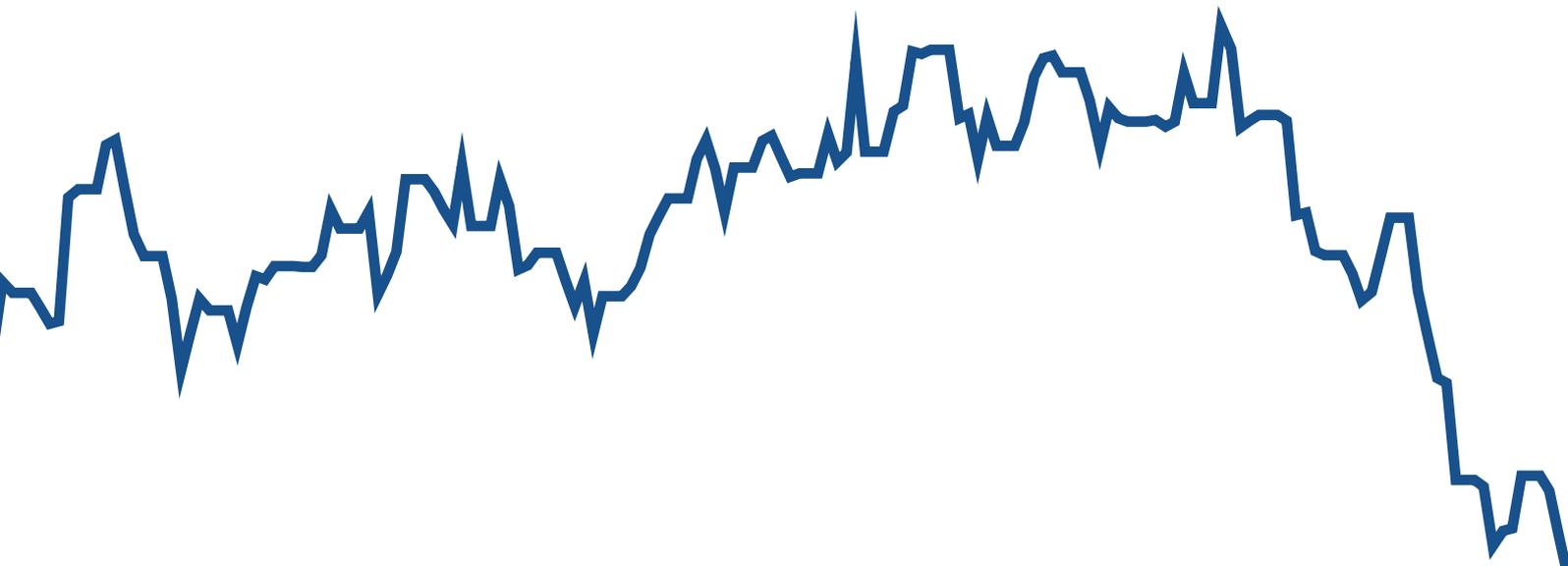


Bundestresorerie

Tätigkeitsbericht 2023



Impressum

Herausgeber:
Eidg. Finanzverwaltung EFV

März 2024

Der Tätigkeitsbericht der Bundestresorerie erläutert die Strategien und Ergebnisse der Schulden-, Liquiditäts- und Devisenbewirtschaftung des Bundes im Jahr 2023. Er richtet sich primär an den Bundesrat, die Finanzdelegation sowie die Eidg. Finanzkontrolle. Nachdem diese Gremien den Bericht zur Kenntnis genommen haben, wird er der interessierten Öffentlichkeit zugänglich gemacht.

Übersicht

Seite

Zusammenfassung	5
Vorgaben und Zielgrößen	7
Tresorerietätigkeit 2023	11
Entwicklungen am Schweizer Kapitalmarkt	11
Finanzierungsbedarf und Liquiditätsentwicklung	14
Anlagetätigkeit	15
Mittelaufnahme am Geldmarkt	18
Mittelaufnahme am Kapitalmarkt	19
Devisenbewirtschaftung	27
Darstellung und Beurteilung der Risikosituation	31
Zinsänderungsrisiko	31
Refinanzierungsrisiko	34
Fremdwährungsrisiko	34
Gegenparteirisiko	35
Ausblick	37

103

Milliarden

Schulden verwaltet die Bundestresorerie. 86 Milliarden davon sind Marktschulden
(Geldmarkt-Buchforderungen und Anleihen)

1,20

Prozent

beträgt die Verzinsung der 2023 emittierten Anleihen.

10,5

Jahre

beträgt die durchschnittliche Restlaufzeit der Marktschulden des Bundes

Zusammenfassung

Anders als erhofft, war auch das Jahr 2023 geprägt durch Krisen und Ausnahmesituationen. Nach der Corona-Pandemie und der Strommangellage im Zuge des russischen Angriffskriegs gegen die Ukraine wurden die Kapitalmärkte im Jahr 2023 von Bankeninsolvenzen durchgeschüttelt. Während in den USA vier kleine bis mittelgrosse Regionalbanken zusammenbrachen, traf es in der Schweiz eine systemrelevante Grossbank: Am 19. März wurde die Übernahme der Credit Suisse durch die UBS bekannt gegeben. Seit Monaten kämpfte die Bank nach einer Vielzahl von Skandalen, Abschreibungen und Führungswechseln gegen einen Vertrauensverlust und massive Liquiditätsabflüsse. Mitte März spitzte sich die Liquiditätssituation der Bank so zu, dass der Bund Garantien und die SNB Liquidität im Umfang von insgesamt über 200 Milliarden zur Verfügung stellen mussten, um die Übernahme der CS durch die UBS zu ermöglichen und damit massive Schäden für die Schweizer Volkswirtschaft sowie eine drohende globale Bankenkrise abzuwenden.

Trotz den rekordhohen finanziellen Zusicherungen des Bundes wurde die Mittelbeschaffung durch den Bund nicht beeinträchtigt. Im Gegenteil: das resolute Eingreifen der Behörden und die Art der Krisenbewältigung schaffte Vertrauen. Die Ratingagenturen bestätigten die höchste Bonitätsstufe des Bundes und bereits in der Aprilauktion platzierte der Bund zwei Anleihen mit rekordhohen negativen Swap-Spreads von gegen minus 100 Basispunkten. Die Notübernahme hat die Finanzierungskosten des Bundes somit nicht in die Höhe getrieben.

Überhaupt kehrte am Schweizer Finanzmarkt schnell wieder Ruhe ein. Die hohen Inflationszahlen und die raschen, beherzten Zinserhöhungen der Zentralbanken rückten wieder in den Vordergrund des Geschehens. Die Rückkehr zu positiven Zinsen belebte die Emissionstätigkeit am Schweizer Kapitalmarkt merklich. Das Jahr 2023 war mit über 80 Milliarden Neuemissionen das stärkste Emissionsjahr seit 2010. Das ausstehende Anleihevolumen erreichte neue Rekordstände und lag Ende Jahr bei über 600 Milliarden, wobei gut 470 Milliarden oder knapp vier Fünftel auf die inländischen Schuldner entfällt. Der Bund war ebenfalls sehr aktiv und nahm insgesamt über 8 Milliarden langfristige Mittel am Markt auf. Das ausstehende Volumen an Eidg. Anleihen belief sich Ende 2023 auf rund 72 Milliarden und erhöhte sich damit gegenüber dem Vorjahr um knapp 4 Milliarden.

Mit der Zinswende rückte die Liquiditätsplanung und das Cashmanagement wieder stärker in den Vordergrund. Mit der Abkehr von den negativen Zinsen wichen die Mittelzu- und abflüsse deutlich von den früheren Mustern ab, was die Liquiditätsbewirtschaftung erschwerte. So musste Anfang Jahr relativ kurzfristig das Volumen der Geldmarktbuchforderungen (GMBF) stark auf über 20 Milliarden erhöht werden. Ende Jahr lag das Volumen der ausstehenden GMBF bei rund 14 Milliarden und damit innerhalb der angestrebten Bandbreite.

Mit dem höheren Zinsniveau stiegen auch die Finanzierungskosten; wegen der stark inversen Zinskurve insbesondere bei den GMBF. So lag der zu bezahlende Zins bei den GMBF im Durchschnitt bei rund 1,4 Prozent, während die im Jahr 2023 emittierten Bundesanleihen lediglich mit 1,2 Prozent rentierten. Gleichzeitig stiegen durch das höhere Zinsniveau auch die Erträge auf der Liquidität.

Die über weite Strecken des Jahres invers verlaufende Zinskurve erschwerte auch die Umsetzung der Schuldenstrategie. Diese sieht für neu platzierte Anleihen eine durchschnittliche Restlaufzeit von 12 Jahren vor. Damit sollen die Zinsausgaben bei gegebenem Risikoappetit minimiert werden. Im vergangenen Jahr lag die Zinsbindung allerdings bei rund 15 Jahren und damit über dem anvisierten Zielwert. Verschiedene Ursachen haben zu dieser Abweichung geführt. So war einerseits die Nachfrage nach kurzlaufenden Bundesanleihen über das ganze Jahr betrachtet relativ schwach. Ein höheres Emissionsvolumen wäre in diesem Laufzeitensegment nur mit deutlichen Preiszugeständnissen möglich gewesen. Andererseits machte es aufgrund der ausgeprägten Inversion der Zinskurve aus Emittentensicht auch ökonomisch wenig Sinn, kurzlaufende Anleihen zu emittieren und damit höhere Zinsänderungsrisiken einzugehen, ohne durch entsprechend tiefere Kosten – d.h. niedrigere Renditen – entschädigt zu werden.

Im abgelaufenen Berichtsjahr wurde der im Vorjahr neu lancierte Grüne Eidgenosse auch wieder aufgestockt. Per Ende Jahr betrug das Volumen bereits knapp 1,5 Milliarden. Im Herbst 2023 wurde nun der erste «Allokations- und Wirkungsbericht zu Grünen Anleihen» publiziert. Darin wird Rechenschaft abgelegt, wie die beschafften Mittel auf die verschiedenen anrechenbaren Ausgabenbereiche verteilt werden und zu welchen positiven Umweltauswirkungen damit beigetragen wurde. Nicht nur der Grüne Eidgenosse wurde im Jahr 2022 lanciert, sondern erstmalig auch das Forum Bundestresorerie. Das Forum ergänzt das gleichzeitig publizierte Emissionsprogramm für das Folgejahr und richtet sich schwergewichtig an die an den Auktionen teilnehmenden Banken. Nach den vielen positiven Rückmeldungen war es eine Selbstverständlichkeit, das Forum erneut durchzuführen. Neben dem Emissionsprogramm 2024 und der Tätigkeit der Bundestresorerie galt diesmal das Schwerpunktthema den Herausforderungen für den Schweizer Finanzplatz.

103

Milliarden

Schulden verwaltet die Bundestresorerie. 86 Milliarden davon sind Marktschulden
(Geldmarkt-Buchforderungen und Anleihen)

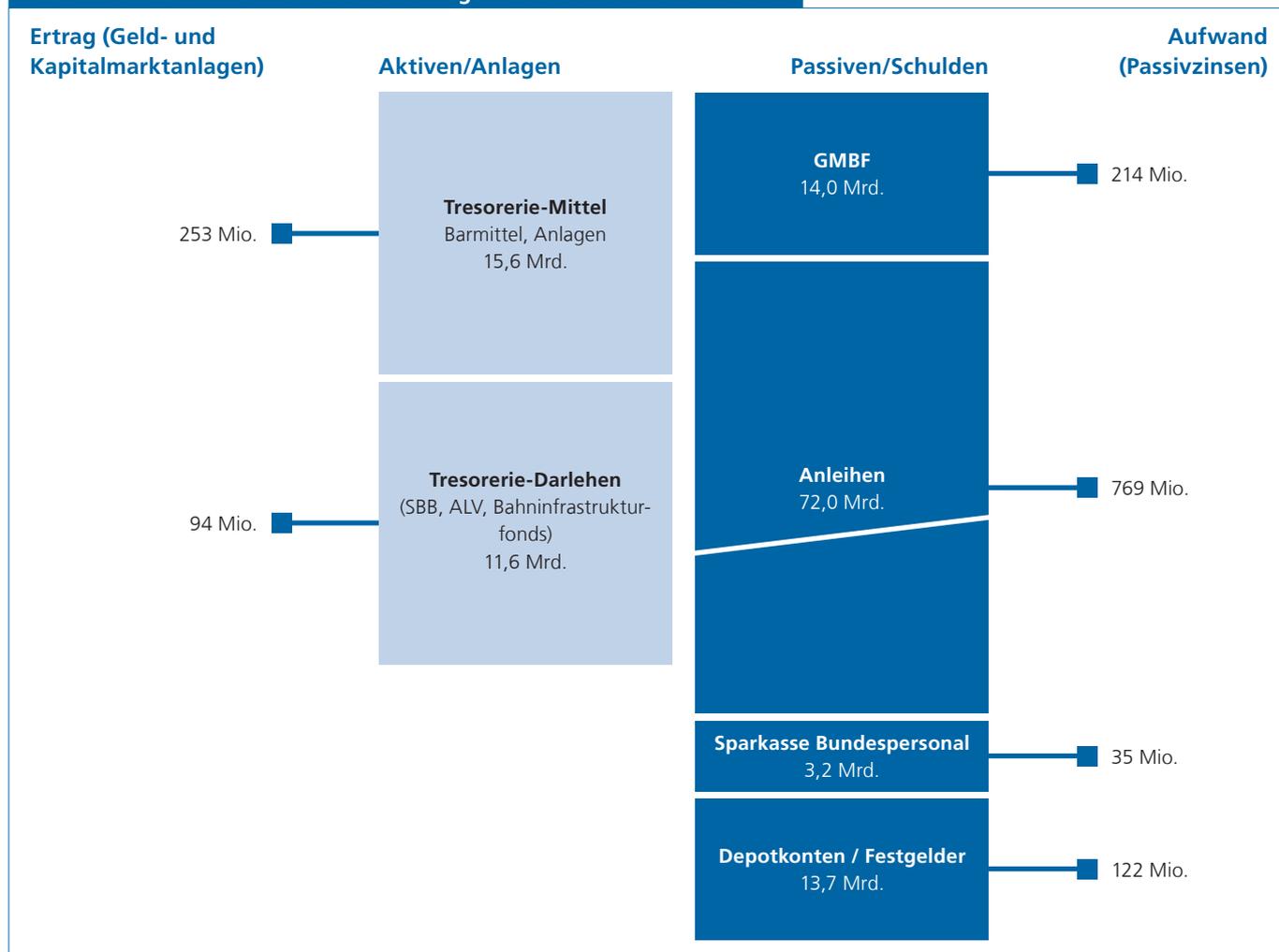
Vorgaben und Zielgrössen

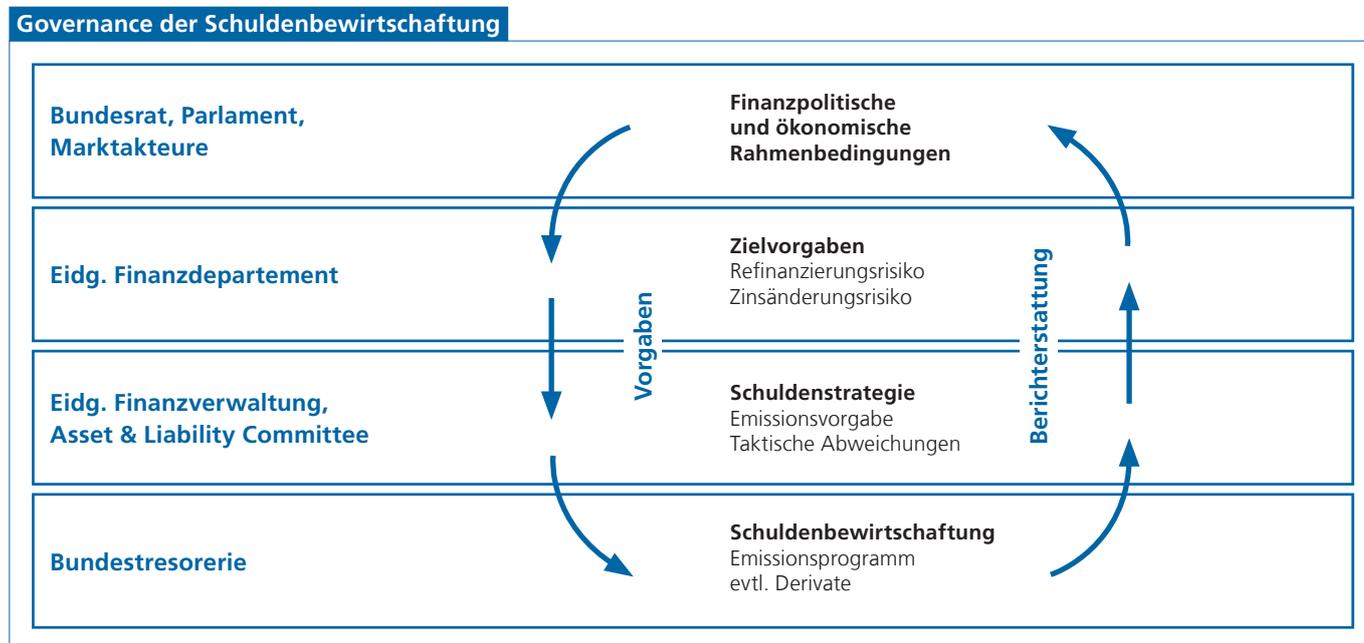
Die von der Eidgenössischen Finanzverwaltung (EFV) geführte zentrale Tresorerie sorgt für die ständige Zahlungsbereitschaft des Bundes (Art. 60 Abs. 1 Finanzhaushaltsgesetz). Aus diesem gesetzlichen Auftrag ergeben sich die drei Hauptaufgaben der Bundestresorerie:

- *Schuldenbewirtschaftung*: Deckung der Finanzierungsbedürfnisse durch Mittelbeschaffung am Geld- und Kapitalmarkt zu möglichst tiefen Kosten bei einem akzeptablen Risiko
- *Liquiditätsmanagement*: Sicherstellung eines angemessenen Bestands an Tresoreriemitteln zum Ausgleich von Liquiditätsschwankungen; sichere und marktkonform verzinst kurzfristige Anlage des Liquiditätsbestandes resp. kurzfristige Deckung von Liquiditätslücken
- *Devisenbewirtschaftung*: Zentrale Beschaffung und Bewirtschaftung von Fremdwährungen zur Gewährleistung von Planungssicherheit



Die Tresorerie-Bilanz und ihre Auswirkung auf den Bundeshaushalt 2023





Die Bundestresorerie bewirtschaftet einen wesentlichen Teil der Bilanz des Bundes. Mit ihren Tätigkeiten sind substantielle Ausgaben und Einnahmen verbunden. Weil der Bund ein Netto-Schuldner ist, fällt dabei die Schuldenbewirtschaftung mit den Passivzinsen am meisten ins Gewicht.

