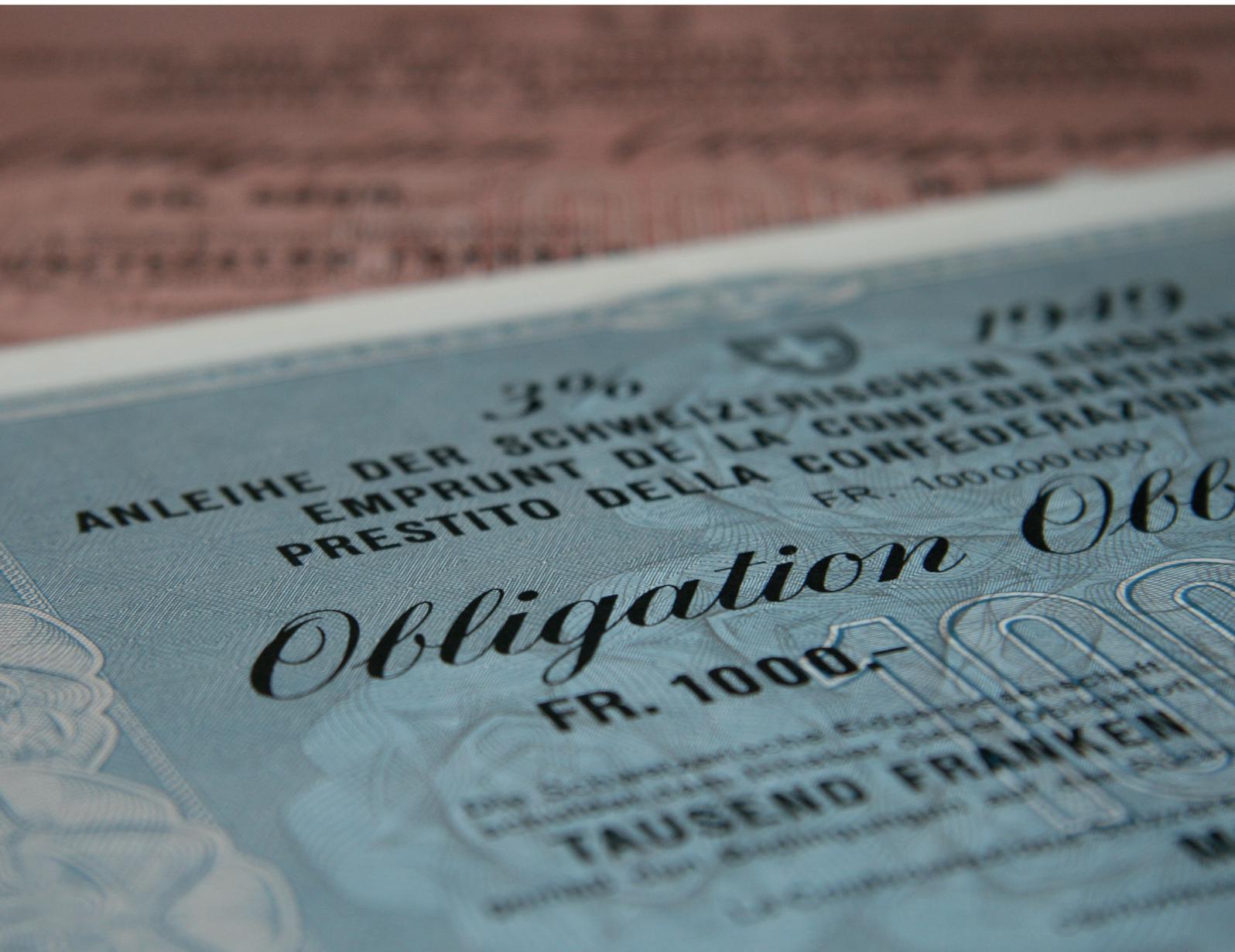


Bundestresorerie

Tätigkeitsbericht 2015



Impressum

Herausgeber:
Eidg. Finanzverwaltung EFV

Foto:
Eidg. Finanzverwaltung EFV

März 2016

Der Tätigkeitsbericht der Bundestresorerie erläutert die Strategien und Ergebnisse der Schulden-, Liquiditäts- und Devisenbewirtschaftung des Bundes im Jahr 2015. Er richtet sich primär an den Bundesrat, die Finanzdelegation sowie die Eidg. Finanzkontrolle. Nach ihrer Kenntnisnahme wird der Bericht ebenfalls der interessierten Öffentlichkeit zugänglich gemacht.

Inhaltsverzeichnis

Seiten

Zusammenfassung	5
1 Rechtliche Grundlagen und Governance	7
2 Schuldenbewirtschaftung – Strategie und Risikosteuerung	9
21 Grundsätze und Auftrag	9
22 Risiken der Schuldenbewirtschaftung	9
221 Zinsänderungsrisiko	9
222 Refinanzierungsrisiko	15
23 Emissionstätigkeit 2015	19
231 Zinsentwicklung	19
232 Finanzierungsbedarf und Geldbeschaffungsprogramm	22
233 GMBF-Emissionen	24
234 Anleiheemissionen	25
3 Sicherstellung Zahlungsbereitschaft (Liquiditätsrisiko)	31
4 Devisenbewirtschaftung (Währungsrisiken)	33
41 Budgetgeschäfte	33
42 Spezialgeschäfte	35
5 Gegenparteienrisiken	37
6 Ausblick	39

EREIGNISSE 2015

JANUAR

Die SNB hebt überraschend den EUR-Mindestkurs auf und verschärft die Negativzinspolitik; die EZB startet ihr QE-Programm. Mehr als zwei Drittel der ausstehenden Eidgenossen rentieren im Minus.



APRIL

Die Bundestresorerie emittiert – erstmals weltweit – eine 10jährige Anleihe mit negativer Rendite. An der gleichen Auktion wird der «49er» zu einem Rekordpreis von 212,2% emittiert.



JUNI

Die Negativzinsen bewirken, dass Verrechnungssteuer und direkte Bundessteuer früher abgeliefert werden. Die flüssigen Mittel des Bundes übersteigen das Zielband deutlich und erreichen einen Wert von 23 Mrd.



AUGUST

Zur Senkung der Liquidität reduziert die Bundestresorerie die Mittelaufnahme am Markt: Das angepeilte Volumen ausstehender GMBF wird von 10 auf 6–7 Mrd. gesenkt, und die für 2015 geplanten Anleiheemissionen werden auf gut 3 Mrd. begrenzt.



NOVEMBER

Das Emissionsprogramm 2015 wird mit einem Volumen von insgesamt 3,3 Mrd. abgeschlossen. Mit einer durchschnittlichen Zinsbindung von 20,3 Jahren und einer Rendite von 0,28% konnte das Anleihenportfolio günstig verlängert werden.



DEZEMBER

Vor der Sitzung des EZB-Rats fallen die Schweizer Zinsen auf historische Tiefstwerte. An der GMBF-Auktion vom 1. Dezember wird eine rekordtiefe Rendite von -1,52% erzielt, die 10-jährigen Eidgenossen rentieren zeitweilig bei rund -0,4%.



Zusammenfassung

Das Jahr 2015 stand für die Bundestresorerie ganz im Zeichen der Negativzinspolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) nach der Aufgabe des Euro-Mindestkurses. An den globalen Finanzmärkten gaben ebenfalls die Notenbanken den Takt vor. Wegen der schwachen Konjunktorentwicklung und der Angst vor einer deflationären Entwicklung lancierte die Europäische Zentralbank (EZB) ein umfangreiches Anleihekaufprogramm und senkte den Leitzins weiter unter null. Die amerikanische Zentralbank (Fed) dagegen bereitete den Markt während Monaten auf die bevorstehende Zinswende in den USA vor. Das FED liess im Dezember den Worten Taten folgen und beendete mit der ersten Zinserhöhung die seit 2008 andauernde Nullzinspolitik. Im Zuge der expansiven europäischen und schweizerischen Geldpolitik machten die Frankenzinsen einen Tauchgang und erreichten gegen Ende Jahr neue Rekord-Tiefstwerte weit im negativen Bereich.

Die 2015 verschärfte Negativzinspolitik...

Wie in den Vorjahren profitierte die Bundestresorerie mit lang laufenden Anleihen von dieser aussergewöhnlichen Zinssituation. Insgesamt wurden Anleihen im Umfang von 3,3 (Vorjahr: 5,6 Milliarden) mit einer durchschnittlichen Rendite von 0,28% (1,15%) und einer durchschnittlichen Laufzeit von gut 20 Jahren (knapp 23 Jahre) bei Investoren platziert. Bei der kurzfristigen Geldaufnahme des Bundes resultierte ein durchschnittlicher Minuszins von einem Prozent.

... bot erneute Gelegenheit zur Verlängerung des Schuldenportfolios, ...

Die Negativzinspolitik der SNB hatte auch direkte Auswirkungen auf das Liquiditätsmanagement der Bundestresorerie und letztlich das Emissionsprogramm. Die Liquiditätszuflüsse unterschieden sich durch ein verändertes Verhalten bei den Steuerablieferungen deutlich von den Vorjahren. Steuern wurden früher und vorzeitig abgeliefert, während Rückforderungen eher aufgeschoben wurden. Dies führte in der ersten Jahreshälfte zu einem unerwartet grossen Liquiditätsanstieg, der sich bis zum Jahresende nur teilweise abbaute. Um die flüssigen Mittel wieder auf die ursprüngliche Zielgrösse zu reduzieren, wurde Mitte Jahr die Mittelaufnahme am Geld- und Kapitalmarkt deutlich nach unten korrigiert. Anstelle der ursprünglich anvisierten leichten Erhöhung der Marktverschuldung wurde sie um insgesamt 4,6 Milliarden abgebaut. Dank dieser Massnahme konnte die Liquidität auf das ursprünglich angestrebte Endjahresniveau von gut 10 Milliarden gesenkt werden.

... belastete aber die Emissionen.

Dank der langfristig ausgerichteten Emissionsstrategie und dem anhaltenden Abbau der Marktverschuldung haben sich die Zins- und Refinanzierungsrisiken weiter verringert. Der jährlich zu refinanzierende Anteil der Schulden blieb weiterhin relativ stabil (19% per Ende 2015) und schwankt seit dem Jahr 2003 zwischen 15–25% der gesamten Geld- und Kapitalmarktschulden. Die Restlaufzeit des Schuldenportfolios ist auf hohe 8,9 Jahre angestiegen. Im internationalen Vergleich kann das damit verbundene Risiko als angemessen und die verfolgte Strategie als eher konservativ bezeichnet werden. Dies zeigt auch die Risikoanalyse mittels Simulationsrechnungen. Die stochastische Zinssimulation weist ebenfalls auf ein moderates Zinsrisiko hin.

Günstige Risikosituation: tiefe Zins- und Refinanzierungsrisiken...

Aufgrund der anhaltend tiefen Zinsen und mangels Anlagemöglichkeiten sind die frei verfügbaren Mittel ausschliesslich bei der SNB angelegt. Entsprechend bestehen praktisch keine Gegenparteirisiken (Kreditrisiken).

... sowie fast keine Kreditrisiken.

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 0,9% 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 folgt damit einfach zeitversetzt um ein Jahr der Währungsentwicklung.

Keine signifikanten Opportunitätskosten bei der FX-Budgetabsicherung.

1 Rechtliche Grundlagen und Governance

Die von der Eidg. Finanzverwaltung (EFV) geführte zentrale Bundestresorerie stellt die ständige Zahlungsbereitschaft des Bundes sicher. Dieser Auftrag umfasst die Mittelbeschaffung am Geld- und Kapitalmarkt, das Liquiditätsmanagement sowie die Devisenbewirtschaftung (vgl. Kasten). Die rechtlichen Grundlagen ihrer Tätigkeit finden sich im Bundesgesetz über den eidg. Finanzhaushalt (Finanzhaushaltsgesetz, FHG) sowie in der Finanzhaushaltsverordnung (FHV).¹ 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.

Bundestresorerie stellt
Zahlungsbereitschaft
sicher

Tätigkeitsfelder der Bundestresorerie

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 nominal 77 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 *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 wechsellkursbedingte Nachtragskredite vermieden werden.

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.»

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.»

ALCO setzt
Rahmenbedingungen

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 Gegenparteiensrisiken und erstattet quartalsweise Bericht an das ALCO. Die Eidg. Finanzkontrolle (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.

