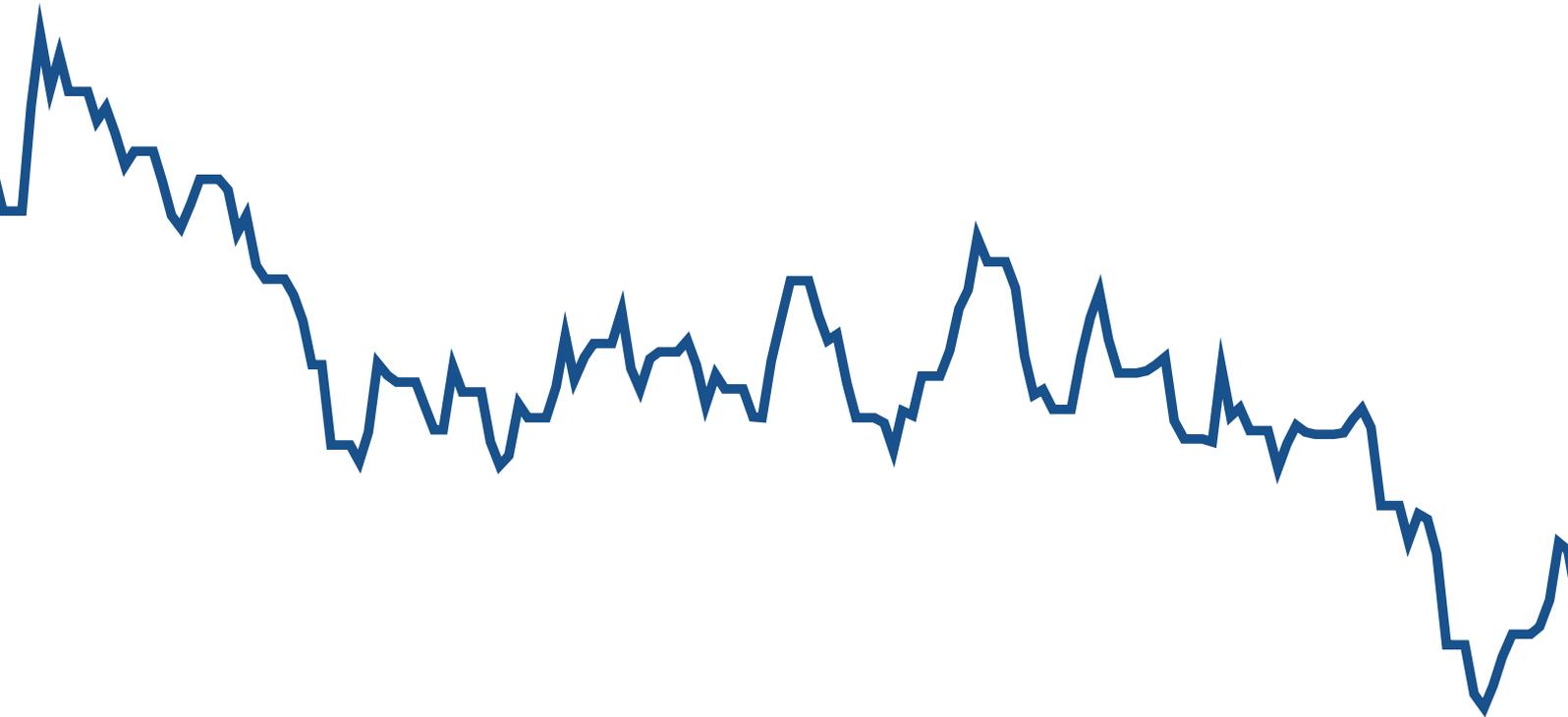


Bundestresorerie

Tätigkeitsbericht 2024



Impressum

Herausgeber:
Eidg. Finanzverwaltung EFV

März 2025

Der Tätigkeitsbericht der Bundestresorerie erläutert die Strategien und Ergebnisse der Schulden-, Liquiditäts- und Devisenbewirtschaftung des Bundes im Jahr 2024. 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 2024 **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**

102

Milliarden

Schulden verwaltet die Bundestresorerie. 83 Milliarden davon sind Marktschulden
(Geldmarkt-Buchforderungen und Anleihen)

0,62

Prozent

beträgt die Verzinsung der 2024 emittierten Anleihen.

10,9

Jahre

beträgt die durchschnittliche Restlaufzeit der Marktschulden des Bundes

Zusammenfassung

Die Geldpolitik der Zentralbanken hat die Zinsmärkte im vergangenen Jahr stark geprägt. Begünstigt durch den Rückgang der Energiepreise, nahm der globale Disinflationsprozess seinen Lauf. Dies erlaubte es den Zentralbanken, ihren restriktiven geldpolitischen Kurs zu lockern und die Leitzinsen zu senken. Dabei gehörte die Schweizerische Nationalbank (SNB) im März zu den ersten Zentralbanken, welche den Zinssenkungszyklus einleitete. Ermöglicht wurde dies nicht zuletzt durch den Schweizer Franken, der insbesondere im Schlussquartal 2023 zu den Währungen der wichtigsten Handelspartner stark aufwertete und die Inflation weiter nach unten drückte. Die Europäische Zentralbank folgte zwei Monate später und die amerikanische Notenbank Fed sah sich im September das erste Mal in der Lage, die Zinsen zu senken. Die SNB legte im Jahresverlauf noch weitere drei Male nach und senkte den Leitzins bis zum Jahresende auf noch 0,5 Prozent.

Die Volatilität an den Zinsmärkten und das tiefe Zinsniveau tat der Attraktivität des Schweizer Kapitalmarktes keinen Abbruch. Getrieben durch eine rekordhohe Emissionstätigkeit im Inlandsegment, erreichte das ausstehende Anleihevolumen mit rund 630 Milliarden einen neuen Höchststand. Auch der Bund partizipierte rege an diesem Emissionskarussell und platzierte verteilt über 11 Auktionstermine nominal insgesamt 4,8 Milliarden am Kapitalmarkt. Am Jahresende belief sich das ausstehende Volumen an Eidgenössischen Anleihen auf rund 74 Milliarden und erhöhte sich gegenüber dem Vorjahr um rund 1,7 Milliarden.

Dank dem tieferen Zinsniveau konnte der Bund auch seine Finanzierungskosten am Kapitalmarkt spürbar senken. Der Durchschnitt der volumengewichteten Emissionsrendite der Eidgenössischen Anleihen lag im Jahr 2024 bei 0,62 Prozent. Im Vergleich zum Vorjahr (1,20 %) haben sich die Kosten für die Aufnahme frischer Mittel am Kapitalmarkt somit fast halbiert. Auch am Geldmarkt haben die Finanzierungskosten im Jahresverlauf abgenommen. Lag die Rendite der Geldmarktbuchforderungen (GMBF) Anfang Jahr noch bei rund 1,7 Prozent, reduzierte sich diese im Gleichschritt mit den Zinssenkungen der SNB auf noch 0,35 Prozent am Jahresende. Im Jahresdurchschnitt lagen die GMBF-Emissionsrenditen bei rund 1,1 Prozent (Vorjahr: 1,4 %).