In Bezug auf das Schuldenvolumen hat die Bundestresorerie wenig Handlungsspielraum, da der Finanzierungsbedarf primär von der Entwicklung des Bundeshaushaltes und damit von der Finanzpolitik abhängt. Trotzdem hat die Schuldenbewirtschaftung der Bundestresorerie einen signifikanten Einfluss auf die Passivzinsen: Da die Zinsen für kurze Laufzeiten in der Regel tiefer sind als für lange, kann die Bundestresorerie die durchschnittliche Zinsbelastung durch die vermehrte Ausgabe von kurzfristigen Schuldpapieren senken. Damit erhöht sie aber das Zinsänderungsrisiko und das Refinanzierungsrisiko, weil die Schulden häufiger erneuert werden müssen. Umgekehrt kann sie diese Risiken durch die Ausgabe langer Schulden senken, was aber im Durchschnitt zu höheren Zinsausgaben führt.

Das Zinsänderungsrisiko ist eine finanzpolitisch relevante Grösse, weil sich unerwartete Änderungen bei den Zinsausgaben auf den Handlungsspielraum bei der Budgetierung der anderen Ausgaben auswirken. Deshalb hat die Bundestresorerie bei der Schuldenbewirtschaftung eine Risikolimit, die sie nicht überschreiten darf. Dieses Risikobudget ist Teil der Zielvorgaben der EFV innerhalb der Leistungssteuerung. Diese werden mit dem Departement jährlich vereinbart. Innerhalb dieser Risikovorgaben gibt das Asset & Liability Committee der EFV (ALCO) eine Schuldenstrategie vor, welche die Bundestresorerie bei ihrer Emissionstätigkeit umzusetzen hat. Das Monitoring und Reporting erfolgt durch ein unabhängiges Middle Office (Risk Control).

Auch das Liquiditäts- und das Devisenmanagement sind mit Risiken verbunden, die vom ALCO gesteuert und von Risk Control überwacht werden.

Zielvorgaben

	Limite	Ist 2022	Ist 2023
Refinanzierungsrisiko: Die EFV trägt dazu bei, dass das Refinanzierungsrisiko des Bundes tragbar ist.			
Fälligkeitsprofil Geld- und Kapitalmarktschulden unter 1 Jahr (% , maximal)	30	23	20
Fälligkeitsprofil Geld- und Kapitalmarktschulden unter 5 Jahren (% , maximal)	60	38	38
Fälligkeitsprofil Geld- und Kapitalmarktschulden unter 10 Jahren (% , maximal)	85	60	59
Zinsänderungsrisiken: Die EFV trägt dazu bei, dass das Zinsänderungsrisiko für den Bundeshaushalt kurz- und mittelfristig tragbar ist.			
Zinsrisiko für die folgende 4-Jahresperiode kumuliert: zusätzl. Zinsaufwand, der in 9/10 Fällen nicht übertroffen wird (Mio. Fr.)	500	358	387

Risiken der Schuldenbewirtschaftung

Bei der Bewirtschaftung seiner Schulden ist der Bund mit zwei inhärenten Risiken konfrontiert:

Zinsänderungsrisiko: Bei einem Zinsanstieg müssen Schulden zu einem höheren Zinssatz aufgenommen werden. Dies führt zu höheren Zinsausgaben, d.h. zu einer Belastung des Bundeshaushalts. Das Zinsänderungsrisiko kann mittels Simulationsrechnungen quantifiziert werden.

Refinanzierungsrisiko: Eine (Re-)Finanzierung kann aufgrund abnehmender Kreditwürdigkeit (Bonität) des Bundes oder wesentlicher Störungen auf den Finanzmärkten nur zu erhöhten/ungünstigen Marktzinssätzen oder im Extremfall gar nicht durchgeführt werden. Dies kann die Sicherstellung der Zahlungsbereitschaft des Bundes gefährden. Wichtigster Indikator für das Refinanzierungsrisiko sind das Fälligkeitsprofil der ausstehenden Schuld, aber auch Ratings.

1,20

Prozent

beträgt die Verzinsung der 2023 emittierten Anleihen.

Tresorerietätigkeit 2023

■ Entwicklungen am Schweizer Kapitalmarkt

Auch im Jahr 2023 dominierte die Inflation und damit verbunden die Erwartungen über den geldpolitischen Kurs der Zentralbanken die Kapitalmärkte. Im Fokus der Kapitalmarktteilnehmer lag insbesondere die geldpolitische Ausrichtung der US-Notenbank Fed und der Europäischen Zentralbank (EZB). Da sich die Inflation im Jahresverlauf vor allem in den USA und in der Eurozone als relativ hartnäckig erwies, mehrten sich im Jahresverlauf die Stimmen, dass die Leitzinsen für einen längeren Zeitraum auf einem höheren Niveau verbleiben dürften («higher for longer»). Dies und die Unsicherheit darüber, ob den Zentralbanken mittels ihrer restriktiven Geldpolitik eine nachhaltige Senkung der Inflationsraten gelingen wird, manifestierte sich u.a. in erhöhter Volatilität an den Anleihemärkten, wo z.B. die Rendite zehnjähriger «US Treasuries» während den Sommermonaten auf fast 5 Prozent anstieg, was ein neues «Nachfinanzkrisenhoch» markierte.

In der Schweiz fiel die Inflation zwar generell moderater aus, aber auch hier lag sie im ersten Quartal 2023 bei relativ hohen 3,4 Prozent. In der Folge führte die SNB ihren Zinsstraffungszyklus fort und erhöhte den SNB-Leitzins schrittweise auf einen Wert von 1,75 Prozent. Im zweiten Halbjahr liess der Inflationsdruck in der Schweiz spürbar nach. Dazu beigetragen hat auch die Aufwertung des Schweizer Franken, welche die importierte Teuerung bremste. Bis Ende 2023 reduzierte sich die Inflation auf 1,7 Prozent und befand sich somit wieder innerhalb des angestrebten Zielbands der SNB. Im Zuge dessen ging auch die Rendite des 10-jährigen Eidgenossen kontinuierlich zurück. Lag diese im Januar 2023 noch bei ca. 1,6 Prozent, sank sie sukzessive bis auf ca. 0,7 Prozent im Dezember 2023. Nebst dem Rückgang der Inflation waren u.a. auch schwache Konjunkturdaten sowohl in der Schweiz als auch in der Eurozone für diesen Renditerückgang verantwortlich, da dies der Aussicht auf baldige Zinssenkungen einen weiteren Schub verlieh.

Ein ebenfalls viel beachtetes Thema war 2023 das Bankenbeben, das im ersten Quartal insbesondere mit der Pleite der US-Bank Silicon Valley Bank begann. Nur kurze Zeit später ergab sich ein Ereignis, das vor allem aus Schweizer Sicht alles andere überschattete. Es war dies der Untergang der Credit Suisse (CS) bzw. die Übernahme der CS durch die UBS. Um massive Schäden für die Schweizer Volkswirtschaft, für Staat und Steuerzahlende abzuwenden und eine globale Bankenkrise zu verhindern, wurden innerhalb weniger Tage umfangreiche Liquiditätshilfen zur Verfügung gestellt.

Die Übernahme der CS rückte in der Folge auch die «Credit Default Swaps» (CDS) erstmals seit der Finanzkrise wieder in den Fokus der Öffentlichkeit. Jedoch nicht nur diejenigen der Banken, sondern auch jene der Eidgenossenschaft. Auch wenn die Aussagekraft der CDS-Spreads für die Eidgenossenschaft

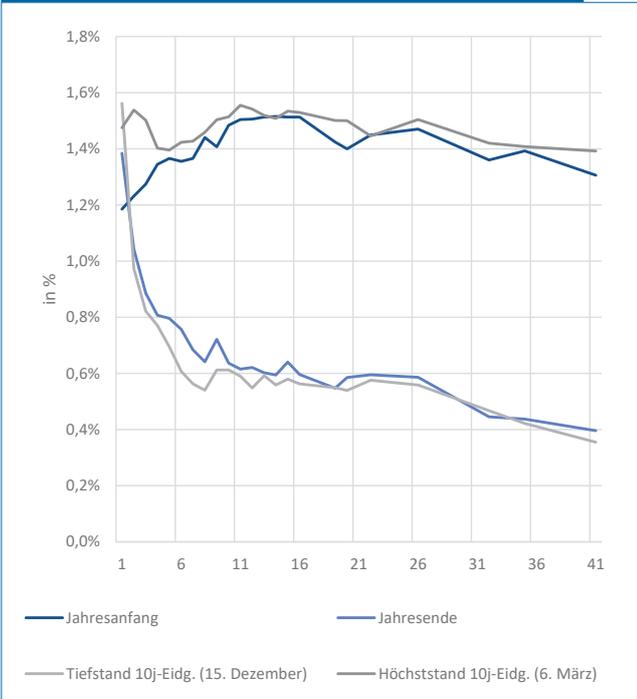
aufgrund der mangelnden Marktliquidität beschränkt ist, so war deren Bewegung dennoch beachtlich. Historisch betrachtet waren die CDS-Prämien für die Eidgenossenschaft immer relativ tief im Vergleich zu anderen europäischen Ländern. In den Tagen zwischen dem 17. und 20. März 2023 hatten sich diese, wenn auch auf tiefem Niveau, mehr als verdoppelt. Auf diesem Niveau verblieben die Prämien anschliessend auch, ehe sie sich im August 2023, nach der Ankündigung der UBS auf sämtliche Garantien des Bundes zu verzichten, wieder normalisierten und Ende Jahr sogar tiefer lagen als noch vor der CS-Übernahme. Dieses für die Schweiz historische Ereignis hatte rückblickend auch keinen unmittelbaren Effekt auf die Finanzierungskosten der Eidgenossenschaft, denn bereits kurz nach der Übernahme der CS durch die UBS bestätigten mehrere Ratingagenturen sowohl die jeweils höchste Bonitätsstufe der Eidgenossenschaft als auch deren stabilen Ausblick.

Die Marktteilnehmer am Schweizer Primärmarkt für Anleihen liessen sich von den oben genannten Ereignissen nicht aus der Ruhe bringen. Ganz im Gegenteil: 2023 war ein sehr emissionsstarkes Jahr. Das Emissionsvolumen betrug rund 80 Milliarden, wobei rund 68 Prozent auf das Inlandsegment entfielen. Das Auslandsegment konnte wiederum, wenn auch auf vergleichsweise tiefem Niveau, den seit 2021 eingeschlagenen Wachstumskurs fortsetzen und steigerte das Volumen im Vergleich zum Vorjahr um ca. 43 Prozent auf rund 26 Milliarden. Der Grund für diesen Anstieg dürfte insbesondere in den Währungsswaps liegen, die für ausländische Emittenten wieder an Attraktivität gewonnen haben.

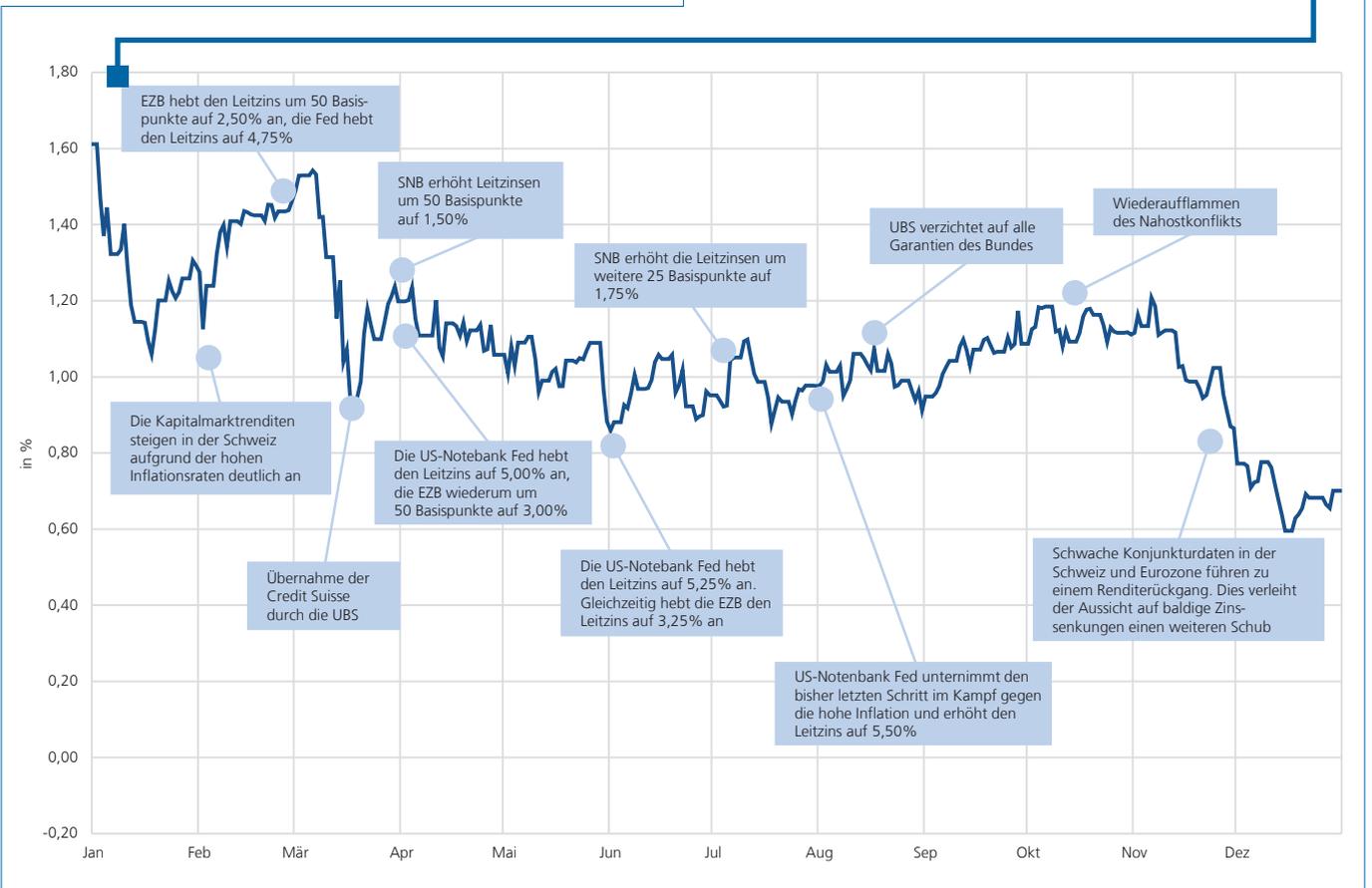
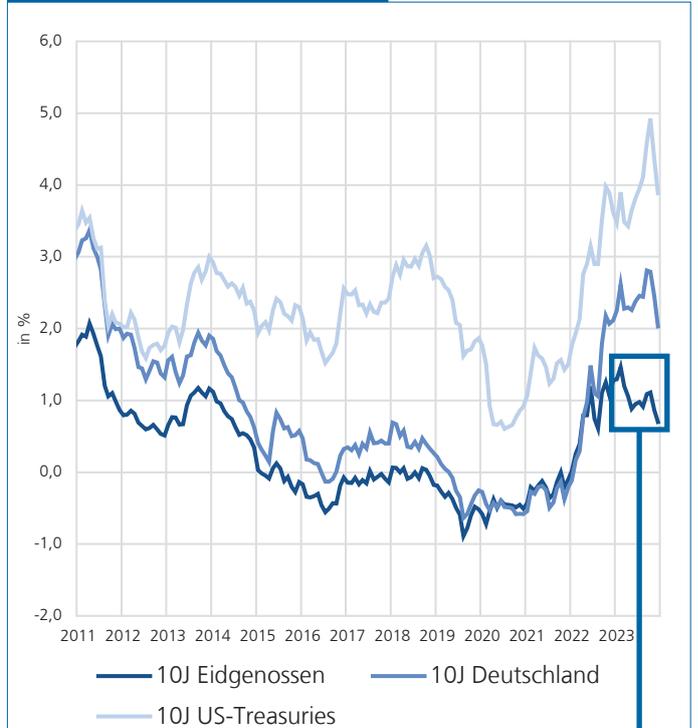
Die Rendite des 10-jährigen Eidgenossen sank im Jahresverlauf von 1,6 Prozent auf 0,7 Prozent

Wie bereits im Jahr 2022, waren auch im Jahr 2023 die beiden Pfandbriefinstitute die grössten Emittenten am Schweizer Anleihenmarkt (zusammen ca. 18 Mrd.), gefolgt von der Eidgenossenschaft. Das gleiche Muster zeigt sich auch beim ausstehenden Anleihevolumen. So betrug das Volumen der ausstehenden Anleihen am Schweizer Kapitalmarkt per Ende Dezember 2023 rund 609 Milliarden und wird dabei klar von der Pfandbriefbank (ca. 90 Mrd.), der Pfandbriefzentrale (ca. 80 Mrd.) und der Eidgenossenschaft (ca. 72 Mrd.; inkl. verkauften Eigentranchen, jedoch exkl. Restbestand an Eigentranchen) beherrscht.