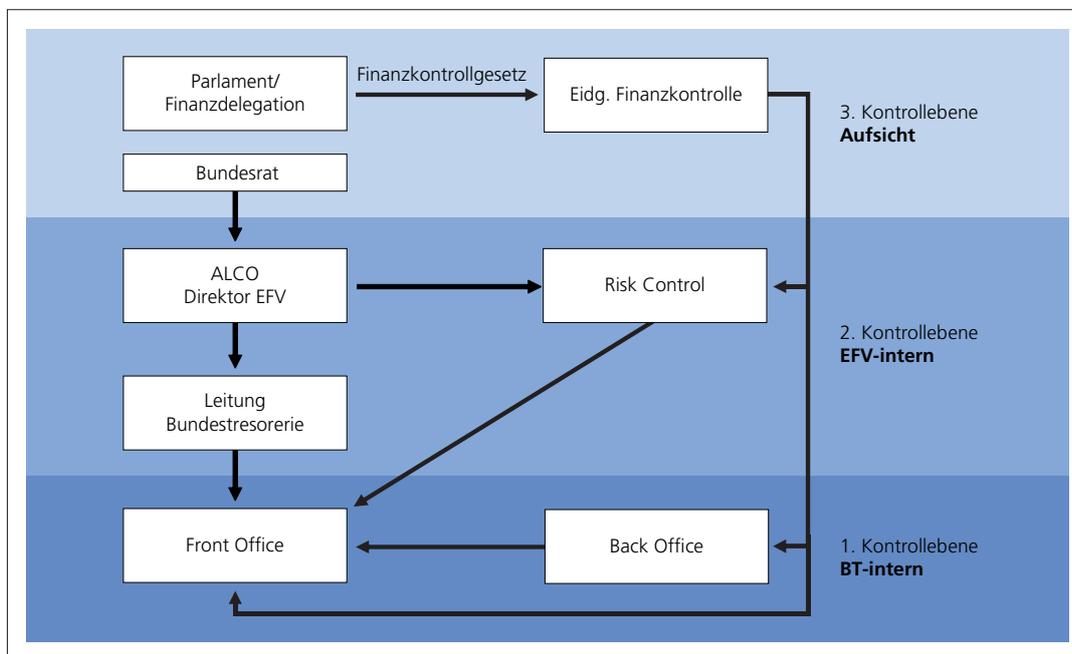


Abbildung 1: Steuerungs- und Regelungssystem der Tresorerieführung

2 Schuldenbewirtschaftung – Strategie und Risikosteuerung

21 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.

22 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 damit vorübergehend zu höheren Zinsausgaben führen, was die Planbarkeit der Zinsausgaben erschwert.

Schulden bergen Zins- und Refinanzierungsrisiko

22.1 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.

Steuerung des Zinsrisikos durch Emissionstätigkeit

Das grosse Volumen der Geld- und Kapitalmarktschulden von rund 84 Milliarden, die herausragende 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.

Regelmässige Emissionstätigkeit dämpft Zinsrisiko

¹ vgl. Art. 60–62 FHG

Der Anteil der Neuemissionen hat abgenommen, ...

Über die letzten 20 Jahre war die Eidgenossenschaft mit durchschnittlich rund 7 Milliarden Franken pro Jahr der wichtigste Emittent im Inlandsegment.¹ Dies entspricht einem durchschnittlichen Anteil am Volumen der inländischen Emittenten von 20–25%.² Während in den Jahren 2000 bis 2004 das jährliche Emissionsvolumen des Bundes zwischen 10 und 14 Milliarden schwankte, schlugen sich seit 2005 die Haushaltssanierung und der Schuldenabbau deutlich in der Emissionstätigkeit nieder: Zwischen 2008 und 2010 emittierte die Eidgenossenschaft nur noch rund 10% aller Neuemissionen, während sie sich im 2004 noch fast für die Hälfte aller Neuemissionen im Inlandsegment verantwortlich zeichnete. Dank der relativ grossen, zu refinanzierenden Fälligkeiten in den Folgejahre erhöhte sich der Anteil des Bundes vorübergehend etwas. Aufgrund des reduzierten Mittelbedarfs im Jahr 2015 sank der Anteil des Bundes mit rund 8% auf einen neuen Tiefststand. In die Lücke sind die beiden Pfandbriefinstitute gesprungen, die zusammen inzwischen einen Anteil von gut 40% am Gesamtemissionsvolumen der inländischen Emittenten ausmachen.

...aber der Bund bleibt wichtigster Schuldner.

Die Eidgenossenschaft ist trotz geringerer Emissionstätigkeit immer noch der wichtigste Schuldner am Schweizer Franken Kapitalmarkt. Einerseits stellt die Renditekurve der Bundesanleihen neben der Swapkurve die zentrale Referenzzinskurve dar. Andererseits ist die Eidgenossenschaft gemessen am ausstehenden Anleihenvolumen weiterhin der bedeutendste Einzelschuldner. 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 30% haben die beiden Pfandbriefinstitute den Bund inzwischen überflügelt.

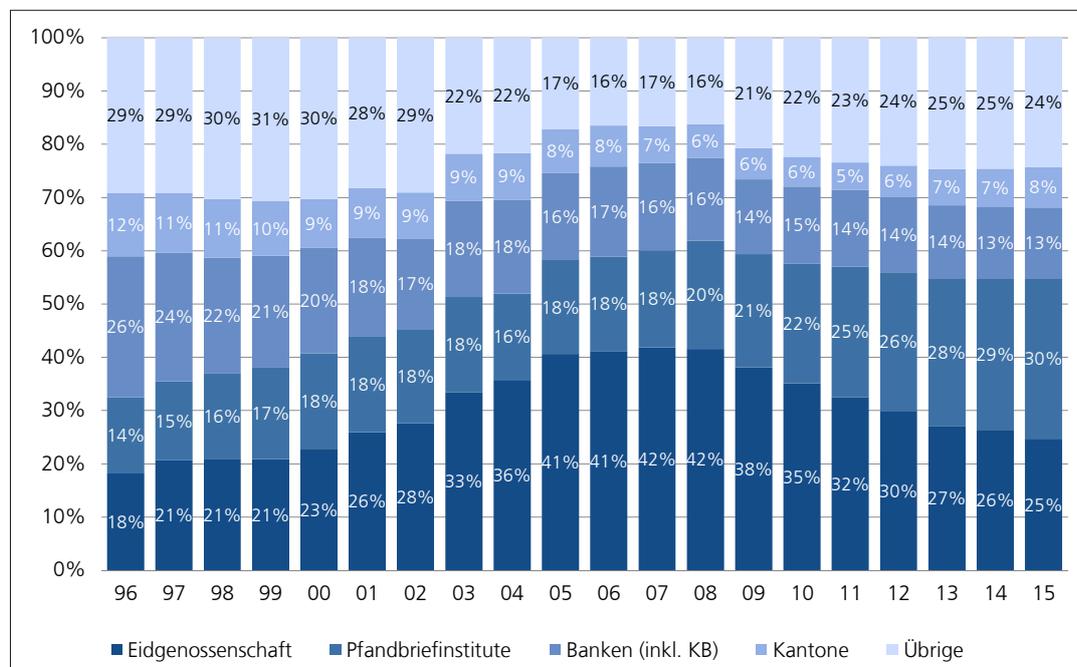


Abbildung 2: Ausstehende festverzinsliche Anleihen im CHF-Inlandsegment* (Quelle: SIX)

1 Nach Liberierungsdatum, Periode 1996–2015.

2 Quelle: EFV / SNB Volkswirtschaftliche Daten 2016

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.

Zinsrisiko wird mit Simulationen gemessen.

Das Analysekonzept verfolgt einen prospektiven und einen retrospektiven Ansatz. Beim prospektiven Ansatz werden die Schuldenportfolios bei unterschiedlichen Zinsentwicklungen über eine Periode von bis zu zehn Jahren simuliert und analysiert. Hierzu werden einerseits ausgewählte deterministische Zinsszenarien verwendet. Andererseits wird auch ein stochastisches Zinsmodell zur Generierung einer Vielzahl von Zinspfaden eingesetzt. Basierend darauf 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 Daten lassen sich unterschiedliche Schuldenportfolios hinsichtlich der erwartenden Passivzinsen (Kostendimension) und deren zukünftige Schwankungsbreiten (Risikodimension) vergleichen.

Prospektive Analyse für unterschiedliche Portfolios

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 Zinsentwicklungsubperioden (Zinsanstieg, Inversionslage, etc.) zu analysieren und dadurch Erkenntnisse für die Strategieformulierung zu gewinnen.

Retrospektive Analyse zur Strategieüberprüfung

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.

Stochastische Simulationen zeigen Bandbreite der Zinsbelastung

Abbildung 3 zeigt, wie mit dem Zinsmodell und unter Beibehaltung des aktuellen Schuldenportfolios (Laufzeitenmix / Restlaufzeit) die Schwankungsbreiten der jährlichen Passivzinsen ausfallen können.³ 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. Im 4. Jahr des Simulationshorizonts (2019) liegen 80% der zu erwartenden Passivzinsen im Bereich zwischen 1,58 Milliarden und 1,82 Milliarden, also innerhalb einer Schwankungsbreite von rund 240 Millionen (Mittelwert 1,7 Milliarden). Das relative Zinsrisiko – die Differenz zwischen 90% Quantil und dem Durchschnitt⁴ – beträgt rund 120 Millionen. Im 10. Jahr des Simulationshorizonts (2025) liegen 80% der zu erwartenden Passivzinsen

Mittelfristig steigen Zinsbelastung und Zinsrisiko

³ Berechnungsbasis: Daten per 31. Dezember 2015. Passivzinsen entsprechen Kreditposition ohne Währungsverluste und ohne anderer verschiedener Finanzaufwand.

⁴ 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).

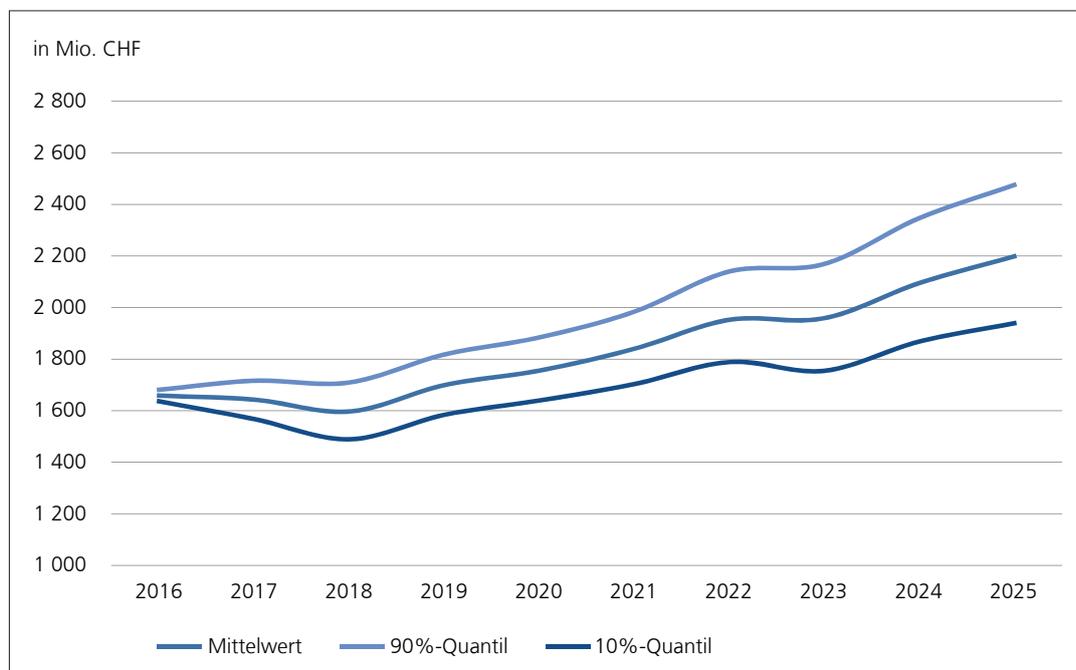


Abbildung 3: Erwartete Entwicklung der Passivzinsen bei gleichbleibender Verschuldungsstrategie und steigenden Zinsen

im Bereich zwischen 1,9 Milliarden und 2,5 Milliarden (Mittelwert 2,2 Milliarden). Die Schwankungsbreite beträgt rund 540 Millionen bzw. das relative Zinsrisiko 280 Millionen. Somit muss über einen Zeithorizont von 10 Jahren graduell mit einer Erhöhung des jährlichen Zinsaufwands auf ein Niveau von durchschnittlich rund 2,2 Milliarden gerechnet werden. Das ist damit zu erklären, dass die fällig werdenden Anleihen von Jahr zu Jahr zu höheren Zinsen refinanziert werden müssen.

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 2016 und Finanzplan 2017–19 (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.

[Auswirkungen von extremen Zinsszenarien](#)

	2016		2017		2018		2019	
	kurz	lang	kurz	lang	kurz	lang	kurz	lang
Konstante Zinsen (Extremszenario 1)	-0,8%	0,0%	-0,8%	0,0%	-0,8%	0,0%	-0,8%	0,0%
Basisszenario	-0,9%	-0,2%	-0,9%	0,2%	0,1%	0,8%	1,3%	1,4%
Starker Zinsanstieg	2,2%	3,0%	2,2%	3,0%	2,2%	3,0%	2,2%	3,0%
Zinsschock von 4% (Extremszenario 2)	3,2%	4,0%	3,2%	4,0%	3,2%	4,0%	3,2%	4,0%

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

Das Basisszenario basiert hinsichtlich den makro-ökonomischen Annahmen weitgehend auf den Prognosen der Expertengruppe «Konjunkturprognosen» des Bundes vom Dezember 2015. Dabei wird in den nächsten beiden Jahren vorerst mit einem weiterhin sehr tiefen Zinsniveau mit Negativzinsen im kurzfristigen Bereich gerechnet. Mittelfristig wird eine Normalisierung des Zinsniveaus, d.h. ein gradueller Zinsanstieg 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%⁵ definiert.