Relativ betrachtet, d.h. gemessen an der Renditedifferenz zum Swapsatz, haben sich die Finanzierungsbedingungen der Eidgenossenschaft hingegen verteuert. Während im Jahr 2023 teilweise noch rekordtiefe Spreads von rund -100 Basispunkten verzeichnet wurden, nahmen diese im Verlauf des Jahres 2024 kontinuierlich zu und lagen am Jahresende teilweise bei etwa -10 Basispunkten. Dieses sogenannte «Spread Widening» war im Berichtsjahr auf dem Schweizer Primärmarkt sowohl sektoral als auch bonitätsübergreifend zu beobachten. Auch diese Entwicklung dürfte eng mit der Geldpolitik der Zentralbanken zusammenhängen. Trotz Zinssenkungen setzten sowohl die

US-amerikanische als auch die europäische Notenbank den Abbau ihrer Bilanz fort und erhöhten dadurch das Angebot an Staatsanleihen auf den Märkten. Um das höhere Anleihevolumen zu absorbieren, verlangen die Investoren eine zusätzliche Prämie. Obwohl in der Schweiz die SNB im Rahmen ihrer Bilanzausweitung keine Eidgenossen erwarb, hat die internationale Spread-Ausweitung auch auf den Eidgenossenmarkt übergegriffen.

Neben dem Schuldenmanagement stand für die Bundestresorerie im vergangenen Jahr die Anlage der frei verfügbaren liquiden Mittel im Zentrum ihrer Tätigkeit. Neben Festgeldanlagen bei der SNB wurde auch der Repo-Markt für kurzfristige Anlagen genutzt. Insgesamt wurden am Repo-Markt Volumen im Umfang von rund 61 Milliarden umgesetzt bei einer durchschnittlichen Verzinsung von 1,3 Prozent. Daneben wurden vereinzelt auch Festgeldanlagen mit ausgewählten Gegenparteien abgeschlossen. Mit der Bewirtschaftung der Tresorerie-Mittel konnte die Bundestresorerie insgesamt Einnahmen im Umfang von rund 250 Millionen generieren.

Ein wichtiger Meilenstein stellte im Jahr 2024 die angekündigte Umwandlung der Eigentranchen in Eigenbestand dar. Bei den Eigentranchen handelte es sich um Bundesanleihen, die im Rahmen einer Auktion zur Emission vorbereitet, aber letztlich noch nicht platziert wurden. Bisher konnten Eigentranchen bei Bedarf zwischen den Auktionsterminen individuell verkauft und damit dieser letzte Schritt der Platzierung nachgeholt werden. Diese Eigentranchen wurden nun vollständig liberiert und damit in Anleihen im Eigenbestand gewandelt. Dies eröffnet der Bundestresorerie neue Einsatzmöglichkeiten. Anleihen im Eigenbestand können insbesondere als Collateral am Repo-Markt eingesetzt werden, wodurch ein zusätzliches Finanzierungsinstrument zur Verfügung steht. Gleichzeitig kann die Bundestresorerie ihren Eigenbestand interessierten Marktteilnehmern gegen eine entsprechende Gebühr ausleihen, was sich wiederum positiv auf die Liquidität im Eidgenossenhandel und damit letztlich auf die Finanzierungsbedingungen des Bundes auswirkt.

Schliesslich hat die Bundestresorerie im abgelaufenen Berichtsjahr den zweiten «Allokations- und Wirkungsbericht zu Grünen Anleihen» publiziert. Darin wird Rechenschaft abgelegt, wie die Erlöse auf die verschiedenen anrechenbaren Ausgabenbereiche zugeordnet werden und welche positiven Umweltauswirkungen die Ausgabenbereiche erreichten. Im Jahr 2024 wurde der grüne Eidgenosse mit Fälligkeit im Jahr 2038 insgesamt dreimal aufgestockt. Unter Berücksichtigung des Eigenbestandes, beläuft sich das ausstehende Volumen bereits auf 2,7 Milliarden.

102

Milliarden

Schulden verwaltet die Bundestresorerie. 83 Milliarden davon sind Marktschulden
(Geldmarkt-Buchforderungen und Anleihen)

