wesentliche Teile der Liquidität sind bei der SNB (86% der Anlagen) und bei Kantonen (9%) angelegt. Bei Geschäftsbanken (inkl. Kantonalbanken) waren per Ende Dezember keine Anlagen platziert. Zum Teil ergaben sich positive Wiederbeschaffungswerte aus Derivaten (FX-Absicherungen), die an die entsprechenden Limiten angerechnet wurden (insgesamt 73 Mio.).

In dieser Aufstellung sind die Darlehen an die Arbeitslosenversicherung (ALV / 3,1 Milliarden) und an den Fond für die Eisenbahngrossprojekte (FEG / 7,2 Milliarden) nicht berücksichtigt.

07 Ausblick

Im Jahr 2015 wird netto mit einem bescheidenen Mittelbedarf gerechnet. Gemäss Emissionsprogramm wird in Aussicht genommen, Anleihen im Umfang von 5,0 Milliarden zu emittieren. Im Juni werden 4,5 Milliarden zur Rückzahlung fällig. Damit steigt das ausstehende Anleihevolumen bis Ende 2015 leicht von 78,4 auf 78,9 Milliarden an. Im 2016 müssen zwei Anleihen mit einem sehr grossen Volumen von 9,4 Milliarden an die Anleger zurückbezahlt werden. Eine Anleihe wird dabei bereits im März 2016 fällig. Daher wird der Liquiditätsbestand hoch bleiben und auch Ende 2015 über der 10 Milliarden Grenze liegen. Das ausstehende GMBF-Volumen soll relativ konstant gehalten werden und Ende 2015 rund 10,3 Milliarden betragen.

Die Liquiditätsplanung der Bundestresorerie basiert auf historischen Daten zu den Zahlungsströmen. Dabei können einzig Aussagen zum netto Zu- oder Abfluss von Liquidität gemacht werden. Mit Einführung des neuen Zahlungsmanagement im 2012 wurde die Voraussetzung geschaffen, dass mehr und differenziertere Zahlungsverkehrsdaten für die Liquiditätsplanung genutzt werden können. Daher wurde im 2012 ein neues Liquiditätsplanungsprojekt lanciert. Neu sollen Zu- und Abflüsse unterschieden und die Einnahmen nach den wesentlichen Einnahmekategorien wie Bundessteuer, Verrechnungssteuer oder Mehrwertsteuer differenziert werden können. Im Verlauf des Jahres 2013 wurde mit der Implementierung der Lösung gestartet. Die Datenerhebung und -aufbereitung konnte 2014 erfolgreich abgeschlossen und eine Historie von Zahlungsverkehrsdaten ab dem Jahr 2013 aufgebaut werden. Damit ist die Grundlage für das eigentliche Planungsmodul vorhanden, die nun fortlaufend mit den neuen Zahlungsverkehrsdaten fortgeschrieben wird. Mitte 2015 soll die neue Liquiditätsplanung operativ eingeführt werden.

Im Rahmen der Steuerung des Zinsrisikos und der prospektiv-stochastischen Analyse der Zinskostenentwicklung soll das bisherig zugrundeliegende Zinsmodell um ein zusätzliches ergänzt werden. Modelle sind immer grobe Annäherungen an die Realität und vermögen diese nie vollständig korrekt abzubilden. Wissenschaft und Praxis empfehlen daher, sich für Analysen und Simulationen auf mehrere, verschiedene Modelle abzustützen. Daher soll im 2015 ein zweites, eher prognoseorientiertes, empirisch-statistisches Modell implementiert und damit das Analyseinstrumentarium erweitert werden. Die Analyseergebnisse sollen dadurch robuster und breiter abgestützt werden und insgesamt die Grundlage für die Zinsrisikosteuerung und die Definition einer Schuldenstrategie optimiert werden.