[Anhaltende Tiefzinsen vs. Zinssprung](#)

Abbildung 5 zeigt, wie sich die Passivzinsen bei diesen alternativen Zinsszenarien entwickeln. Im Basisszenario, das den Eckwerten für Voranschlag und Finanzplan entspricht, reduzieren sich die Passivzinsen ähnlich stark wie im Szenario mit konstanten Zinsen. Die prognostizierte Normalisierung der Zinsen (vgl. Zinsszenarien Abb. 4) wird erst ab 2019 wirksam. Bis zu diesem Zeitpunkt werden die leicht steigenden Zinsen im Zinsaufwand kompensiert durch den geplanten Rückgang des Schuldenvolumens. Das Szenario starker Zinsanstieg führt im Vergleich dazu zu höheren Passivzinsen von rund 240 Millionen im Jahr 2016. In den Folgejahren 2017 und 2018 liegt der Zinsaufwand in diesem Szenario je etwa 700 Millionen höher. Am Ende des Finanzplanungshorizont (Jahr 2019) resultieren rund 600 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 600 bis 1100 Millionen über den im Voranschlag und Finanzplan erwarteten Werten liegen würden.

[Spannweite von 1,4 Mrd. zwischen Extremszenarien](#)

⁵ Vergleichbar mit dem Anstieg der kurzfristigen Zinsen in der Periode von 1989/90.

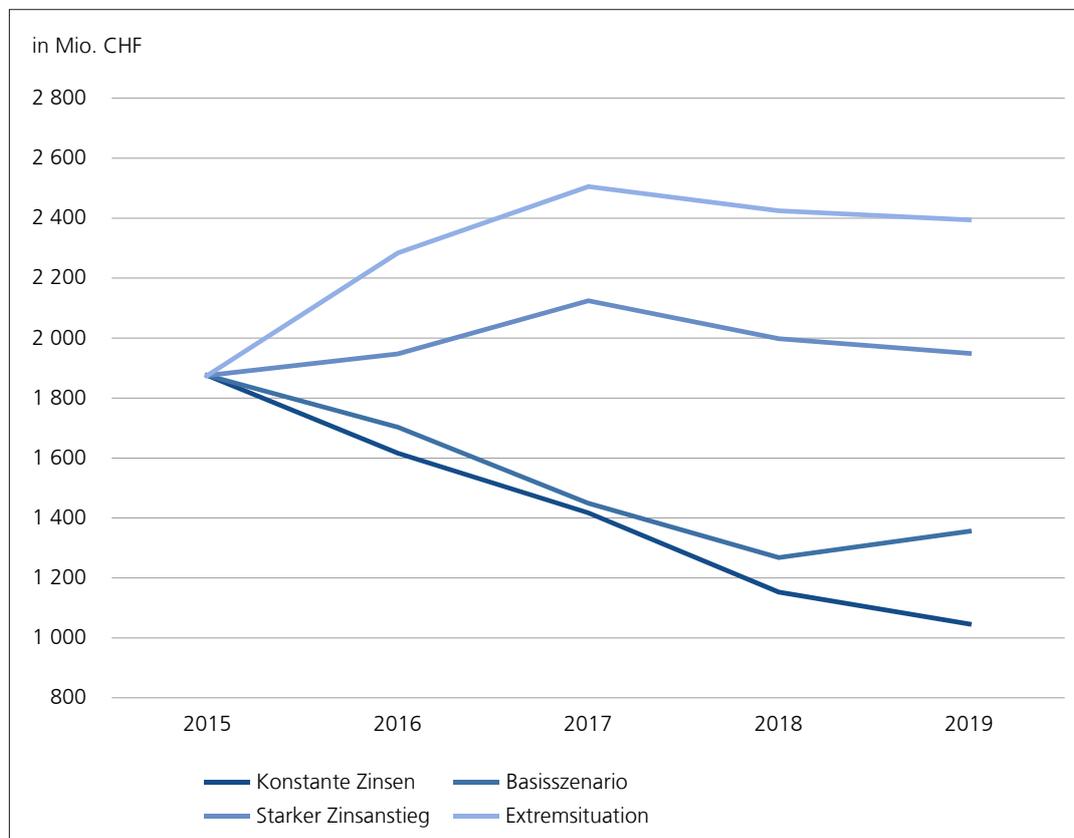


Abbildung 5: Entwicklung Passivzinsen bei verschiedenen Zinsszenarien

Kürzere Zinsbindung führt zu tieferer Zinsbelastung, aber...

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.

... Tiefzinsumfeld erlaubt günstige Verlängerung.

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.

222 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.

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).

Messung anhand durchschnittlicher Restlaufzeit

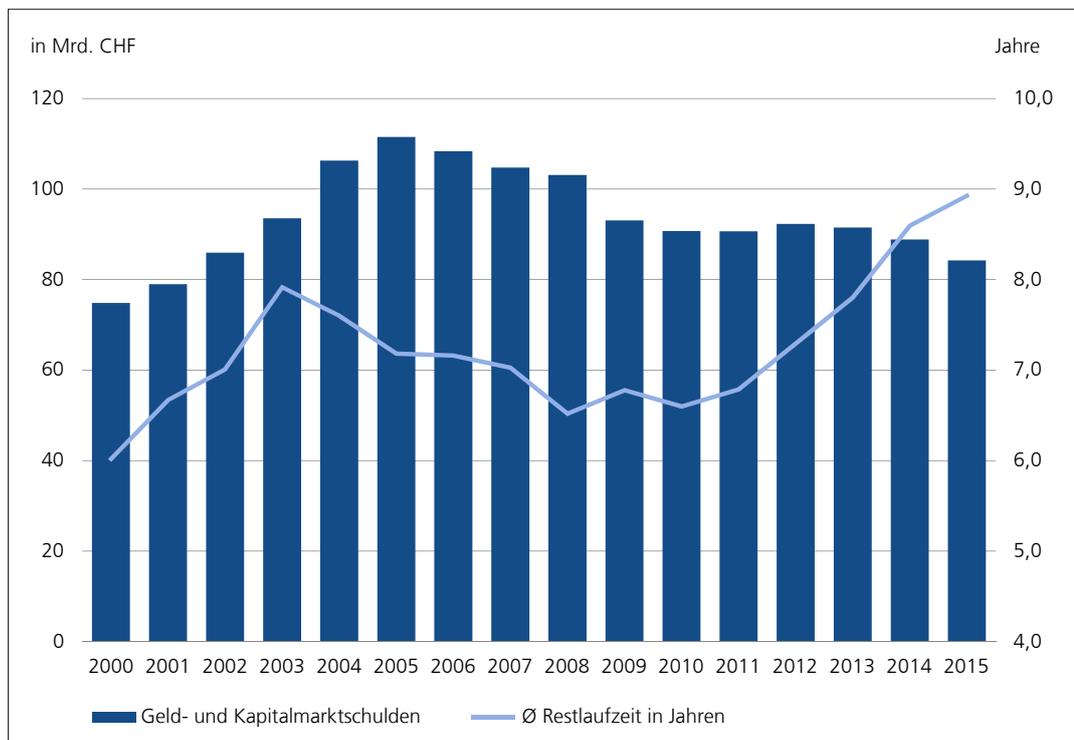


Abbildung 6: Restlaufzeit der Geld- und Kapitalmarktschulden Jahre 2000–2015

Verlängerung um mehr
als 2 Jahre seit 2010

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 2015 bei 8,9 Jahren. In den letzten fünf Jahren hat sich damit das Schuldenportfolio um über 2 Jahre verlängert. Entsprechend hat sich auch das Refinanzierungsrisiko reduziert.

Der Anteil unterjähriger
Schulden...

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).

... liegt bei rund 20%.

Per Ende 2015 werden in den nächsten 12 Monaten Geld- und Kapitalmarktschulden von 16,3 Milliarden zur Refinanzierung fällig (GMBF: 6,9 Milliarden; Anleihen: 9,4 Milliarden). Ein Anstieg der Finanzierungskosten von 1% im Vergleich zu den Eckwerten im Voranschlag 2016 würde zu rund 165 Millionen höheren Passivzinsen als budgetiert führen (Voranschlag 2016: Passivzinsen 1,70 Mrd., d.h. +10%).

Refinanzierungsrisiken
ähnlich wie in anderen
Ländern

Die Bundestresorerie vergleicht sich regelmässig mit ausgewählten Ländern bezüglich Verschuldung, Strategie und Emissionstätigkeit. Die verschiedenen Fälligkeitsprofile der Marktverschuldung per Ende 2015 zeigen, dass die Schweiz bezüglich Refinanzierungsrisiko mit einem Anteil unterjähriger Verschuldung von 19% leicht über dem internationalen Durchschnitt (17%) liegt. Das Fälligkeitsprofil der Schweiz weist einen eher unterdurchschnittlichen Anteil von 27% im 1 bis 5-jährigen Bereich auf (Durchschnitt: 37%). Im Laufzeitenbereich über zehn Jahre dagegen ist der Anteil mit 33% überdurchschnittlich gross. Entsprechend ist auch die Restlaufzeit des ausstehenden Schuldenportfolios mit 8,9 Jahren höher als im Durchschnitt der Vergleichsländer. Einzig Grossbritannien hat mit fast 14 Jahren noch ein deutlich längeres Schuldenportfolio.

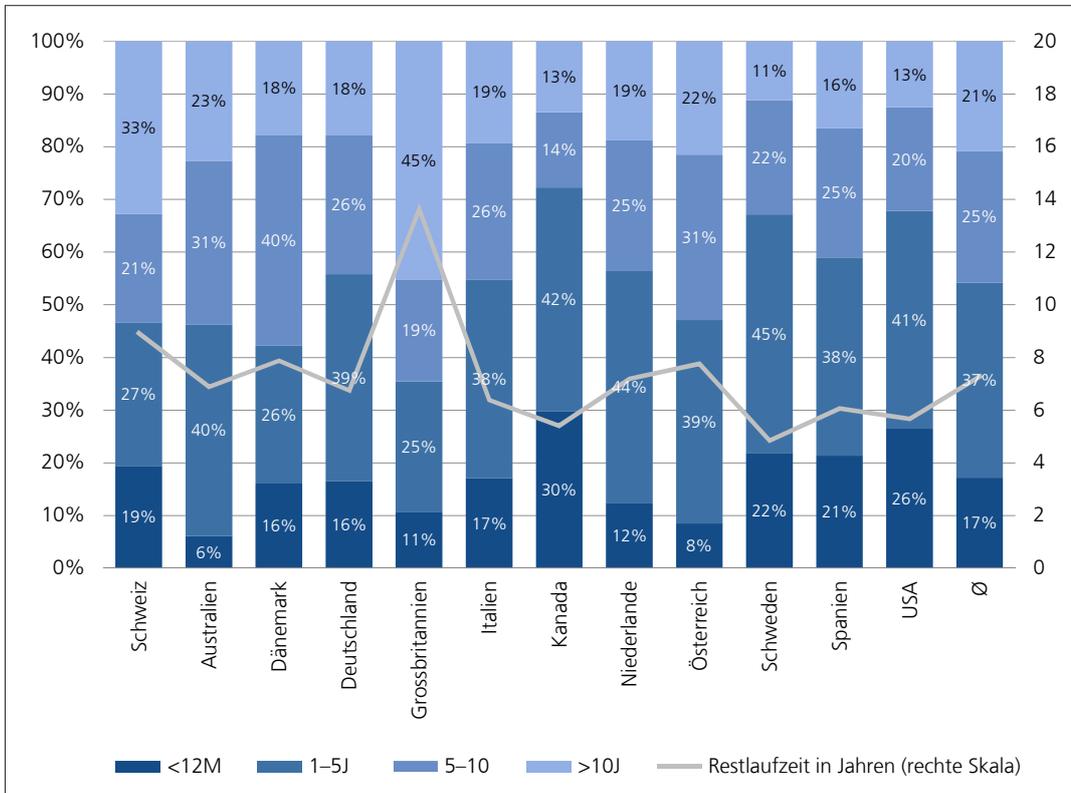


Abbildung 7: Fälligkeitsprofil der Geld- und Kapitalmarktschulden im internationalen Vergleich (Quelle: Bloomberg)

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. Wie bei der Schweiz stehen bei allen Vergleichsländern die festverzinslichen, auf dem Heimmarkt emittierten Anleihen für die langfristige Mittelbeschaffung im Vordergrund.