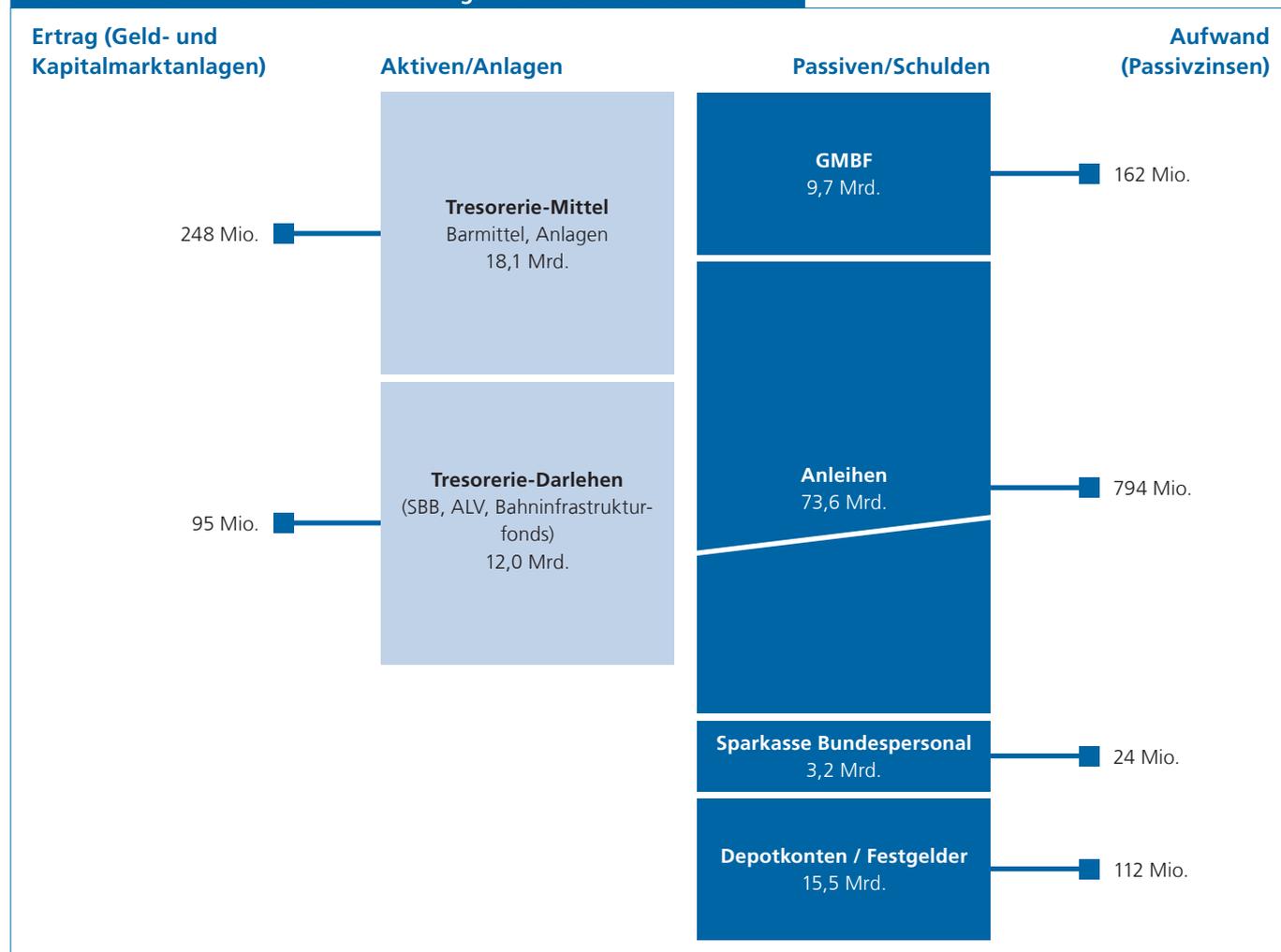
Vorgaben und Zielgrössen

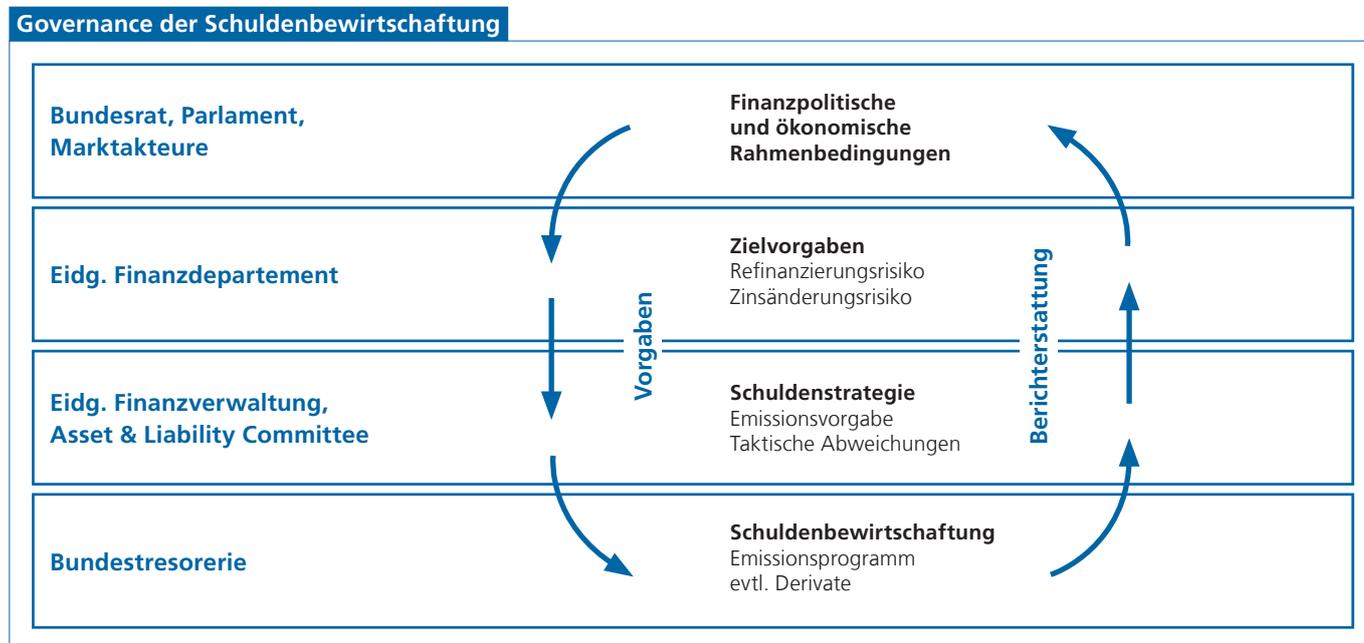
Die von der Eidgenössischen Finanzverwaltung (EFV) geführte zentrale Tresorerie sorgt für die ständige Zahlungsbereitschaft des Bundes (Art. 60 Abs. 1 Finanzhaushaltsgesetz). Aus diesem gesetzlichen Auftrag ergeben sich die drei Hauptaufgaben der Bundestresorerie:

- *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 2024





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 Risikolimite, die sie nicht überschreiten darf. Diese Risikolimite 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 2023	Ist 2024
Refinanzierungsrisiko: Die EFV trägt dazu bei, dass das Refinanzierungsrisiko des Bundes tragbar ist.			
Fälligkeitsprofil Geld- und Kapitalmarktschulden unter 1 Jahr (% , maximal)	30	20	16
Fälligkeitsprofil Geld- und Kapitalmarktschulden unter 5 Jahren (% , maximal)	60	38	35
Fälligkeitsprofil Geld- und Kapitalmarktschulden unter 10 Jahren (% , maximal)	85	59	56
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	387	403

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.

0,62

Prozent

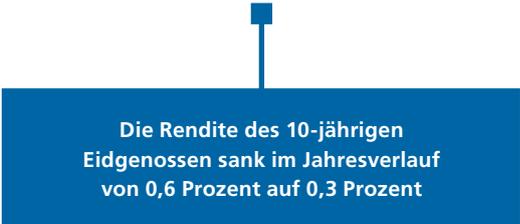
beträgt die Verzinsung der 2024 emittierten Anleihen.

Tresorerietätigkeit 2024

■ Entwicklungen am Schweizer Kapitalmarkt

Das globale Wirtschaftswachstum zeigte sich im Jahr 2024 insgesamt robust, allerdings traten deutliche regionale Unterschiede zutage. Während in den USA das kräftige Wachstum anhielt, schritt die wirtschaftliche Erholung in der Eurozone nur zögerlich voran, was insbesondere auf die politischen Unsicherheiten in Schlüsselmärkten wie Deutschland und Frankreich sowie auf allgemeine strukturelle Herausforderungen in der Eurozone zurückzuführen war. Im Vergleich zur Eurozone zeigte sich die Schweizer Wirtschaft etwas dynamischer, vor allem gestützt durch die Stärke hochspezialisierter Branchen wie der Chemie- und Pharmaindustrie. Trotzdem hatte das verhaltene Wachstum in der Eurozone auch Auswirkungen auf die Schweiz, weshalb für 2024 ein Wirtschaftswachstum von nur etwa einem Prozent erwartet wird.