Zinskurve Eidgenossen (Restlaufzeit und Rendite)

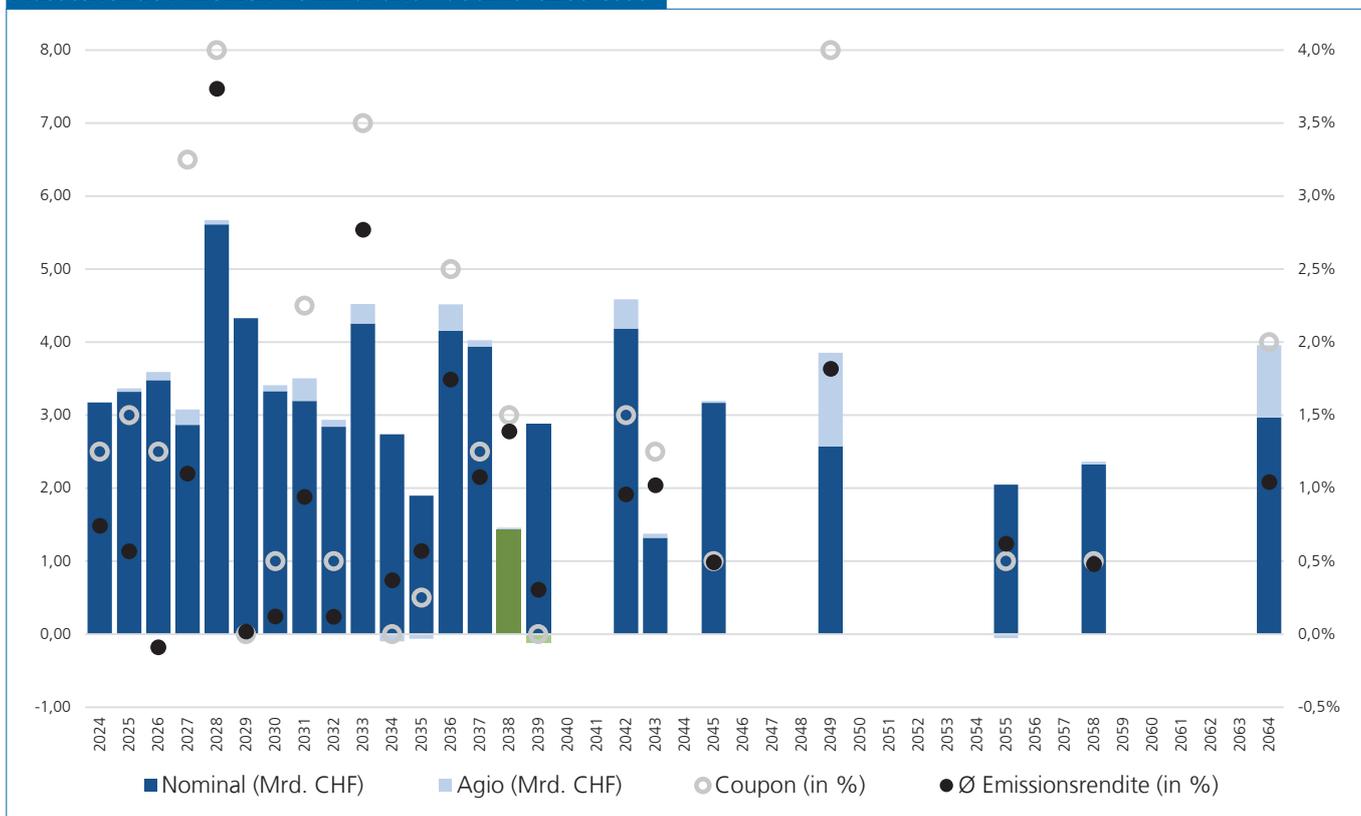


Zinsentwicklung Staatsanleihen

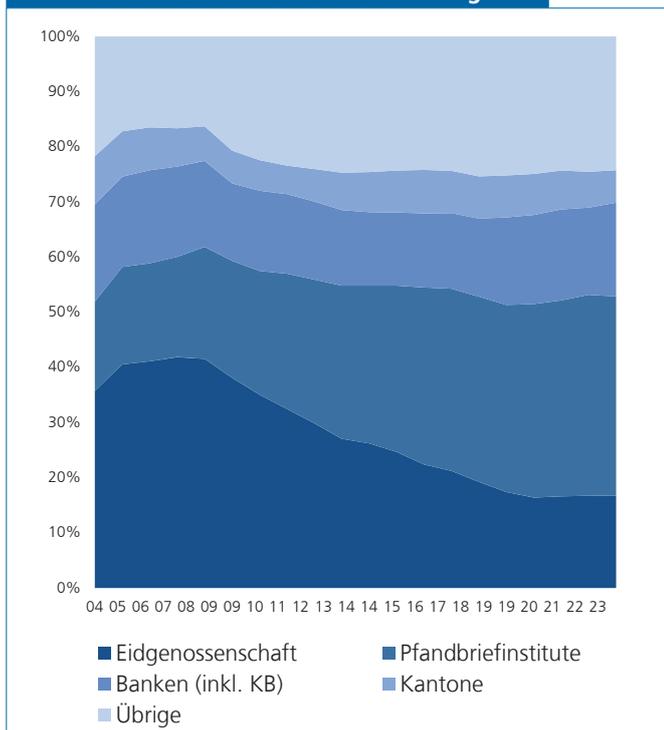


Daten: Bloomberg

Ausstehende Anleihen nominal und «at amortized cost»

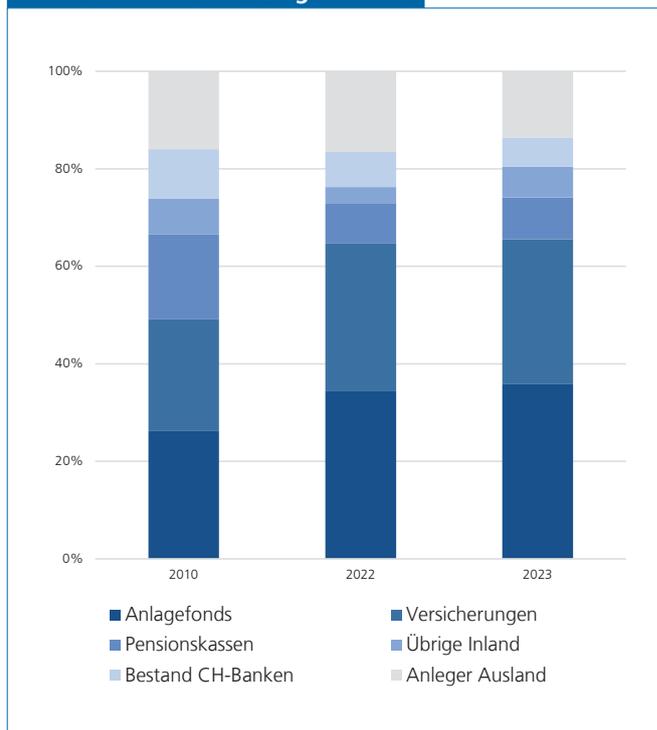


Ausstehende Anleihen im CHF-Inlandsegment



Daten: SIX

Investorenbasis der «Eidgenossen»



Daten: SNB, eigene Berechnungen

Finanzierungsbedarf und Liquiditätsentwicklung

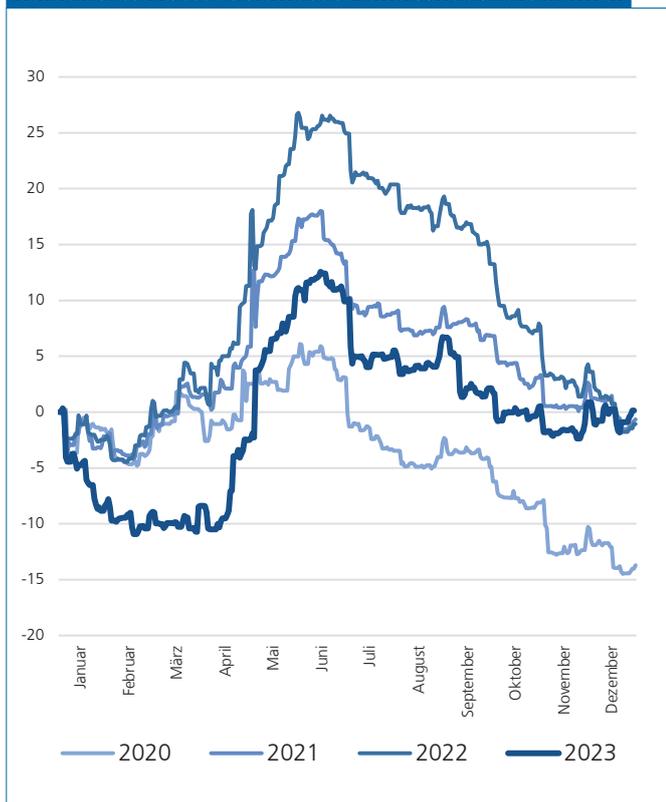
Der Bund verfügte Anfang 2023 über liquide Mittel im Umfang von 16,7 Milliarden. Diese umfassten neben dem Guthaben auf dem SNB-Girokonto auch kurzfristige Geldmarktanlagen. Die vom ALCO verabschiedeten Bandbreiten für eine optimale Liquiditätshaltung sahen auch per Ende 2023 einen relativ hohen Liquiditätsbestand von 15 bis 20 Milliarden vor. Die hohen Liquiditätsreserven sind weiterhin notwendig, um die möglichen Verpflichtungen aus dem Rettungsschirm für die Elektrizitätswirtschaft jederzeit zu erfüllen. So muss die Bundestresorerie gestützt auf das Bundesgesetz über subsidiäre Finanzhilfen zur Rettung systemkritischer Unternehmen der Elektrizitätswirtschaft (FiREG) bis Ende 2026 in der Lage sein, innert kurzer Zeit bis zu 10 Milliarden für die Liquiditätsüberbrückung der Branche zur Verfügung zu stellen.

Um die Liquidität in der gewünschten Bandbreite zu halten, sah das Emissionsprogramm der Eidg. Finanzverwaltung Bruttoemissionen am Kapitalmarkt in der Höhe von 8 Milliarden vor. Gleichzeitig sollte das GMBF-Volumen im Jahresverlauf innerhalb einer Bandbreite von 12 bis 18 Milliarden gehalten werden. Der Schuldenaufbau von netto 3,4 Milliarden war hauptsächlich zur

Das saisonale Liquiditätsmuster unterlag aufgrund der Zinswende relativ grossen Schwankungen

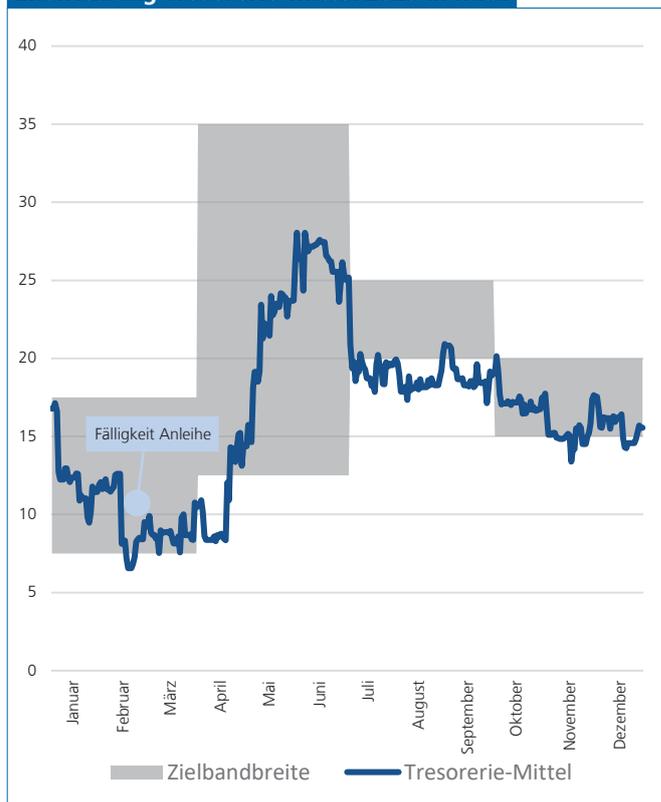
Deckung der erwarteten Mittelabflüsse aufgrund der Zinswende vorgesehen. Zu erwähnen sind insbesondere die verbleibenden Mittel der Stiftung Auffangeinrichtung BVG im Umfang von 2 Milliarden, welche während der Negativzinsphase zinslos beim Bund angelegt und seit der Zinswende im Jahr 2022 schrittweise wieder abgezogen wurden.

Kumulierte Netto-Geldflüsse Bundeshaushalt in Mrd.



Berechnung: Tägliche Veränderung des SNB-Girokontos abzgl. Finanzierungstätigkeit

Entwicklung Tresorerie-Mittel 2023 in Mrd.



Insgesamt erwies sich die Tresorerieplanung, welche als Grundlage für das Emissionsprogramm 2023 diente, als zutreffend. So lagen die Tresoreriemittel am Jahresende bei rund 15,3 Milliarden und damit innerhalb der definierten Bandbreiten. Gleichzeitig wich die Emissionstätigkeit am Geld- und Kapitalmarkt nur geringfügig vom publizierten Emissionskalender ab. So wurden Bundesanleihen im Umfang von 8,3 Milliarden am Markt platziert und das GMBF-Volumen lag am Jahresende bei knapp 14 Milliarden.

Was allerdings nicht den Erwartungen entsprach, war das saisonale Liquiditätsmuster. Dieses wich in den ersten beiden Quartalen massiv von den Vorjahren ab. Verantwortlich dafür war die Anhebung des SNB-Leitzinses in den positiven Bereich, die sich bis weit in das Jahr 2023 bemerkbar machte. Insbesondere bei der Verrechnungssteuer wurden am Jahresanfang deutlich mehr Rückforderungen gestellt als in früheren Jahren. Dazu kam, dass auch Subventionen und Finanzhilfen deutlich früher abgerufen wurden und gleichzeitig die Kantone bei den Steuerablieferungen der direkten Bundessteuer die gesetzlichen Fristen wieder voll ausschöpften. In der Folge lagen die Netto-Geldabflüsse in den ersten Monaten nicht bei den üblichen 5 Milliarden, sondern bei rund 10 Milliarden und es dauerte deutlich länger bis die Liquidität wieder den Planwerten entsprach. Erst ab den Sommermonaten normalisierte sich das Liquiditätsmuster wieder und die kurzfristige Liquiditätsplanung gewann wieder an Aussagekraft.

■ Anlagetätigkeit

Tresorerie-Mittel

Die Bundestresorerie kann im Rahmen des Liquiditätsmanagements am Geldmarkt Gelder anlegen und auch Kredite aufnehmen. Mit der Erhöhung des SNB-Leitzinses in den positiven Bereich, die bereits im September 2022 begonnen und im Juni 2023 ihren vorläufigen Höhepunkt erreicht hat, nahm die Bundestresorerie die Anlagetätigkeit kurzfristiger Gelder wieder auf. Dabei stehen drei Instrumente im Vordergrund. Mit dem Girokonto der SNB steht der Bundestresorerie eine risikolose und bis zu einer gewissen Limite zum Leitzins verzinste Anlagemöglichkeit zur Verfügung. In der täglichen Liquiditätsplanung wird eine möglichst hohe Ausschöpfung dieser Limite des Girokontos angestrebt. Darüber hinaus werden Festgelder mit Laufzeiten zwischen einer Woche und sechs Monaten mit der SNB zu gängigen Marktkonditionen abgeschlossen. Mit dem Zugang zum Schweizer Repomarkt steht ein drittes Instrument zur Geldanlage zur Verfügung, welches insbesondere für die Anlage unerwarteter und kurzfristig über der Limite des Girokontos liegender Liquidität genutzt wird.

Zu Jahresbeginn standen SNB-Festgelder in der Höhe von 12,7 Milliarden aus. In diesen Festgeldern ist auch die 1 Milliarde enthalten, welche jederzeit zur Deckung möglicher Intraday-Liquiditätsengpässe bei der SNB gehalten werden muss. Im Laufe des Jahres schwankte das ausstehende Festgeldvolumen zwischen 2,0 und 23,5 Milliarden. Per Jahresende waren 10,1 Milliarden angelegt. Die erzielte Rendite orientierte sich jeweils am vorherrschenden OIS Saron Swapsatz der entsprechenden Laufzeit.

Wenn die verfügbare Liquidität auf dem Girokonto am Tagesende die Limite zur Verzinsung zum SNB-Leitzins übersteigt, schliesst die Bundestresorerie kurzfristige (overnight) Repogeschäfte ab. Die dabei platzierten Gelder werden bereits am nächsten Bankwerktag zurückbezahlt. Der CHF-Repomarkt hat die Bundestresorerie als Teilnehmer sehr schnell akzeptiert, es konnte innert kürzester Zeit mit einem breiten Kreis von Gegenparteien die gegenseitige Aufschaltung im System der SIX Repo AG vereinbart werden. Im 2023 wurden an 80 Tagen Repogeschäfte abgeschlossen. Die dabei gehandelten Volumene bewegten sich zwischen 30 Mio. und 1,915 Mrd. und betragen im Durchschnitt 540 Mio. Der jeweils vereinbarte Zins bewegt sich leicht unter dem SNB-Leitzins aber deutlich über dem Zinssatz, den die SNB für Guthaben auf dem Girokonto über der Limite vergütet (SNB-Leitzins -50bp).

Daneben wurde einzig noch einem Kanton ein kurzfristiges Darlehen über das Jahresende im Umfang von 0,15 Milliarden gewährt.

Repo-Geschäfte

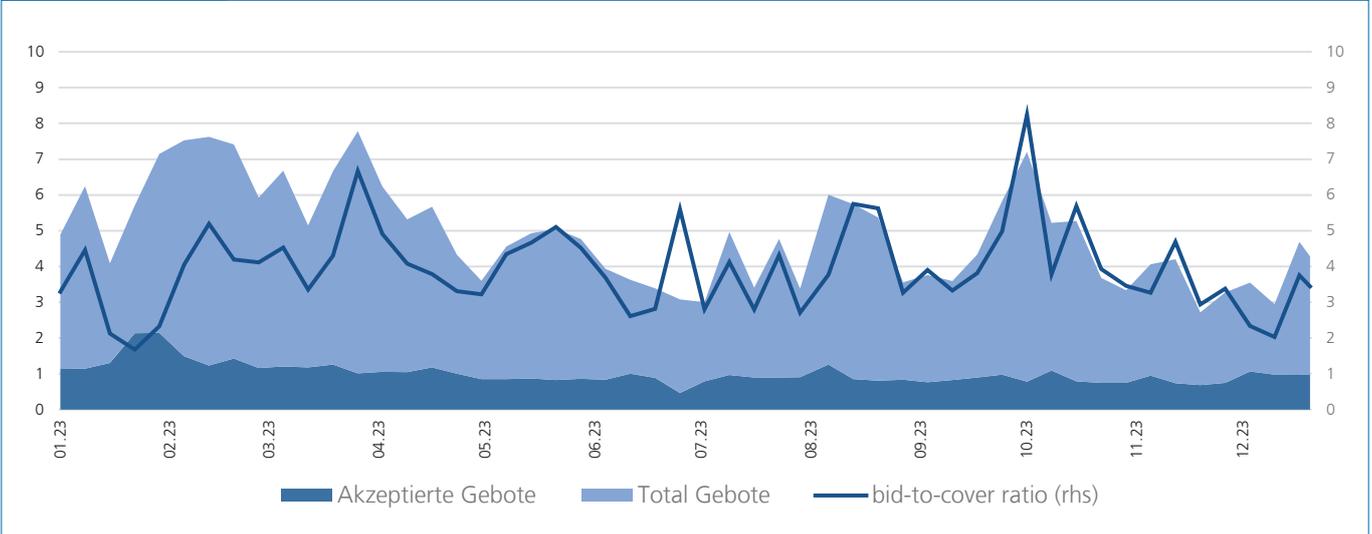
Repos (Repurchase Agreements) bezeichnen Finanztransaktionen, bei denen Sicherheiten (z.B. Anleihen) für eine bestimmte Zeit gegen Kredite getauscht werden. Sie setzen sich grundsätzlich aus zwei Transaktionen zusammen, einem Kassa- und einem Termingeschäft. In einem ersten Schritt verkauft der Geldnehmer Sicherheiten an den Geldgeber (Kassageschäft). Gleichzeitig einigen sich die Parteien auf den Rückkauf der Sicherheiten auf einen zukünftigen Termin (Termingeschäft). Bei einer gewöhnlichen Repo-Transaktion erhält der Geldgeber bei der Rückabwicklung des Geschäfts zusätzlich zum ausgeliehenen Betrag einen Repozins. Die Laufzeit eines Repos beträgt normalerweise zwischen einem Tag und 12 Monaten. Repos sind ein wichtiger Bestandteil des Interbankenmarkts und versorgen das Finanzsystem mit Liquidität. Zudem benützt die SNB den Repohandel zur Umsetzung ihrer geldpolitischen Strategie, indem sie den kurzfristigen Repozins – die Swiss Average Rate Overnight SARON – nahe an ihrem Leitzins hält. Ein wichtiges Merkmal von Repos gegenüber anderen Finanzgeschäften ist die erhebliche Reduktion des Kreditrisikos, die durch die ausgetauschten Sicherheiten und den mindestens täglichen Margenausgleich erreicht wird. Die Bundestresorerie ist seit Anfang 2019 an den Repomarkt angeschlossen.