Bund verschuldet sich nur auf dem Heimmarkt

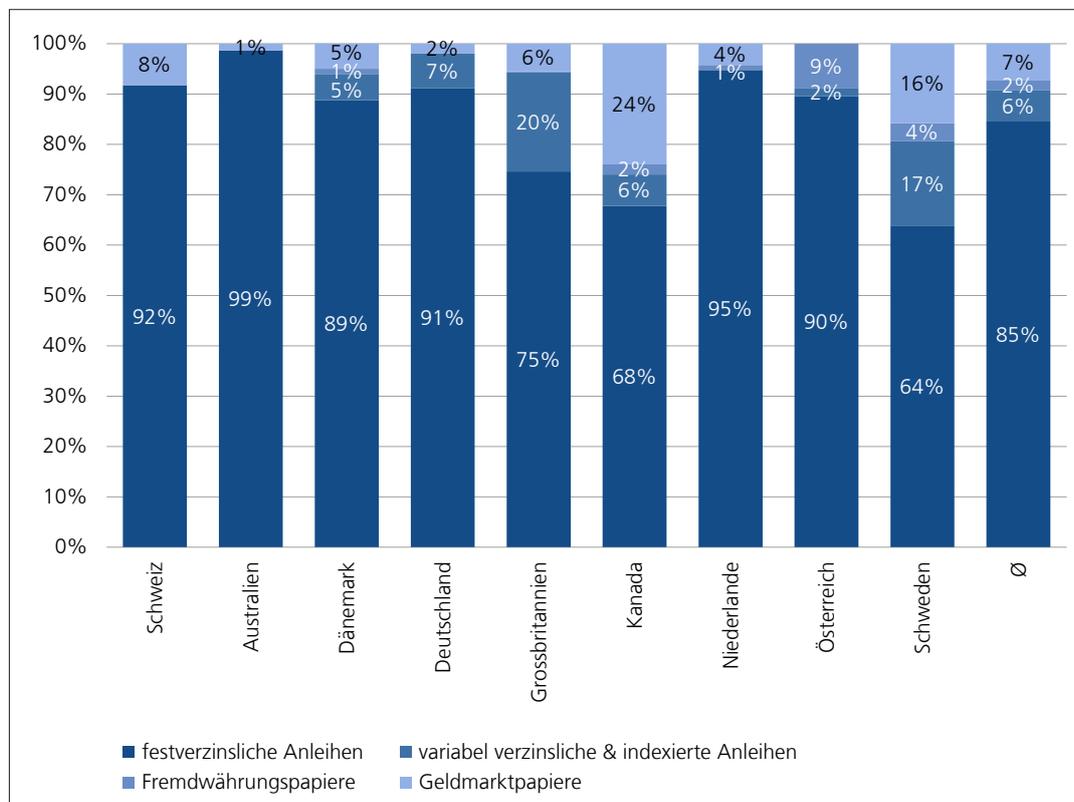


Abbildung 8: Verwendete Instrumente zur Mittelbeschaffung im internationalen Vergleich

23 Emissionstätigkeit 2015

231 Zinsentwicklung

Auch 2015 setzten die Schweizer Zinsen ihre 2008 begonnene Abwärtsbewegung fort und erreichten neue Tiefsstände. Das Jahr war stark geprägt vom geldpolitischen Geschehen: Am 15. Januar hob die Schweizerische Nationalbank (SNB) überraschend die Untergrenze von 1,20 CHF/EUR auf und senkte den Einlagesatz auf den Girokonten auf -0,75%. Dies führte – zumindest vorübergehend – zu einer starken Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber allen Währungen und einem deutlichen Zinsrückgang, insbesondere am kurzen Ende der Kurve. Vorübergehend fielen auch die Sätze am langen Ende stark: Sämtliche Laufzeiten bis und mit 12 Jahren rutschen in den negativen Bereich.

Dass sich die Zinsen über das Jahr hinweg tendenziell weiter zurückbildeten, war aber weniger auf den Frankenschock als auf die im Euroraum allgemein rückläufigen Zinsen zurückzuführen. Auch hier war die Geldpolitik die Hauptursache: Die schwache Konjunktorentwicklung und die tiefe Inflation bzw. Deflationsbefürchtungen veranlassten die EZB, am 22. Januar eine weitere Lockerung anzukündigen. Im Rahmen des «Public Sector Purchase Programme» (PSPP) sollen bis September 2016 resp. bis zum Erreichen des 2%-Inflationsziels Staatsanleihen im Umfang von monatlich 60 Mrd. EUR gekauft werden. In der Folge setzte sich die Talfahrt der europäischen Zinsen fort, und in deren Sog sanken auch CHF-Zinsen und erreichten im April ein neues Zwischentief.

Im Mai und Juni führte eine Verkaufswelle bei europäischen Anleihen zu hoher Volatilität und massiven Zinsanstiegen. Als mögliche Ursachen dafür gelten temporär schwindende Deflationsängste, die konjunkturelle Erholung in der Eurozone sowie die Korrektur des starken Rückgangs im Frühling. Auch eine Rolle gespielt haben könnten die durch EZB-Käufe reduzierte Liquidität, Gewinnmitnahmen und automatische Verlustbegrenzungen. Der 10-jährige Eidgenosse verliess den negativen Bereich und notierte im Juni wieder bei rund 0,20–0,25%.

In den Sommermonaten sorgte der griechische Schuldenstreit für erhöhte Volatilität an den Märkten. Im Gegensatz zu früheren Jahren blieben Panikreaktionen aber aus, da die Ansteckungsgefahr eines Austritts auf andere Peripherieländer als gering eingeschätzt wurde. Aufgrund der Unsicherheit und höheren Risikoaversion stiegen jedoch die Zinsen der Peripherie an, während sie bei den sicheren Häfen wie Deutschland oder der Schweiz zurückgingen. Schlechte Konjunkturdaten aus China und Abwertungs- resp. Stabilisierungsmassnahmen der chinesischen Notenbank lösten dann im Spätsommer heftige Kurseinbrüche an den globalen Aktienmärkten aus. Zusammen mit schwächelnden Schwellenländern erhöhten sich die Sorgen, dass die Weltwirtschaft an Schwung verlieren könnte. Die damit verbundene Nachfrage nach sicheren Anlagen schickte die Zinsen ab Mitte Juli auf Talfahrt, ein Trend der sich bis Anfang Dezember fortsetzen sollte.

[2015 im geldpolitischen Abwärtsstrudel](#)

[QE der EZB erhöht den Zinsdruck auch in der Schweiz](#)

[Ausverkauf europäischer Anleihen im Frühsommer](#)

[Drohender Grexit, Finanzmarkturbulenzen wegen Sorgen um China](#)

US-Zinswende,
enttäuschende EZB

Im Herbst kehrten die Notenbanken ins Zentrum des Marktgeschehens zurück. Die Sorgen um China und die übrigen Schwellenländer sowie hohe Volatilität an den Finanzmärkten hatten eine Leitzinserhöhung durch das FED bereits im Vorfeld des September-Entscheids in Frage gestellt. Erwartungsgemäss belliess die US-Notenbank den Leitzins denn auch unverändert. Im Euro-Raum nährte die anhaltend tiefe Teuerung – trotz freundlicher Konjunkturindikatoren – die Spekulationen über eine weitere Lockerung der Geldpolitik durch die EZB, was den Zinsrückgang in Europa weiter verstärkte. Verschiedene EZB-Exponenten schürten im Oktober und November diese Erwartungen weiter. Im Vorfeld des EZB-Entscheids vom 3. Dezember erreichte der 10-jährige Eidgenosse einen neuen Rekordtiefstand von rund -0,4%. Die EZB konnte dann aber mit ihren Massnahmen (Erweiterung und Verlängerung QE bis März 2017 sowie Senkung Einlagesatz um 10 Bp) die Markterwartungen nicht erfüllen. Die Enttäuschung der Anleger setzte dem Zinsrückgang ein Ende und führte im Anschluss zu Verlusten an den Aktienmärkten und einer sprunghaften Korrektur der Renditen nach oben. In den USA beendete das FED im Dezember wie erwartet die seit 2008 andauernde Nullzinspolitik. Die befürchteten Turbulenzen an den Aktienmärkten blieben aus. Die CH-Zinsen stiegen im Nachgang zur EZB-Sitzung und unterstützt durch die US-Zinswende zum Jahresende hin kontinuierlich an. Der 10-jährige Eidgenosse näherte sich wieder der Nullgrenze, wo er mit rund -0,05% das Jahr beendete.

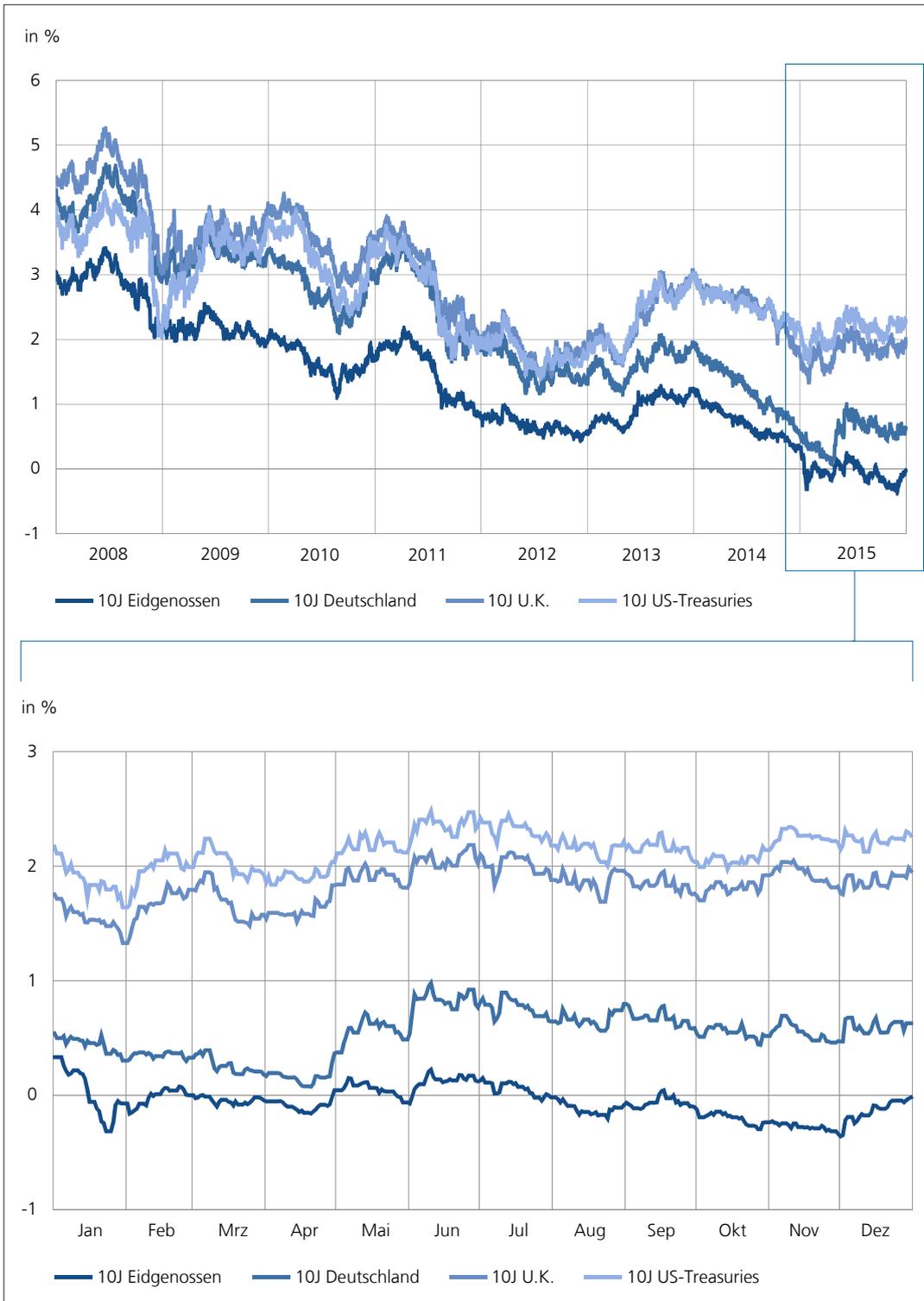


Abbildung 9: Entwicklung der 10-jährigen Renditen von Staatsanleihen 2008–2015 (CH, D, UK, USA)

Der geplante Nettobedarf von 1 Mrd. ...	<p>232 Finanzierungsbedarf und Geldbeschaffungsprogramm</p> <p>Die Bundestresorerie hatte am 2. Dezember 2014 ihr Geldbeschaffungsprogramm 2015 publiziert. Darin ging sie von einem Netto-Finanzierungsbedarf von knapp einer Milliarde aus. Der Voranschlag 2015 der Eidgenossenschaft sah zwar einen Überschuss von gut 500 Millionen vor, aber im Hinblick auf eine grosse Fälligkeit im März 2016 war geplant, den Liquiditätsbestand frühzeitig aufzubauen. Dazu war vorgesehen, die Verschuldung am Geld- und Kapitalmarkt um je etwa 500 Millionen zu erhöhen.</p>
... war wegen unerwarteter Einnahmen zu hoch.	<p>Bereits im Frühjahr 2015 waren dann aber die Liquiditätszuflüsse deutlich höher als geplant: Die direkte Bundessteuer (DBSt) und die Verrechnungssteuer (VST) wurden wesentlich früher abgeliefert als in den vergangenen Jahren. Bei der DBSt hat sich diese Veränderung des Ablieferungsverhaltens im Verlaufe des Jahres wieder ausgeglichen, d.h. die Eingänge in der zweiten Jahreshälfte fielen eher unterdurchschnittlich aus, so dass die Einnahmen über das ganze Jahr sogar leicht unter dem Budget lagen. Bei der VST hingegen fielen die Jahreseinnahmen um 1,3 Milliarden höher aus als budgetiert (höhere Eingänge, tiefere Rückerstattungsquote).</p>
Eine Hauptursache dafür waren die Negativzinsen	<p>Ein Hauptgrund dafür dürften die negativen Zinsen gewesen sein: Normalerweise (d.h. bei positiven Zinsen) liefern die Kantone ihre DBSt-Einnahmen dem Bund mit einer Verzögerung von ein bis zwei Monaten ab. Mit den Negativzinsen haben sie den Anreiz, das Geld möglichst rasch weiterzuleiten. Das bisherige saisonale Muster hat sich dadurch deutlich verschoben. Ähnlich verhielt es sich bei der Verrechnungssteuer: Um Negativzinsen auf liquiden Mitteln zu umgehen, leisteten Unternehmungen vermehrt Akonto-Zahlungen (normalerweise fliesst der Hauptteil der VST auf Dividenden erst nach der Berichts-/GV-Saison). Darüber hinaus gibt es Anzeichen dafür, dass auch die über das ganze Jahr höheren Eingänge und die tiefere Rückerstattungsquote zum Teil auf die Negativzinsen zurückzuführen sind, weil Unternehmen Spielräume nutzten (z.B. Verzicht auf Abrechnung gemäss Meldeverfahren oder Dreijahresfrist für Rückerstattungsforderung), um Liquidität (negativ-)zinsfrei beim Bund «anlegen» zu können.</p>
Zum Abbau der hohen Liquidität wurden die Emissionen reduziert.	<p>Die frühen bzw. hohen Eingänge haben dazu geführt, dass die Liquidität des Bundes bereits im März die obere Grenze des Zielbandes überschritten hat (vgl. Ziffer 4). Um die flüssigen Mittel wieder auf ein normales Niveau zu reduzieren, hat die Tresorerie die Mittelaufnahme am Geld- und Kapitalmarkt in der Folge deutlich reduziert. Die Marktteilnehmer wurden im August über die entsprechende Anpassung des Geldbeschaffungsprogramms orientiert. Anstelle der ursprünglich anvisierten Erhöhung der Marktschuld um 1 Milliarde per Ende 2015 gegenüber dem Vorjahr verringerte sie sich um 4,6 Milliarden. Dank dieser Massnahme konnte die Liquidität auf das angestrebte Endjahresniveau von gegen 11 Milliarden reduziert werden.</p>

