

Bundestresorerie

Tätigkeitsbericht 2016



Impressum

Herausgeber:
Eidg. Finanzverwaltung EFV

Foto:
Eidg. Finanzverwaltung EFV

März 2017

Der Tätigkeitsbericht der Bundestresorerie erläutert die Strategien und Ergebnisse der Schulden-, Liquiditäts- und Devisenbewirtschaftung des Bundes im Jahr 2016. 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 Zinsänderungsrisiko	9
23 Refinanzierungsrisiko	15
3 Emissionstätigkeit 2016	19
31 Zinsentwicklung	19
32 Finanzierungsbedarf und Geldbeschaffungsprogramm	22
33 GMBF-Emissionen	24
34 Anleiheemissionen	26
4 Sicherstellung Zahlungsbereitschaft (Liquiditätsrisiko)	31
5 Devisenbewirtschaftung (Währungsrisiken)	33
51 Budgetgeschäfte	33
52 Spezialgeschäfte	35
6 Gegenparteienrisiken	37
7 Ausblick	39

Zusammenfassung

Im Gegensatz zum Vorjahr, dem Jahr der Aufhebung des Euro-Mindestkurses und der Einführung der Negativzinspolitik durch die SNB, prägten 2016 unerwartete politische Entscheide und die zunehmend divergierende amerikanische und europäische Geldpolitik das Geschehen an den Finanzmärkten. Was nach den Minusrekorden im Jahr 2015 nicht für möglich gehalten wurde, trat ein: Die Zinsen rutschten noch weiter ins Negative. Einerseits wurde die Europäische Zentralbank (EZB) in ihrer Geldpolitik noch expansiver, und die amerikanische Zentralbank (Fed) bremste wegen unsicheren Konjunkturaussichten insbesondere auch in den Schwellenländern den im Dezember 2015 eingeleiteten Zinserhöhungspfad. Der unerwartete Ausgang des Brexit-Referendums schickte die Zinsen erneut auf Talfahrt. Die Rendite der 10-jährigen Eidg. Anleihen durchbrach sämtliche Negativrekorde und notierte im Juli bei -0,65%; gleichzeitig rentierten alle ausstehenden Eidg. Anleihen (d.h. bis Verfall 2064) negativ.

Ganze Zinskurve
der Eidgenossen
im negativen Bereich

Seit sich das Zinsniveau auf ein historisch tiefes und gar negatives Niveau gesenkt hat, emittiert die Bundestresorerie vermehrt lang laufende Anleihen zur nachhaltigen Entlastung der Zinsausgaben. Insgesamt wurden wie im Vorjahr Anleihen im Umfang von nominal 3,3 Milliarden emittiert. Inklusive Agio entspricht dies einer Mittelaufnahme von 4,5 Milliarden mit einer durchschnittlichen Rendite von minus 0,002% (Vorjahr: +0,28%) und einer durchschnittlichen Laufzeit von 23,5 Jahren (Vorjahr: gut 20 Jahre). Bei der kurzfristigen Geldaufnahme des Bundes resultierte ein durchschnittlicher Minuszins von knapp einem Prozent.

Erneute Gelegenheit
zur Verlängerung
des Schuldenportfolios

Die Negativzinspolitik der SNB hat sich auch 2016 erschwerend auf das Liquiditätsmanagement der Bundestresorerie ausgewirkt. Der Zu- und Abfluss von Liquidität weicht weiterhin vom historischen Muster ab, was die Planung erschwert. Steuern wurden früher und vorzeitig abgeliefert, während Rückforderungen eher aufgeschoben wurden. Um einen übermässigen Anstieg der liquiden Mittel zu verhindern, hat die Bundestresorerie die Mittelaufnahme am Geld- und Kapitalmarkt gegenüber der Ankündigung im Geldbeschaffungsprogramm reduziert: Die Geldmarkt-Buchforderungen (GMBF) wurden in etwa konstant auf dem tiefen Niveau von rund 7 Milliarden gehalten, und bei den Anleihen wurden rund 4 Milliarden weniger oder lediglich 50% des ursprünglich geplanten Volumens emittiert. Die Negativzinsen haben damit zu einer Substitution der herkömmlichen Marktverschuldung durch Steuervorauszahlung bzw. nicht zurückgeforderte Guthaben der Steuerzahlenden geführt. Das ausstehende Anleihevolumen ist deutlich von 77,3 Milliarden auf 71,2 Milliarden Ende 2016 gefallen, und die Gesamtverschuldung des Bundes liegt erstmals seit 1997 wieder unter der 100 Milliardenmarke.

Erschwerte Liquiditäts-
planung, reduzierte
Geldaufnahme

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 relativ stabil (16% per Ende 2016) und schwankt seit dem Jahr 2003 zwischen 15–25% der gesamten Geld- und Kapitalmarktschulden. Die Restlaufzeit des Schuldenportfolios ist von 8,9 auf 9,7 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 den budgetierten Fremdwährungen haben sich die Opportunitätskosten seit Einführung der Absicherungsstrategie 1998 von 0,9% auf 0,7% des abgesicherten Volumens reduziert. 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. Die deutliche Aufwertung des Schweizer Frankens im Jahr 2015 durch die Aufhebung des Euro-Mindestkurses hat sich daher erst im Berichtsjahr 2016 manifestiert.

Keine signifikanten
Opportunitätskosten
bei der FX-Budget-
absicherung

1 Rechtliche Grundlagen und Governance

Die von der Eidg. Finanzverwaltung (EFV) geführte 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 des
Bundes 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 71 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 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.

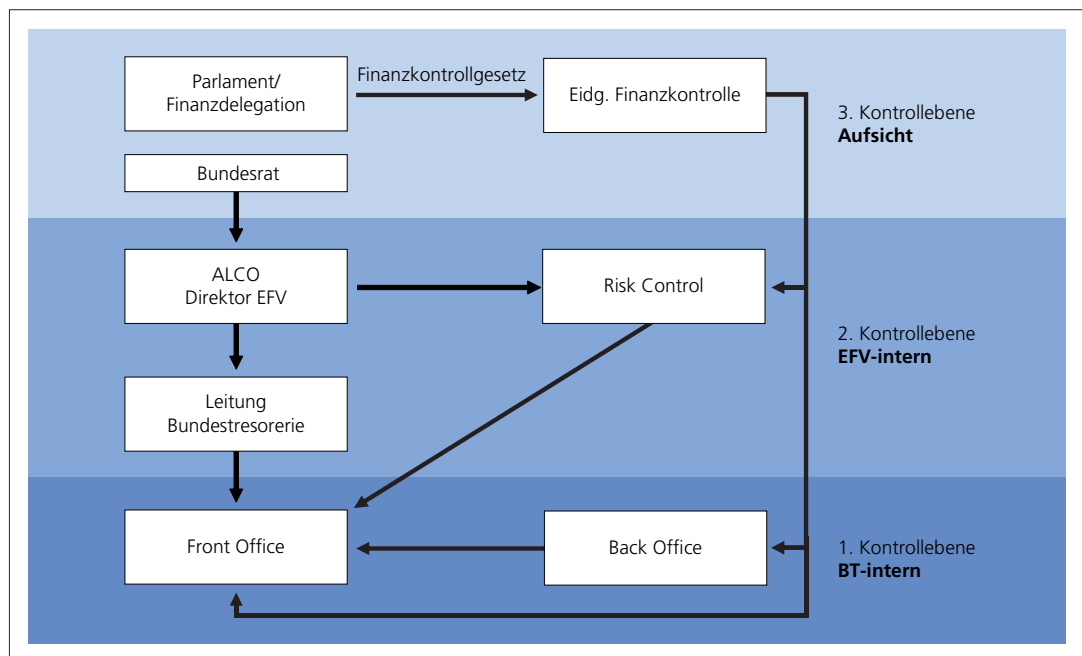


Abbildung 1: Steuerungs- und Regelungssystem der Tresorerieführung

2 Schuldenbewirtschaftung – Strategie und Risikosteuerung

21 Grundsätze und Auftrag

Die Strategie zur Bewirtschaftung der Geld- und Kapitalmarktschulden des Bundes richtet sich nach folgenden 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.

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 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 führen, was die Planbarkeit der Zinsausgaben erschwert.

Schulden bergen Zins- und Refinanzierungsrisiko

22 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 78 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, ...

...aber der Bund bleibt wichtigster Schuldner

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 noch rund 10% aller Neuemissionen, während sie sich 2004 noch fast für die Hälfte aller Neuemissionen im Inlandsegment verantwortlich zeichnete. Dank der relativ grossen zu refinanzierenden Fälligkeiten in den Folgejahren erhöhte sich der Anteil des Bundes vorübergehend etwas. Aufgrund des reduzierten Mittelbedarfs im Jahr 2016 blieb der Anteil des Bundes mit rund 12% weiterhin tief. In die Lücke sind die beiden Pfandbriefinstitute gesprungen, die zusammen inzwischen einen Anteil von gut 40% am Gesamtemissionsvolumen der inländischen Emittenten ausmachen.

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 bedeutenste 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 22% der ausstehenden inländischen Anleihen. Seit 2013 haben die beiden Pfandbriefinstitute den Bund überflügelt und erreichen per 2016 zusammen einen Anteil von 32%.

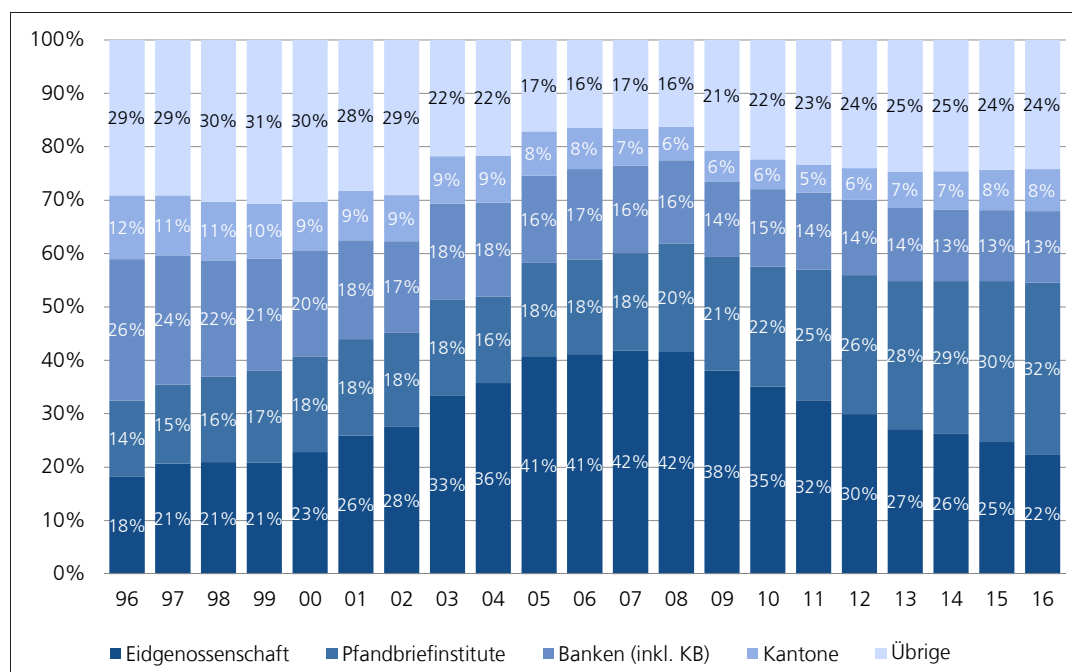


Abbildung 2: Ausstehende festverzinsliche Anleihen im CHF-Inlandsegment (Quelle: SIX)

¹ Nach Liberierungsdatum, Periode 1996–2016.

² Quelle: EFV / SNB Volkswirtschaftliche Daten 2016

Steuerung des Zinsrisikos mittels Zins- und Portfoliomodellierung

Mit dynamischen Simulationsanalysen 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 werden auch stochastische Zinsmodelle 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 Zinsentwicklungssubperioden (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 mögliche Entwicklungen 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 (2020) liegen 80% der zu erwartenden Passivzinsen im Bereich zwischen 1,43 Milliarden und 1,69 Milliarden, also innerhalb einer Schwankungsbreite von rund 270 Millionen (Mittelwert 1,56 Mrd.). Das relative Zinsrisiko – die Differenz zwischen 90%-Quantil und dem Durchschnitt⁴ – beträgt rund 130 Millionen. Im 10. Jahr des Simulationshorizonts (2026) liegen 80% der

Mittelfristig steigen Zinsbelastung und Zinsrisiko

³ Berechnungsbasis: Daten per 31. Dezember 2016. 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).