Tresorerie-Darlehen

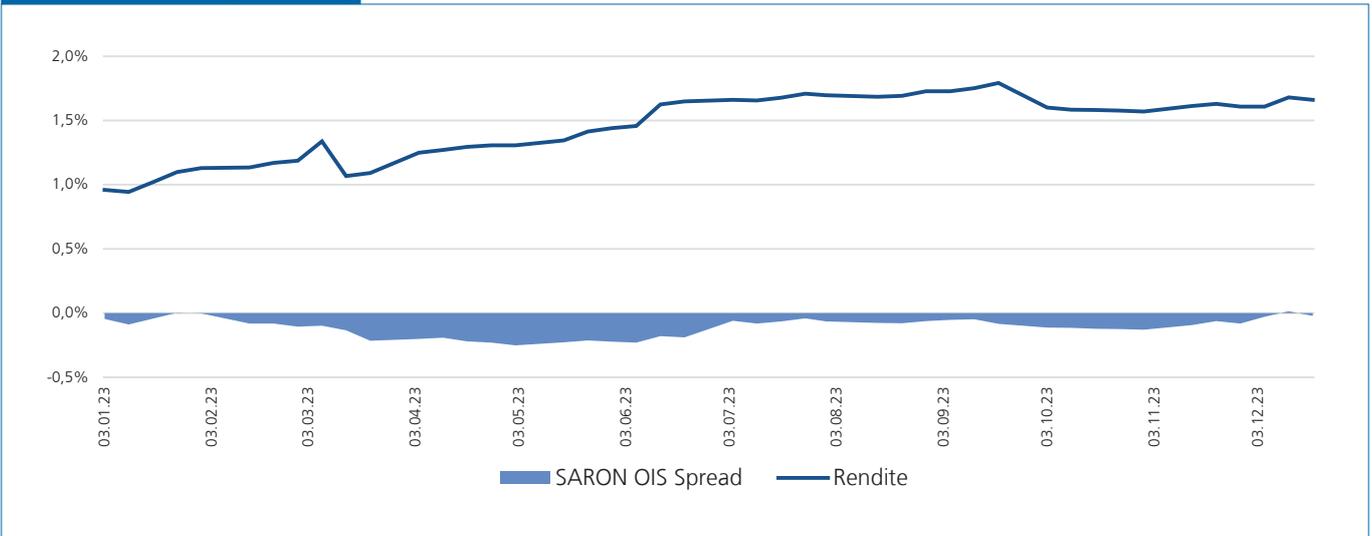
Die Bundestresorerie kann Verwaltungseinheiten der dezentralen Bundesverwaltung, die eine eigene Rechnung führen, für die Verwaltung ihrer liquiden Mittel der zentralen Tresorerie anschliessen. Dies gilt ebenfalls für Organisationen, die aufgrund einer spezialgesetzlichen Grundlage bei der Bundestresorerie Mittel anlegen und verwalten lassen können. Die Bundestresorerie schliesst mit den berechtigten Einheiten Tresorerievereinbarungen ab. In bestimmten Fällen sehen die Tresorerievereinbarungen vor, dass die Verwaltungseinheiten bei der Bundestresorerie auch Darlehen aufnehmen können. Die Verzinsung der Darlehen orientiert sich dabei in der Regel am jeweils vorherrschenden OIS Saron Swapsatz der entsprechenden Laufzeit zuzüglich einer Marge. Von dieser Möglichkeit machten im Berichtsjahr fast ausschliesslich die SBB und der Bahninfrastrukturfonds (BIF) Gebrauch. Die ausstehenden Darlehen an die SBB stiegen im Jahresverlauf von 6,3 auf 6,5 Milliarden an, diejenigen des BIF sanken von 5,8 auf 5,1 Milliarden. Damit standen per Jahresende Tresorerie-Darlehen über total 11,6 Milliarden aus.

Geldmarkt-Buchforderungen

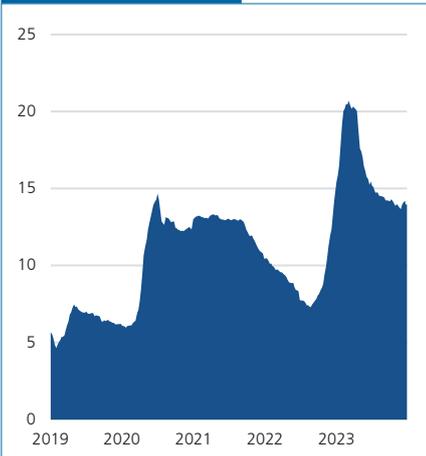
Auktionen in Mrd.



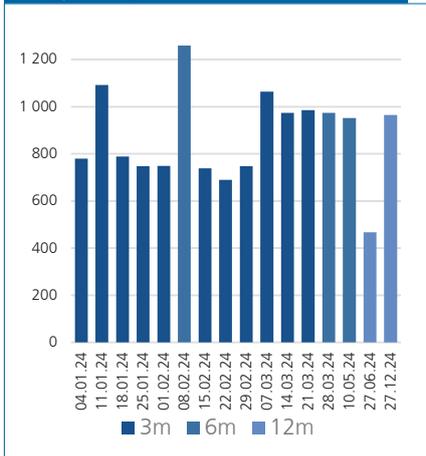
Rendite in Prozent (3m GMBF)



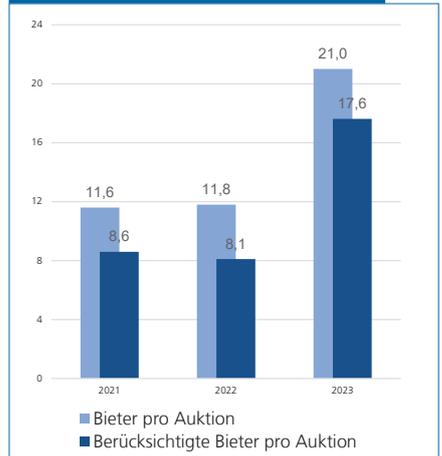
Ausstehend in Mrd.



Fälligkeitsprofil Ende 2023 in Mio.



Durchschnittliche Anzahl Bieter



■ Mittelaufnahme am Geldmarkt

Geldmarkt-Buchforderungen

Geldmarkt-Buchforderungen (GMBF) stellen aufgrund ihrer kurzen Laufzeit und dem wöchentlichen Auktionsrhythmus ein gut geeignetes Instrument dar, um die kurzfristige Liquidität des Bundes zu steuern und auf kurzfristige Zahlungsspitzen zu reagieren. Letztere waren wiederum der Grund, weshalb die GMBF auch in diesem Jahr wieder verstärkt in den Fokus der Bundestresorerie gerückt sind. Gemäss dem Emissionsprogramm für das Jahr 2023 sollte das GMBF-Volumen im Jahresverlauf innerhalb einer Bandbreite von 12 bis 18 Milliarden zu liegen kommen (Bandbreite 2022: 8 bis 14 Mrd.). Während zu Jahresbeginn das Volumen ausstehender GMBF noch rund 15 Milliarden betrug, belief es sich per Jahresende noch auf rund 14 Milliarden, womit die angestrebte Bandbreite per Jahresende eingehalten wurde.

Allerdings führten u.a. hohe Rückforderungen bei der Verrechnungssteuer sowie frühe Abrufe von Subventionen und Finanzhilfen im ersten und zu Beginn des zweiten Quartals zu einem deutlich erhöhten Finanzierungsbedarf des Bundes. Der Grund hierfür liegt insbesondere in der im Herbst 2022 von der SNB eingeläuteten Zinswende liegen, deren Auswirkungen noch bis ins Jahr 2023 zu spüren waren. Damit die Liquidität nicht unter eine kritische Schwelle fiel, intensivierte die Bundestresorerie die Emissionstätigkeit bei den GMBF. So wurde das am Anfang des Jahres ausstehende GMBF-Volumen innerhalb weniger Auktionen von rund 15 auf mehr als 20 Milliarden erhöht, womit die im Emissionsprogramm angekündigte Bandbreite (12 bis 18 Mrd.) vorübergehend überschritten wurde.

Die gesteigerte Emissionstätigkeit hatte in der Folge auch Auswirkungen auf das durchschnittliche Gebotsvolumen. Dieses erhöhte sich ebenfalls innerhalb weniger Wochen von anfänglich ca. 3,7 auf fast 6,5 Milliarden. Im Jahresverlauf normalisierte sich das durchschnittliche Gebotsvolumen wiederum bei rund 3,8 Milliarden. Auch die relativen Finanzierungskosten (Spread zu OIS Saron Swapsatz) widerspiegeln die intensivierte Emissionstätigkeit. So reduzierte sich der Swap-Spread während den ersten Auktionen des Jahres um gut 10 Basispunkte auf total null Basispunkte. Diese Entwicklung war aber nur von kurzer Dauer. Bereits gegen Ende des ersten Quartals weitete sich der Swap-Spread wieder auf fast -30 Basispunkte aus. Im Jahresverlauf lagen die relativen Finanzierungskosten im Schnitt bei rund -11 Basispunkten.

Die absoluten Finanzierungskosten erhöhten sich in Anbetracht der Leitzinserhöhungen der SNB nochmals deutlich. Während die GMBF mit dreimonatiger Laufzeit im ersten Quartal noch zu Renditen von durchschnittlich 1,1 Prozent zugeteilt werden konnten, erreichten sie im dritten Quartal im Schnitt bis zu 1,7 Prozent, ehe sie im vierten Quartal wieder leicht auf

Geldmarkt-Buchforderungen

Geldmarkt-Buchforderungen (GMBF, Treasury Bills) sind verzinsliche Schuldverschreibungen, die von der EFV auf Diskontbasis emittiert werden. Es sind handelbare Buchforderungen, die in einem von der SIX SIS AG geführten Hauptregister eingetragen sind. Die Laufzeiten der GMBF betragen drei, sechs oder zwölf Monate. Insgesamt sind immer 16 GMBF ausstehend (11 dreimonatige, 3 sechsmo-natige und 2 zwölfmonatige). Die Auktionen werden wöchentlich am Dienstag auf der Plattform der SIX Repo AG durchgeführt (Zinstender mit holländischem Zuteilungsverfahren). Bei den GMBF wird kein Nominalzins festgelegt, die Verzinsung erfolgt in Form eines Diskontabschlags bei der Ausgabe. Das bedeutet, dass die GMBF im Normalfall zu einem Preis unter 100 Prozent des Nominalwertes emittiert werden. Die Rückzahlung erfolgt dann zu 100 Prozent.

Die regelmässige Emission dieser Geldmarktpapiere ist ein wichtiger Pfeiler der Refinanzierung des Bundes. Ein funktionierender und liquider Primärmarkt für GMBF erlaubt es dem Bund, jederzeit auch grössere Volumina an Fremdmitteln zu günstigen Konditionen aufzunehmen.

Die absoluten Finanzierungskosten erhöhten sich in Anbetracht der Leitzinserhöhungen nochmals deutlich

durchschnittlich 1,6 Prozent zurückgingen. Im Jahresverlauf betrug die Durchschnittsrendite über alle GMBF-Laufzeiten hinweg rund 1,5 Prozent (volumengewichtet rund 1,4 Prozent). Die wiederholten Leitzinserhöhungen der SNB hatten zudem auch einen spürbaren Effekt auf den durch die GMBF verursachten Zinsaufwand. Trugen die GMBF dank der Negativzinsen im Jahr 2022 noch zu einer Aufwandminderung von netto 37,0 Millionen bei (Zinseinnahmen 47,8 Mio., Zinsaufwand 10,8 Mio.), resultierte im Jahr 2023 ein Zinsaufwand von rund 214 Millionen.

■ Mittelaufnahme am Kapitalmarkt

Das Ende November 2022 vorgestellte Emissionsprogramm bezifferte den Finanzierungsbedarf des Bundes für das Jahr 2023 bei nominal rund 8 Milliarden Franken. Das geplante Emissionsvolumen sollte dabei im Rahmen von elf Auktionsterminen und durch den situativen Verkauf von Eigentranchen vollständig am Schweizer Kapitalmarkt aufgenommen werden. Dieser Bruttoemissionsbedarf war historisch betrachtet äusserst hoch und wurde vom Bund letztmals um die Jahrtausendwende übertroffen. Der Grund für dieses hohe Emissionsvolumen war dabei einerseits auf die im Jahr 2023 fällig gewordene Anleihe in der Höhe von 4,6 Milliarden zurückzuführen und andererseits auf die Auszahlung von 2 Milliarden an die Stiftung Auffangeinrichtung BVG, welche ihre Gelder, die sie während der Negativzinsphase zinslos beim Bund anlegen konnte, nach der Zinswende schrittweise wieder abzog.

Insgesamt hat die Eidgenossenschaft im Jahr 2023 an elf Auktionsterminen 24 Eidgenossen auktioniert, wobei das emittierte Volumen nominal 8,1 Milliarden betrug. Zusätzlich wurden Eigentranchen im Umfang von nominal 200 Millionen verkauft. Das ausstehende Anleihevolumen der Eidgenossenschaft umfasste per Jahresende somit rund 72 Milliarden (inkl. verkauften Eigentranchen, jedoch exkl. Restbestand an Eigentranchen) und lag somit ca. 3,7 Milliarden über dem Vorjahreswert (Vorjahr: 68,3 Mrd.). Die durchschnittliche Rendite der im Jahr 2023 emittierten Eidgenossen lag bei 1,20 Prozent (Vorjahr: 0,89 Prozent), während sich die durchschnittliche Laufzeit auf 15,1 Jahren belief (Vorjahr: 20,2 Jahre).

Die Durchschnittsrendite der im Jahr 2023 emittierten Eidgenossen betrug 1,20 Prozent

Eidgenössische Anleihen

Das wichtigste Instrument des Bundes zur Deckung seines langfristigen Finanzierungsbedarfes sind die Eidgenössischen Anleihen («Eidgenossen»). Die Auktionen finden in der Regel monatlich am zweiten Mittwoch statt und werden auf der Plattform der SIX Repo AG durchgeführt: Bei der Ausgabe werden lediglich der Nominalzinssatz («Coupon») und die Laufzeit festgelegt, während der Emissionsbetrag und der Ausgabepreis (und damit die Rendite) aufgrund der eingereichten Offerten der an der Plattform angeschlossenen Teilnehmer (Banken und Schweizer Versicherungen sowie Fondsgesellschaften und Betreiber von kollektiven Kapitalanlagen nach KAG) bestimmt werden. Die Bundestresorerie teilt wie bei den GMBF nach dem Einheitspreisverfahren zu (holländischer Zinstender), d.h. einheitlich zum niedrigsten noch akzeptierten Preis. Die SNB ist für die technisch-administrative Abwicklung der Auktionen verantwortlich.

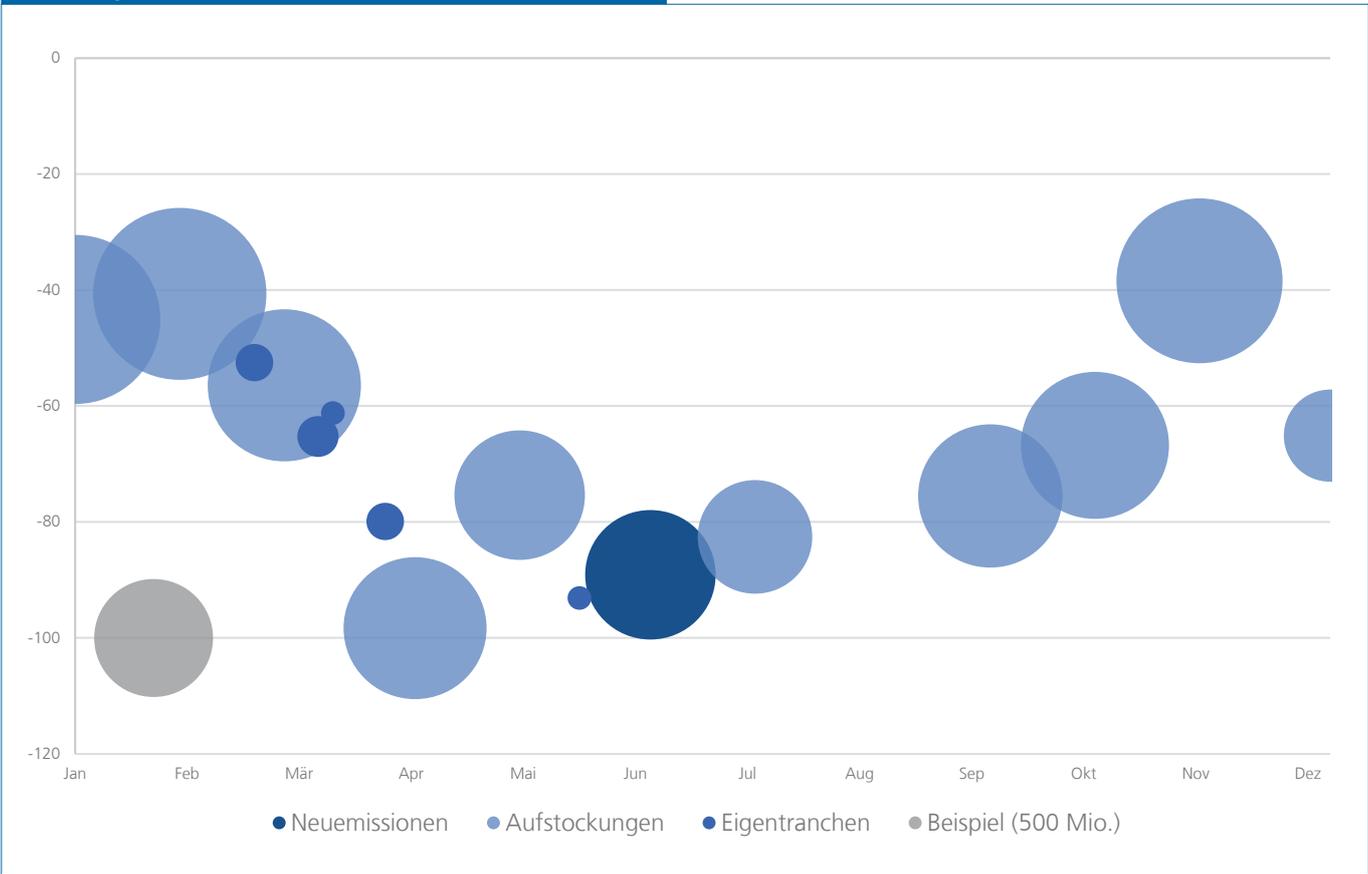
Die Bundesanleihen werden an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange kotiert. Seit dem Sommer 2022 werden sie nicht mehr als Globalurkunden emittiert, sondern als Wertrechte in Form von Bucheffekten ausgegeben. Der Bund hält ein beschränktes Volumen an (erstmalig noch nicht platzierten) Titeln im Eigenbestand. Diese sogenannten Eigentranchen werden bei Auktionen zusätzlich geschaffen und können bei Bedarf zwischen den ordentlichen Auktionsterminen direkt am Markt verkauft werden. Eine Übersicht über die verfügbaren Eigentranchen findet sich auf der Webseite der EFV und der SNB.