Grundsätze der Emissionstätigkeit der Bundestresorerie

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 mit 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 5 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 den Finanzierungsbedarf. Basierend darauf werden dem Markt im Dezember die Auktionstermine für die GMBF- und die Anleiheemissionen bekannt gegeben. Dieser Emissionskalender gibt auch Auskunft über das für das ganze Jahr geplante Emissionsvolumen von Anleihen und das per Ende Jahr anvisierte Volumen ausstehender GMBF.

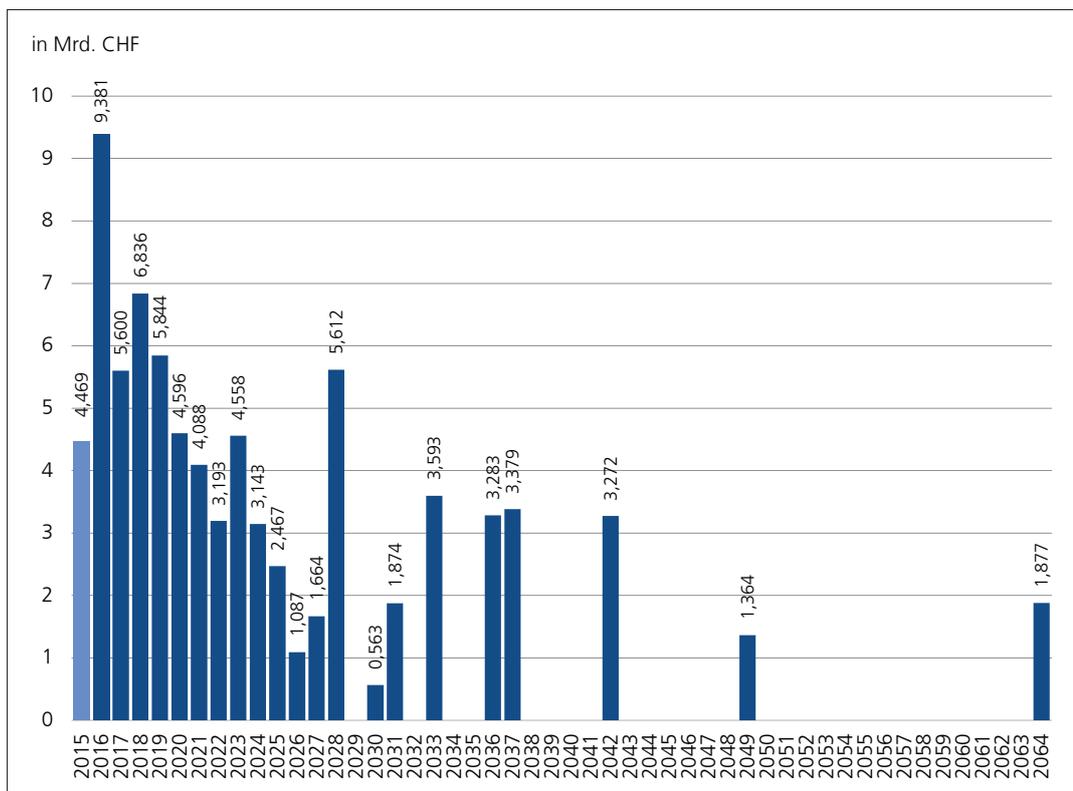


Abbildung 10: Fälligkeitsprofil der ausstehenden Anleihen per Ende 2015 (nominal, in Milliarden CHF)

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.

Das Volumen ausstehender GMBF wurde 2015 um 3,5 Mrd. reduziert, ...

... und die Renditen sanken weiter ins Negative.

233 GMBF-Emissionen

Gemäss dem ursprünglichen Geldbeschaffungsprogramm vom Dezember 2014 war geplant, das Volumen ausstehender GMBF im Verlaufe des Jahres in etwa konstant zu halten (Zielwert per Ende Jahr: ca. 10,3 Mrd.; 31.12.2014: 10,4 Mrd.). Mit der Anpassung des Emissionsprogramms im Sommer wurde dieser Zielwert auf 6 bis 7 Milliarden reduziert. Per 31. Dezember waren dann auch lediglich 6,9 Milliarden ausstehend, d.h. das Volumen wurde im Jahresverlauf um 3,5 Milliarden reduziert.

Die Verzinsung der GMBF ist nach den geldpolitischen Weichenstellungen der SNB am 15. Januar weiter unter die Null-Grenze gesunken. Die volumengewichteten Jahresrenditen der an den 52 Auktionen emittierten GMBF lag bei -1,00% (2014: -0,11%). Der tiefste Wert wurde an der Auktion vom 1. Dezember mit -1,52% p.a. erzielt. Damit erwirtschaftete der Bund mit den im letzten Jahr emittierten GMBF Zins-einnahmen von gut 73 Millionen, also trotz der tieferen Volumina deutlich mehr als im Vorjahr (11 Mio.).

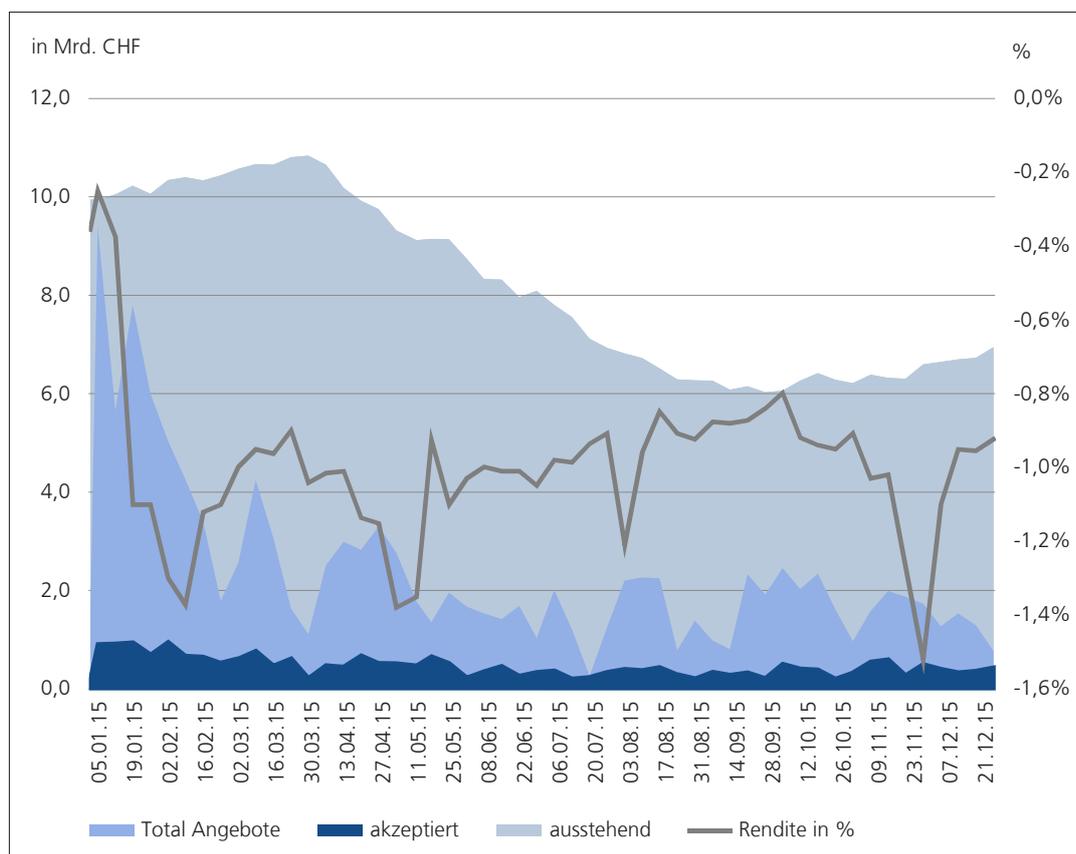


Abbildung 11: Die GMBF-Auktionen 2015

Eine wesentliche Erklärung dafür, dass die GMBF-Renditen dauerhaft und signifikant unter dem Einlegesatz auf SNB-Girokonti von -0,75% liegen, sind ausländische Investoren bzw. die aktuelle Konstellation auf dem Devisen-Swap-Markt: Aufgrund der anhaltend expansiven Geldpolitik der SNB besteht seit 2011 ein Überangebot an Franken-Liquidität; bei einem Swap von Franken in Fremdwährungen (insbesondere US-Dollar) erhält die Gegenpartei (z.B. US-Dollar-Halter) dementsprechend eine Prämie, wenn sie vorübergehend Franken gegen Dollar kauft. Mit der Einführung von Negativzinsen durch die SNB hat sich die Nachfrage nach solchen Swaps verstärkt und die Prämie erhöht. US-Dollar-Investoren können daher – trotz Anlage der temporär erworbenen Franken in negativ verzinsten GMBF – immer noch eine positive Rendite resp. eine Mehrrendite gegenüber einer alternativen Anlage in gleichwertige US-Dollar-Papiere erzielen. (Der gleiche Mechanismus spielt auch bei den kürzer laufenden Anleihen.) Diese Konstellation hat sich kurz vor dem EZB-Entscheid akzentuiert, was den Rekord-Wert bei der ersten Dezember-Auktion erklärt. Eine weniger bedeutende Rolle dürften «Safe Haven»-Effekte gespielt haben: In Zeiten erhöhter Marktunsicherheit sind Investoren ohne SNB-Girokonto bereit, für risikolose Anlagen eine Sicherheitsprämie in Form eines Zinsabschlages zu bezahlen.

Positive Rendite für ausländische Anleger dank Devisen-Swaps

Die an den Auktionen eingegangenen Gebote sind gegenüber dem Vorjahr tendenziell zurückgegangen (Durchschnitt 2015: 2,4 Mrd.; 2014: 3,3 Mrd.), allerdings mit einem starken temporären Anstieg im Januar (Auktion vom 6.1.: 9,4 Mrd.). Der Rückgang dürfte primär auf den Preisanstieg bzw. den Rendite-Rückgang zurückzuführen sein, welche vor allem inländische Anleger zusehends von den Auktionen ferngehalten haben. Das Verhältnis zwischen eingegangenen und akzeptierten Geboten («Bid-to-Cover Ratio») ist im Berichtsjahr nur geringfügig zurückgegangen (von durchschnittlich 5.2 im 2014 auf 5.0), d.h. der Rückgang von GMBF-Angebot und -Nachfrage erfolgte in etwa proportional.

Rückgang der Investorennachfrage

234 Anleiheemissionen

Ursprünglich (d.h. gemäss Geldbeschaffungsprogramm vom Dezember 2014) war ein Brutto-Emissionsvolumen von 5 Milliarden vorgesehen. Wegen des deutlich tieferen Geldbedarfs wurden dann aber nur 3,3 Milliarden emittiert. Die Bundestresorerie hat an zehn Auktionsterminen insgesamt 15 Titel aufgelegt und damit 2,7 Milliarden aufgenommen. Der Verkauf von Eigentranchen fiel mit 575 Millionen relativ gross aus (Vorjahr: 380 Mio.). Die Ergebnisse der einzelnen Auktionen sind in der Abbildung 12 aufgeführt. Im Juni wurde eine Anleihe im Umfang von 4,5 Milliarden fällig, so dass sich die Schulden des Bundes am Kapitalmarkt im 2015 netto um rund 1,2 Milliarden verringert hat. Aufgrund der tiefen Zinsen wurden die ausgegebenen Anleihen teils deutlich über pari emittiert, was ein stattliches Agio von 860 Millionen generiert hat. Insgesamt haben die im letzten Jahr emittierten Anleihen somit zu einem Geldzufluss von knapp 4,2 Milliarden geführt.