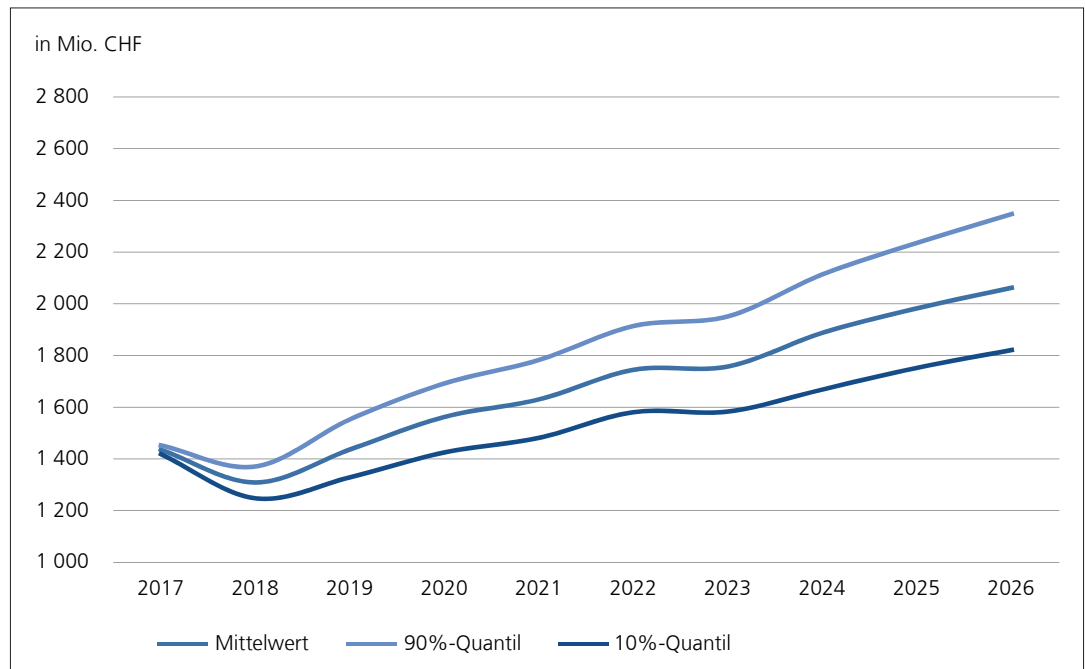


Abbildung 3: Erwartete Entwicklung der Passivzinsen bei gleichbleibender Verschuldungsstrategie und steigenden Zinsen

zu erwartenden Passivzinsen im Bereich zwischen 1,8 Milliarden und 2,3 Milliarden (Mittelwert 2,1 Mrd.). Die Schwankungsbreite beträgt rund 530 Millionen bzw. das relative Zinsrisiko 290 Millionen. Somit muss über einen Zeithorizont von 10 Jahren graduell mit einer Erhöhung des jährlichen Zinsaufwands auf ein Niveau von durchschnittlich rund 2,1 Milliarden gerechnet werden. Das ist damit zu erklären, dass die fällig werdenden Anleihen von Jahr zu Jahr zu höheren Zinsen refinanziert werden müssen.

Höchstzulässiges Zinsänderungsrisiko

Das Risikobudget für Zinsänderungsrisiken beträgt 500 Millionen kumuliert für 4 Jahre. Dieser Wert berücksichtigt die finanzpolitische Risikofähigkeit und Risikobereitschaft des Bundes, d.h. in welchem Ausmass ein Anstieg der Zinsausgaben anderweitig ohne einschneidende Massnahmen kompensiert werden kann. Dies bedeutet, dass die für den Voranschlags- und Finanzplanhorizont prognostizierten Schwankungen im Zinsaufwand maximal um 500 Millionen vom Mittelwert abweichen dürfen (90%-Quantil abzüglich Mittelwert). Das entsprechende Risiko kann im ungünstigen Fall auch innerhalb eines Jahres eintreten. Im Jahresdurchschnitt 2016 betrug dieses Zinsrisiko 263 Millionen.

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 2017 und Finanzplan 2018–20 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](#)

	2017		2018		2019		2020	
	kurz	lang	kurz	lang	kurz	lang	kurz	lang
Konstante Zinsen (Extremszenario 1)	-0,7%	-0,2%	-0,7%	-0,2%	-0,7%	-0,2%	-0,7%	-0,2%
Basisszenario	-0,7%	0,0%	0,0%	0,6%	0,8%	1,4%	1,6%	2,3%
Starker Zinsanstieg	2,3%	2,8%	2,3%	2,8%	2,3%	2,8%	2,3%	3,0%
Zinsschock von 4% (Extremszenario 2)	3,3%	3,8%	3,3%	3,8%	3,3%	3,8%	3,3%	3,8%

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

Das Basisszenario basiert hinsichtlich der makroökonomischen Annahmen weitgehend auf den Prognosen der Expertengruppe «Konjunkturprognosen» des Bundes vom Dezember 2016. Dabei wird 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 ('Konstante Zinsen') als auch ein ausserordentlich starker und rascher Anstieg der Zinsen um 4% ('Zinsschock'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 kurzfristig ähnlich stark wie im Szenario mit konstanten Zinsen. Die prognostizierte Normalisierung der Zinsen wird erst ab 2019 wirksam (vgl. Zinsszenarien Abb. 4). 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 320 Millionen im Jahr 2017. In den Folgejahren 2018 und 2019 liegt der Zinsaufwand in diesem Szenario je etwa 500 Millionen höher. Am Ende des Finanzplanungshorizont (Jahr 2020) 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 600 bis 900 Millionen über den im Voranschlag und Finanzplan erwarteten Werten liegen würden.

[Spannweite von 1,3 Mrd. zwischen Extremszenarien](#)

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

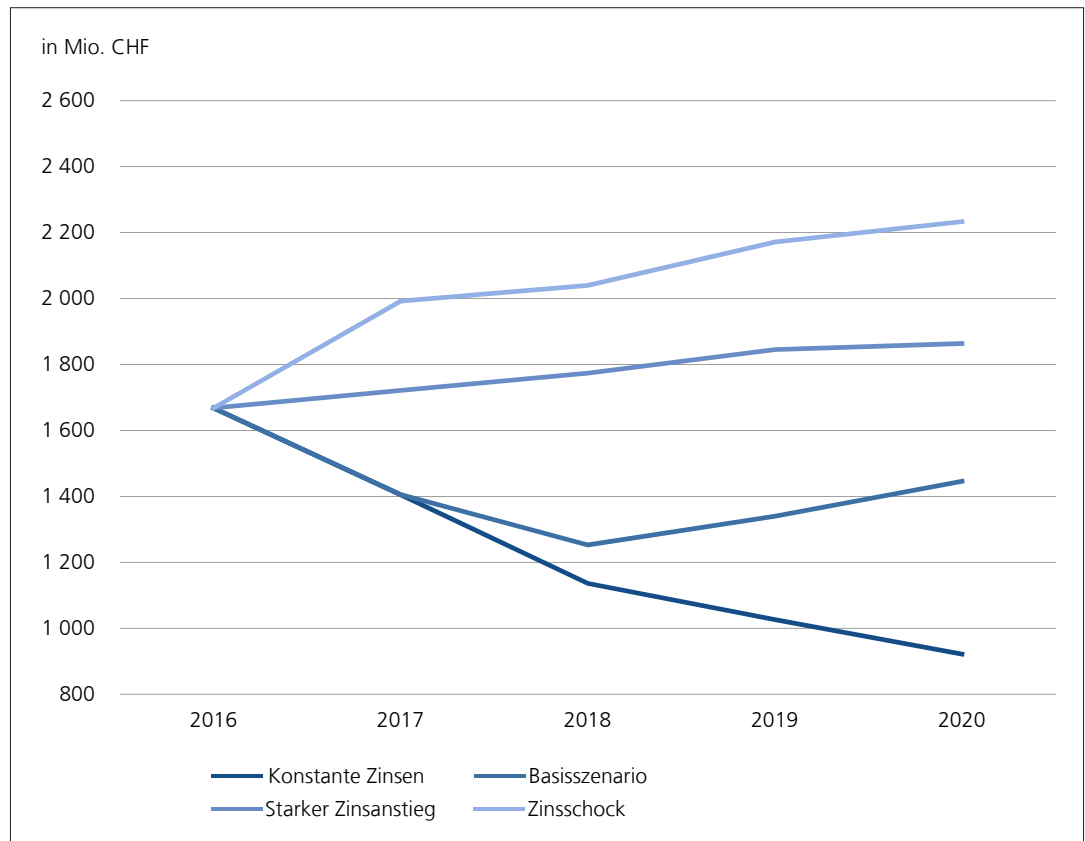


Abbildung 5: Entwicklung Passivzinsen bei verschiedenen Zinsszenarien

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 Zinsanstieg 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 ist 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.

23 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

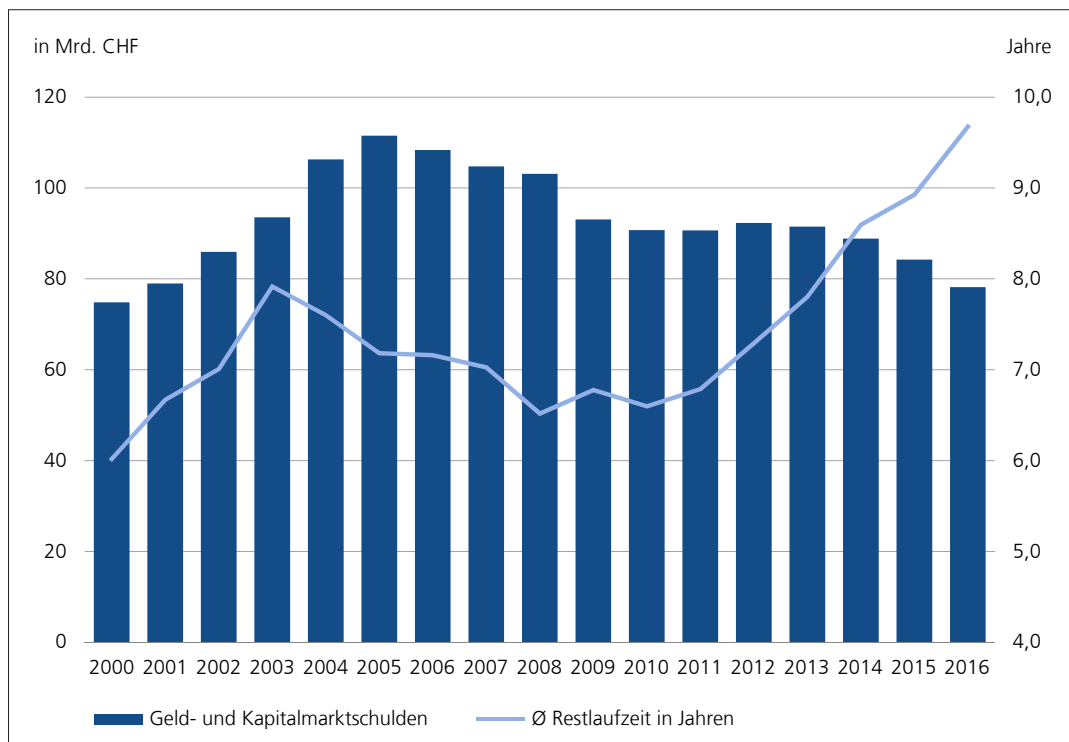


Abbildung 6: Restlaufzeit der Geld- und Kapitalmarktschulden Jahre 2000–2016

Laufzeit seit 2010
um 3 Jahre verlängert

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 2016 bei 9,7 Jahren. In den letzten fünf Jahren hat sich damit das Schuldenportfolio um rund 3 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).

... liegt bei 16%

Per Ende 2016 werden in den nächsten 12 Monaten Geld- und Kapitalmarktschulden von 12,5 Milliarden zur Refinanzierung fällig (GMBF: 6,9 Mrd.; Anleihen: 5,6 Mrd.). Ein Anstieg der Finanzierungskosten von 1% im Vergleich zu den Eckwerten im Voranschlag 2017 würde zu rund 125 Millionen höheren Passivzinsen als budgetiert führen (+9%).