«Eidgenossen» enthalten eine Reopening-Klausel. Dadurch kann eine Anleihe mit mehreren Auktionen aufgestockt werden, wodurch ihre Liquidität am Sekundärmarkt erhöht wird. Die ausstehenden Bundesobligationen bilden mit ihrer jeweiligen Restlaufzeit und Rendite die Zinskurve der Schweizer Staatsanleihen. Diese Renditen gelten für die Marktteilnehmer als risikolose Referenzzinssätze, was einen effizienten Primär und Sekundärmarkt ermöglicht, sowohl für Obligationen als auch für davon abgeleitete Zinsderivate.

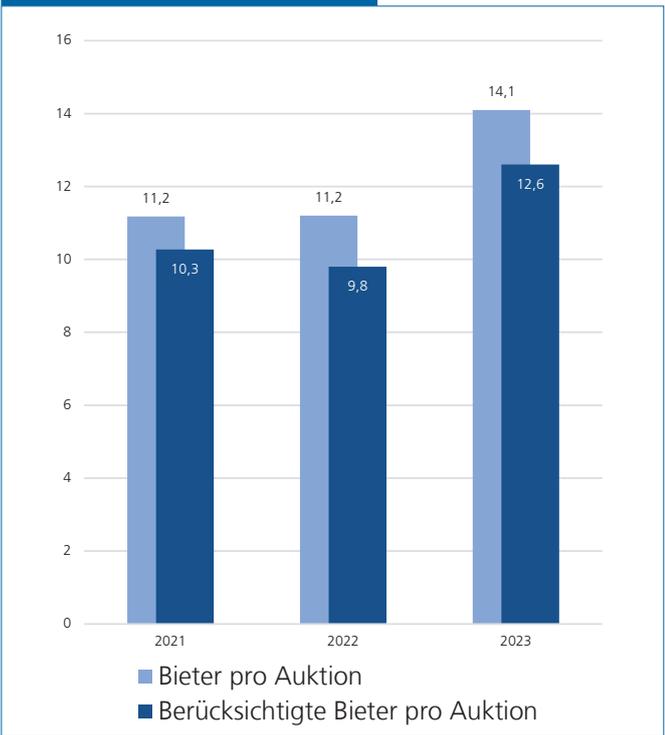
Die im Jahr 2022 neu eingeführten grünen «Eidgenossen» werden aus Emissionssicht gleich behandelt wie die konventionellen Anleihen. Das bedeutet, dass auch die grünen Anleihen nach der Erstemission regelmässig im Emissionsverfahren aufgestockt werden, um die Sekundärmarktliquidität zu gewährleisten. Zudem steht es der Bundestresorerie frei, weitere grüne Bundesanleihen zu emittieren. Das im Emissionskalender enthaltene Zielvolumen beinhaltet sowohl die konventionellen als auch die grünen Bundesanleihen.

Entwicklung des Primärmarkts für «Eidgenossen»

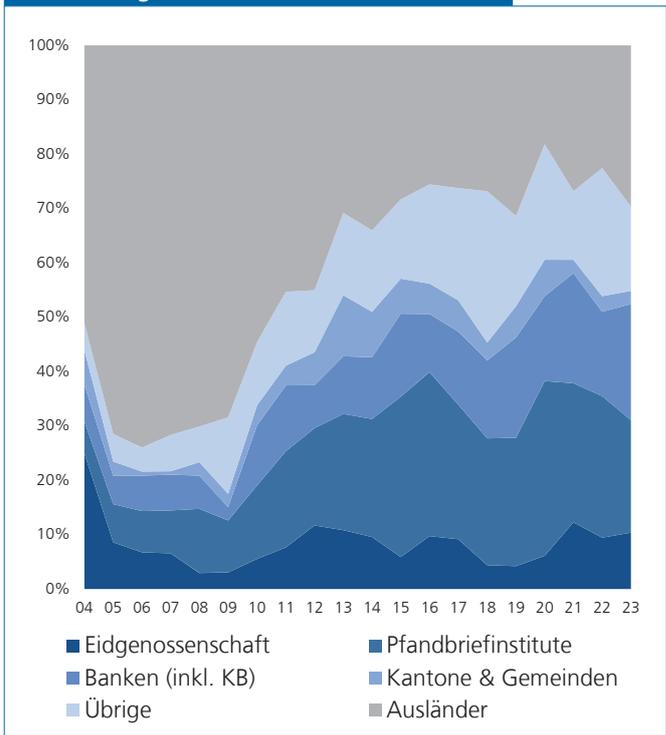
Volumengewichteter Swap-Spread bei Auktionen (in bp)



Durchschnittliche Anzahl Bieter



Anteil «Eidgenossen» am CHF-Primärmarkt



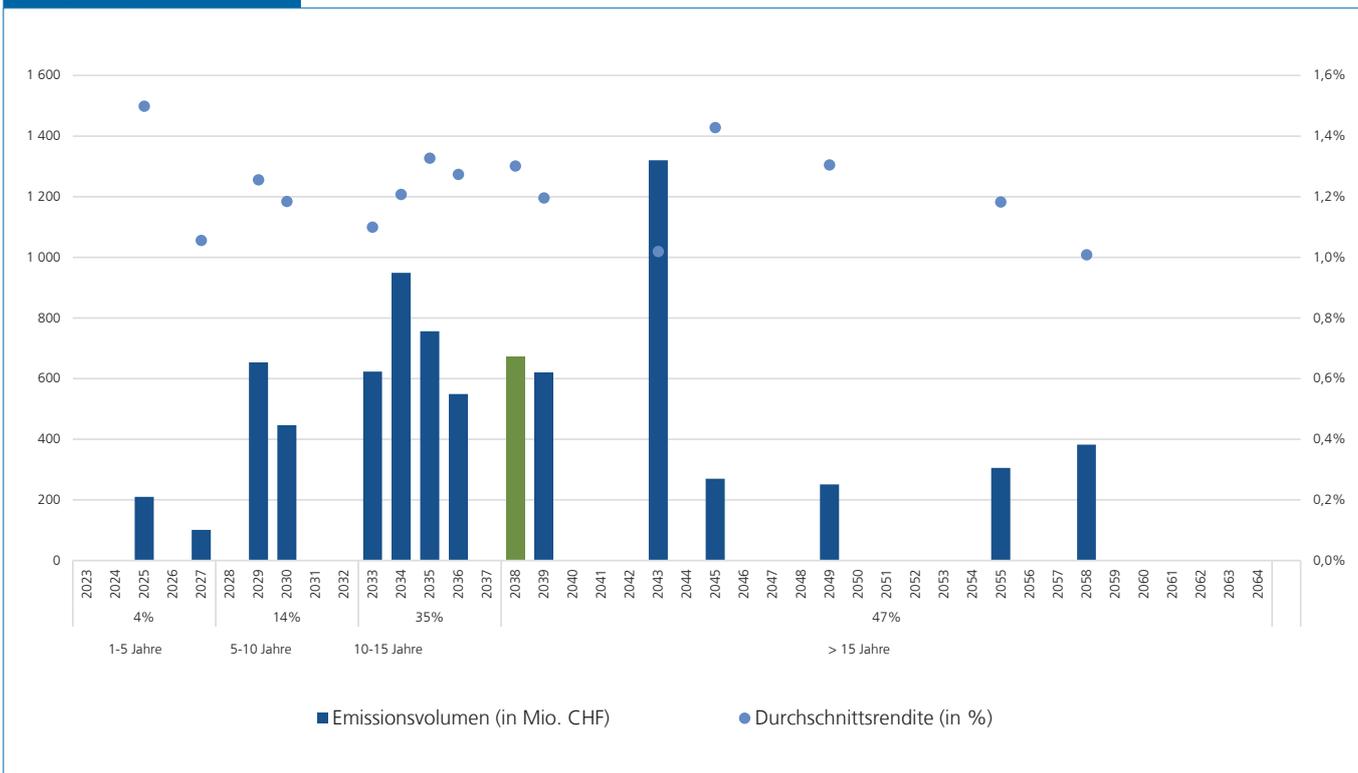
Daten: SNB

Anleihe-Auktionen 2023

Auktionsresultate

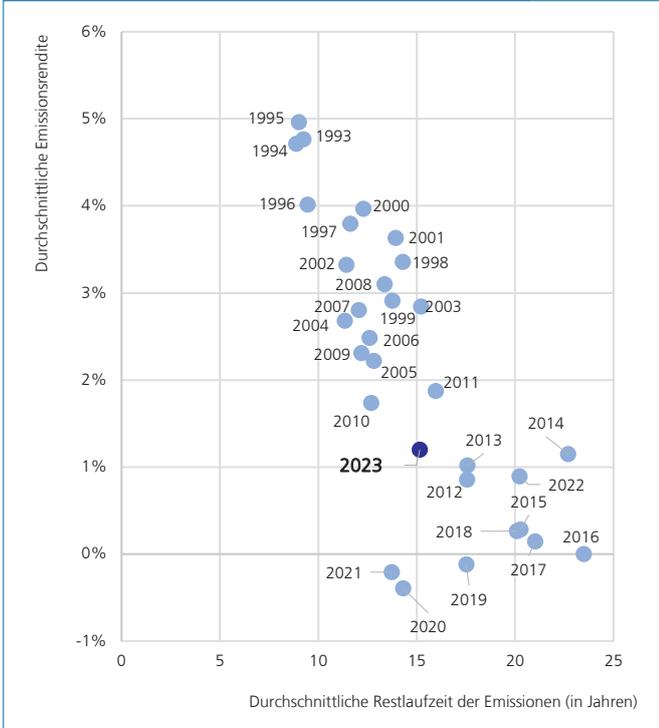
Auktion	Emission	Coupon	Fällig	Emissionsvolumen (in Mio. Fr.)	Total ausstehend (in Mio. Fr.)	Rendite	Spread zu Swap	Bid-to-Cover
11.01.2023	Eidg. 27.05.15/30	0,500 %	27.05.2030	318,3	3200,1	1,261 %	-40,5	1,3
11.01.2023	Eidg. 23.06.21/35	0,250 %	23.06.2035	458,6	1568,1	1,417 %	-38,2	1,3
11.01.2023	Eidg. 06.01.99/49	4,000 %	06.01.2049	250,7	2570,8	1,305 %	-63,4	1,5
08.02.2023	Eidg. 22.06.16/29	0,000 %	22.06.2029	509,1	4183,0	1,291 %	-37,6	1,3
08.02.2023	Eidg. 08.03.06/36	2,500 %	08.03.2036	283,8	3890,9	1,466 %	-45,6	1,5
08.02.2023	Eidg. 28.06.17/45	0,500 %	28.06.2045	269,8	3170,1	1,428 %	-41,2	2,1
08.03.2023	Eidg. 24.07.13/25	1,500 %	24.07.2025	210,0	3320,6	1,499 %	-58,9	2,3
08.03.2023	Eidg. 26.06.19/34	0,000 %	26.06.2034	274,8	2062,2	1,454 %	-54,3	1,9
08.03.2023	Eidg. 26.10.22/38	1,500 %	26.10.2038	346,1	1112,2	1,482 %	-56,6	2,3
12.04.2023	Eidg. 27.06.07/27	3,250 %	27.06.2027	100,8	2865,5	1,056 %	-90,9	2,6
12.04.2023	Eidg. 08.04.03/33	3,500 %	08.04.2033	623,3	4256,0	1,100 %	-99,5	1,6
10.05.2023	Eidg. 23.06.21/35	0,250 %	23.06.2035	297,7	1895,8	1,188 %	-78,5	1,2
10.05.2023	Eidg. 24.05.17/55	0,500 %	24.05.2055	305,4	2047,7	1,183 %	-72,3	1,5
14.06.2023	Eidg. 28.06.23/43	1,250 %	28.06.2043	602,4	602,4	1,165 %	-89,1	1,5
12.07.2023	Eidg. 22.06.16/29	0,000 %	22.06.2029	144,3	4327,3	1,135 %	-82,7	2,5
12.07.2023	Eidg. 26.06.19/34	0,000 %	26.06.2034	319,5	2381,7	1,115 %	-82,5	1,4
13.09.2023	Eidg. 26.10.22/38	1,500 %	26.10.2038	325,3	1437,4	1,109 %	-75,5	2,0
13.09.2023	Eidg. 28.06.23/43	1,250 %	28.06.2043	412,4	1014,8	1,094 %	-75,5	1,6
11.10.2023	Eidg. 27.05.15/30	0,500 %	27.05.2030	128,5	3328,6	0,996 %	-61,8	1,2
11.10.2023	Eidg. 08.03.06/36	2,500 %	08.03.2036	265,9	4156,7	1,069 %	-77,2	1,2
11.10.2023	Eidg. 30.05.16/58	0,500 %	30.05.2058	382,1	2323,5	1,009 %	-61,2	1,2
08.11.2023	Eidg. 26.06.19/34	0,000 %	26.06.2034	355,0	2736,6	1,101 %	-42,6	2,0
08.11.2023	Eidg. 24.07.19/39	0,000 %	24.07.2039	621,7	2873,9	1,196 %	-36,0	1,3
13.12.2023	Eidg. 28.06.23/43	1,250 %	28.06.2043	305,4	1320,2	0,630 %	-65,1	1,2
Total				8110,3		1,200 %	-62,9	1,7

Laufzeiten und Renditen

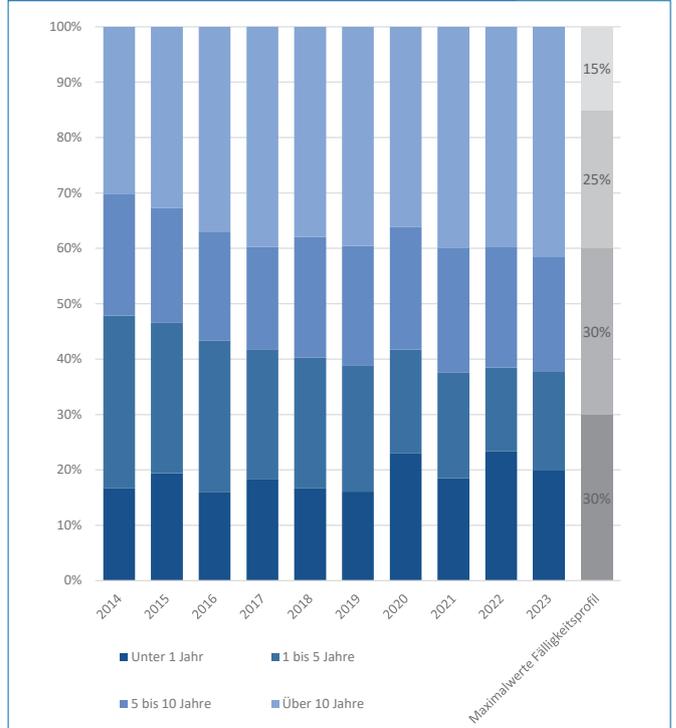


Zinsbindung und Restlaufzeit

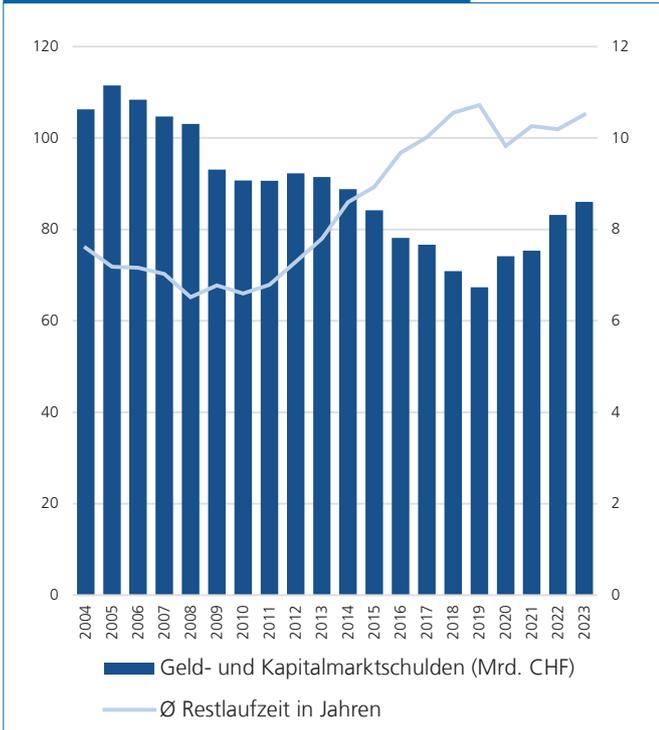
Zinsbindung und Rendite der «Eidgenossen»



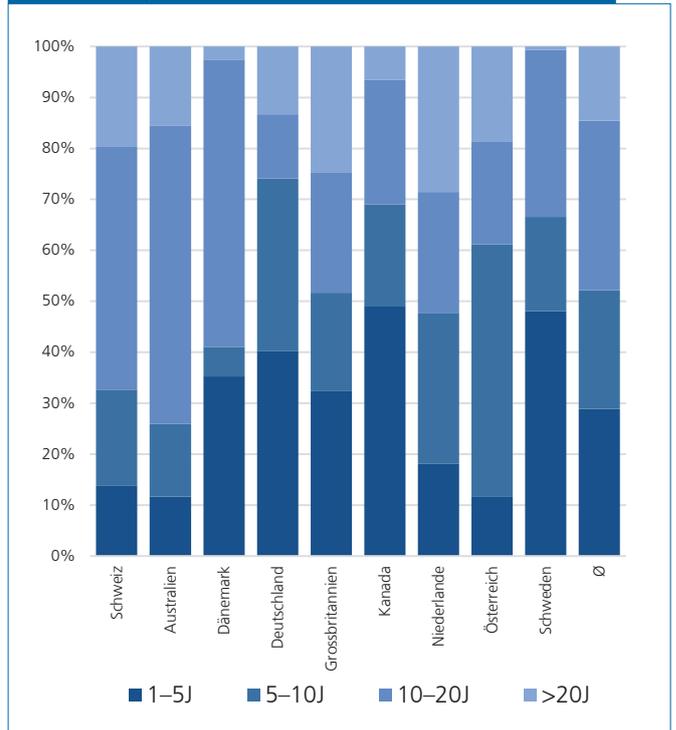
Fälligkeitsprofil Marktschulden des Bundes