Auch die Inflation blieb im Jahr 2024 ein zentrales Thema. In den USA und der Eurozone näherten sich die Inflationsraten im Jahresverlauf dem angestrebten Zielwert von zwei Prozent, was den Zentralbanken Spielraum für mehrere Leitzinssenkungen verschaffte. Trotz dieser Fortschritte bleibt die Kerninflation jedoch ein hartnäckiges Problem, was darauf hindeutet, dass es in beiden Märkten noch eine Weile dauern könnte, bis die Inflationsziele dauerhaft erreicht sind. Auch in der Schweiz setzte sich der Rückgang der Inflation deutlich fort. Nach einer durchschnittlichen Inflationsrate von 2,1 Prozent im Jahr 2023, fiel diese im Jahr 2024 gar auf 1,1 Prozent. Aufgrund der tiefen Inflation senkte die SNB im März ihren Leitzins. Im Verlauf des Jahres folgten bei jeder Lagebeurteilung weitere Zinssenkungen, wodurch der Leitzins Ende Dezember 2024 bei 0,50 Prozent lag – ein Rückgang von insgesamt 125 Basispunkten im Jahresverlauf. Diese geldpolitischen Massnahmen hatten direkte Auswirkungen auf die Anleihenmärkte. In der Schweiz führten die tiefere Inflation und die folglich gesenkten Leitzinsen zu einem deutlichen Rückgang der Renditen. So ging beispielsweise die Rendite des 10-jährigen Eidgenossen im Verlauf des Jahres kontinuierlich zurück. Lag sie Anfang 2024 noch bei 0,6 Prozent, sank sie bis zum Ende des Jahres auf etwa 0,3 Prozent.



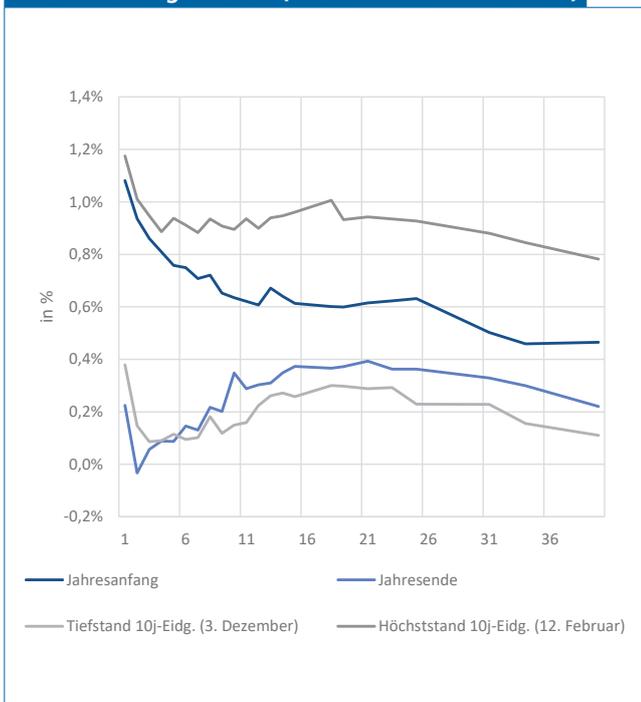
Die Rendite des 10-jährigen
Eidgenossen sank im Jahresverlauf
von 0,6 Prozent auf 0,3 Prozent

Vor diesem Hintergrund zeigte sich der Schweizer Primärmarkt erneut stark und verzeichnete ein totales Emissionsvolumen von über 82 Milliarden (inkl. Eidgenossen, jedoch ohne Berücksichtigung von Veränderungen im Eigenbestand im Jahresverlauf). Dafür verantwortlich war insbesondere das Inlandgeschäft, welches mit einem Volumen von fast 64 Milliarden einen Rekordwert aufstellte. Insbesondere bei Emittenten aus den Bereichen Industrie und dem öffentlichen Sektor konnte dabei ein signifikanter Anstieg der Emissionsaktivität festgestellt werden. Das Auslandsegment verzeichnete hingegen ein eher schwaches Jahr und erlitt mit einem Emissionsvolumen von knapp 19 Milliarden einen Rückgang von über 25 Prozent im Vergleich zum Vorjahr.

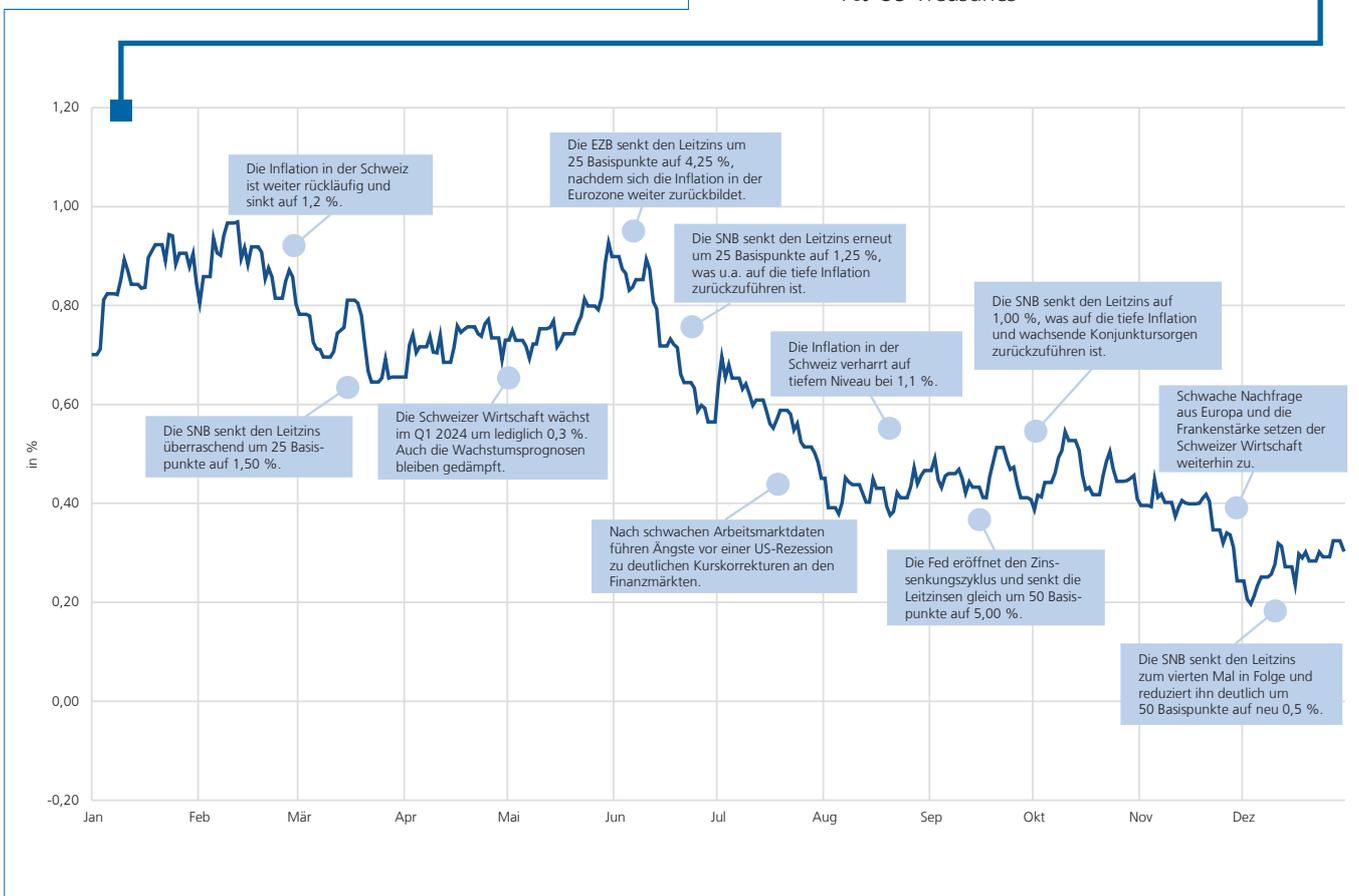
Eine am Schweizer Primärmarkt im Jahr 2024 viel diskutierte Entwicklung war das sogenannte «Spread Widening», das sich über alle Sektoren und Bonitätsstufen hinweg beobachten liess und auch die Eidgenossen nicht verschonte. So weitete sich der Spread des 10-jährigen Eidgenossen im Jahresverlauf von etwa -50 Basispunkten zu Jahresbeginn auf knapp -10 Basispunkten per Ende 2024 aus. Diese Entwicklung wurde häufig mit der hohen Emissionstätigkeit am heimischen Primärmarkt begründet: Um an den zahlreichen Neuemissionen teilzunehmen, trennten sich viele Investoren von ihren liquidesten Positionen, darunter auch von den Eidgenossen, was zu einem kontinuierlichen Anstieg der Spreads führte. Allerdings war das «Spread Widening» kein rein schweizerisches Phänomen, sondern auch in anderen Ländern wie Deutschland, Grossbritannien oder den USA zu beobachten.