Emissionsvolumen mit 3,3 Mrd. tiefer als geplant, sinkendes ausstehendes Volumen

Die Bundestresorerie hat im 2015 eine Neuemission getätigt: In der Mai-Auktion wurde mit dem «30er» eine Lücke im mittleren Laufzeitensegment geschlossen. Der Coupon ist mit 0,5% vergleichsweise tief. Die Anleihe wurde im Juli und im November weiter aufgestockt und erreichte damit per Ende Jahr bereits ein Volumen von 560 Millionen. Die 50jährige Anleihe, die im 2014 neu emittiert wurde, konnte auch im letzten Jahr weiter aufgestockt werden: An der Auktion im März wurden gut 200 Millionen gezeichnet, hinzu kommt der Verkauf von 300 Millionen an Eigenquoten. Die durchschnittliche erzielte Rendite lag mit 0,54% fast 90 Basispunkte unter dem Vorjahreswert. Wie im Neuemissionsjahr sind vor allem institutionelle Anleger – trotz der tiefen Rendite – weiterhin am neuen Langläufer interessiert.

Neuemission eines 15-Jährigen und weitere Aufstockung des Langläufers

**Auktion
10-Jähriger erstmals
mit Negativrendite**

Das Unterschreiten der Nullzins-Grenze hat auch bei den Emissionsergebnissen der Anleihen Spuren hinterlassen: Bereits im Januar hatte die Bundestresorerie Eigentranchen zu negativen Renditen verkauft. An der April-Auktion wurde dann – erstmals weltweit – eine 10-jährige Staatsanleihe mit negativer Rendite (-0,06%) emittiert (Volumen: 233 Mio.). Auch die Aufstockung des «26er» im September erfolgte mit einer Rendite unter null (-0,03%). Generell hat sich aber gezeigt, dass die Nachfrage bei negativen Renditen im Laufzeitenbereich zwischen 8 und 12 Jahren eher bescheiden ist. Viele inländische Institutionelle scheinen (noch) nicht bereit zu sein, Anleihen mit negativen Renditen zu kaufen, und gleichzeitig sind die ausländischen Anleger traditionell eher in den kürzeren Laufzeiten aktiv. Die inländischen Anleger weichen entweder in längere Laufzeiten aus und erhöhen damit ihr Zinsänderungsrisiko oder kaufen Anleihen von Schuldern mit geringerer Bonität und erhöhen ihr Kreditrisiko.

Auktion	Emission	Coupon	Fällig	Emissionsvolumen (in Mio. CHF)	Total ausstehend (in Mio. CHF)	Rendite	Spread zu Swap*
10.12.2014	Eidg. 28.05.14/26	1,25%	28.05.2026	121,0	873,5	0,42%	-30,3
10.12.2014	Eidg. 27.06.12/37	1,25%	27.06.2037	167,1	3160,7	0,82%	-36,6
14.01.2015	Eidg. 24.07.13/25	1,50%	24.07.2025	300,8	1862,2	0,20%	-19,2
14.01.2015	Eidg. 22.06.11/31	2,25%	22.06.2031	215,1	1874,2	0,38%	-32,0
11.02.2015	Eidg. 24.07.13/25	1,50%	24.07.2025	122,7	1984,9	0,01%	-11,0
11.02.2015	Eidg. 27.06.12/37	1,25%	27.06.2037	188,0	3378,7	0,46%	-24,6
11.03.2015	Eidg. 28.05.14/26	1,25%	28.05.2026	147,5	1021,0	0,00%	-26,6
11.03.2015	Eidg. 25.06.14/64	2,00%	25.06.2064	207,6	1577,3	0,59%	-31,6
08.04.2015	Eidg. 24.07.13/25	1,50%	24.07.2025	232,5	2217,4	-0,06%	-23,4
08.04.2015	Eidg. 06.01.99/49	4,00%	06.01.2049	144,9	1348,7	0,42%	-21,7
13.05.2015	Eidg. 27.05.15/30	0,50%	27.05.2030	317,9	317,9	0,30%	-25,7
10.06.2015	Eidg. 24.07.13/25	1,50%	24.07.2025	250,0	2467,4	0,25%	-27,9
08.07.2015	Eidg. 27.05.15/30	0,50%	27.05.2030	132,4	450,3	0,30%	-26,7
09.09.2015	Eidg. 28.05.14/26	1,25%	28.05.2026	66,1	1087,1	-0,03%	-31,3
11.11.2015	Eidg. 27.05.15/30	0,50%	27.05.2030	112,7	563,1	0,10%	-30,8
div.	Eigentranchen	div.	div.	575,0			
Total				3301,1		0,28%	-26,8

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

Abbildung 12: Emissionen mit Liberierung 2015

Die Bundestresorerie hat auch im letzten Jahr die Restlaufzeit des Schuldenportfolios verlängert: Rund ein Drittel der Emissionen entfiel auf Anleihen mit Restlaufzeiten von mehr als 20 Jahren und gut 60% auf das Segment zwischen 10 und 20 Jahren. Die durchschnittliche Restlaufzeit der emittierten Anleihen im Liberierungszeitpunkt (Zinsbindung) lag bei 20,3 Jahren (2014: 22,7 Jahre). Die volumengewichtete Durchschnittsrendite belief sich auf 0,28% (2014: 1,15%). Zinsderivate wurden keine eingesetzt. Mit der Erhöhung der Restlaufzeit werden die Entlastungen des Bundeshaushaltes durch die extrem tiefen Zinsen verlängert und die Schwankungen der Zinsausgaben reduziert, wobei dieser Vorteil aufgrund der vergleichsweise flachen Zinskurve bzw. tiefen Laufzeitenprämie relativ günstig erkaufte werden kann. Die Emission von sehr lang laufenden Anleihen setzt eine entsprechende Investorennachfrage voraus. Diese wird unter anderem durch die sehr hohe Kreditwürdigkeit des Bundes ermöglicht.

Weitere Verlängerung der Restlaufzeit

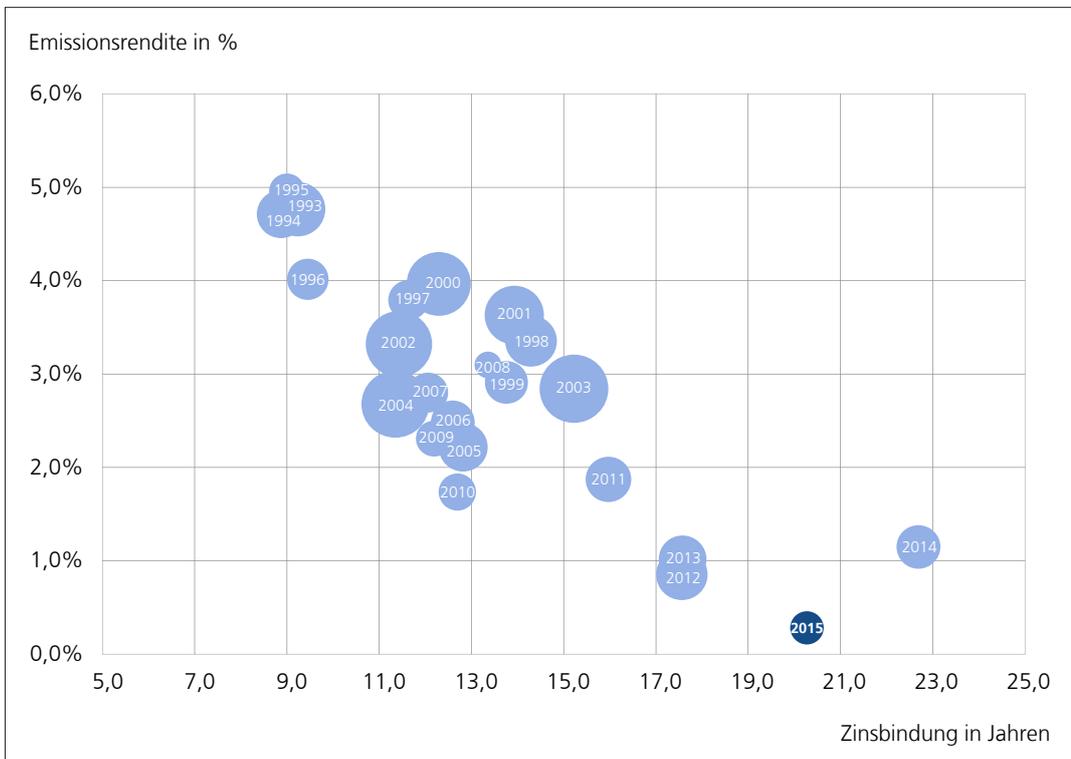


Abbildung 13: Durchschnittliche Zinsbindung und Emissionsrendite 1993–2015

Deutlich längere
Zinsbindung im inter-
nationalen Vergleich

Mit der langen Zinsbindung hebt sich die Schweiz deutlich von ihrer internationalen 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 95% ihrer Emissionen mit mehr als 10 Jahren Restlaufzeit; die Vergleichsländer haben im Durchschnitt nur gerade rund 40% in diesem Laufzeitenbereich emittiert.

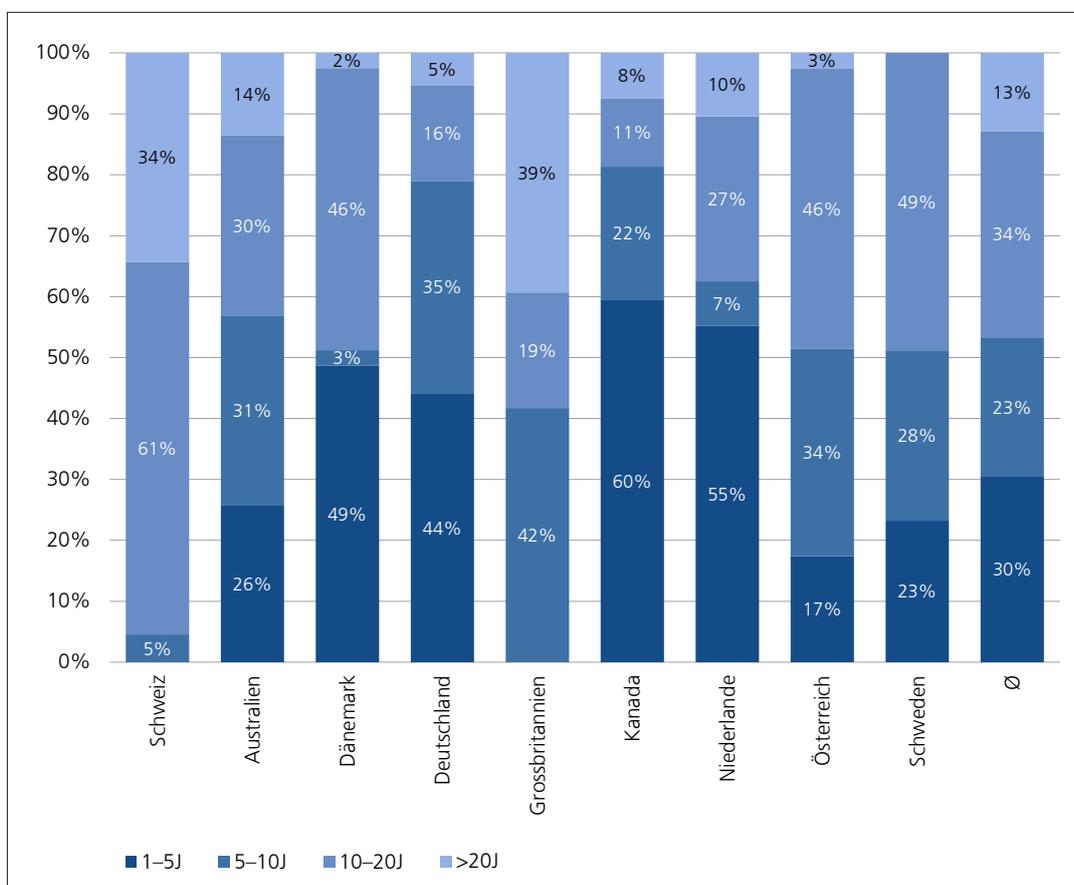


Abbildung 14: Emittierte Laufzeiten am Kapitalmarkt (Zinsbindung)

Der Sekundärmarkt für Bundesanleihen

Die Daten zur Investorenbasis basieren auf den Erhebungen zur Bankenstatistik der SNB. Der Anteil der ausländischen Investoren ist aufgrund von Save Haven Effekten und wegen den oben erwähnten Verschiebungen im Swap-Markt angestiegen und liegt mit 33% deutlich über dem Vorjahreswert (28%). 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 weiter reduzieren und in andere Anleihe-segmente ausweichen.