Refinanzierungsrisiken
ähnlich wie in anderen
Ländern

Die Bundestresorerie vergleicht ihr Schuldenportfolio regelmässig mit ausgewählten Ländern bezüglich Strategie und Emissionstätigkeit. Die verschiedenen Fälligkeitsprofile der Marktverschuldung per Ende 2016 zeigen, dass die Schweiz bezüglich Refinanzierungsrisiko mit einem Anteil unterjähriger Verschuldung von 16% leicht unter dem internationalen Durchschnitt von 18% liegt. Das Fälligkeitsprofil der Schweiz weist einen unterdurchschnittlichen Anteil von 35% im 1 bis 5-jährigen Bereich auf (Durchschnitt: 42%). Im Laufzeitenbereich über zehn Jahre dagegen ist der Anteil mit 31% überdurchschnittlich gross. Entsprechend ist auch die Restlaufzeit des ausstehenden Schuldenportfolios mit 9,7 Jahren höher als im Durchschnitt der Vergleichsländer (6,6 Jahre). Einzig Grossbritannien hat mit fast 13 Jahren noch ein deutlich längeres Schuldenportfolio.

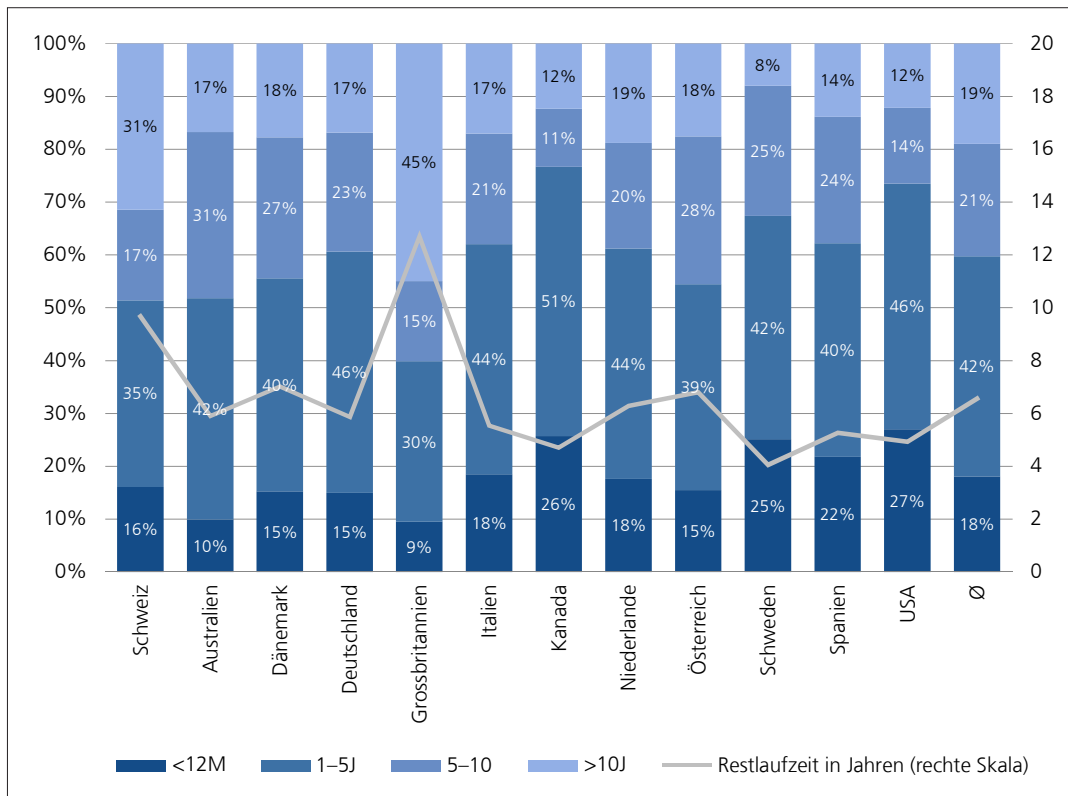


Abbildung 7: Fälligkeitsprofil der Geld- und Kapitalmarktschulden im internationalen Vergleich (Quelle: Bloomberg)

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**

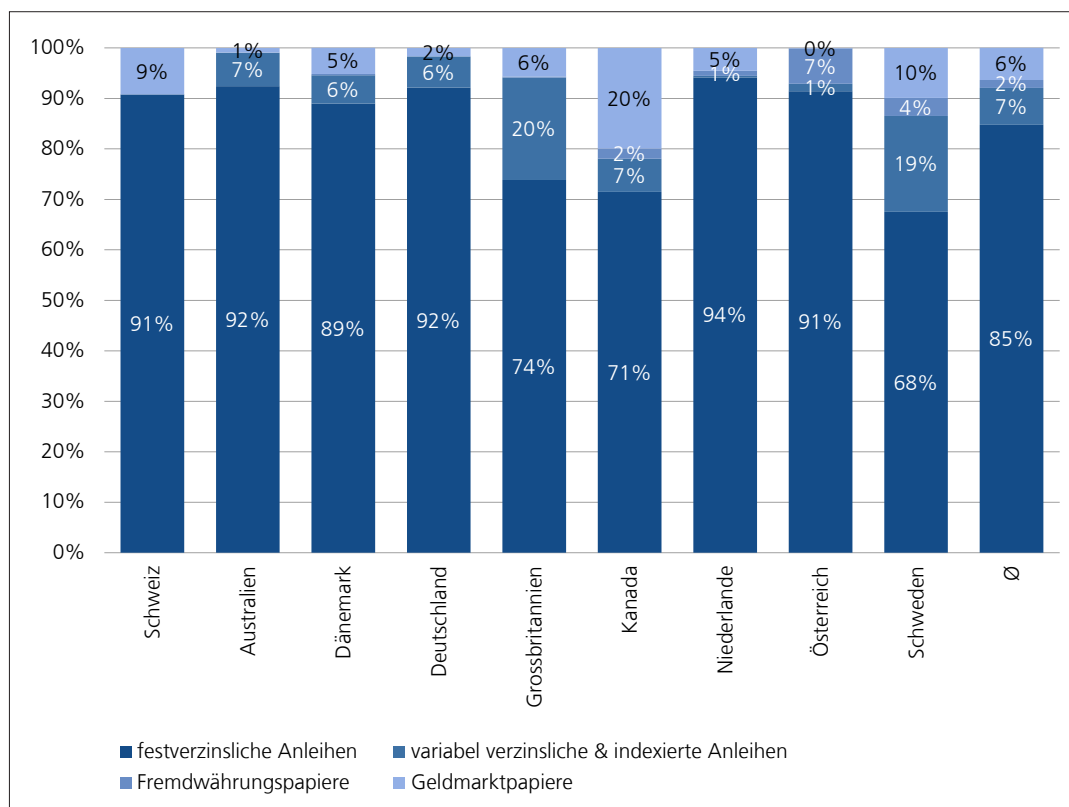


Abbildung 8: Verwendete Instrumente zur Mittelbeschaffung im internationalen Vergleich

3 Emissionstätigkeit 2016

31 Zinsentwicklung

Die Schweizer Zinsen setzten 2016 ihren Tauchgang fort und blieben bis weit ins mittlere Laufzeiten-Segment negativ. Zum Jahresende lagen sie zwar nur leicht tiefer als vor Jahresfrist, erreichten dazwischen aber neue Untiefen. Im Gegensatz zum Vorjahr, dem Jahr der Aufhebung des Euro-Mindestkurses und der Einführung der Negativzinspolitik durch die SNB, kamen die Impulse aber primär aus dem Ausland – die Geldpolitik der SNB blieb unverändert expansiv.

Als Jahresauftakt setzte das Fed im Dezember 2015 mit seinem ersten Zinsschritt seit der Finanzkrise ein Zeichen der monetären Normalisierung. Das Jahr 2016 startete dann aber mit wieder aufflammenden Sorgen um die wirtschaftliche Entwicklung Chinas, was an den Aktienmärkten bereits in den ersten Handelstagen zu deutlichen Kurseinbrüchen führte. Zu den unsicheren globalen Konjunkturaussichten wegen China und den unter dem rekordtiefen Erdölpreis leidenden Schwellenländern gesellte sich die Befürchtung um einen konjunkturellen Stillstand beim bisherigen Wachstumsmotor USA. Die Unsicherheit verstärkte die Nachfrage nach sicheren Anlagen, und die Spekulationen über eine weitere geldpolitische Lockerung der EZB drückte die europäischen Renditen deutlich nach unten. In deren Sog erreichten die CHF-Zinsen Anfang März neue historische Tiefststände: Die Renditen Eidgenössischer Anleihen lagen bis zu einer Laufzeit von 20 Jahren im Minus (10J: -0,46%).

Im März senkte die EZB erneut ihre Refinanzierungs- und Einlagesätze, erhöhte das Volumen ihres QE-Programms und erweiterte die Anlageobjekte auf Unternehmensanleihen. Die Massnahmen übertrafen zwar die Erwartungen, aber an den Märkten verblieb Skepsis über die Allmacht der EZB. Die Langfristzinsen in Deutschland (und der Schweiz) stiegen nach dem Entscheid denn auch wieder an. Der Offenmarktausschuss des Fed belies an seiner März-Sitzung den Leitzins unverändert und senkte den Zinsanpassungspfad: Anstelle der im Dezember für 2016 angekündigten vier Zinsschritte ging sie wegen der eingetrübten Konjunkturaussichten nur noch von deren zwei aus.

Anfang Juni begaben sich die Zinsen weltweit erneut auf Talfahrt: Nach enttäuschenden Arbeitsmarkt-Ergebnissen in den USA rechneten die Märkte nicht mehr mit einer Anhebung des Fed-Leitzinses im Juni. Hinzu kam die Unsicherheit über den Ausgang der nahenden Brexit-Abstimmung. Kurz vor dem Referendum wurde die Markteinschätzung wieder etwas optimistischer, da die Umfragen auf einen leichten Vorsprung der «Remainers» hinwiesen. Umso überraschender dann das Ergebnis des Urnengangs am 23. Juni und umso heftiger die Marktreaktionen: Die britische Währung verlor massiv an Wert, die Aktienmärkte brachen ein, und die Renditen von Staatsanleihen sanken auf neue Tiefststände. Der 10-jährige Eidgenosse durchbrach sämtliche Negativrekorde und notierte im Juli bei -0,65%, alle ausstehenden Eidg. Anleihen (d.h. bis Verfall 2064) rentierten negativ. Obwohl mit der Wahl von Theresa May überraschend schnell klar wurde, wer Grossbritannien aus der EU führen wird, blieb unklar wie dies geschehen soll und was die Auswirkungen auf die britische und die europäische Wirtschaft sein werden. Trotzdem schienen die Finanzmärkte den Brexit-Schock gegen Ende des Sommers langsam verdaut zu haben. Im August hatten die Aktienindizes den Einbruch Ende Juni wieder mehrheitlich wettgemacht. Am Schweizer Kapitalmarkt erholten sich die Zinsen wieder etwas – der 10-jährige Eidgenosse überschritt die -0,5%-Marke.

Ist die Talsohle diesmal durchschritten?

Angst um China reisst Zinsen in die Tiefe

Noch expansivere EZB, weniger restriktives Fed

Brexit: Überraschung und Unsicherheit

Erste Signale einer
Normalisierung der
Geldpolitik?

Obwohl die EZB im Herbst keine Korrekturen an ihrer ultra-expansiven Geldpolitik vornahm, wurde sie auf den Märkten zum Thema: Anlässlich der Pressekonferenz nach der EZB-Ratssitzung Anfang September dämpfte Mario Draghi die Erwartungen auf eine Verlängerung des vorerst bis März 2017 terminierten Anleihekaufprogramms. In der Folge stiegen die Zinsen von Staatsanleihen der meisten EU-Länder. Die 10-jährige Deutsche Bundesanleihe wurde zum ersten Mal seit der Brexit-Abstimmung wieder zu einem positiven Zinssatz gehandelt. Im Vorfeld der Oktober-Sitzung des EZB-Rates machten Spekulationen über eine Anpassung des QE-Programms die Runde – nicht zuletzt auch, weil die Inflation im Euro-Raum wieder Lebenszeichen von sich gab. Für die USA festigte sich im Herbst zusehends die Erwartung eines Fed-Zinsschrittes noch im Jahr 2016, gestützt von soliden Konjunktur- und Arbeitsmarktkindikatoren im Herbst und wohl auch von der allgemeinen Erwartung eines Sieges von Hillary Clinton in der US-Präsidentschaftswahl.