Entsprechend war diese Entwicklung auch ein grosses Thema bei öffentlichen Schuldenverwaltern in anderen Ländern. Potenzielle Erklärungen konzentrierten sich dabei insbesondere auf die Geld- und Fiskalpolitik. Mit der Zinswende stellten die wichtigsten Zentralbanken ihre «Quantitative Easing (QE)»-Programme ein und fuhren diese teilweise zurück. In Deutschland führte dies beispielsweise dazu, dass der «Free Float» der Staatsanleihen stieg, wodurch deren Verfügbarkeit am Markt zunahm. Gleichzeitig verfolgten viele Zentralbanken im Rahmen der Inflationsbekämpfung eine stärker an Wirtschaftsdaten ausgerichtete Geldpolitik, was teils zu heftigen Marktreaktionen auf die Publikation neuer Wirtschaftsdaten führte und die Volatilität der Staatsanleihen allgemein erhöhte. Beide Faktoren dürften zu einem Anstieg der Spreads beigetragen haben. Hinzu kam eine in vielen gewichtigen Ländern expansive Fiskalpolitik, welche das Angebot an Staatsanleihen zusätzlich wachsen liess und sich entsprechend negativ auf deren Preise auswirkte. Zwar lassen sich diese Erklärungen nicht direkt auf die Schweiz übertragen, zumal die SNB kein QE mit Eidgenossen betrieben hat, dennoch ist es naheliegend, dass auch die heimischen Spreads im Zuge der international zu beobachtenden Spread-Ausweitungen mitgezogen wurden.

Zinskurve Eidgenossen (Restlaufzeit und Rendite)