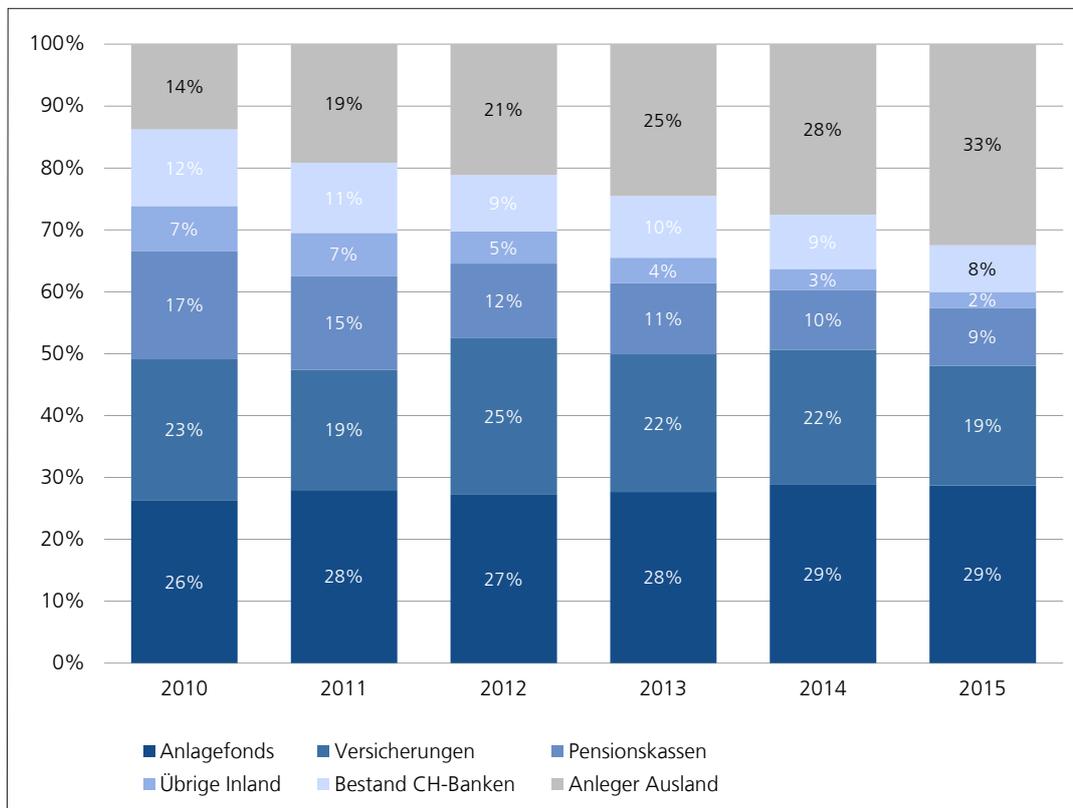


Abbildung 15: Investorenbasis der Eidgenössischen Anleihen (Quelle: SNB)

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 2015 wurde ein Handelsvolumen in den Eidgenossen von gegen 40 Milliarden verzeichnet. Mit anderen Worten wechselte rund die Hälfte der ausstehenden Anleihen die Hand.

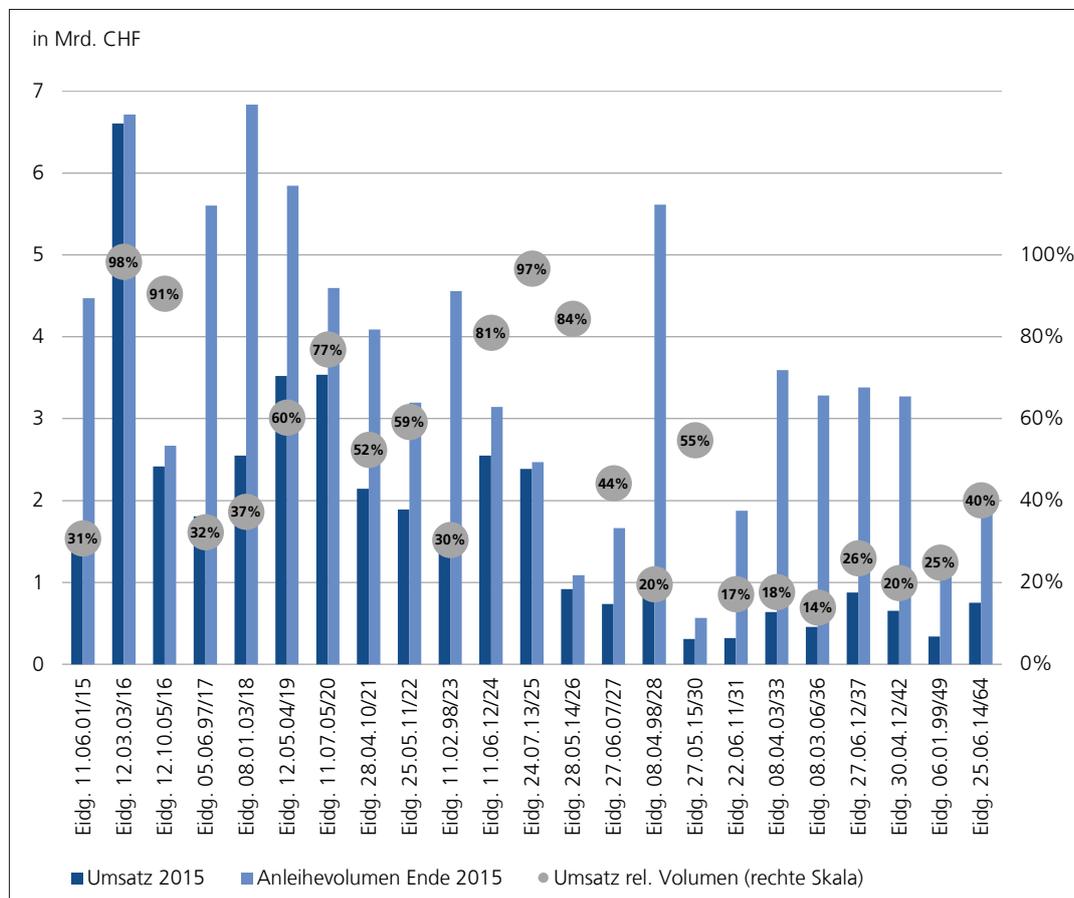


Abbildung 16: Handelsvolumen in den einzelnen Eidgenossen

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. Die Handelsaktivitäten im kurzen Laufzeitensegment dürfte durch die ausländischen Investoren noch verstärkt worden sein (Swap-Steuerung, siehe Ziff. 233). Im Berichtsjahr verzeichneten aber auch die Anleihen mit Restlaufzeiten von rund 10 Jahren ansehnliche Umsätze.

3 Sicherstellung Zahlungsbereitschaft (Liquiditätsrisiko)

Auf der Aktivseite der Bilanz hält die Bundestresorerie kurzfristige, liquide Finanzanlagen («Tresoreriemittel»), um die Zahlungsbereitschaft des Bundes sicherzustellen. Aufgrund der schwierigen Planbarkeit der Zahlungsströme, namentlich bei den Einnahmen (Verrechnungssteuer, direkte Bundessteuer), ist eine minimale Liquidität erforderlich. Im langjährigen Jahresdurchschnitt betragen die frei verfügbaren Tresoreriemittel rund 8 Milliarden.

Liquiditätspuffer zur Sicherstellung der Zahlungsbereitschaft

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.

Zielbandbreiten zur Steuerung der Liquidität

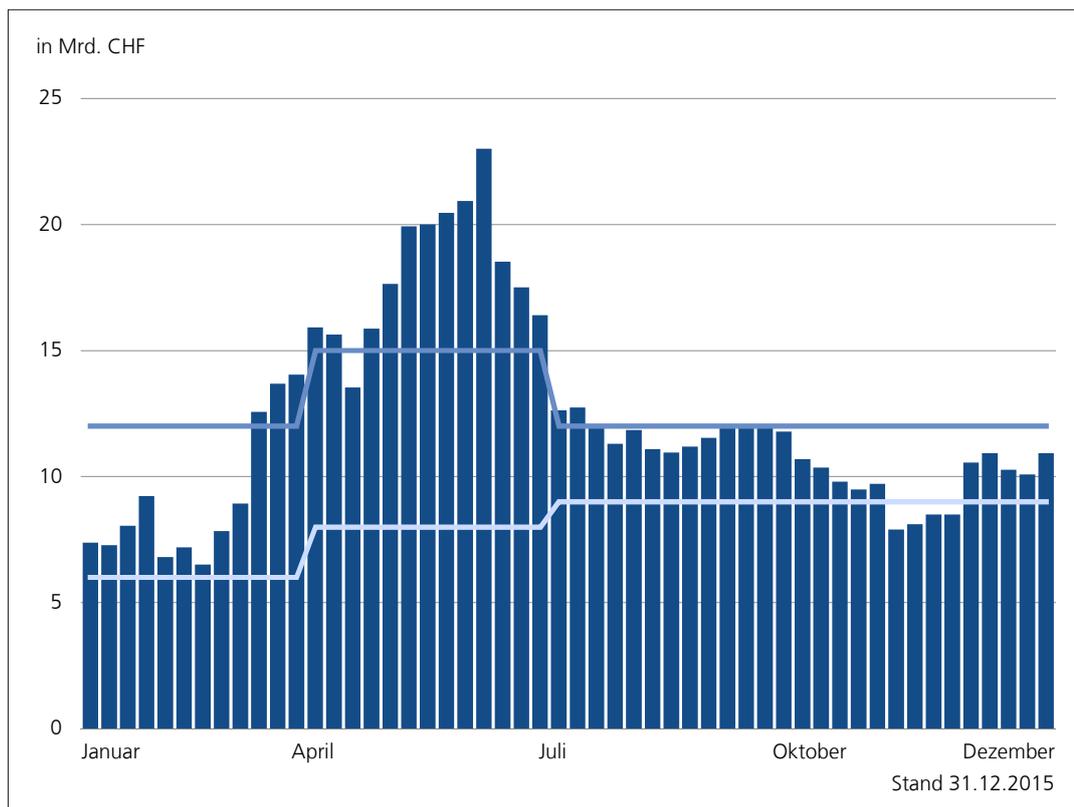


Abbildung 17: Entwicklung der Tresoreriemittel 2015

Abbau der Liquidität dank reduziertem Emissionsprogramm

Im Gegensatz zu den Vorjahren war Anfang 2015 keine Anleihe fällig, so dass das Jahr mit einem vergleichsweise tiefen Tresoriermittelbestand von 7,4 Milliarden begonnen werden konnte. In der zweiten März-Hälfte stieg die Liquidität dann überraschend stark an und überschritt die Obergrenze der Bandbreite. Ursache dafür waren die Verrechnungssteuer und die direkte Bundessteuer, die wegen der Negativzinsen früher als gewohnt abgeliefert wurden (vgl. Ziffer 232). Der starke Liquiditätszufluss hielt bis Anfang Juni an, und der Tresoriermittelbestand erreichte einen Höchststand von 23 Milliarden (8 Mrd. über den Bandbreite). Dank der Fälligkeit einer Anleihe mit einem Volumen von 4,5 Milliarden am 10. Juni, der restriktiven Zuteilung bei den GMBF-Auktionen und grösserer Subventionszahlungen per Mitte Jahr bildete sich die Liquidität dann wieder zurück. Nicht zuletzt dank der Reduktion des Emissionsprogramms konnte sie bis zum Jahresende innerhalb der Bandbreite gehalten werden. Per 31. Dezember beliefen sich die Tresoriermittel auf knapp 11 Milliarden; dieser relative hohe Stand wurde im Hinblick auf die Fälligkeit einer Anleihe im März 2016 (6,7 Mrd.) angestrebt.

4 Devisenbewirtschaftung (Währungsrisiken)

Seit 1998 werden Fremdwährungen in Euro und USD systematisch durch die Bundestresorerie abgesichert. 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 Aufwertungstrend 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. Mit der Einführung des Euro-Mindestkurses wurde diese Entwicklung zwar aufgehalten, nach dessen Aufhebung Anfang 2015 erlitt der Franken gegenüber dem EUR dann aber nochmals einen heftigen Aufwertungsschub und gilt derzeit gemeinhin als deutlich überbewertet. Aus Sicht der EFV sind Devisenkursentwicklungen aber grundsätzlich nicht prognostizierbar. Entsprechend verfolgt die Bundestresorerie einen systematischen Ansatz und lehnt aktive Strategien mit wechselnder Positionierung auf steigende und fallende Kursentwicklungen ab.

Der Bedarf an EUR und USD wird durch Terminkäufe abgesichert.

41 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. 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, d.h. der Budgetkurs entspricht in etwa dem durchschnittlichen Kurs der ersten zwei Quartale des Vorjahres.

Die Absicherung des Budgets erfolgt gemäss einem systematischen Ansatz parallel zum Budgetprozess.

	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 18: Ablauf der Devisenabsicherung im Budgetprozess

Die EFV stellt den Verwaltungseinheiten die beschafften Fremdwährungen zu den fixierten Budgetkursen zur Verfügung. Die Budgetkurse für das Folgejahr werden zu Beginn des Budgetprozesses aufgrund des aktuellen Marktumfeldes indikativ festgelegt und fliessen ein in die Weisungen des Bundesrates 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 2014 und 2015 sowie den jeweiligen Budgetkurs. Die schwarz gepunkteten Kreise markieren die Zeitperiode, welche die Grundlage für die Festlegung der Budgetkurse bildeten.