Der Trump-Effekt:
Nach der Wahl ist nicht
vor der Wahl

Die überraschende Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten Anfang November führte nur kurz zu den für diesen Fall prophezeiten Marktturbulenzen. Im Gegenteil: Die Aussicht auf eine expansive Fiskalpolitik erhöhte die Inflationserwartungen und liess die Renditen auf amerikanischen Staatsanleihen ansteigen. Hinzu kamen anhaltend positive Konjunktur- und Arbeitsmarktdaten. Der Dezember-Entscheid des Fed, den Leitzins auf 0,5% anzuheben und die Ankündigung von weiteren Zinsschritten im Jahr 2017 löste denn auch kaum Reaktionen auf den Finanzmärkten aus. Diesseits des Atlantiks wirkte sich der «Trump-Effekt» weniger stark auf die Langfristzinsen aus. Trotzdem erreichten die CHF-Zinsen Mitte Dezember kurz das Niveau von Anfang Jahr und näherten sich damit wieder der Nullgrenze. Inflation wurde zwar auch in der alten Welt wieder ein Thema, und die konjunkturelle Erholung im Euro-Raum schritt stetig voran. Trotzdem belies die EZB ihre Zinsen unverändert und verlängerte ihr Anleihe-Kaufprogramm (wenn auch mit etwas geringeren monatlichen Kaufvolumina). Gegen Ende des Jahres fielen die Renditen für 10-jährige Eidgenossen wieder auf rund -0,2%.

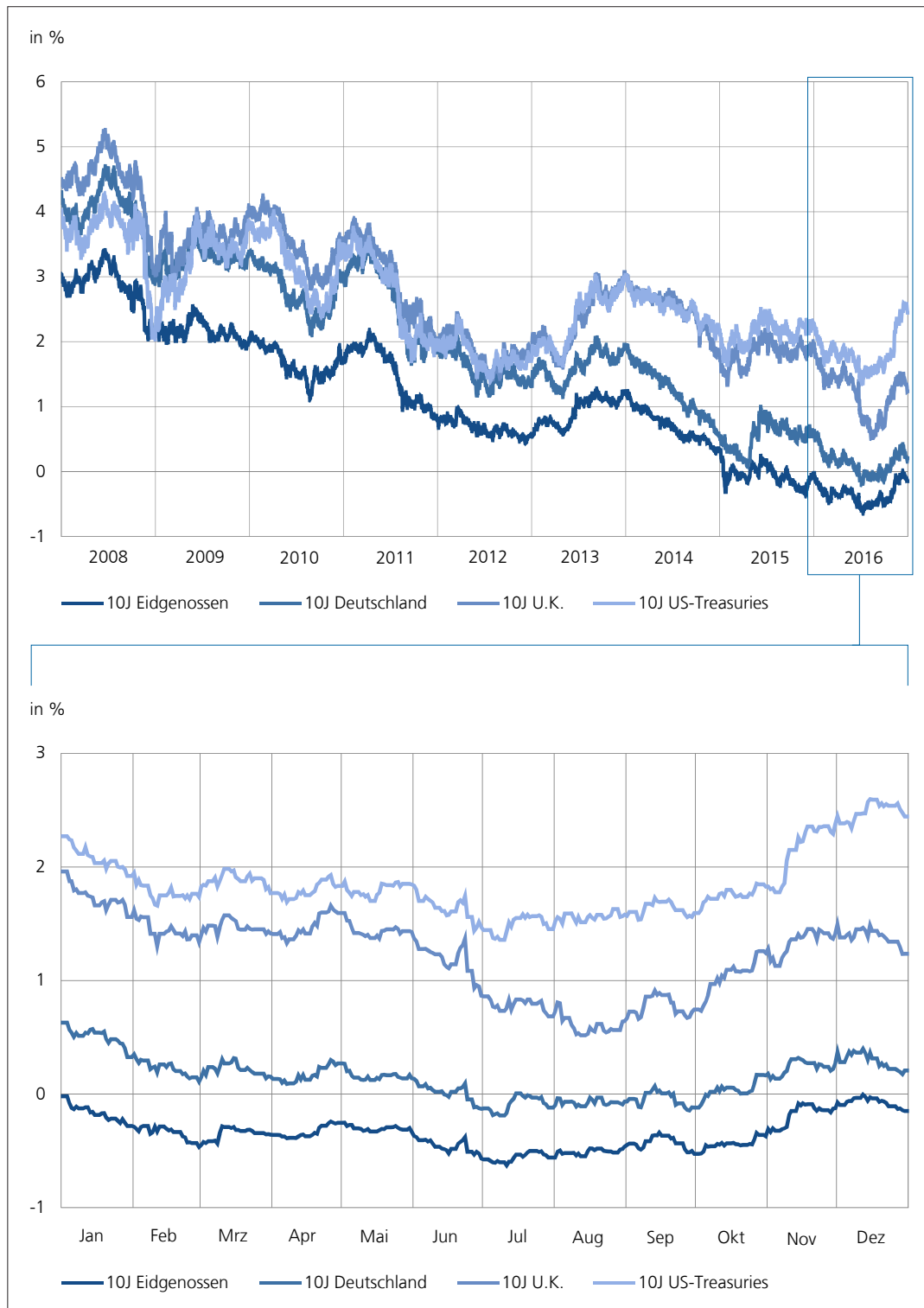


Abbildung 9: Entwicklung der 10-jährigen Renditen von Staatsanleihen 2008–2016 (CH, D, U.K., USA)

Der geplante
Finanzierungsbedarf
von 8 Mrd. ...

... wurde zur Hälfte
durch ungeplante
Einnahmen gedeckt

Negativzinsen fördern
nicht-periodengerechte
Steuerablieferungen...

... und schaffen einen
«neuen Investor»

32 Finanzierungsbedarf und Geldbeschaffungsprogramm

Im Geldbeschaffungsprogramm vom 8. Dezember 2015 kündigte die Bundestresorerie an, im Jahr 2016 netto rund 8 Milliarden am Markt aufzunehmen. Dieser relativ hohe Finanzierungsbedarf ergab sich in erster Linie aus der Fälligkeit von zwei Anleihen im Umfang von insgesamt 9,4 Milliarden. Vorgesehen war, 6 Milliarden durch die Emission von Anleihen zu finanzieren und das Volumen ausstehender GMBF um 1–2 Milliarden aufzustocken (von 7 Mrd. per Ende 2015 auf 8–9 Mrd. per Ende 2016).

Der Mittelzufluss aus Steuereinnahmen lag aber – wie schon 2015 – über den Erwartungen. Ins Gewicht fiel dabei die direkte Bundessteuer (DBSt), bei der vermehrt Vorauszahlungen getätigt wurden: Die Steuerpflichtigen machten zunehmend von der Möglichkeit Gebrauch, ihre Steuerforderung aus einer Steuerperiode bereits im selben Kalenderjahr zu begleichen, und nicht erst im Folgejahr, wenn sie fällig wird. Dieser Effekt erklärt im Wesentlichen, dass die Einnahmen aus der DBSt im vergangenen Jahr 1,7 Milliarden über dem Budget lagen. Zudem wurden die DBSt und die Verrechnungssteuer (VST) von den Kantonen bzw. den Unternehmungen relativ früh im Jahr abgeliefert. Dies bewirkte schon im ersten Quartal einen relativ starken Anstieg der flüssigen Mittel (vgl. Ziffer 4).

Wie 2015 dürften diese Mehreinnahmen zu einem wesentlichen Teil auf die Negativzinsen zurückzuführen sein. Die frühere Begleichung der Steuerschuld oder – im Falle der VST – die spätere Rückforderung von Steuerguthaben sind als zinsfreie Geldanlagen finanziell attraktiv geworden und dürften bei den Steuerzahlenden vermehrt zur Optimierung ihres Liquiditätsmanagements bzw. zur Vermeidung von Negativzinsen eingesetzt worden sein.

Um einen übermässigen Anstieg der liquiden Mittel zu verhindern, hat die Bundestresorerie die Mittelaufnahme am Geld- und Kapitalmarkt gegenüber der Ankündigung im Geldbeschaffungsprogramm reduziert: Die GMBF wurden auf dem tiefen Niveau von rund 7 Milliarden belassen. Anleihen wurden lediglich im Umfang von nominal 3,3 Milliarden emittiert. Insgesamt wurde also nur rund die Hälfte des ursprünglich geplanten Volumens aufgenommen. Neben dem geringen Finanzierungsbedarf ist dieser kleine Betrag auch auf die bescheidene Nachfrage des Marktes nach den teuren bzw. negativ rentierenden Eidgenossen zurückzuführen. Die Negativzinsen haben damit zu einer Substitution der herkömmlichen Marktverschuldung durch Steuervorauszahlung bzw. nicht zurückgeforderte Guthaben der Steuerzahlenden geführt.

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 Sekundärmarkttrenditen wiederum die Referenzgrösse für die laufende Emissionstätigkeit des Bundes sind.

Die Bundestresorerie schätzt den Finanzierungsbedarf für das Folgejahr. 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.

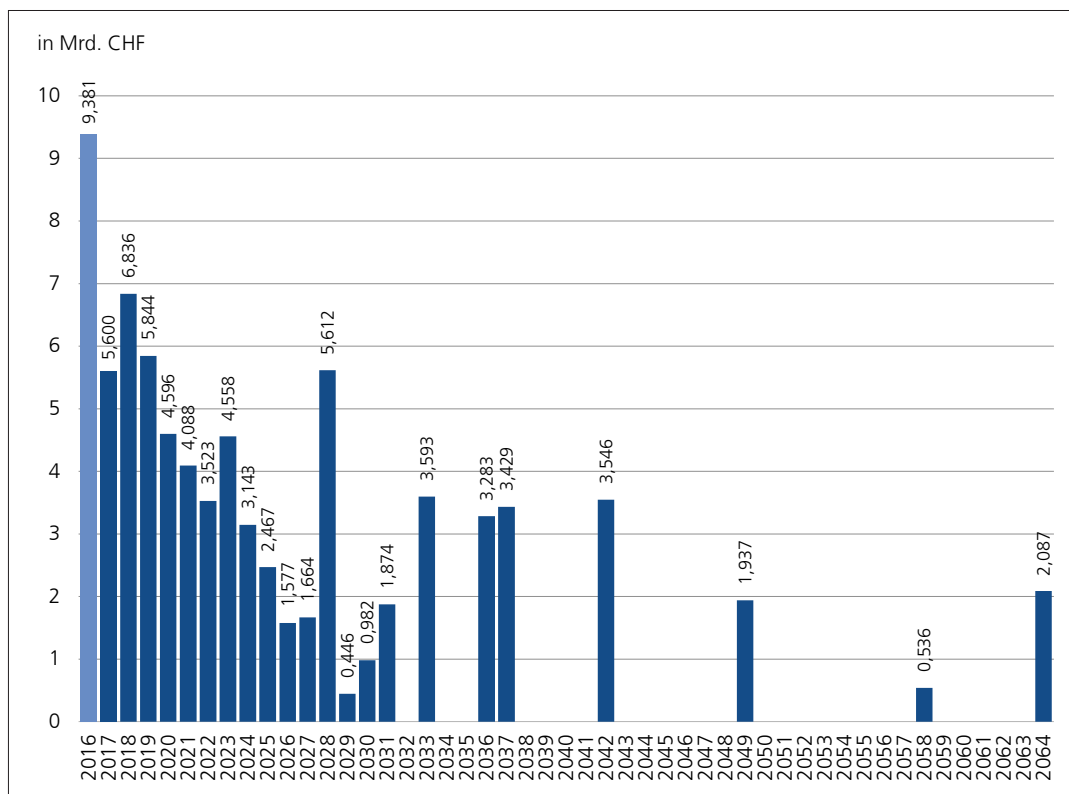


Abbildung 10: Fälligkeitsprofil der ausstehenden Anleihen per Ende 2016 (nominal, in Mrd. CHF)

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 deckungsgleich mit den Bedürfnissen der Bundestresorerie sein, kann mittels Einsatz von Zinsderivaten die Geldbeschaffung mit der Strategie der Schuldenbewirtschaftung in Einklang gebracht werden.