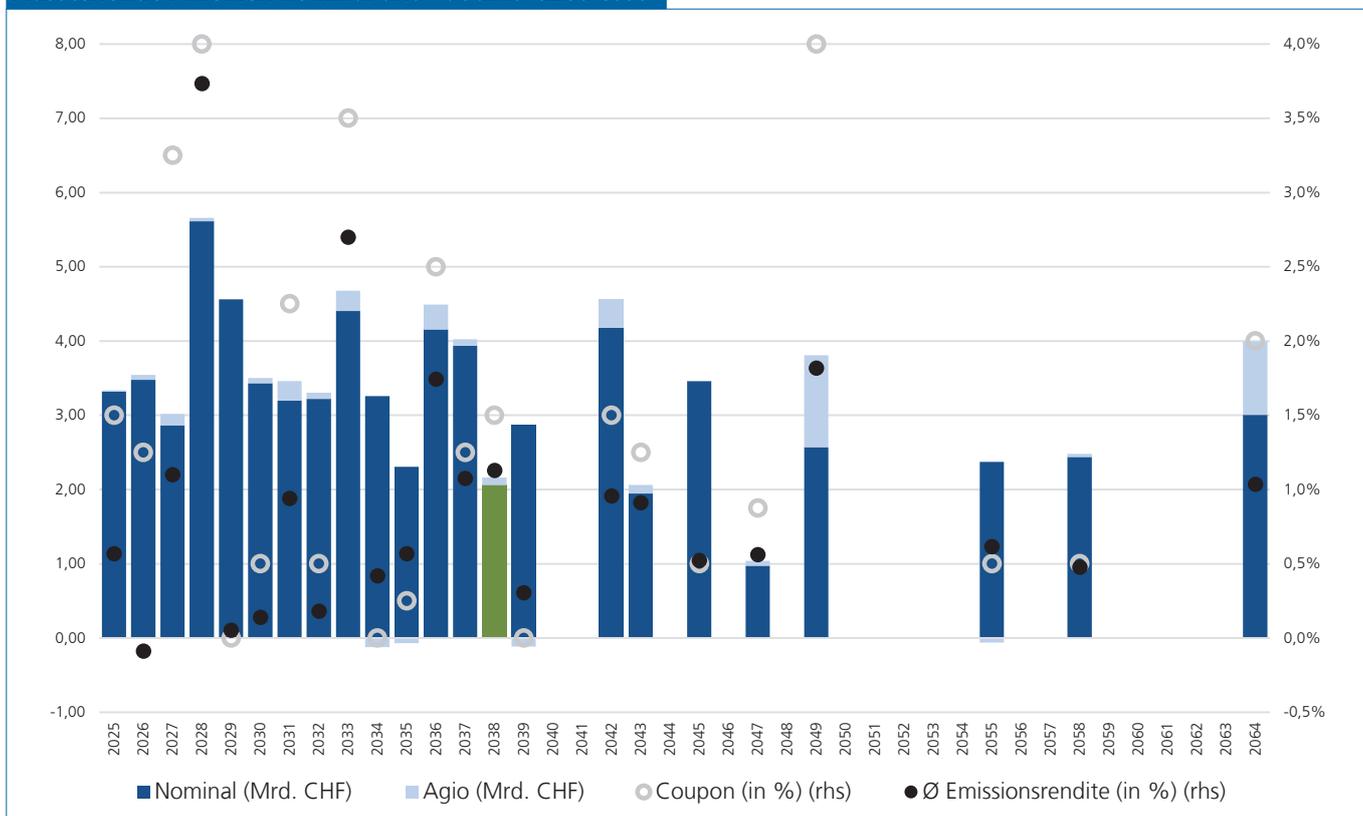


Zinsentwicklung Staatsanleihen

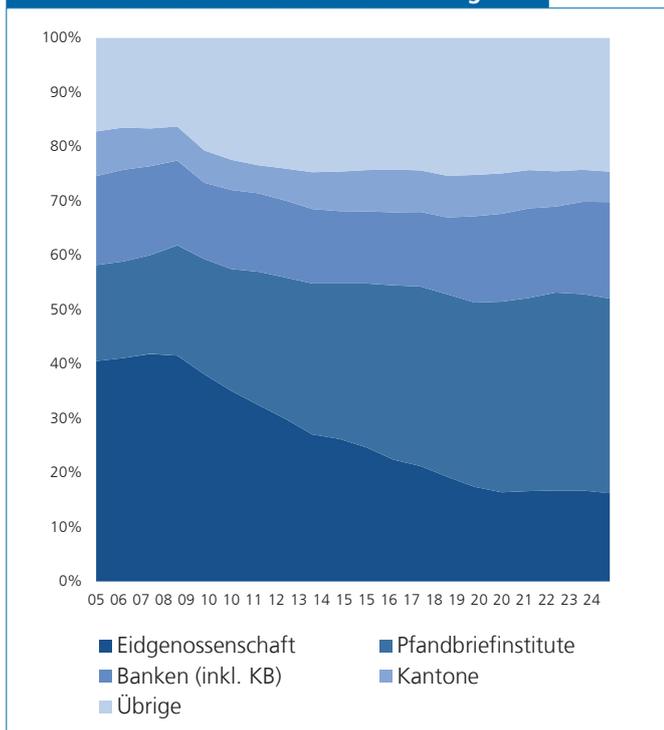


Daten: Bloomberg

Ausstehende Anleihen nominal und «at amortized cost»

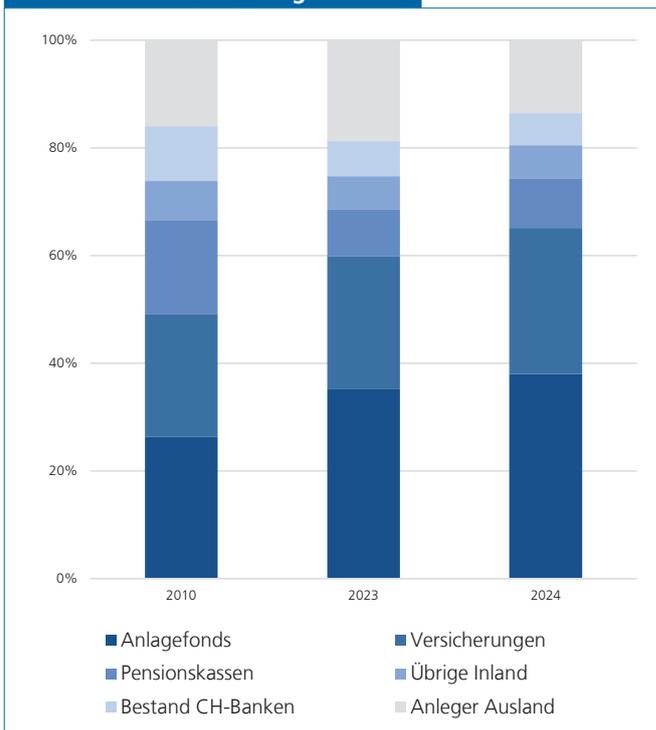


Ausstehende Anleihen im CHF-Inlandsegment



Daten: SIX

Investorenbasis der «Eidgenossen»



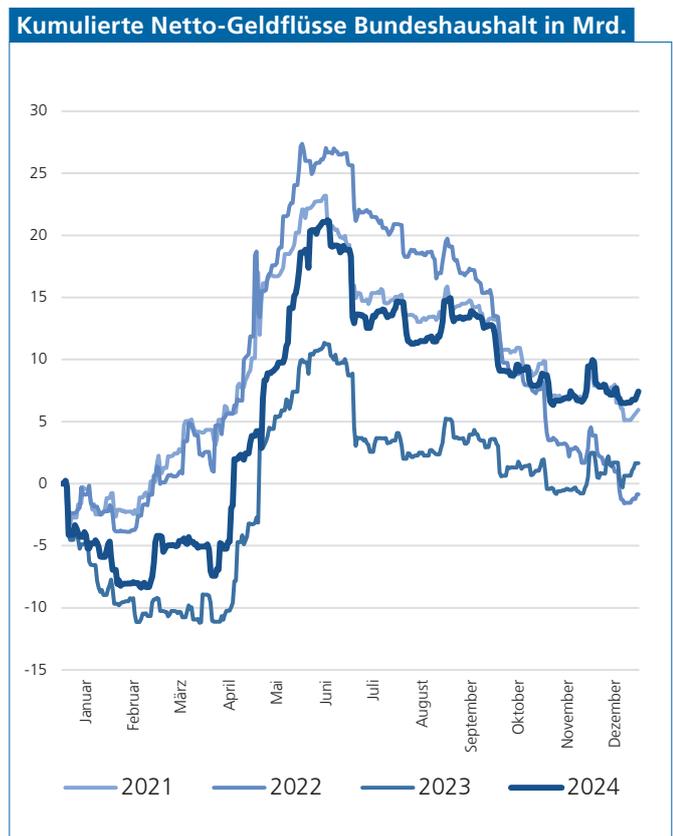
Daten: SNB, eigene Berechnungen

Wie bereits im Vorjahr dominierten auch 2024 die Pfandbriefinstitute den Schweizer Anleihenmarkt und erzielten ein Emissionsvolumen von insgesamt rund 21 Milliarden, gefolgt von der Eidgenossenschaft mit knapp 5 Milliarden. Ein ähnliches Bild zeigte sich beim ausstehenden Anleihevolumen: Die Rangliste wird von der Pfandbriefbank angeführt (95 Mrd.), dicht gefolgt von der Pfandbriefzentrale (83 Mrd.) und der Eidgenossenschaft (74 Mrd.; inkl. verkauftem Eigenbestand).