Restlaufzeit Marktschulden des Bundes

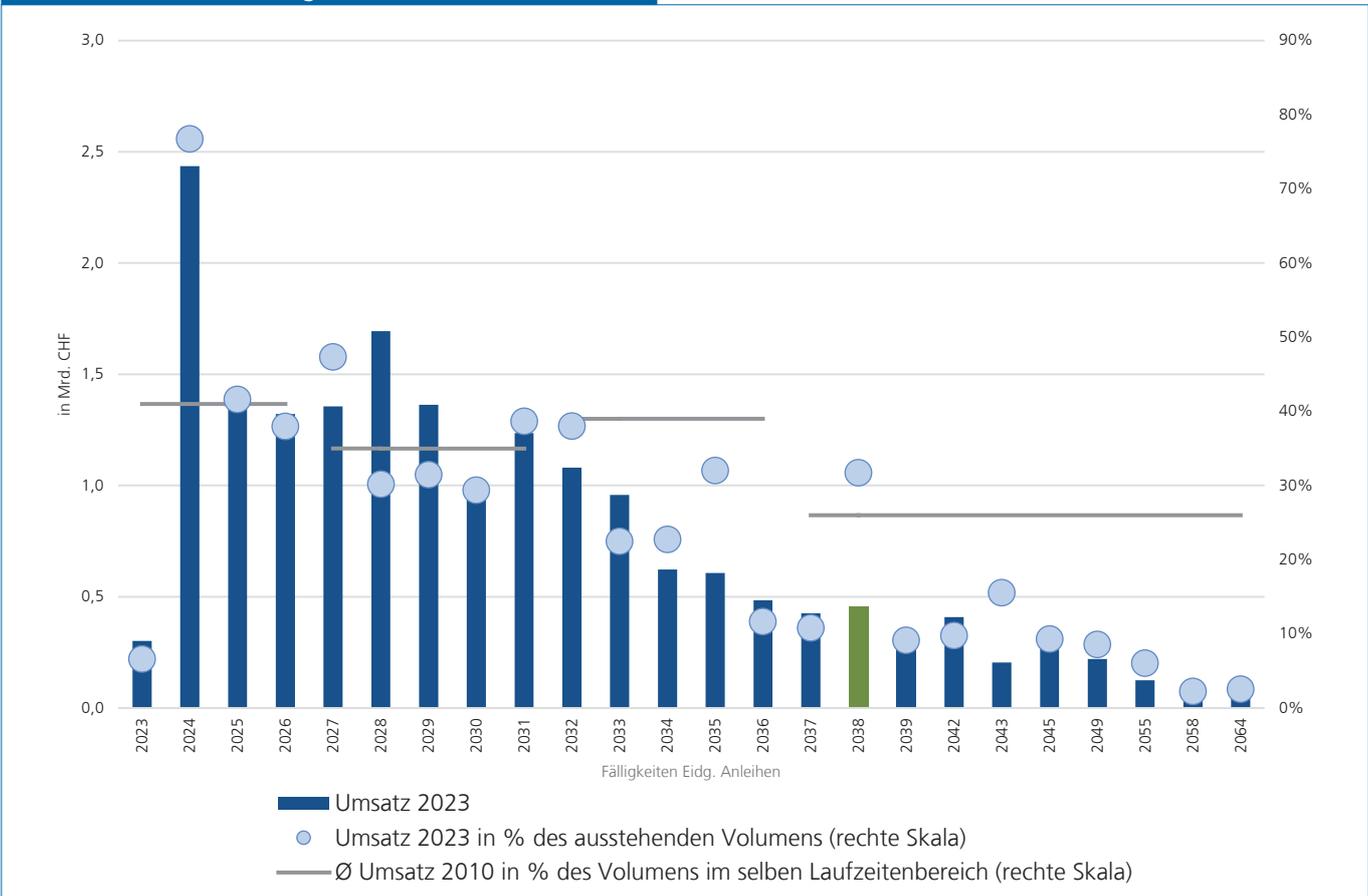


Zinsbindung Staatsanleihen (Emission im Jahr 2023)

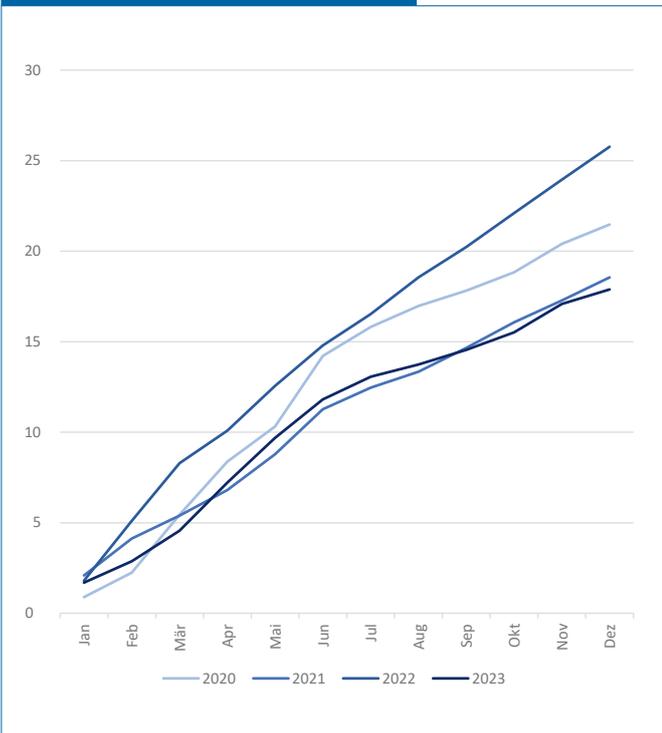


Entwicklung des Sekundärmarktes für «Eidgenossen»

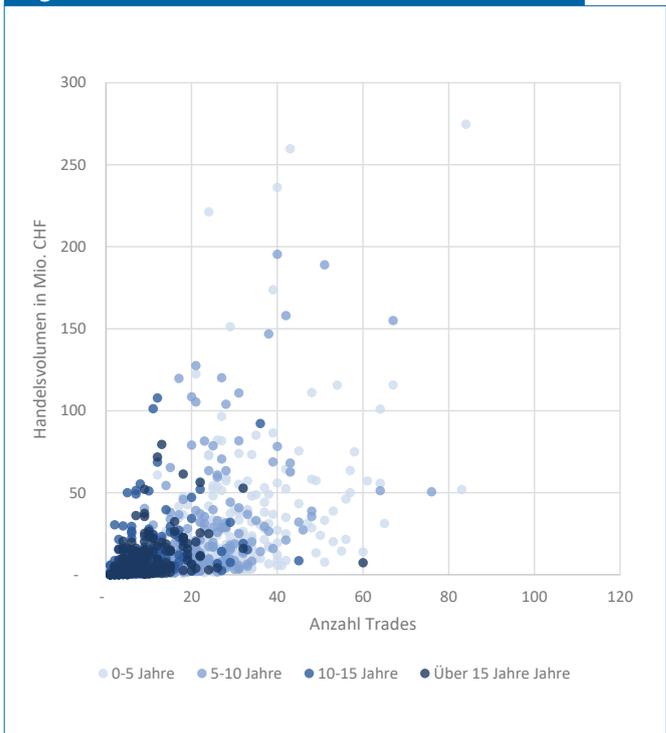
Handelsvolumen der «Eidgenossen» am Sekundärmarkt



Handelsvolumen kumuliert in Mrd.



Tägliche Handelsaktivität nach Laufzeitenbereich



Daten: SIX

Emissionsgrundsätze der Bundestresorerie

1. Der Bund setzt sich für einen funktionierenden und effizienten Schweizer Kapitalmarkt ein und sichert sich so eine regelmässige und verlässliche Refinanzierungsmöglichkeit. Mit der Emission von Anleihen sorgt der Bund dafür, dass die wichtigsten Laufzeiten von 1–13 Jahren mit liquiden Anleihen abgedeckt werden. Bei den überlangen Laufzeiten sollen mit einzelnen Anleihen punktuelle Anker auf der Zinskurve gesetzt werden.
2. Das Schuldenportfolio des Bundes umfasst rund 20 Basisanleihen. Pro Laufzeit gibt es nur eine Anleihe.
3. Das Emissionsprogramm mit Auktionsterminen sowie jährlichem Brutto- und Nettomittelbedarf werden im Dezember des Vorjahres öffentlich kommuniziert.
4. Die Anleiheauktionen finden – mit einer Sommerpause im August – monatlich statt. Zwei Termine sind optional (i.d.R. Oktober und Dezember).
5. Pro Jahr soll eine Anleihe mit einem Volumen von maximal 5 Milliarden Franken fällig werden. Bei der zehnjährigen Benchmark-Anleihe wird ein Mindestvolumen von 2 Milliarden Franken angestrebt.
6. Die Anleihen sollen nach Möglichkeit in den Monaten Mai bis September fällig werden; neue Basisanleihen werden entsprechend in diesem Zeitraum lanciert.
7. Aufstockungen sind bei allen Anleihen mit einer Restlaufzeit von mehr als einem Jahr möglich.
8. Die Preisfindung bei den Auktionen (Zuteilung) richtet sich nach dem Finanzierungsbedarf, der Investorennachfrage, dem absoluten Zinsniveau, dem Geld- und Briefkurs sowie dem Swap-Spread der Basisanleihe.
9. Eigentranchen sind – ein Finanzierungsbedarf des Bundes vorausgesetzt – zwischen den Auktionsterminen zu Marktbedingungen (Preisfindung analog Anleiheauktionen) bei der Bundestresorerie erwerbbar. Es werden Laufzeiten bevorzugt, die durch Auktionen im entsprechenden Jahr nicht (mehr) abgedeckt werden.
10. Rückkäufe von Anleihen mit kürzerer Restlaufzeit können im Rahmen des Liquiditätsmanagements getätigt werden.

Rückblick auf die durchgeführten Auktionen

Die Bundestresorerie hat 2023 elf Auktionen durchgeführt. Die beiden optionalen Termine im Oktober und Dezember wurden jeweils wahrgenommen. Aufgrund des äusserst hohen Emissionsvolumens wurden an vier Auktionsterminen gleichzeitig drei verschiedene Anleihen aufgelegt. An fünf weiteren Terminen wurden zwei Anleihen auktioniert. Darüber hinaus wurde im Juni die 20-jährige Benchmark-Anleihe mit Fälligkeit im Jahr 2043 aufgelegt. Um den Fokus dabei auf diese Neuemission zu legen, wurde an diesem Termin keine zusätzliche Anleihe auktioniert.

Im Rahmen der Auktionen hat die Bundestresorerie Anleihen mit einem Nominalwert von 8,3 Milliarden ausgegeben (2022: 6,8 Mrd.). Die durchschnittlich volumengewichtete Auktionsrendite lag dabei bei 1,20 Prozent (2022: 0,89 Prozent). Nachdem in den Vorjahren aufgrund der sehr niedrigen Kapitalmarktrenditen regelmässig sehr hohe Agios vereinnahmt werden konnten, resultierte in diesem Jahr aufgrund des allgemein höheren Zinsumfelds ein Disagio von rund 0,1 Milliarden (2022: Agio von 0,2 Mrd.).

Die auktionierten Anleihen werden in den Jahren 2025 bis 2058 fällig und decken somit sämtliche Laufzeitenbereiche der Zinskurve ab. Die durchschnittliche Restlaufzeit (Zinsbindung) der auktionierten Anleihen – d.h. ohne verkaufte Eigentranchen – belief sich auf 15,1 Jahre (2022: 21,5 Jahre). Wie die eher lange durchschnittliche Restlaufzeit der Emissionen zeigt, wurde das grösste Volumen (3,8 Mrd.) bei den langen und ultra-langen Anleihen mit Laufzeiten über 15 Jahren aufgenommen. Auf das Laufzeitensegment von 10 bis 15 Jahren entfielen rund 2,9 Milliarden, auf dasjenige bis 10 Jahre gut 1,4 Milliarden. Die Eidgenossen-Zinskurve wies im Berichtsjahr über weite Strecken eine relativ starke Inversion auf (längere Laufzeiten wiesen eine tiefere Rendite auf als kürzere Laufzeiten), wodurch die Emission längerer Laufzeiten aus Renditesicht sinnvoll war. Zudem war die Investorennachfrage – obwohl die Anleger keine Laufzeitenprämie erzielen konnten – im langen Laufzeitenbereich höher. Dies dürfte damit zusammenhängen, dass einzelne Benchmarkanleger nach der langen Zeit negativer Zinsen bei den Eidgenossen immer noch leicht untergewichtet sind und zudem viele Anleger die Duration verlängern wollten. Die durchschnittliche Restlaufzeit lag auch im internationalen Vergleich deutlich über dem Durchschnitt.

Das Asset & Liability Committee (ALCO) hatte letztes Jahr beschlossen, die taktische Abweichung von der als optimal definierten Emissionsstrategie aufgrund des nun positiven Zinsumfelds zu beenden. Dadurch war die Bundestresorerie angehalten, wieder kürzere durchschnittliche Restlaufzeiten bei den Emissionen zu erzielen. Denn die als optimal definierte Emissionsstrategie sieht vor, dass die Emissionstätigkeit eine durchschnittliche Zinsbindung von zwölf Jahren aufweist bei einem GMBF-Anteil am gesamten Schuldenvolumen von 15 Prozent. Werden diese Emissionsvorgaben langfristig befolgt, sollte das Schuldenportfolio einen Zustand erreichen, bei dem die maximale Limite für die Zinsänderungsrisiken vollständig ausgeschöpft wird und gleichzeitig die Zinskosten minimiert werden.

Mit einer realisierten durchschnittlichen Restlaufzeit von gut 15,1 Jahren wurde diese Vorgabe leicht verfehlt. Für diese Abweichung gibt es verschiedene Erklärungen. Einerseits war die Nachfrage nach kurzlaufenden Bundesanleihen über das ganze Jahr betrachtet relativ schwach, was daran liegen dürfte, dass es in diesem Segment einige Alternativen zu Eidgenossen gibt, die eine höhere Rendite bei ebenfalls sehr guter Bonität offerieren. Andererseits war die Zinskurve im Jahr 2023 über weite Strecken stark invertiert. Daher war es auch aus Emittentensicht ökonomisch nur bedingt sinnvoll, kurzlaufende Anleihen zu emittieren und damit höhere Zinsänderungsrisiken einzugehen, ohne durch entsprechend tiefere Kosten bzw. niedrigere Renditen entschädigt zu werden. Obwohl die Schuldenstrategie somit nicht ganz eingehalten werden konnte, ist es der Bundestresorerie dennoch gelungen, die durchschnittliche Restlaufzeit der Neuemissionen im Vergleich zu früheren Jahren zu verkürzen. Des Weiteren war auch der Emissionsbedarf in diesem Jahr sehr hoch. In Zukunft rechnet die Bundestresorerie mit einem deutlich tieferen Emissionsbedarf, was die Umsetzung der optimalen Schuldenstrategie erleichtern sollte.

Relative Finanzierungskosten verbleiben auf vorteilhaftem Niveau

Im Vergleich zum Vorjahr konnten sich die relativen Finanzierungskosten des Bundes (gemessen an der Renditedifferenz zum Swapsatz) auf einem vorteilhaften Niveau halten und dies obwohl das Emissionsvolumen auch im Jahr 2023 wieder deutlich über den Jahren vor der Pandemie lag. Im Jahresdurchschnitt lag der volumengewichtete Spread bei rund -63 Basispunkten (2022: -60 Basispunkte) und damit deutlich tiefer als in den Jahren vor der Pandemie, die durch ein markant tieferes Emissionsvolumen gekennzeichnet waren. Bei der Neuemission der 20-jährigen Benchmark-Anleihe mit Fälligkeit im Jahr 2043, die mit einer totalen Gebotssumme von einer Milliarde auf reges Interesse stiess, konnte sogar ein Spread von rund -89 Basispunkte erreicht werden.

Die Halterstruktur der Eidgenossen veränderte sich gegenüber dem Vorjahr nur leicht. Der Anteil ausländischer Investoren erhöhte sich von rund 17 Prozent auf 19 Prozent. Der grösste Anteil Eidgenossen lag mit gut 74 Prozent aber weiterhin bei inländischen Investoren (2022: 76 Prozent). Die Eigenbestände der Schweizer Banken verblieben gegenüber dem Vorjahr unverändert bei 7 Prozent. Die durchschnittliche Anzahl Teilnehmer an den Auktionen sowie die Anzahl Gegenparteien, die durchschnittlich berücksichtigt wurden, haben sich gegenüber dem Vorjahr leicht erhöht, was u.a. mit dem deutlich höheren Finanzierungsbedarf im Jahr 2023 zusammenhängen dürfte. Nur unwesentlich verändert hat sich die «Bid-to-Cover-Ratio», d.h. das Verhältnis zwischen erhaltenen Geboten und zugeteiltem Volumen. Mit 1,7 lag der Wert ungefähr auf dem Niveau der Vorjahre. Die durchschnittliche Nachfrage pro aufgelegter Anleihe lag im Jahr 2023 bei rund 533 Millionen und somit beträchtliche 25 Prozent über dem Vorjahreswert (2022: 425 Mio.). Auch das durchschnittliche Zuteilungsvolumen legte um gut 25 Prozent auf rund 338 Millionen zu (2022: 270 Mio.). Diese Entwicklung überrascht vor dem Hintergrund des historisch hohen Emissionsbedarfs des Bundes nicht. Der Handel mit Eidgenossen auf dem Sekundärmarkt hingegen konnte nicht an den überdurchschnittlich starken Wert des Vorjahres anknüpfen. Das Volumen ging im Jahr 2023 auf ein Niveau von rund 18 Milliarden zurück (2022: 26 Mrd.).

Verkauf von Eigentranchen

Im Vergleich zum Vorjahr wurden im Jahr 2023 wieder leicht mehr Eigentranchen verkauft. Insgesamt wurden im Rahmen von sechs Transaktionen Eigentranchen zum Nominalwert von 200 Millionen platziert (2022: 120 Mio.), dazu kommt ein Disagio von rund 8 Millionen. Die Fälligkeiten der gehandelten Eigentranchen liegen zwischen 2032 und 2055 und fokussieren sich damit sowohl auf das mittlere als auch das lange Ende der Zinskurve. Die volumengewichtete Durchschnittrendite lag bei 1,16 Prozent, die durchschnittliche Restlaufzeit bei 16,4 Jahren (2022: 0,71 Prozent, 28,1 Jahren). Alle Eigentranchen wurden jeweils in der ersten Jahreshälfte platziert.

Das Instrument der Eigentranchen kam wie bereits im letzten Jahr eher sporadisch zum Einsatz. Das liegt in erster Linie daran, dass die Bundestresorerie ihren Finanzierungsbedarf mit den Auktionen decken konnte. Zudem sah sich die Bundestresorerie während dem Jahresverlauf auf Kurs, das geplante Emissionsziel von 8 Milliarden zu erreichen. Obwohl Eigentranchen in den vergangenen Jahren weniger häufig zum Einsatz kamen, werden sie auch künftig auf Anfrage der Gegenparteien zwischen den Auktionsterminen zu Marktbedingungen verkauft. Voraussetzung dafür ist, dass ein Finanzierungsbedarf des Bundes gegeben ist.