Volumen konstant
bei 7 Mrd.

33 GMBF-Emissionen

Das Volumen ausstehender GMBF per Ende 2016 lag mit 6,9 Milliarden auf dem gleichen Niveau wie Ende 2015, also deutlich unter dem im Geldbeschaffungsprogramm vom Dezember 2015 angekündigten Zielwert von 8–9 Milliarden. Der Zielwert war allerdings an die Voraussetzung geknüpft, dass sich der schon im Jahr 2015 stark angestiegene Bestand an flüssigen Mitteln wieder zurückbildet. Wegen der kurzen Laufzeiten der GMBF eignet sich dieses Verschuldungsinstrument gut zur kurzfristigen Steuerung des Tresorieremittel-Bestandes. Da der Mittelzufluss aus dem Bundeshaushalt wegen nicht-periodengerechter Steuereinnahmen auch 2016 deutlich über den Erwartungen lag, hat die Bundestresorerie auf die Erhöhung des GMBF-Volumens verzichtet und damit die Liquidität innerhalb der Zielbandbreiten halten können.

Renditen bei -1 %

Obwohl die Langfristzinsen 2016 temporär weiter gesunken sind, verharrten die Renditen der im letzten Jahr emittierten GMBF in etwa auf dem Niveau von 2015: Die volumengewichtete Durchschnittsrendite der an den 52 Auktionen ausgegebenen GMBF lag mit -0,98% sogar leicht über dem entsprechenden Vorjahreswert (-1.00%). Die damit erwirtschafteten Zinseinnahmen beliefen sich auf 72,8 Millionen (2015: 73,5 Mio.).

Positive Renditen für
ausländische Anleger
dank Devisen-Swaps

Dass die GMBF-Renditen deutlich unter dem Einlagesatz auf SNB-Girokonti von -0,75% liegen, ist auf die anhaltenden Verzerrungen auf den Devisenmärkten zurückzuführen: Aufgrund der expansiven Geldpolitik der SNB besteht seit 2011 ein Überangebot an Franken-Liquidität. Bei einem Swap von Franken in Fremwährungen (insbesondere USD) erhält die Gegenpartei (z.B. USD-Halter) eine Prämie, wenn sie vorübergehend Franken gegen Dollar kauft. USD-Investoren können daher – trotz Anlage der temporär erworbenen Franken in negativ verzinste GMBF – immer noch eine positive Rendite bzw. eine Mehrrendite gegenüber einer alternativen Anlage in gleichwertige USD-Papiere erzielen. Der gleiche Mechanismus spielt auch bei den kürzer laufenden Anleihen. Die extremste Ausprägung dieses Effekts (d.h. die höchste Prämie für USD-Halter) war kurz nach Aufhebung des EUR-Mindestkurses durch die SNB im Januar 2015 und kurz vor dem EZB-Entscheid zur Erweiterung ihres QE im Dezember 2015 zu beobachten. In der ersten Hälfte 2016 haben sich die Verzerrungen etwas verringert, sind aber seit dem Brexit wieder deutlich stärker geworden.

Leicht steigende
Nachfrage

Das Total der Gebote, das an den Auktionen eingelegt wurde, ist 2016 gegenüber dem Vorjahr wieder angestiegen und hat zwischen den Auktionen weniger variiert (Durchschnitt 2016: 2,7 Mrd.; 2015: 2,4 Mrd. bzw. 2,0 ohne Auktion im Januar 2015). Das Verhältnis zwischen eingegangenen und akzeptierten Geboten («Bid-to-Cover Ratio») ist im Berichtsjahr deutlich angestiegen (von 5,1 auf 6,0) und widerspiegelt die restriktive Zuteilung der Bundestresorerie im Berichtsjahr.

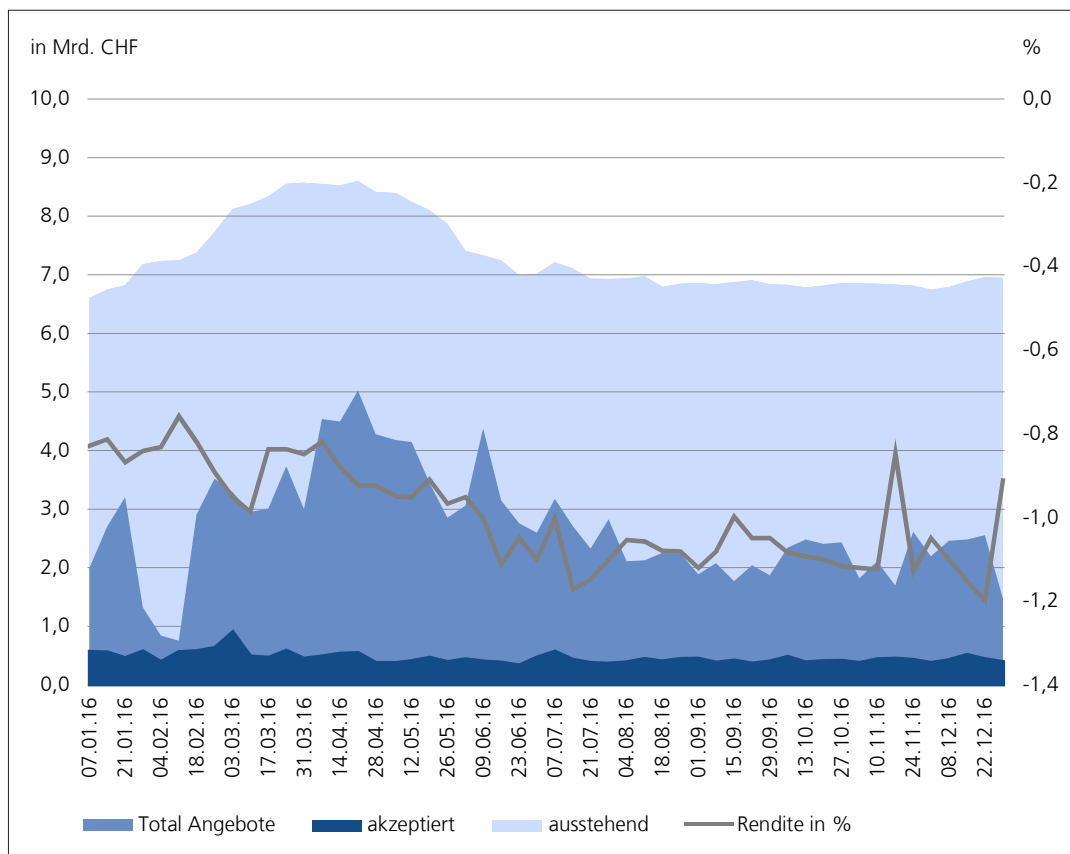


Abbildung 11: Die GMBF-Auktionen 2016

Nur gut die Hälfte
des geplanten Volumens
emittiert, sinkendes
ausstehendes Volumen

Neuemissionen im
mittleren und langen
Segment

34 Anleiheemissionen

Gemäss Geldbeschaffungsprogramm vom Dezember 2015 war ein Brutto-Emissionsvolumen von 6 Milliarden vorgesehen. Wegen des deutlich tieferen Geldbedarfs und der geringen Nachfrage wurden dann aber nur 3,3 Milliarden emittiert. Mit den zwei Fälligkeiten von insgesamt 9,4 Milliarden (Eidg. 12.03.03/16: 6,7 Mrd. und Eidg. 12.10.05/16: 2,7 Mrd.) wurde die Schuld des Bundes am Kapitalmarkt somit um 6,1 Milliarden abgebaut. Die Bundestresorerie hat an elf Auktionsterminen insgesamt 17 Titel aufgelegt und damit 3,2 Milliarden aufgenommen. Der Verkauf von Eigentranchen fiel mit 100 Millionen bescheiden aus (Vorjahr: 575 Mio.). Die Ergebnisse der einzelnen Auktionen sind in der Abbildung 12 aufgeführt. Aufgrund der extrem tiefen Zinsen wurden die ausgegebenen Anleihen teils deutlich über pari emittiert (Durchschnittspreis: 134,4%; 2015: 126,1%), was ein stattliches Agio von 1,1 Milliarden generiert hat (Vorjahr: 0,9 Mrd.). Insgesamt haben die im letzten Jahr emittierten Anleihen somit zu einem Geldzufluss von knapp 4,5 Milliarden geführt.

Die Bundestresorerie hat im vergangenen Jahr zwei neue Anleihen emittiert: Im Mai wurde mit dem «58er» ein neuer «Langläufer» zwischen den «49er» und den «64er» gelegt. Dank zwei Aufstockungen (Juli und November) konnte der neue Eidgenosse bereits auf ein Niveau von 540 Millionen aufgebaut werden. Trotz der Laufzeit von knapp 42 Jahren wurde diese Anleihe an der Juli-Auktion sogar mit leicht negativer Rendite (-0,023%) emittiert. Im Juni wurde mit dem «29er» eine Lücke im mittleren Laufzeitssegment geschlossen. Da die Sekundärmarkttrenditen in diesem Laufzeitenbereich im Minus lagen, wurde der Coupon auf 0% festgesetzt. Dieser neue Eidgenosse stiess auf vergleichsweise grosses Interesse, so dass bei der ersten Auktion bereits mehr als 300 Millionen aufgenommen werden konnten. Nach einmaliger Aufstockung (Oktober) beläuft sich sein Volumen per Ende Jahr auf fast 450 Millionen.

Auktion	Emission	Coupon	Fällig	Emissions- volumen (in Mio. CHF)	Total ausstehend (in Mio. CHF)	Rendite	Spread zu Swap*
09.12.2015	Eidg. 28.05.14/26	1,25%	28.05.2026	100,1	1187,2	-0,17%	-26,1
09.12.2015	Eidg. 06.01.99/49	4,00%	06.01.2049	242,8	1606,5	0,52%	-12,8
13.01.2016	Eidg. 27.05.15/30	0,50%	27.05.2030	315,4	878,5	0,13%	-22,8
13.01.2016	Eidg. 25.06.14/64	2,00%	25.06.2064	71,5	1948,7	0,67%	-10,9
10.02.2016	Eidg. 28.05.14/26	1,25%	28.05.2026	64,1	1251,3	-0,24%	-17,5
10.02.2016	Eidg. 30.04.12/42	1,50%	30.04.2042	273,7	3545,6	0,26%	-12,6
09.03.2016	Eidg. 06.01.99/49	4,00%	06.01.2049	330,3	1936,8	0,26%	0,6
09.03.2016	Eidg. 27.05.15/30	0,50%	27.05.2030	103,9	982,4	-0,09%	-15,1
13.04.2016	Eidg. 25.05.11/22	2,00%	25.05.2022	330,1	3523,4	-0,65%	-16,0
13.04.2016	Eidg. 25.06.14/64	2,00%	25.06.2064	88,3	2037,0	0,29%	-4,0
11.05.2016	Eidg. 28.05.14/26	1,25%	28.05.2026	127,3	1378,6	-0,32%	-12,7
11.05.2016	Eidg. 30.05.16/58	0,50%	30.05.2058	168,6	168,6	0,25%	-9,6
08.06.2016	Eidg. 22.06.16/29	0,00%	22.06.2029	308,2	308,2	-0,23%	-16,1
13.07.2016	Eidg. 30.05.16/58	0,50%	30.05.2058	131,5	300,0	-0,02%	-8,0
14.09.2016	Eidg. 28.05.14/26	1,25%	28.05.2026	198,7	1577,2	-0,37%	-17,0
12.10.2016	Eidg. 22.06.16/29	0,00%	22.06.2029	137,9	446,1	-0,31%	-26,1
09.11.2016	Eidg. 30.05.16/58	0,50%	30.05.2058	236,3	536,3	0,13%	-21,5
div.	Eigentranchen	div.	div.	100,0			
Total				3328,5		0,00%	-14,9

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

Abbildung 12: Emissionen mit Liberierung 2016

Die anhaltenden Negativzinsen haben bei den Auktionsergebnissen deutliche Spuren hinterlassen: 9 der 17 zur Auktion aufgelegten Anleihen bzw. 47% des Auktionsvolumens wurde zu negativen Renditen emittiert. Die volumengewichtete Durchschnittsrendite sämtlicher Emissionen (inkl. verkaufte Eigentran-chen) liegt leicht im Minus (-0,002%; 2015: 0,28%). Die Auktion des «22ers» im April ergab die tiefste je erzielte Emissionsrendite von -0,652%. Mit der Aufstockung des «58ers» im Juli wurde die bisher längste Restlaufzeit mit negativer Rendite ausgegeben. Der hochprozentige Eidgenosse mit Laufzeit bis 2049 (Coupon: 4%) wurde im April zum höchsten je erzielten Emissionspreis von 217,5% aufgestockt. Die tiefen Renditen bzw. hohen Preise wirkten sich aber auch auf die Investoren-Nachfrage aus: Der Durchschnitt des Totals der Gebote pro auktionierte Anleihe lag 2016 bei knapp 300 Millionen (2015: 312 Mio.; 2014: 518 Mio.). Viele Investoren scheinen negative Zinsen zu meiden und stattdessen höhere Gegenparti-, Zinsänderungs- oder Liquiditätsrisiken in Kauf zu nehmen.