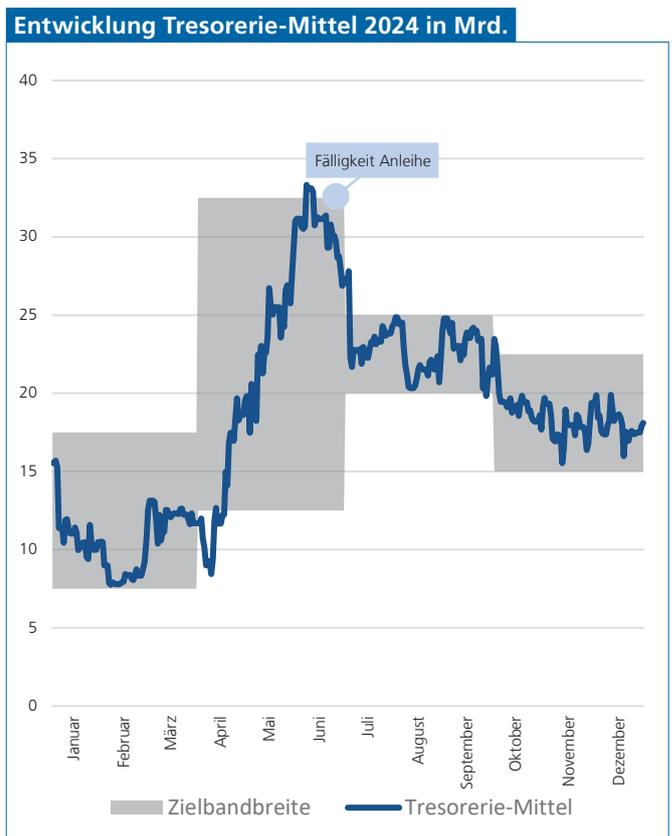
Finanzierungsbedarf und Liquiditätsentwicklung

Der Bund verfügte Anfang 2024 über liquide Mittel im Umfang von 15,6 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 2024 einen relativ hohen Liquiditätsbestand von 15 bis 23 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 5 Milliarden vor. Gleichzeitig sollte das GMBF-Volumen im Jahresverlauf innerhalb einer Bandbreite von 10 bis 16 Milliarden gehalten werden. Der Schuldenaufbau von netto 1,8 Milliarden war hauptsächlich zur Deckung des allgemeinen Finanzierungsbedarf des Bundeshaushaltes vorgesehen.



Berechnung: Tägliche Veränderung des SNB-Girokontos abzgl. Finanzierungstätigkeit



Insgesamt entwickelte sich die Liquidität besser als in der Tresorerieplanung, welche als Grundlage für das Emissionsprogramm 2024 diente, erwartet. Infolgedessen wurde das GMBF-Volumen ab Februar bis in den frühen Sommer stetig reduziert und von da an bei rund 10 Milliarden konstant gehalten, obschon die ursprüngliche Planung einen Aufbau ab dem Spätsommer vorsah. Auch das leicht tiefer als geplante Anleihen-Emissionsvolumen trug zur Erreichung des geplanten Liquiditätsbestandes bei.

Die Liquidität entwickelte sich im Jahresverlauf besser als erwartet

Mit der Rückkehr ins positive Zinsumfeld im Jahr 2022 veränderten sich die saisonalen Liquiditätsmuster stark. Insbesondere bei der Verrechnungssteuer wurden noch aufgeschobene Rückforderungen aus dem Negativzinsumfeld bis 2023 nachgeholt. Dieser Nachholeffekt war im Jahr 2024 nicht mehr zu beobachten.

■ Anlagetätigkeit

Tresorerie-Mittel

Die Bundestresorerie kann im Rahmen des Liquiditätsmanagements am Geldmarkt Gelder anlegen und auch Kredite aufnehmen. Auch im Jahr 2024 blieb die Zinspolitik der SNB ein prägendes Thema. Nach dem Höchststand des SNB-Leitzinses im Juni 2023 passte die Bundestresorerie ihre Strategie zur Anlage kurzfristiger Gelder an die veränderten Marktbedingungen an und setzte ihre Anlagetätigkeit fort. Dabei lag der Fokus weiterhin auf einer optimalen Nutzung der Marktchancen im Rahmen der aktuellen Zinssituation. Dabei stehen drei Instrumente im Vordergrund. Mit dem Girokonto der SNB steht der Bundestresorerie eine risikolose und bis zu einer gewissen Limite zum Leitzins verzinsten 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 einem Jahr mit der SNB zu gängigen Marktbedingungen 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 10,1 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 2,6 und 28,25 Milliarden. Per Jahresende waren 11,3 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. Am CHF Repomarkt ist die Bundestresorerie gut etabliert und kann auf einen breiten Kreis von Gegenparteien zurückgreifen. Im 2024 wurden an 106 Tagen Repogeschäfte abgeschlossen, verteilt auf insgesamt 702 Transaktionen. Die dabei gehandelten Volumina bewegten sich zwischen 35 Millionen und 2,2 Milliarden und betrug im Tagesdurchschnitt 570 Millionen. Von den insgesamt 702 Transaktionen entfallen 83 Prozent auf Overnight-Geschäfte, was die klare Dominanz kurzfristiger Finanzierungsinstrumente zeigt, während 9 Prozent eine Laufzeit von einer Woche und 2 Prozent von zwei Wochen haben. Lediglich 1 Prozent der Transaktionen erstreckt sich über drei Wochen, während 5 Prozent auf einen Monat entfallen. Diese Verteilung verdeutlicht, dass der Großteil der Transaktionen auf sehr kurzfristige Zeiträume konzentriert ist, während längere Laufzeiten nur eine untergeordnete Rolle spielen. 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 wurden zusätzlich Festgeldanlagen mit sorgfältig ausgewählten Gegenparteien (Kantone und Kantonalbanken mit Staatsgarantie) abgeschlossen. Die Beträge beliefen sich auf zwischen 50 bis 400 Millionen CHF, mit Laufzeiten, die zwischen 7 Tagen und 5 Monaten variierten. Die erzielten durchschnittlichen Renditen lagen 12 bis 25 Basispunkte über dem SARON OIS-Satz mit gleicher Laufzeit.