Infolge der überraschenden Aufgabe des EUR-Mindestkurses durch die SNB Anfang 2015, lagen die Spot-Kurse 2015 deutlich unter den Absicherungskursen. Beim USD war es umgekehrt: Da der US-Dollar in der zweiten Jahreshälfte 2014 an Stärke gewonnen hat und nach dem Kurssturz im Januar 2015 schnell wieder auf dieses Niveau zurückgefunden hat, lag der Budgetkurs unter den Spot-Kursen im 2015. Insgesamt überwiegt aber die Abwertung des EUR, so dass 2015 per Saldo Opportunitätskosten im Umfang von rund 18 Millionen entstanden. D.h. wenn die Fremdwährungen ad hoc zum Tageskurs gekauft worden wären, wären die Ausgaben in CHF in diesem Ausmass günstiger gewesen.

Opportunitätskosten im 2015 aufgrund der Aufhebung des Euro-Mindestkurses, ...

... aber keine signifikante Belastung über den ganzen Zeitraum.

Ob sich die Absicherungsstrategie rechnet, lässt sich angesichts der volatilen Entwicklung der Wechselkurse jedoch nicht nur aufgrund eines Jahres beurteilen, entscheidend sind vielmehr die durchschnittlichen Opportunitätskosten über mehrere Jahre: Seit Einführung der Währungsabsicherung 1998 wurden budgetierte Euro und USD im Umfang von knapp 20 Milliarden Franken gekauft, d.h. pro Jahr wurden durchschnittlich Euro und USD im Gegenwert von rund 1.1 Milliarden Franken beschafft. Für den Bund resultierten aus der Absicherung über diese Periode Opportunitätskosten von 185 Millionen Franken oder 0.9% des abgesicherten Volumens. Angesichts der hohen Volatilität der Wechselkurse ist diese Abweichung statistisch nicht signifikant, d.h. im Lichte der Erfahrung entstehen dem Bund keine systematischen Kosten zur Gewährleistung von Planungssicherheit durch die Absicherung des Fremdwährungsbedarfs. Letztlich ist die vorverschobene Beschaffung (Absicherungsstrategie) 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 der Vorteil der Planungssicherheit in Franken erzielt werden kann.

Absicherungen für das Budget 2016

Im Berichtsjahr wurden für das Budgetjahr 2016 insgesamt 338 Millionen Euro und 651 Millionen USD auf Termin gekauft. Bei Budgetkursen von 1,05 CHF/EUR resp. 0,95 CHF/USD wurde über die Beschaffungsperiode ein durchschnittlicher Beschaffungskurs von 1,044 CHF/EUR und 0,943 CHF/USD erzielt.

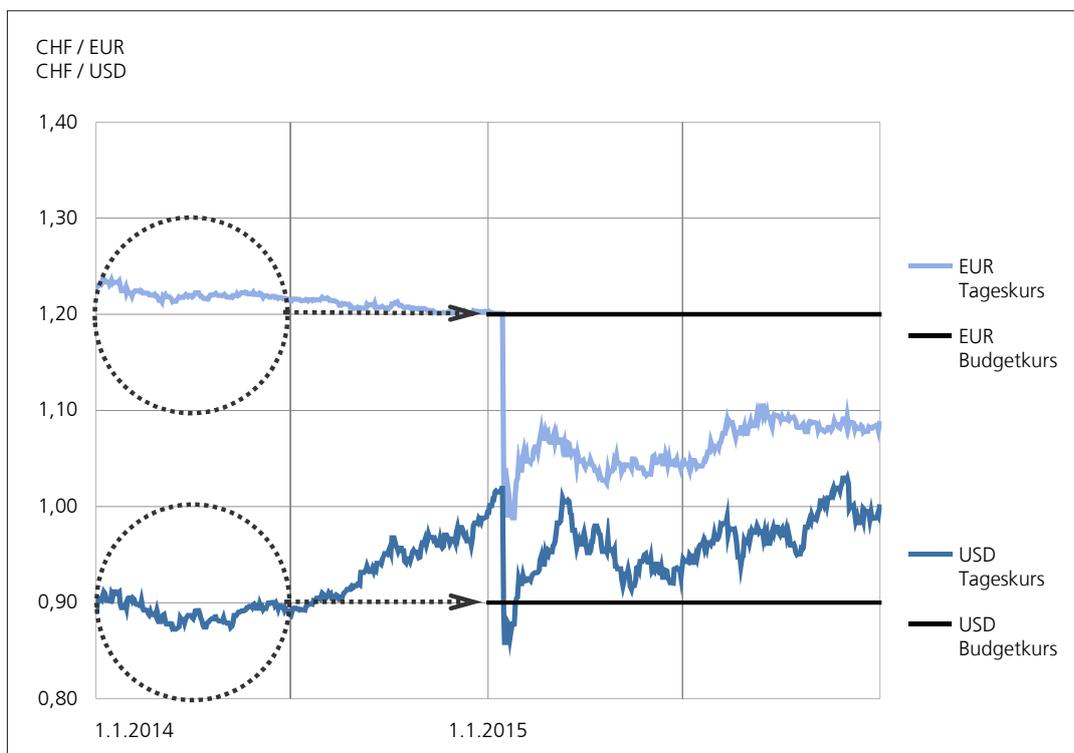


Abbildung 19: Wechselkursentwicklung Euro und USD Jahre 2014 und 2015

42 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 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 2015 wurden vier neue Spezialgeschäfte im Umfang von 100 und 190 Millionen USD, 102 Millionen Euro sowie 190 Millionen schwedische Kronen zum Gegenwert von insgesamt 409 Millionen Franken abgesichert.

Per Ende 2015 sind 21 Spezialgeschäfte im Umfang von 4,2 Milliarden Franken offen (in Euro, USD, britische Pfund, norwegische und schwedische Kronen). Angesichts der langfristigen Erstarkung des Schweizer Frankens und des mehrjährigen Absicherungshorizonts (2 bis 10 Jahre) sind über alle Spezialgeschäfte 2000–2015 im Vergleich zu einer Nicht-Absicherung Opportunitätskosten von rund 440 Millionen aufgelaufen (5,6% des abgesicherten Volumens).

Mehrjährige Finanzierungsvorhaben in Fremdwährungen werden separat abgesichert.

4 neue Spezialgeschäfte

21 ausstehende Geschäfte per Ende 2015

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.»

5 Gegenparteirisiken

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 Gegenparteilimiten regelmässig und überwacht die Einhaltung der Limiten täglich.

Vermeidung von Klumpenrisiken

Am Markt für unbesicherte Ausleihungen an Banken wurden seit Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 nur noch geringe Volumina abgewickelt. Seit dem Zinsschritt der SNB im Januar 2015 verharren die kurzfristigen Zinsen deutlich im negativen Bereich und die Anlage von frei verfügbaren liquiden Mitteln im Geldmarkt zu positiven Zinsen ist praktisch nicht mehr möglich. Die SNB versorgt den Markt weiterhin mit hoher Liquidität. Aus diesen Gründen wurde die verfügbare Liquidität im 2015 fast ausschliesslich bei der SNB zu 0% angelegt (inkl. SNB-Giro-Konto). Einige wenige kurzfristige Anlagen wurden bei kantonalen Finanzverwaltungen getätigt, mit Geschäftsbanken wurden im letzten Jahr keine Anlagegeschäfte 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.

Geldanlagen im gegenwärtigen Zinsumfeld nur bei der SNB

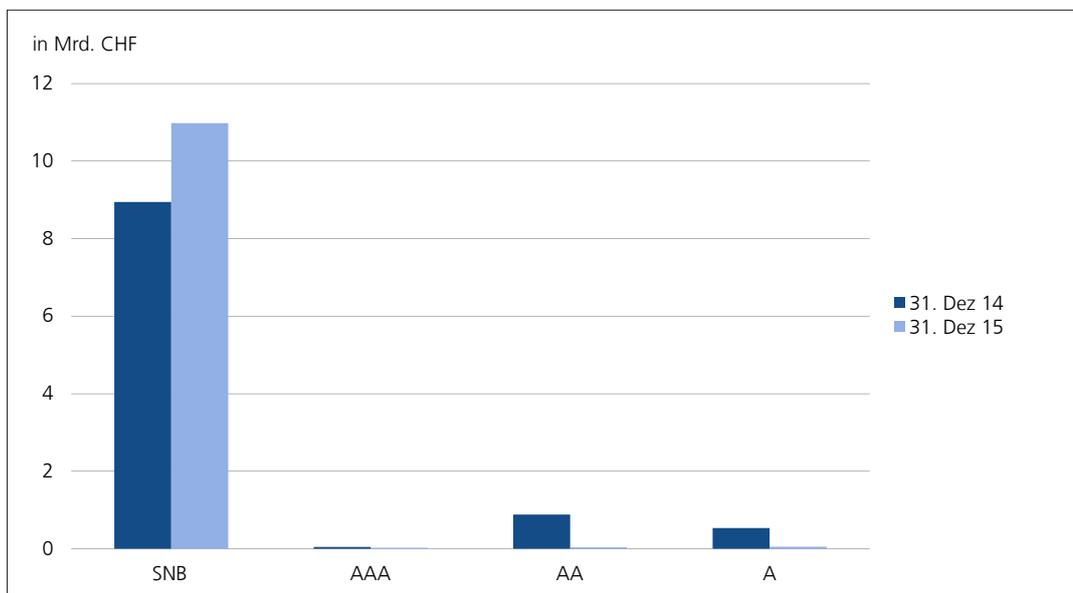


Abbildung 20: Übersicht Gegenparteien-Ratings per 31.12.2014/ 31.12.2015; ohne FEG und ALV

Keine nennenswerten
Gegenparteirisiken per
Ende 2015

Insgesamt sind die Gegenparteirisiken per Ende Dezember 2015 sehr gering. Die gesamte Liquidität ist bei der SNB angelegt. Bei kantonalen Finanzverwaltungen und 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 113 Mio.). In dieser Aufstellung sind die Darlehen an die Arbeitslosenversicherung (ALV / 2,6 Milliarden) und an den Fond für die Eisenbahngrossprojekte (FEG / 8,8 Milliarden) nicht berücksichtigt.

6 Ausblick

Der Geldbedarf im Jahr 2016 ist geprägt von hohen Fälligkeiten bei den Anleihen im Umfang von insgesamt 9,4 Milliarden: Im März werden 6,7 Milliarden an den Markt zurückbezahlt, im Oktober eine zweite relativ kleine Anleihe von 2,7 Milliarden. Das im Dezember 2015 kommunizierte Emissionsprogramm 2016 sieht Anleiheemissionen im Umfang von rund 6 Milliarden vor. Durch die beiden Fälligkeiten reduziert sich der Anleihebestand demnach um gut 3 Milliarden Franken. Damit dürften die ausstehenden Bundesanleihen auf etwa 74 Milliarden fallen. Das Volumen ausstehender Geldmarktbuchforderungen wird per Ende 2016 voraussichtlich um rund 2 Milliarden auf 8 bis 9 Milliarden Franken erhöht. Die Anleiheauktionen finden ausser im August monatlich statt, die Geldmarkt-Buchforderungen werden wie gewohnt wöchentlich auktioniert. Es ist geplant, dass der Bestand an Tresorieremittel um rund 2 Milliarden abgebaut wird.

Grosser
Refinanzierungsbedarf
im 2016

Es ist zu erwarten, dass das Negativzinsumfeld auch im 2016 anhalten wird. Damit dürfte die Einnahmentwicklung unberechenbar bleiben und die Steuerablieferungen und -rückforderungen zumindest teilweise vom traditionellen Zahl- und Verhaltensmuster abweichen. Um einen übermässigen Anstieg der flüssigen Mittel zu verhindern, wird daher bei Bedarf das Emissionsvolumen – primär bei den GMBF – angepasst. Auch im 2016 hat die Bundestresorerie die Absicht, das extrem tiefe Zinsniveau mit lang laufenden Anleihen zu nutzen.

Unsicherheit bei
Geldflüssen bleibt

Die Liquiditätsplanung der Bundestresorerie basiert auf historischen Daten zu den Zahlungsströmen. Dabei konnten bisher einzig Aussagen zum Nettozu- oder -abfluss von Liquidität gemacht werden. Mit Einführung eines neuen zentralen Zahlungsmanagements im 2012 wurde die Voraussetzung geschaffen, dass mehr und differenziertere Zahlungsverkehrsdaten für die Liquiditätsplanung genutzt werden können. Daher wurde ein neues Liquiditätsplanungsprojekt lanciert, das im Berichtsjahr 2015 erfolgreich abgeschlossen werden konnte. Neu können Zu- und Abflüsse unterschieden und die Einnahmen nach den wesentlichen Einnahmekategorien wie direkte Bundessteuer, Verrechnungssteuer oder Mehrwertsteuer differenziert werden. Das neue Planungsinstrument wird im Jahr 2016 erstmals operativ eingesetzt.

Neue Liquiditätsplanung
im Einsatz

Im Rahmen der Steuerung des Zinsrisikos und der prospektiv-stochastischen Analyse der Zinskostenentwicklung wurde im Jahr 2015 das bisherig zugrunde liegende Zinsmodell um ein zweites ergänzt. 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 unterschiedliche Modelle abzustützen. Dieses eher prognoseorientierte, empirisch-statistische Modell erweitert entsprechend das Analyseinstrumentarium der Bundestresorerie. Die Analyseergebnisse sollten dadurch robuster und breiter abgestützt werden und insgesamt die Grundlage für die Zinsrisikosteuerung und Schuldenstrategie optimiert werden.

Zweites Zinsmodell
für Risikoanalyse