Durchschnittsrendite
leicht negativ

Die Bundestresorerie hat auch 2016 das Tiefstzinsumfeld für die Verlängerung der Restlaufzeit der Kapitalmarktschuld genutzt: 49% der Emissionen entfielen auf Laufzeiten von mehr als 20 Jahren, 35% auf das Segment zwischen 10 und 20 Jahren und nur 16% der Anleihen wurden mit Laufzeiten unter 10 Jahren ausgegeben. Mit einer durchschnittlichen Restlaufzeit der emittierten Anleihen von 23,5 Jahren wurde die bisher längste Zinsbindung erreicht (2015: 20,3 Jahre; 2014: 22,7 Jahre). Die Durchschnittsrendite von leicht unter null ist gleichzeitig der tiefste Wert. 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 konnte. Die Emission von sehr lang laufenden Anleihen setzt eine entsprechende Investorennachfrage voraus. Diese wird unter anderem durch die sehr hohe Kreditwürdigkeit des Bundes ermöglicht. Im Negativzinsumfeld wurde die Nachfrage nach Langläufern zusätzlich verstärkt, weil einige Investoren negative Renditen durch eine Erhöhung der Duration ihrer Portfolios zu umgehen suchten.

Weitere Verlängerung
der Restlaufzeit

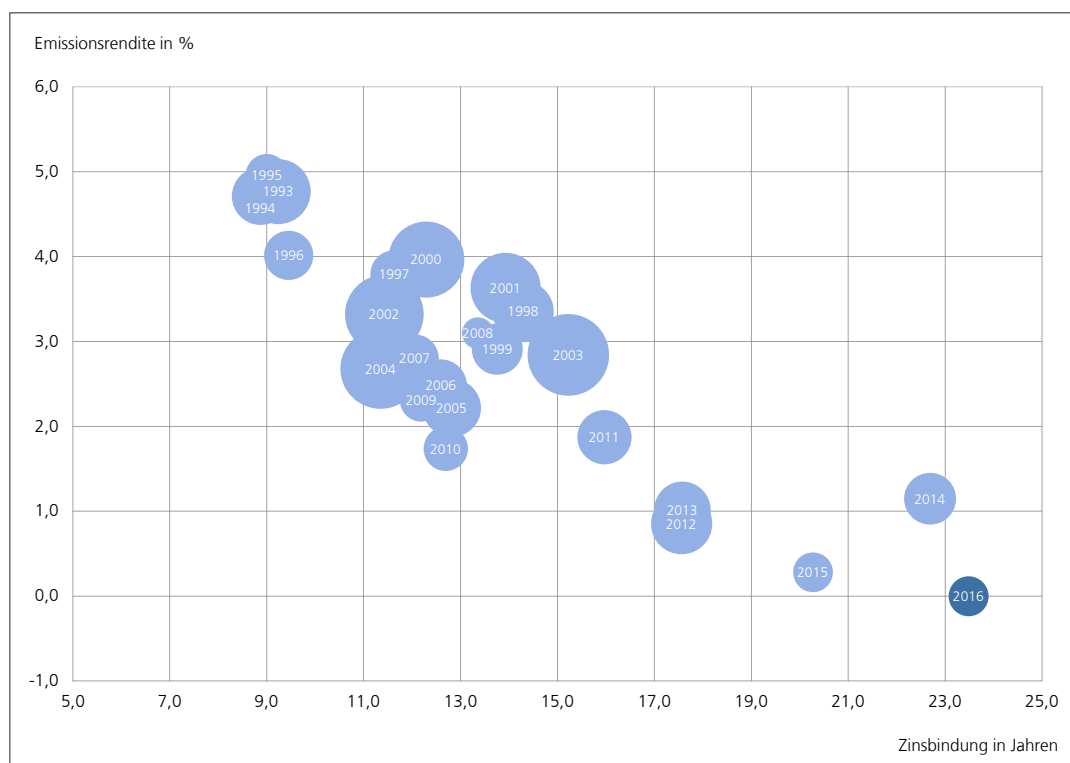


Abbildung 13: Durchschnittliche Zinsbindung und Emissionsrendite 1993–2016

Lange Zinsbindung im internationalen Vergleich

Mit der langen Zinsbindung hebt sich die Schweiz deutlich von ihrer internationalen Vergleichsgruppe ab, die im über 20-jährigen Laufzeitenbereich eher wenige Mittel aufnimmt. Einzig Grossbritannien, das traditionell immer sehr lange Laufzeiten emittiert, weist ebenfalls einen hohen Anteil von über 20-jährigen Anleihen aus. Jüngst versuchen aber auch andere Länder durch die Emission von «ultra long bonds» möglichst lange von den extrem tiefen Zinsen zu profitieren. So hat etwa Österreich 2016 erfolgreich eine 60-jährige Anleihe platziert und damit den Anteil der Emissionen mit über 20-jähriger Laufzeit auf 22% erhöht (2015: 3%).

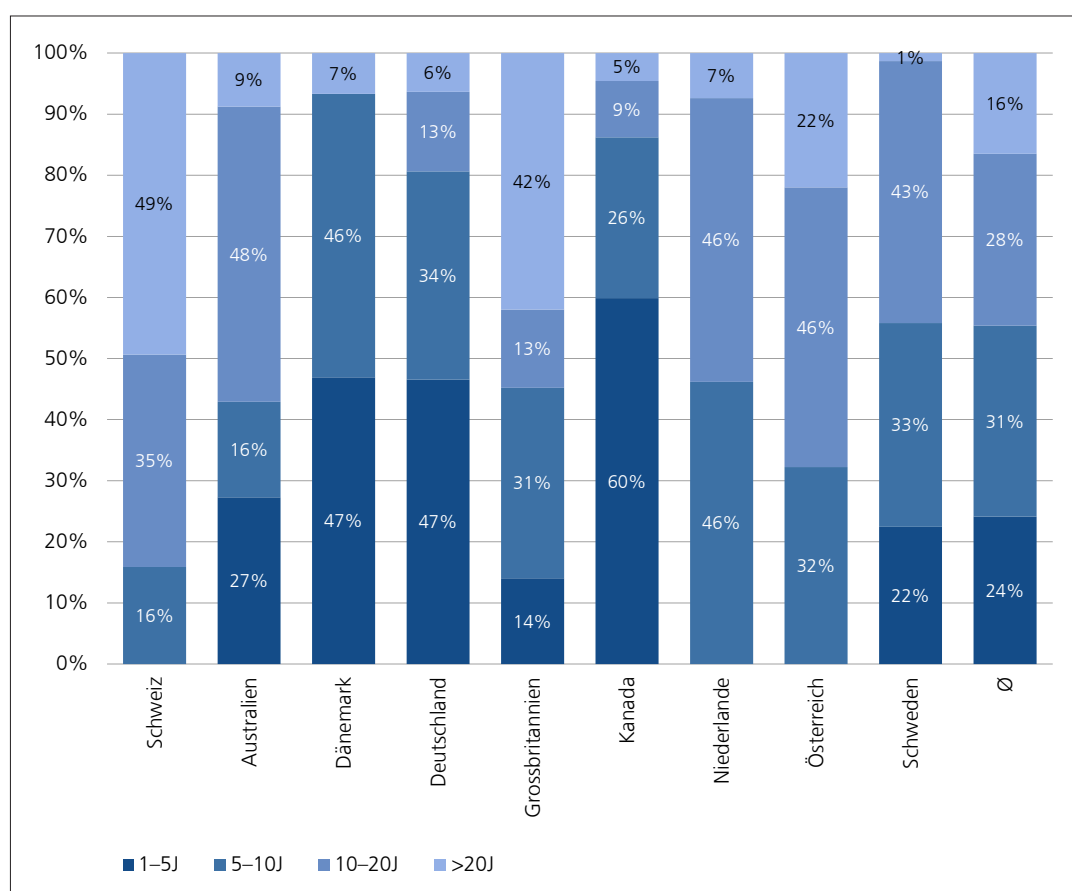


Abbildung 14: Emittierte Laufzeiten am Kapitalmarkt (Zinsbindung)

Der Sekundärmarkt für Bundesanleihen

Die Daten zur Investorenbasis basieren auf den Erhebungen zur Bankenstatistik der SNB. Der Anteil der ausländischen Investoren ist aufgrund von Safe Haven-Effekten und wegen den unter Ziffer 33 beschriebenen Verzerrungen im Swap-Markt mit 29% immer noch hoch. 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.

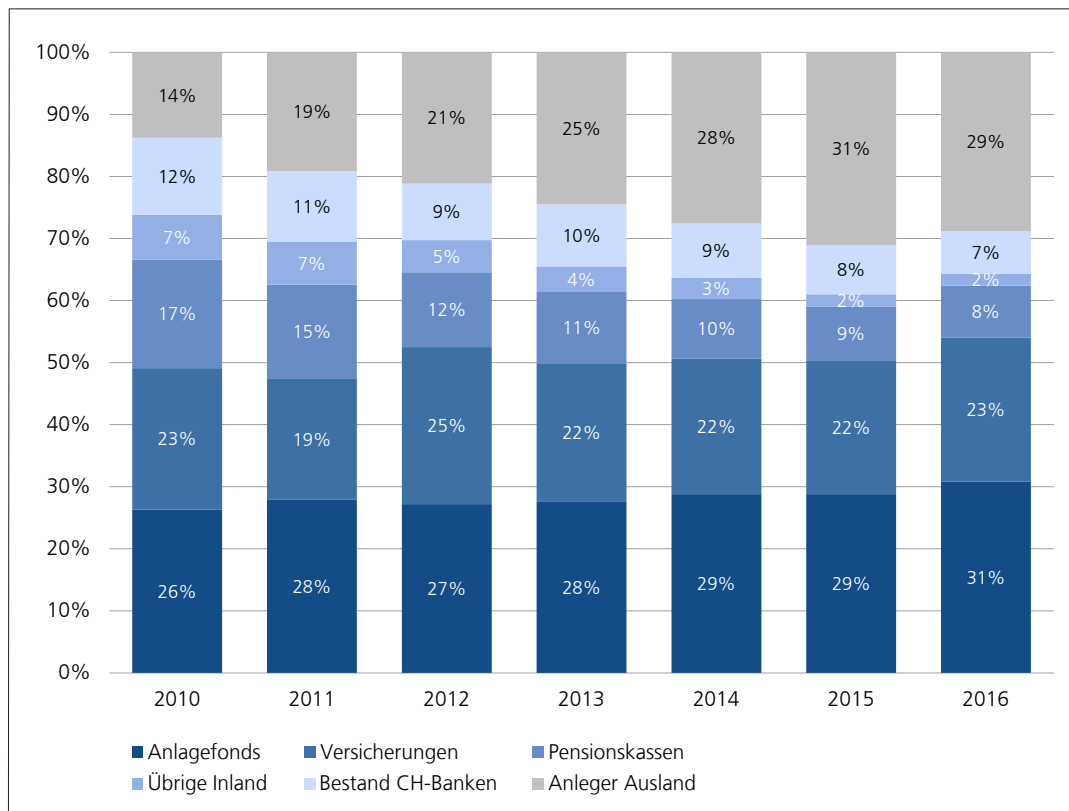


Abbildung 15: Investorenbasis der Eidgenössischen Anleihen (Quelle: SNB)

Gemessen am Handelsvolumen sind die Eigenossen die mit Abstand bedeutendste Anleihekategorie. Rund die Hälfte der Transaktionsvolumen im Inlandsegments finden bei den Eidgenossen statt. 2016 wurde ein Handelsvolumen von gegen 30 Milliarden verzeichnet. Mit anderen Worten wechselten etwa 40% der ausstehenden Anleihen die Hand. Verglichen mit dem Vorjahr (40 Mrd.) ist das Handelsvolumen allerdings deutlich zurückgegangen – auch dies ein Indiz dafür, dass die Anleger gegenwärtig Alternativen zu den teuren bzw. negativ rentierenden Eidgenossen suchen.