Allokations- und Wirkungsbericht zu Grünen Anleihen

Auch im abgelaufenen 2023 wurde das «grüne» Bundesanleihe-segment bedient und die bestehende Grüne Bundesanleihe («Green Bond») mit Fälligkeit im Jahr 2038 aufgestockt. Diese wurde im Jahr 2022 erfolgreich lanciert, mit dem Ziel das Engagement der Schweiz für die Nachhaltigkeit zu stärken und den Finanzplatz Schweiz als einen weltweit führenden Anbieter von nachhaltigen Finanzdienstleistungen zu etablieren. Die im Rahmen dieses Green Bonds aufgenommenen Mittel dürfen dabei ausschliesslich Bundesausgaben zugeordnet werden, die eine positive Umweltwirkung haben. Dazu gehört beispielsweise die Förderung des öffentlichen Verkehrs, die Erhaltung der Biodiversität oder der Bau von umweltfreundlichen Gebäuden.

Im Herbst 2023 erschien zum ersten Mal der sogenannte «Allokations- und Wirkungsbericht zu Grünen Anleihen». Dieser Bericht legt dar, wie die Erlöse auf die verschiedenen anrechenbaren Ausgabenbereiche verteilt werden. Er enthält auch Informationen zu den Output-Ergebnissen und Auswirkungen und legt die positiven Umweltauswirkungen der grünen Ausgaben dar. Der Bericht kann auf der Webseite der Eidgenössischen Finanzverwaltung in Deutsch, Französisch und Englisch heruntergeladen werden.

■ Devisenbewirtschaftung

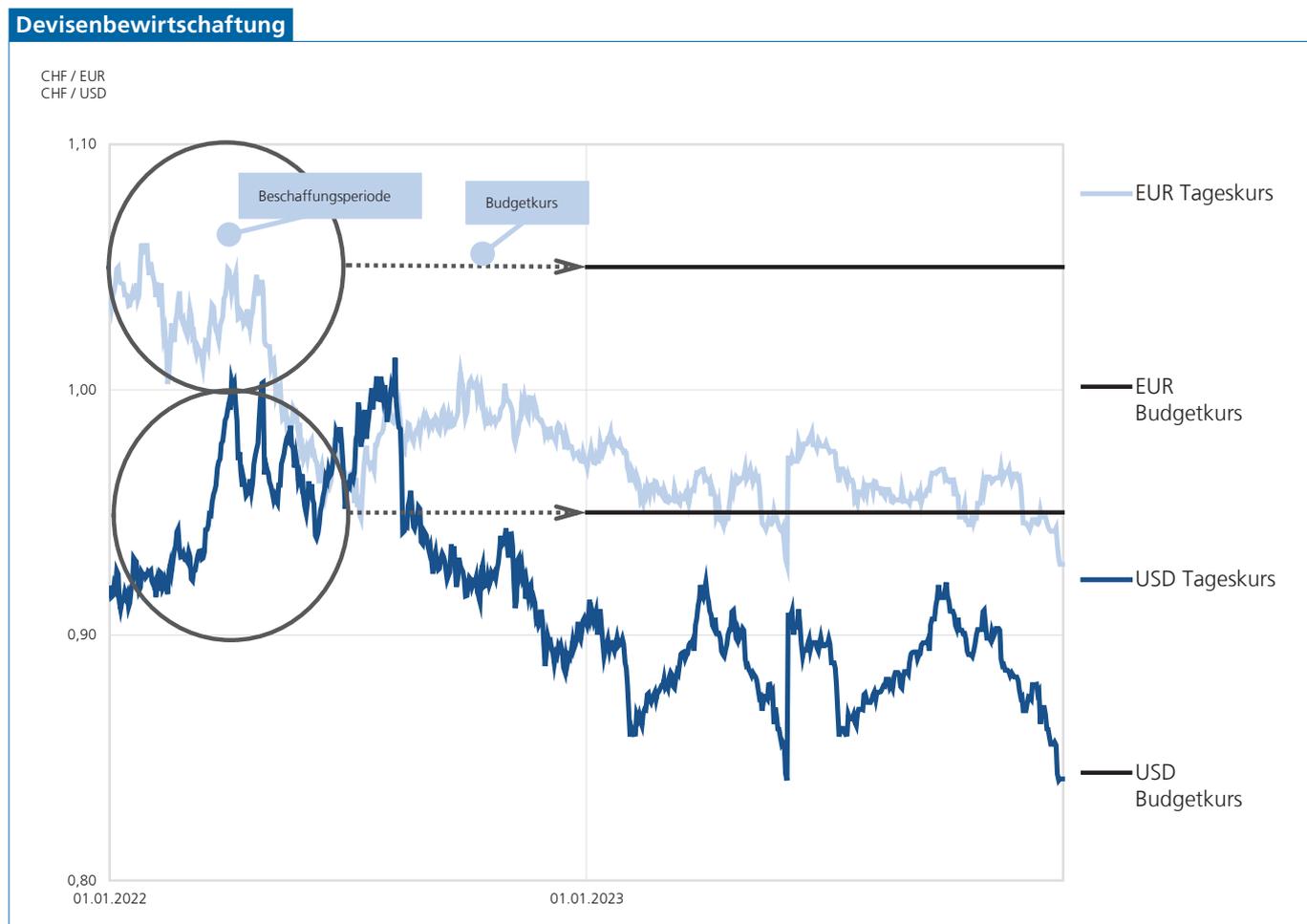
Seit 1998 wird der Fremdwährungsbedarf der Bundesverwaltung zentral von der Bundestresorerie gedeckt und systematisch abgesichert. Aus Sicht der EFV sind Devisenkursentwicklungen grundsätzlich nicht prognostizierbar. Entsprechend verfolgt die Bundestresorerie einen passiven Ansatz und lehnt aktive Strategien mit wechselnder Positionierung auf steigende oder fallende Kursentwicklungen ab. Durch die Absicherung erhalten die Verwaltungseinheiten Planungssicherheit, und wechselkursbedingte Nachtragskredite können vermieden werden. Die Bundestresorerie unterscheidet dabei zwischen Budgetgeschäften und Spezialgeschäften.

Budgetgeschäfte

Bei den Budgetgeschäften wird der von den Verwaltungseinheiten für das nächste Jahr budgetierte Bedarf an Euro (EUR) und US-Dollar (USD) abgesichert. Die Devisen werden parallel zum Budgetprozess (Februar bis Juli) auf Termin gekauft. Die budgetierten Volumen werden fortlaufend in Losgrößen von

5–10 Millionen 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. Die EFV stellt den Verwaltungseinheiten die beschafften Fremdwährungen zu den fixierten Budgetkursen zur Verfügung.

Für das Budgetjahr 2023 wurden 2022 insgesamt 666 Millionen EUR und 964 Millionen USD auf Termin gekauft. Darauf basierend wurden die Budgetkurse für das Jahr 2023 mit Fr. 1,05/EUR und Fr. 0,95/USD festgelegt. Während der Absicherungsphase startete der EUR im Februar 2022 mit einem Höchstwert von Fr. 1,06, fiel im März auf Fr. 1,00, um bis im Juni wieder auf 1,06 zu steigen. Danach wertete er sich bis im September auf Fr. 0,95 ab und beendete das Jahr bei Fr. 0,99. Der durchschnittliche Spot-Kurs lag im Jahr 2023 mit Fr. 0,97/EUR unter dem Beschaffungskurs von 2022. Rückblickend resultierten aufgrund der Absicherung Opportunitätskosten im Umfang von gut 39 Millionen Franken. Der USD startete das Beschaffungsjahr



Daten: Bloomberg

2022 im Februar mit dem Tiefstwert von Fr. 0,92, wertete sich danach klar auf Fr. 1,01 per Mitte Juni auf, nur um Mitte August bei Fr. 0,94/USD zu handeln. Anfangs November erreichte der Kurs wieder Fr. 1,01/USD und schloss das Jahr bei Fr. 0,92/USD. Der durchschnittliche Spot-Kurs lag im Jahr 2023 bei Fr. 0,90 und damit unter dem Beschaffungskurs. Bei der USD Absicherung resultierten folglich Opportunitätskosten von 43 Millionen Franken.

Der von den Verwaltungseinheiten im Jahr 2022 budgetierte EUR-Betrag wurde im Jahr 2023 nur zu etwa 90 Prozent ausgeschöpft. Die erwarteten Zahlungen in USD wurden hingegen leicht überschritten. Zwar gab es auch beim USD weniger Zahlungen als geplant. Insgesamt überwiegte allerdings der nicht budgetierte Mehrbedarf. Seit Einführung der Währungsabsicherung 1998 wurden im Rahmen von Budgetgeschäften EUR und USD im Umfang von rund 34 Milliarden Franken gekauft (d.h. durchschnittlich 1,3 Mrd. pro Jahr). Für den Bund resultierten aus der Absicherung über diese Periode Opportunitätskosten von rund 265 Millionen Franken oder 0,8 Prozent des abgesicherten Volumens.

Im Berichtsjahr wurden für das Budgetjahr 2024 insgesamt 691 Millionen EUR und 869 Millionen USD auf Termin gekauft, bei Budgetkursen von Fr. 0,95/EUR respektive Fr. 0,85/USD.

Spezialgeschäfte

Spezialgeschäfte sind im Voraus festgesetzte mehrjährige Fremdwährungszahlungen im Rahmen eines Verpflichtungskredits. Sie werden – wie der Budgetbedarf – vollständig abgesichert, mit dem Ziel, die Höhe des in Franken gesprochenen Verpflichtungskredits nicht wechsellkursbedingt zu überschreiten und Planungssicherheit für die Verwaltungseinheiten zu gewährleisten.

Im Berichtsjahr wurden ein USD-Spezialgeschäft und zwei EUR-Spezialgeschäfte im Gegenwert von insgesamt rund 727 Millionen Franken für die Bereiche Verteidigung und Bildung, Forschung und Innovation (SBFI) eröffnet. Per Ende 2023 waren 26 Spezialgeschäfte im Gegenwert von 8,0 Milliarden Franken (USD, EUR und SEK) und damit weniger als im Vorjahr (9,3 Milliarden Franken) offen.

Über alle bisher fällig gewordenen Zahlungen aus Spezialgeschäften (2000–2023) sind im Vergleich zu einer Nicht-Absicherung Opportunitätskosten von rund 205 Millionen Franken entstanden (1,4 Prozent des abgesicherten Volumens).



**Für das Budgetjahr 2024 wurden insgesamt
666 Millionen EUR und 964 Millionen USD
auf Termin gekauft**

10,5

Jahre

beträgt die durchschnittliche Restlaufzeit der Marktschulden des Bundes

Darstellung und Beurteilung der Risikosituation

Die generelle Risikopolitik des Bundes wird vom Bundesrat definiert. Der Bund ist bereit, Risiken kontrolliert und bewusst einzugehen, sofern dies für die Zielerreichung bzw. Aufgabenerfüllung unvermeidbar ist. Die Risiken sollen möglichst gering gehalten werden (Weisung über die Risikopolitik des Bundes).

Bei der Erfüllung ihrer Hauptaufgaben muss die Bundestresorerie neben Zinsänderungs- und Refinanzierungsrisiken auch Fremdwährungs- und Gegenparteirisiken berücksichtigen.

■ Zinsänderungsrisiko

Das Zinsänderungsrisiko in der Bundestresorerie wird durch das bestehende Fälligkeitsprofil und die geplanten Neugeschäfte determiniert. Die Steuerung des Risikos erfolgt hauptsächlich durch die Emissionstätigkeit. Die vom ALCO vorgegebene Schuldenstrategie bestimmt die Emissionstätigkeit und damit die Laufzeiten der Neugeschäfte.

Mit dynamischen Simulationsanalysen werden die Auswirkungen von verschiedenen Emissionsstrategien und von unterschiedlichen Zinsszenarien analysiert. In einem Cost-at-Risk-Ansatz werden die Entwicklung der Passivzinsen und deren Schwankungen untersucht. Dabei werden einerseits Erkenntnisse gewonnen, um die Verschuldungsstrategie aus Kosten- und Risikosicht zu optimieren. Andererseits lässt sich abschätzen, inwieweit die Passivzinsen – auch mit Blick auf Voranschlag und Finanzplan – schwanken können.

Das Zinsänderungsrisiko ist eng mit dem Refinanzierungsrisiko verknüpft. Hohe kurzfristige Fälligkeiten beinhalten hohe Zinsänderungs- und Refinanzierungsrisiken, lange Restlaufzeiten dämpfen diese Risiken.

Eine Projektion des Zinsaufwands zeigt, wie sich die Passivzinsen bei – gleichbleibender Emissionsstrategie – unter Annahme verschiedener Zinsszenarien entwickeln. Dabei wird die Schuldenentwicklung gemäss Voranschlag und Finanzplanung berücksichtigt. Die Zinspfade werden mit Hilfe eines stochastischen Zinsmodells erstellt. Daraus werden Mittelwert und 10 Prozent-beziehungsweise 90 Prozent-Quantile der Entwicklung der Passivzinsen ermittelt.

Analyse des Zinsänderungsrisikos

Mit einem prospektiven Ansatz werden verschiedene Emissionsstrategien 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, mögliche Abweichungen und deren Wahrscheinlichkeit ermitteln (Cost-at-Risk-Ansatz). Basierend auf diesen Daten lassen sich unterschiedliche Emissionsstrategien hinsichtlich der erwartenden Passivzinsen (Kostendimension) und deren zukünftige Schwankungsbreiten (Risikodimension) vergleichen.

Das Basisszenario («Mittelwert») ergibt sich aus den makroökonomischen Annahmen und den entsprechenden Zinssätzen der Expertengruppe Konjunkturprognosen des Bundes. Dabei wird eine Normalisierung des Zinsniveaus mit einem leichten Anstieg der langfristigen Zinsen unterstellt. Dieses Szenario dient als Ausgangslage und wird mit dem 10 Prozent- und 90 Prozent-Quantil der Verteilung der Zinskosten auf jeden Monat über den 10-jährigen Simulationshorizont ergänzt. Als Extremszenario wird ein ausserordentlich starker und rascher Anstieg der Zinsen um 4 Prozentpunkte («Zinsschock») definiert. Zusätzlich werden auch die Auswirkungen bei einem Verbleib der Zinsen auf dem aktuellen Niveau («Konstante Zinsen») bestimmt.

Bei den Passivzinsen handelt es sich um Ausgaben, die vom Bundesrat und Parlament nicht direkt beeinflusst werden können. Entsprechend muss ein Anstieg entweder durch Mehreinnahmen oder Minderausgaben kompensiert werden, um die Schuldenbremse einzuhalten. Gestützt auf das Basisszenario erwartet die Bundestresorerie über die nächsten 4 Jahre in etwa stabile Passivzinsen. Im Fall eines Zinsschocks würden die Passivzinsen jedoch sehr rasch und stark ansteigen und damit den Bundeshaushalt vor eine grosse Herausforderung stellen. Dieses Szenario ist aktuell nicht wahrscheinlich. In einem solchen Fall würden die zusätzlichen Zinseinnahmen bei der Anlage der Tresoriermittel den Anstieg der Passivzinsen teilweise kompensieren. Gegenüber dem Vorjahr stieg die Auslastung des Risikobudgets im Jahresdurchschnitt um 29 Millionen auf 387 Millionen.

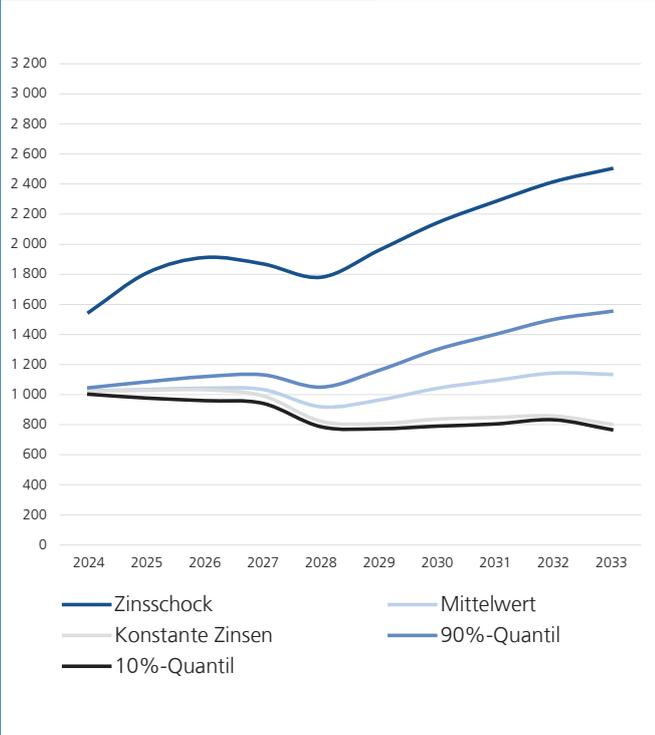
Nach dem Ende des Negativzinsregimes im zweiten Halbjahr 2022 wurde die optimale Schuldenstrategie wieder in Kraft gesetzt und gleichzeitig noch einmal geprüft. Damit soll die Zinsbindung wieder etwas kürzer ausfallen und das maximal zulässige Zinsänderungsrisiko wenn möglich stärker ausgeschöpft werden. Im Kontext der Inversion der Zinskurve, die im Laufe des Jahres 2023 eintrat und sich zum Jahresende hin verstärkte, wurden jedoch tendenziell Anleihen mit längeren Laufzeiten bevorzugt. In einem inversen Zinsumfeld führen lange Laufzeiten zu niedrigeren Zinskosten bei einem tieferen Zinsänderungsrisiko. Die optimale Schuldenstrategie wird wieder voll zur Anwendung kommen, wenn sich das Zinsumfeld normalisiert hat.

Höchstzulässiges Zinsänderungsrisiko

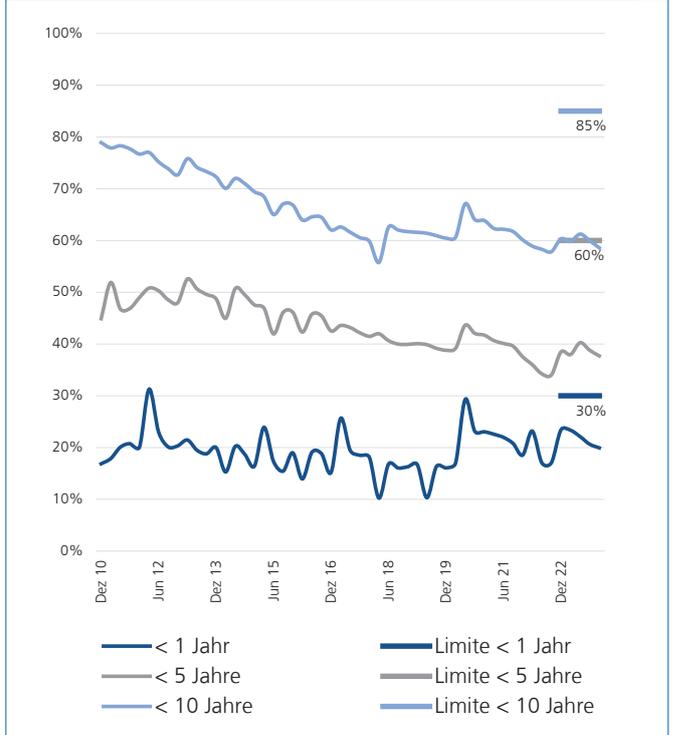
Das Risikobudget für Zinsänderungsrisiken beträgt 500 Millionen kumuliert für 4 Jahre. Dieser Wert berücksichtigt die finanzpolitische Risikofähigkeit und Risikobereitschaft des Bundes, d.h. in welchem Ausmass ein Anstieg der Zinsausgaben anderweitig ohne einschneidende Massnahmen kompensiert werden kann. Dies bedeutet, dass die für den Voranschlags- und Finanzplanungshorizont prognostizierten Schwankungen im Zinsaufwand kumuliert maximal um 500 Millionen vom Mittelwert abweichen dürfen (90 Prozent-Quantil abzüglich Mittelwert). Das entsprechende Risiko kann im ungünstigen Fall auch innerhalb eines Jahres eintreten. Im Jahresdurchschnitt 2023 betrug das Zinsrisiko 387 Millionen.