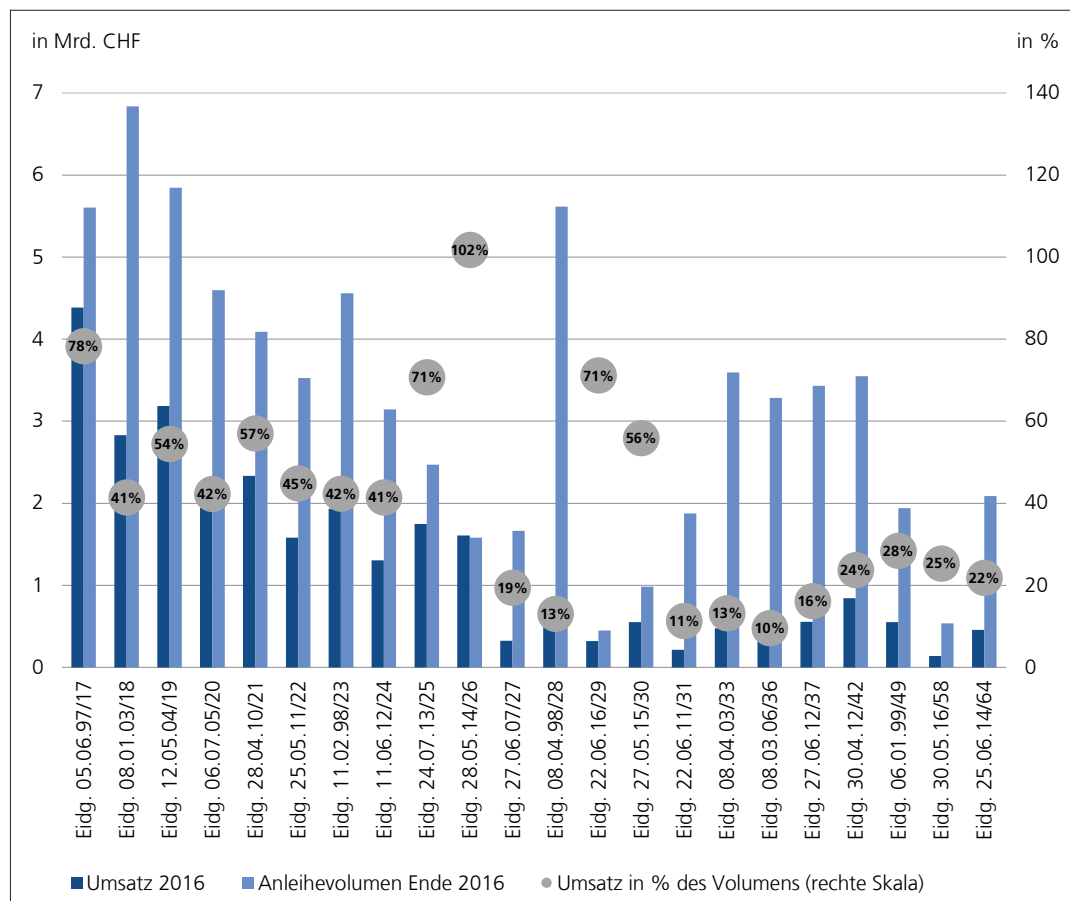


Abbildung 16: Handelsvolumen in den einzelnen Eidgenossen

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 dürften durch die ausländischen Investoren noch verstärkt worden sein (siehe Ziff. 33). Im Berichtsjahr verzeichneten aber auch die Anleihen mit Restlaufzeiten von rund 10 Jahren ansehnliche Umsätze.

4 Sicherstellung Zahlungsbereitschaft (Liquiditätsrisiko)

Auf der Aktivseite der Bilanz hält die Bundestresorerie kurzfristige, liquide Finanzanlagen («Tresorieriemittel»), 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 Tresorieriemittel 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 auf die Entwicklung der Liquidität ausgerichtet werden mit dem Ziel, die Kosten der Liquiditätshaltung zu optimieren.

Zielbandbreiten zur
Steuerung der Liquidität

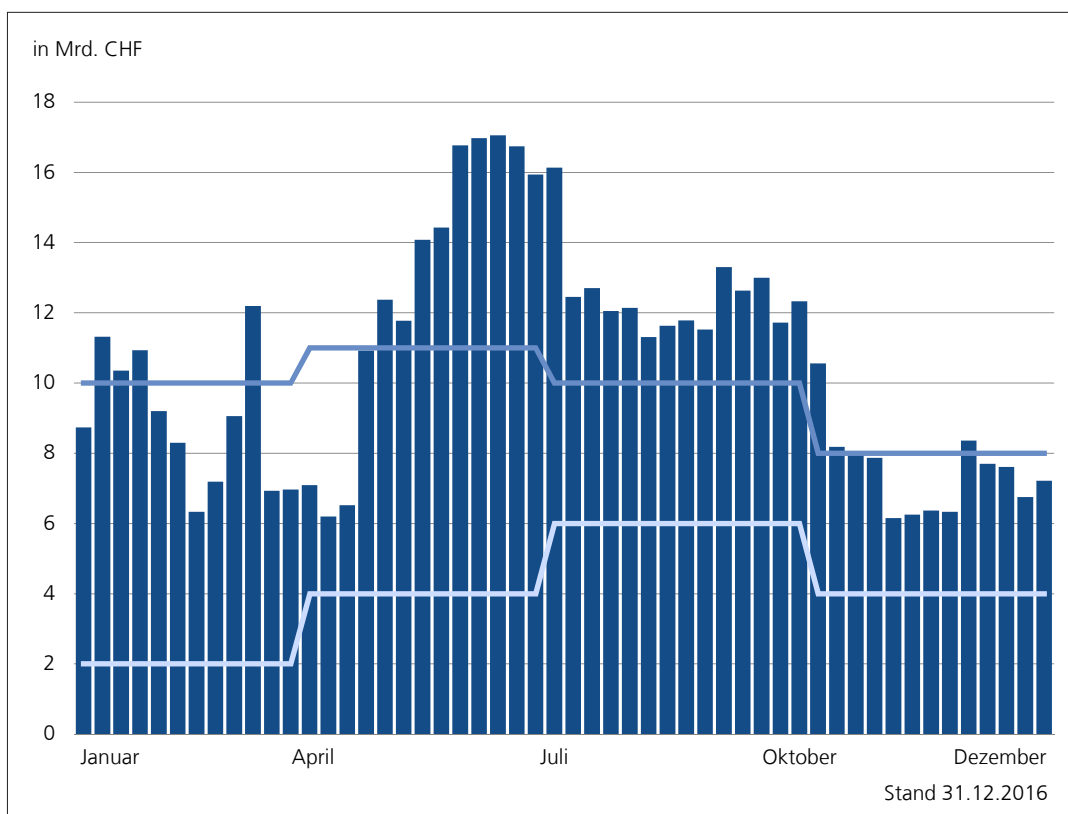


Abbildung 17: Entwicklung der Tresorieriemittel 2016 (mit Zielbandbreiten)

Hohe Fälligkeiten
verhindern starken
Liquiditätsanstieg

Im Hinblick auf die Fälligkeit einer Anleihe im März 2016 hat die Bundestresorerie die Liquidität gegen das Jahresende 2015 auf über 10 Milliarden anwachsen lassen. Die direkte Bundessteuer und die Verrechnungssteuer wurden auch 2016 wegen Negativzinsen früher als gewohnt abgeliefert (vgl. Ziffer 32). Dank der Rückzahlung der Anleihe im März im Umfang von 6,7 Milliarden führte der starke Liquiditätszufluss zu einem weniger ausgeprägten Anstieg der Tresoriermittel als 2015. Der höchste Stand wurde mit 17 Milliarden im Juni erreicht (2015: 23 Mrd.). Dank der üblichen grossen Subventionszahlungen per Mitte Jahr und zurückhaltender Geldaufnahme konnten die Tresoriermittel im dritten Quartal dann auf ein Niveau von plus/minus 12 Milliarden reduziert werden. Da die Zielbandbreite im Jahr 2016 tiefer angesetzt wurde als im Vorjahr, wurde sie trotz des tieferen Tresoriermittel-Bestandes zwischen Mai und September überschritten. Erst im letzten Quartal konnte sie dank einer zweiten Anleihe-Fälligkeit im Oktober (2,7 Mrd.) wieder unter die Obergrenze gesenkt werden.

5 Devisenbewirtschaftung (Währungsrisiken)

Seit 1998 werden Fremdwährungen in Euro und US-Dollar 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 Frankens. Im Zuge der Finanzkrise hat sich die Aufwertungstendenz akzentuiert. Mit der Einführung des Euro-Mindestkurses wurde diese Entwicklung zwar aufgehalten, nach dessen Aufhebung Anfang 2015 erlitt der Franken gegenüber dem Euro dann aber nochmals einen heftigen Aufwertungsschub und gilt weiterhin als deutlich überbewertet. Aus Sicht der EFV sind Devisenkursentwicklungen 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

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 18 auf Termin gekauft. Die budgetierten Volumen werden in Losgrössen von 5–10 Millionen Euro bzw. US-Dollar auf täglicher Basis bis Ende Juli erworben. 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	Budget-Weisungen des Bundesrates	Mitte Februar	Februar – April	1/3 Vorjahresvolumen
2	Budgeteingaben der Verwaltungseinheiten	Anfang Mai	Mai – Juni	2/3 der Bedarfsmeldungen
3	Verabschiedung Voranschlag durch Bundesrat: 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. Im Juni werden die Werte gemäss der Kursentwicklung zwischen Februar und Juni definitiv fixiert und vom Bundesrat mit dem Budget verabschiedet.

Abbildung 19 zeigt den Kursverlauf der beiden Hauptwährungen Euro und USD für die Jahre 2015 und 2016 sowie den jeweiligen Budgetkurs. Die schwarz gepunkteten Kreise markieren die Zeitperiode, welche die Grundlage für die Festlegung der Budgetkurse bildeten. Die Beschaffung für das Jahr 2016 erfolgte zu einem günstigen Zeitpunkt: Nach der überraschenden Aufgabe des Euro-Mindestkurses durch die SNB Anfang 2015 fiel der Eurokurs und lag im Durchschnitt der Beschaffungsperiode bei etwa 1,05. Nach Abschluss der Absicherung wertete sich der Franken dann wieder sichtlich ab und lag im Jahr 2016 zeitweise über 1,10. Ohne Absicherung wäre die Euro-Beschaffung im Durchschnitt also deutlich teurer gewesen (21 Mio. CHF). Obwohl sich der USD nach Aufhebung des EUR-Mindestkurses rascher erholte, resultierte wegen des grösseren Beschaffungsvolumens auch beim USD ein «Opportunitätsgewinn» (27 Mio. CHF). Der Aufwertungsschock durch die Aufhebung der Kursuntergrenze hat sich aufgrund der Absicherungsstrategie um ein Jahr verzögert in tieferen Beschaffungskurven niedergeschlagen.

Leichte Abwertung des CHF bewirkt Opportunitätsgewinne

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 gut 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 138 Millionen Franken oder 0,7% des abgesicherten Volumens. Angesichts der hohen Volatilität der Wechselkurse ist diese Abweichung statistisch nicht signifikant, d.h. dem Bund entstehen keine systematischen Kosten für die 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 (keine Nachtragskredite aufgrund von Wechselkursschwankungen).

Absicherungen für das Budget 2017

Im Berichtsjahr wurden für das Budgetjahr 2017 insgesamt 377 Millionen Euro und 664 Millionen USD auf Termin gekauft. Bei Budgetkursen von 1,10 CHF/EUR resp. 1,00 CHF/USD wurde über die Beschaffungsperiode ein durchschnittlicher Beschaffungskurs von 1,087 CHF/EUR und 0,959 CHF/USD erzielt. Die Bundestresorerie wickelt die Devisenbeschaffung bei Geschäftsbanken seit 2016 über eine Handelsplattform von Bloomberg ab. Sie meldet ihre Kaufabsichten auf der Plattform den aufgeschalteten Gegenparteien. Diese reichen Offerten für die Auktion ein, und der Zuschlag für das günstigste Angebot erfolgt per Mausklick. Die ersten Erfahrungen mit der Plattform sind positiv: Gegenüber den jeweiligen zweitbesten Offerten konnten beim Euro 29'000 Franken eingespart werden, beim USD 85'000 Franken.

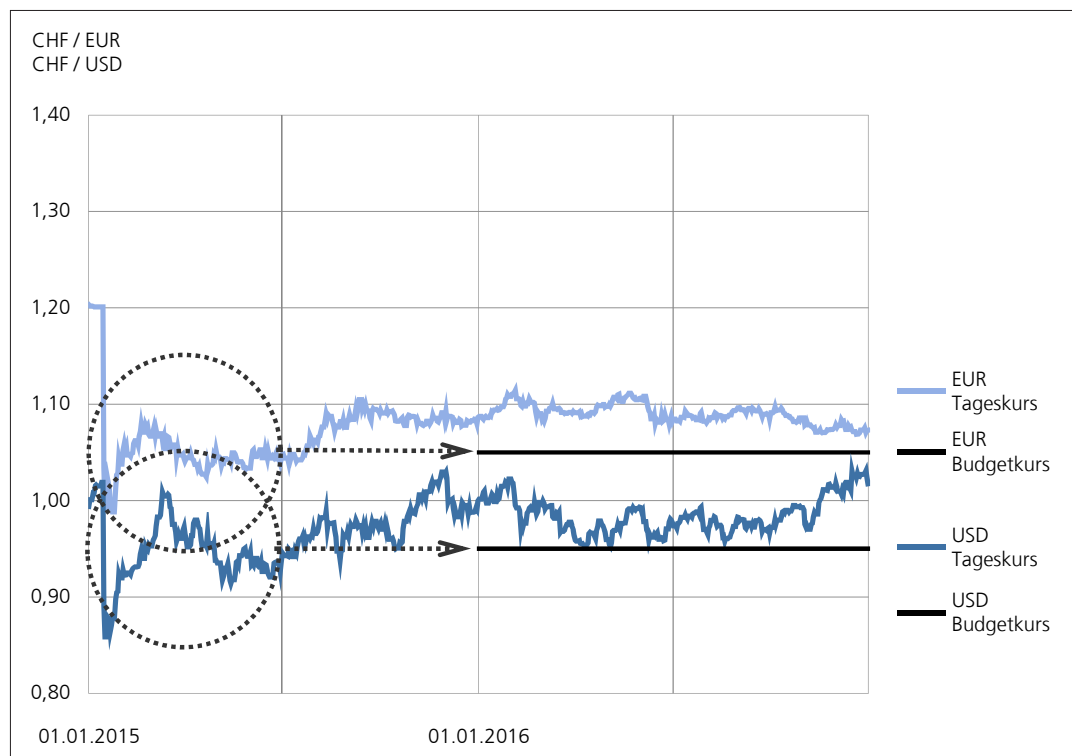


Abbildung 19: Wechselkursentwicklung Euro und USD Jahre 2015 und 2016

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 wechsellkursbedingte 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. Für die Verwaltungseinheit kommt der einheitliche Fixkurs (durchschnittlich erzielter Kassakurs bei der Absicherung) für die ganze Laufzeit des Geschäftes zur Anwendung.

Im Berichtsjahr wurden drei neue Spezialgeschäfte in USD (Total: 171 Mio.) und zwei in EUR (Total: 336 Mio.) getätigt. Sie betreffen die Aufgabengebiete Internationale Zusammenarbeit, Forschung & Entwicklung sowie Verteidigung.

Per Ende 2016 waren 20 Spezialgeschäfte im Umfang von 1,6 Milliarden Franken offen (Euro, USD und Schwedische Kronen). Über alle Spezialgeschäfte 2000–2016 sind im Vergleich zu einer Nicht-Absicherung Opportunitätskosten von 381 Millionen entstanden (4,3% des abgesicherten Volumens). Aufgrund dieses relativ hohen Betrags überprüft die Bundestresorerie derzeit die Absicherungsstrategie für Spezialgeschäfte.

Mehrjährige Finanzierungsvorhaben in Fremdwährungen werden separat abgesichert

5 neue Spezialgeschäfte

20 ausstehende Geschäfte per Ende 2016

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.»

6 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

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. Deshalb wurde die verfügbare Liquidität 2016 ausschliesslich bei der SNB zu 0% angelegt (inkl. SNB-Giro-Konto). 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. Die Entwicklung der Qualität der zugelassenen Gegenparteien wird laufend geprüft (z.B. Ratingveränderungen, Zwischenabschlüsse und sonstige Berichterstattung).

Geldanlagen im gegenwärtigen Zinsumfeld nur bei der SNB

Die Gegenparteirisiken per Ende Dezember 2016 sind sehr gering. Die gesamte Liquidität ist bei der SNB angelegt (vgl. Abb. 20). Bei kantonalen Finanzverwaltungen und Geschäftsbanken (inkl. Kantonalbanken) waren per Ende Dezember keine Anlagen platziert. Insgesamt wurden positive Wiederbeschaffungswerte aus Derivaten (FX-Absicherungen) im Umfang von 85 Millionen Franken den entsprechenden Limiten zugerechnet.

Keine nennenswerten Gegenparteirisiken per Ende 2016

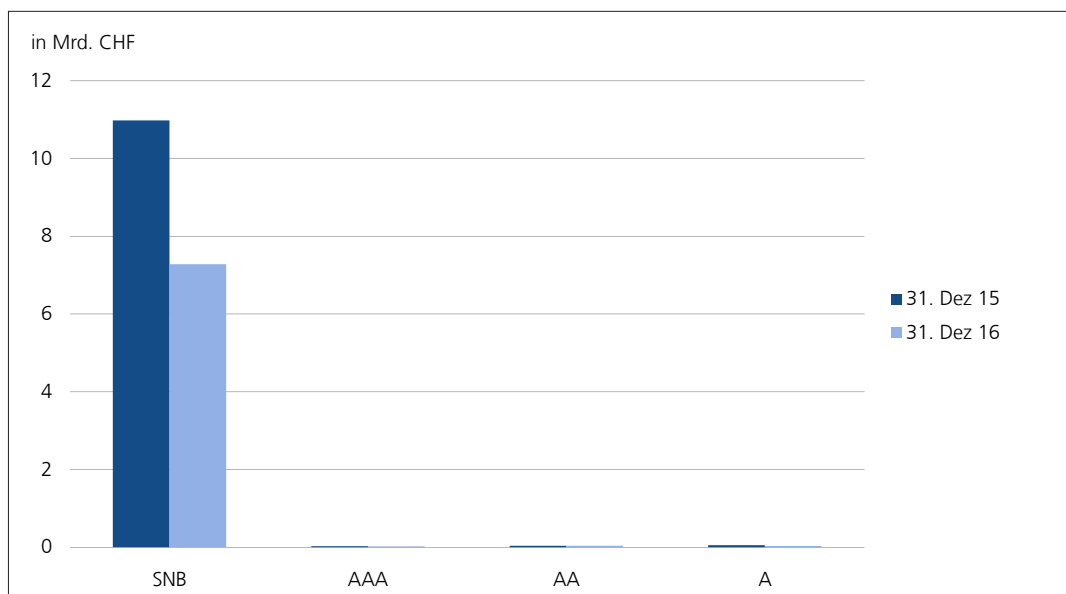


Abbildung 20: Übersicht Gegenparteien-Ratings per 31.12.2015/ 31.12.2016

7 Ausblick

Gemäss dem im Dezember 2016 kommunizierten Emissionsprogramm für das Jahr 2017 müssen Mittel im Umfang von 8 Milliarden beschafft werden. Dieser Mittelbedarf ergibt sich aus der Fälligkeit einer Anleihe im Umfang von 5,6 Milliarden und dem vom Parlament bewilligten budgetierten Defizit von 0,3 Milliarden. Darüber hinaus wird die Bundestresorerie die Liquidität auf das Jahresende 2017 hin um knapp 2 Milliarden erhöhen, da im Januar 2018 eine weitere Anleihe fällig wird. Die EFV plant, im Jahr 2017 mit der Emission von Anleihen Mittel im Umfang von 5 Milliarden aufzunehmen. Aufgrund einer Änderung bei der Rechnungslegung per 1.1.2017 umfasst dieser Betrag neben dem Nominalwert neu auch die bei der Emission vereinnahmten Agios (vgl. untenstehende Box). Da die Marktzinsen auch 2017 teilweise deutlich unter den Coupons der Anleihen liegen dürften, können Agios im Umfang von bis zu 1 Milliarde anfallen. Der Nominalwert der geplanten Emissionen wird entsprechend bei gut 4 Milliarden liegen. Unter Berücksichtigung der Fälligkeit kann mit einer Reduktion der ausstehenden Kapitalmarktschuld von rund 1,6 Milliarden gerechnet werden. Bei den Geldmarktbuchforderungen (GMBF) wird eine Erhöhung des Volumens auf ein normales Niveau von rund 10 Milliarden angestrebt, sofern dies die Liquiditätsentwicklung zulässt.

Das Negativzinsumfeld dürfte auch 2017 anhalten. Die Einnahmenentwicklung wird damit vorerst unberechenbar bleiben und die Steuerablieferungen und –rückforderungen zumindest teilweise vom traditionellen Muster abweichen. Mittelfristig (bei einer Rückkehr der Zinsen in den positiven Bereich) wird jedoch mit nicht planbaren Mittelrückflüssen zu rechnen sein. Dies führt dazu, dass die Liquiditätshaltung in diesem ausserordentlichen Umfeld relativ hoch sein muss.

Mit der Einführung des Neuen Führungsmodells Bund (NFB) konnte die Steuerung des Zinsänderungs- und Refinanzierungsrisikos weiter präzisiert und entsprechend formalisiert werden. Als Vorbereitung auf eine mittelfristige Zinsnormalisierung wurde eine darauf abgestützte optimale Emissionsstrategie definiert, welche die definierten Risikolimiten ausschöpfen wird. Aus heutiger Sicht ist eine Zinswende im Jahr 2017 wenig wahrscheinlich. Entsprechend wird die in den letzten Jahren verfolgte Strategie einer langfristigen Zinsanbindung fortgeführt. Damit wird das Risikobudget weiterhin nicht voll beansprucht.

Die Strategie zur vollständigen Währungsabsicherung bei Spezialgeschäften (vgl. Kapitel 5) wird zurzeit überprüft. Gemäss der Erfahrungen der letzten 15 Jahre stehen dem Nutzen der Planungssicherheit angefallene Opportunitätskosten gegenüber. 2017 wird eine Entscheidungsgrundlage für eine allfällige Anpassung der Absicherungsstrategie vorliegen. Dabei ist zu klären, inwieweit der Bundeshaushalt gewisse Währungsrisiken tragen kann mit dem Ziel, längerfristig die Opportunitätskosten zu reduzieren.

Geplante Anleihe-
Emission 2017: 5 Mrd.
inkl. Agio

Erschwerte Liquiditäts-
planung wegen Negativ-
zinsen

Keine Ausschöpfung
der Risikolimiten
im Tiefzinsumfeld

Strategieüberprüfung der
Währungsabsicherung
bei Spezialgeschäften

Bewertung der Bundesanleihen at amortized cost

Bis jetzt wurden die Bundesanleihen zu Nominalwerten bilanziert, und die bei einer Emission über pari vereinnahmten Agios flossen als Ausgabenminderung in die Bundesrechnung des entsprechenden Jahres ein. Ab 1.1.2017 wendet der Bund neue Rechnungslegungsstandards für Finanzinstrumente an (International Public Sector Accounting Standards, IPSAS 28–30): Die Anleihen werden neu «at amortized cost» bilanziert. Agios werden damit bei der Emission der Schuld zugerechnet und dann über die ganze Laufzeit amortisiert. Damit sind Agios neu Bestandteil der Finanzierungstätigkeit des Bundes und werden von der Bundestresorerie bei der Deckung des Geldbedarfs mit berücksichtigt.