Die Auslastung des Risikobudgets hat zugenommen. Das Risikobudget bleibt aber nicht vollständig ausgeschöpft.

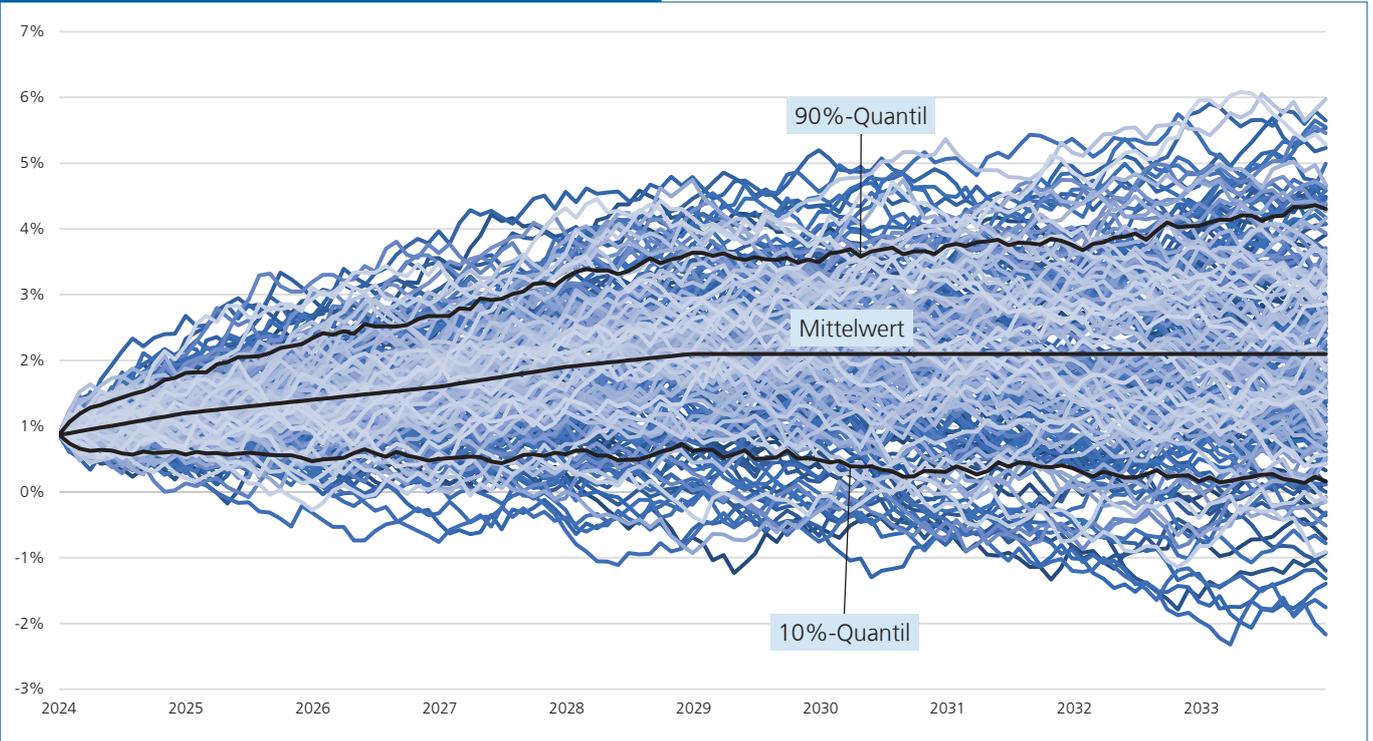
Projektion Zinsaufwand in Mio.



Fälligkeitsanteile der Geld- und Kapitalmarktschulden



Stochastisch simulierte Zinspfade (10-jähriger Swapsatz)



■ Refinanzierungsrisiko

Wichtige Indikatoren des Refinanzierungsrisikos sind das Fälligkeitsprofil der ausstehenden Marktschulden und das Rating des Bundes.

Das aktuelle Fälligkeitsprofil der Geld- und Kapitalmarktschulden zeigt insgesamt ein moderates Refinanzierungsrisiko. Der Refinanzierungsanteil der Fälligkeiten <1 Jahr sank im Vergleich zum Vorjahr um 3 Prozentpunkte und belief sich somit per Ende 2023 auf 20 Prozent der Marktschulden des Bundes. Dieser Rückgang beruht einerseits auf dem tieferen GMBF-Bestand (-1 Mrd.) und andererseits auf dem geringeren Volumen der Anleihe mit Fälligkeit 2024 gegenüber der Anleihe die 2023 fällig wurde (-1,4 Mrd.). Der Anteil der Fälligkeiten <1 Jahr bleibt somit deutlich unterhalb des maximal zulässigen Werts von 30 Prozent. Die Refinanzierungsanteile der Fälligkeiten < 5 Jahre und < 10 Jahre haben sich gegenüber dem Vorjahr kaum verändert. Per Ende 2023 betrug sie 38 Prozent bzw. 59 Prozent der Marktschulden und lagen somit weit unterhalb der maximal zulässigen Werte von 60 Prozent bzw. 85 Prozent. Damit werden die Zielvorgaben (bzw. maximalen Anteile) gemäss der Leistungsvereinbarung zwischen dem EFD und der EFV deutlich unterschritten. Innerhalb dieser Vorgaben könnte somit die Fälligkeitsstruktur des Schuldenportfolios noch deutlich verkürzt werden.

Die durchschnittliche Restlaufzeit des Schuldenportfolios ist gegenüber dem Vorjahr leicht gestiegen von 10,2 auf 10,5 Jahre. Dies ist einerseits auf die Verringerung des GMBF-Volumens (von 14,9 Milliarden auf 14,0 Milliarden) und andererseits auf die Verlängerung der Restlaufzeit der Anleihen (von 12,4 auf 12,5 Jahre) sowie auf die Erhöhung deren Volumens (von 68,3 Milliarden auf 72,0 Milliarden) zurückzuführen.

Die Bonität der Eidgenossenschaft wird von allen relevanten Ratingagenturen mit dem höchsten Rating bewertet. Auch bei ungünstigen Marktkonstellationen kann der Bund die benötigten Mittel am Geld- und Kapitalmarkt aufnehmen.

■ Fremdwährungsrisiko

Die Bundestresorerie beschafft für die Verwaltungseinheiten die Fremdwährungen. Der Fremdwährungsbedarf für die Hauptwährungen Euro und US-Dollar für das Voranschlagsjahr und die zukünftig bekannten Zahlungsverpflichtungen aus Spezialgeschäften werden umfassend abgesichert. Primär geht es bei der Bewirtschaftung der Fremdwährungsrisiken um die Sicherstellung von Budgettreue und Planbarkeit der Ausgaben. Wechselkursbedingte Nachtragskredite sollen vermieden werden. Da der Bund stetig einen bestimmten Fremdwährungsbedarf hat, ist er der Wechselkursentwicklung grundsätzlich ausgesetzt.

**Der Anteil unterjähriger Refinanzierungen hat abgenommen.
Die Refinanzierungsrisiken sind rückläufig.**

Währungsrisiko
Aufgrund der unsicheren zukünftigen Wechselkursentwicklungen sind die Beschaffungskosten zur Deckung des Fremdwährungsbedarfes der Verwaltungseinheiten unsicher und risikobehaftet. Auf bestehenden, nicht zweckgebundenen Fremdwährungspositionen können aufgrund von Kursschwankungen Wertveränderungen entstehen.

Abgesicherte Fremdwährungsrisiken verhindern wechselkursbedingte Nachtragskredite

Devisenkursentwicklungen sind aus Sicht der EFV grundsätzlich nicht prognostizierbar. Entsprechend werden die Fremdwährungsrisiken mit einem passiven Ansatz systematisch abgesichert. Demzufolge ist der Bund für den Voranschlag und der Bundestresorerie gemeldete Spezialgeschäfte keinen wesentlichen Fremdwährungsrisiken ausgesetzt.

Im Jahr 2023 machten verschiedene Faktoren die Beschaffung der Fremdwährungen und die Limitierung der entsprechenden Risiken anspruchsvoll. Einerseits ergaben sich im abgelaufenen Jahr beim Fremdwährungsbedarf teilweise hohe Nachmeldungen aus den Verwaltungseinheiten (u.a. Impfstoffzahlungen, Bundesratsjet). Andererseits war die genaue Terminierung der Zahlungsverpflichtungen häufig unsicher (Beitragszahlung für EU-Fonds über ca. EUR 60 Mio. erfolgt erst im 2024 anstatt im 2023). Insgesamt übertrafen im Jahr 2023 beim Euro die abgesicherten Bestände die effektiven Zahlungsverpflichtungen um EUR 67 Millionen, wohingegen beim US-Dollar im vergangenen Jahr USD 22 Millionen nachbeschafft werden mussten.

An seiner Sitzung im Dezember 2023 hat das ALCO entschieden, nur noch 90 Prozent des Fremdwährungsbedarfs der Verwaltungseinheiten abzusichern. Mit dieser Maßnahme sollen die in der Vergangenheit häufig beobachteten Überabsicherungen in EUR und USD vermieden werden.

Mit den beiden Spezialgeschäften im Verteidigungsbereich (F-35A, Patriot), die im dritten Quartal 2022 abgesichert wurden, sind sowohl das Volumen als auch die Dauer der USD-Absicherung des Wechselkursrisikos ungewöhnlich hoch. Die Bundestresorerie hat die benötigten Devisen über kurzlaufende Forwards abgesichert und rollt diese mittels FX-Swaps bis zu den einzelnen Zahlungsterminen. Diese Strategie ermöglicht es dem Bund, sich gegen künftige Wechselkursschwankungen zu schützen. Gleichzeitig führt die Strategie jedoch zu einem zusätzlichen Zinsänderungsrisiko; insbesondere ist der Bund dem Risiko einer Veränderung der Zinsdifferenz zwischen den USA und der Schweiz ausgesetzt (und, in geringerem Umfang, der Zinsdifferenz zwischen der Eurozone und der Schweiz).

Das Zinsdifferenzänderungsrisiko aus FX-Swaps wird neu quartalsweise quantifiziert und an das ALCO rapportiert. Die Quantifizierung dieses Risikos erfolgt mithilfe eines stochastischen Modells der Zinsdifferenz. Die statistische Verteilung der durch die FX-Swaps-Strategie verursachten Beschaffungskosten wird mit den sicheren Beschaffungskosten verglichen, die durch eine komplette Absicherung des Fremdwährungsbedarfs bis zum Zahlungstermin verursacht werden.

Obwohl die FX-Swaps-Strategie ein Zinsdifferenzrisiko mit sich bringt, ist sie dennoch in den meisten Fällen günstiger als eine komplette Absicherung bis zum Zahlungstermin. Dies liegt daran, dass die letztgenannte Strategie mit erheblichen Illiquiditätskosten verbunden ist.

■ Gegenparteirisiko

Gegenparteirisiken beim Bund entstehen hauptsächlich aufgrund kurzfristiger Geldanlagen (Tresoreriemittel) sowie durch positive Wiederbeschaffungswerte aus ausstehenden Währungs- und Zinsderivaten. Für diese Forderungen besteht ein Ausfallrisiko. Tresoreriedarlehen werden bundesnahen Institutionen gewährt und sind deshalb kein Bestandteil des Gegenparteilimitensystems; die Höhe der Darlehen wird über Tresorerievereinbarungen gesteuert. Ein 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 Instrumententyp. Risk Control überprüft die festgelegten Gegenparteilimiten regelmässig und überwacht die Einhaltung der Limiten täglich. Die Entwicklung der Qualität der zugelassenen Gegenparteien wird laufend geprüft (z.B. Ratingveränderungen, Zwischenabschlüsse und sonstige Berichterstattung). Im Jahr 2023 wurden die Limiten jederzeit eingehalten.

Ende 2023 betragen die Tresoreriemittel 15,6 Milliarden. Sie sind praktisch vollständig bei der SNB angelegt (als Festgeldanlagen oder auf dem SNB-Girokonto) und unterliegen damit keinem Risiko.

Die positiven Wiederbeschaffungswerte aus ausstehenden Währungs- und Zinsderivaten haben sich im vergangenen Jahr von 17 Millionen auf 0,6 Millionen per Ende Dezember 2023 reduziert. Derivatpositionen (z.B. Währungs- und Zinsabsicherungsinstrumente) werden einerseits mit Gegenparteien abgeschlossen, die mit der EFV einen Besicherungsanhang für Derivate (Credit Support Annex / CSA) vereinbart haben. Andererseits werden solche Derivat-Geschäfte auch mit Kantonalbanken mit Staatsgarantie ohne Besicherungsanhang durchgeführt. Mit den wichtigsten Gegenparteien bestehen ISDA-Rahmenverträge mit CSA-Vereinbarungen, die zu einem täglichen Austausch von Cash-Sicherheiten führen und die negativen Folgen eines möglichen Ausfalls einer oder mehrerer Gegenparteien minimieren.

Die Gegenparteirisiken des Bundes werden durch täglichen Margenausgleich minimiert.

Ausblick

Nach einem Jahr der Konsolidierung und der Rückkehr zur zinspolitischen Normalität liegt ein Schwerpunkt im Jahr 2024 bei der Liquiditätsbewirtschaftung und -planung. Es ist zu erwarten, dass sich die Zahlungsmuster auf Basis des Vorjahres normalisieren, so dass die Liquiditätsplanung wieder genauer und verlässlicher wird. Im abgelaufenen Jahr 2023 hat die Bundestresorerie ihre Tätigkeit auf dem Repomarkt sukzessive ausgebaut. Nachdem eine Vielzahl von Repo-Gegenparteien angebunden wurden und an rund 80 Tagen Anlagen mit einer Laufzeit von einem Tag von bis zu zwei Milliarden getätigt wurden, will die Bundestresorerie im Jahr 2024 nun auch als Repo-Geldnehmer auftreten. Dies wird im kurzfristigen Bereich ein zusätzliches, diversifizierendes Finanzierungsinstrument darstellen. Dazu braucht es Wertschriften, die als Sicherheiten geliefert werden können. Seit vielen Jahren hält die Bundestresorerie sogenannte Eigentranchen. Dies sind Bundesanleihen, die im Rahmen einer Auktion zur Emission vorbereitet, aber letztlich noch nicht platziert wurden. Bei Bedarf konnten diese Eigentranchen auf Nachfrage hin zwischen den Auktionsterminen individuell verkauft werden und dieser letzte Schritt der Platzierung ohne grossen Aufwand nachgeholt werden. Ein Vorteil davon war, dass die Eigentranchen im Gegensatz zu im Eigenbestand gehaltenen Anleihen nicht in die Bruttoschulden einflossen – ein Aspekt der v.a. in den 1990er und 2000er Jahre eine gewisse Rolle spielte. Seit einigen Jahren werden im Eigenbestand gehaltene Schulden gemäss IPSAS ausgebucht und erhöhen damit die Bruttoschulden nicht mehr. Daher soll nun das Konstrukt Eigentranchen durch Anleihen im Eigenbestand ersetzt und damit für den Repomarkt nutzbare Sicherheiten geschaffen werden. Zudem kann der Eigenbestand grundsätzlich interessierten Marktteilnehmern via Repogeschäfte zur Leihe angeboten werden, womit eine Verbesserung der Liquidität im Eidgenossenhandel erreicht werden könnte. Weiterhin kann der Eigenbestand wie die aktuellen Eigentranchen bei Bedarf an Dritte verkauft werden.

Die Haushaltssituation bleibt angespannt. In den kommenden Jahren fehlen dem Bund noch mehrere Milliarden Franken für ein ausgeglichenes Budget. Das heisst aber nicht, dass die Emissionstätigkeit entsprechend hochgefahren wird, da die strukturellen Fehlbeträge zur Einhaltung der Schuldenbremse bereinigt werden müssen. Insgesamt weist der Voranschlag 2024 unter Berücksichtigung des ausserordentlichen Haushalts ein Finanzierungsdefizit von 2,6 Milliarden auf. Dieses wird v.a. über ein höheres Anleihevolumen und durch einen Abbau des Liquiditätspuffers finanziert. Für das Jahr 2024 sind Anleiheemissionen im Umfang von 5 Milliarden geplant. Netto, d.h. unter Berücksichtigung der Juni-Fälligkeit erhöht sich das ausstehende Anleihevolumen um 1,8 Milliarden Franken auf nominal knapp 74 Milliarden. Das Volumen ausstehender GMBF wird in einer Bandbreite zwischen 10 und 16 Milliarden Franken gehalten und bleibt damit in etwa auf Vorjahresniveau. Das tiefere Emissionsvolumen bei den Anleihen sollte die Umsetzung der Emissionsstrategie vereinfachen, da pro Auktionstermin kleinere Zuteilungen gemacht werden können. Damit sollten auch kurzfristigere Anleihen platziert und die durchschnittliche Zinsbindung von rund 12 Jahren besser erreicht werden können. Auch sollte die Inversion der Renditekurve der Bundesanleihen (d.h. kürzere Laufzeiten rentieren höher als die langlaufenden Anleihen) im Verlauf des Jahres allmählich abnehmen, wodurch aus Emittentensicht die kürzeren Laufzeiten wieder attraktiver werden.

Nachdem im abgelaufenen Jahr der erste Allokations- und Wirkungsbericht für die im Oktober 2022 lancierte erste Grüne Bundesanleihe veröffentlicht wurde, wird 2024 wieder eine Aktualisierung des Berichtes fällig. Insgesamt wurde der Grüne Eidgenosse zweimal um insgesamt knapp 700 Millionen aufgestockt. Dieses Emissionsvolumen wird nun wieder auf die verschiedenen anrechenbaren grünen Ausgabenbereiche des Rechnungsjahres 2023 verteilt. Dieser zweite Bericht sollte im dritten Quartal vorliegen.

Ein Schwerpunktthema ist auch im Jahr 2024 die Digitalisierung, die weiter vorangetrieben werden soll. Dazu gehört auch die SWIFT-Anbindung auf ISO 2022. Damit werden die Zahlungsinstruktionen des bisherigen Nachrichtenformats SWIFT MT auf das neue Format SWIFT MX migriert. Dazu gilt es die verschiedenen Fachanwendungen entsprechend anzupassen.

Wir freuen uns auf ein spannendes und herausforderndes 2024, hoffentlich für einmal ohne neue Krisensituationen.