Repo-Geschäfte

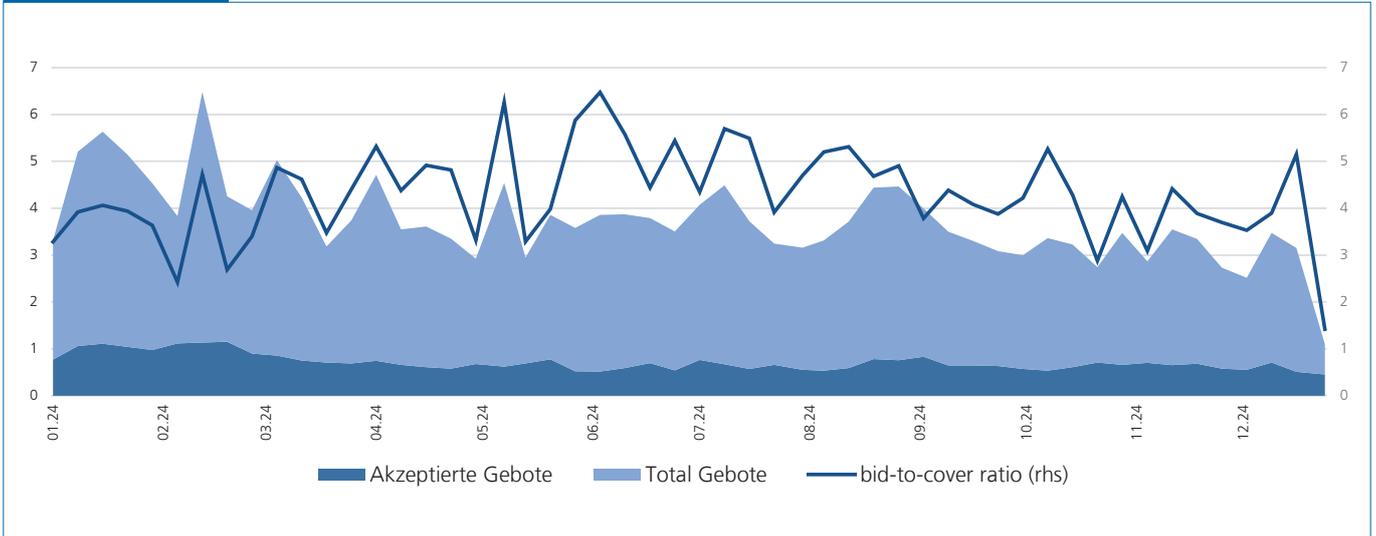
Repos (Repurchase Agreements) bezeichnen Finanztransaktionen, bei denen Sicherheiten (z.B. Anleihen) für eine bestimmte Zeit gegen Kredite getauscht werden. Sie setzen sich grundsätzlich aus zwei Transaktionen zusammen, einem Kassa- und einem Termingeschäft. In einem ersten Schritt verkauft der Geldnehmer 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

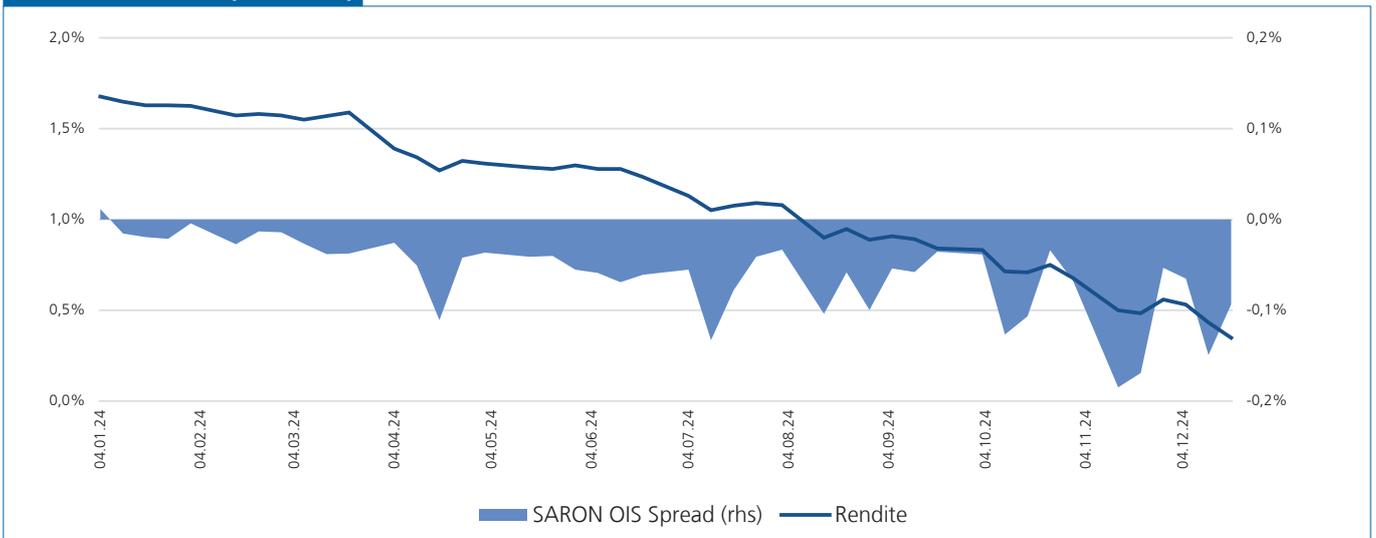
Die Bundestresorerie kann Verwaltungseinheiten der dezentralen Bundesverwaltung, die eine eigene Rechnung führen, für die Verwaltung ihrer liquiden Mittel der zentralen Tresorerie anschliessen. Dies gilt ebenfalls für Organisationen, die aufgrund einer spezialgesetzlichen Grundlage bei der Bundestresorerie 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 Risikomarge. Von dieser Möglichkeit machten im Berichtsjahr fast ausschliesslich die SBB und der Bahninfrastukturfonds (BIF) Gebrauch. Die ausstehenden Darlehen an die SBB stiegen im Jahresverlauf von 6,5 auf 7,6 Milliarden an, diejenigen des BIF sanken von 5,1 auf 4,4 Milliarden. Damit standen per Jahresende Tresorerie-Darlehen über total 12,0 Milliarden aus.

Geldmarkt-Buchforderungen

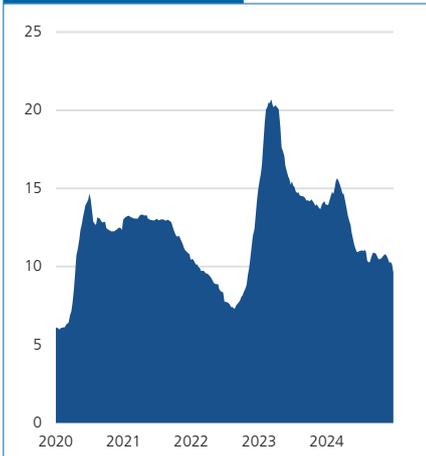
Auktionen in Mrd.



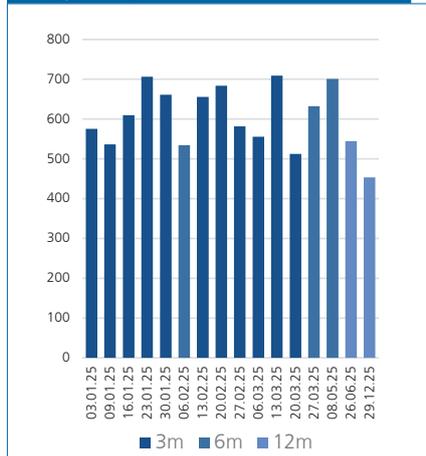
Rendite in Prozent (3m GMBF)



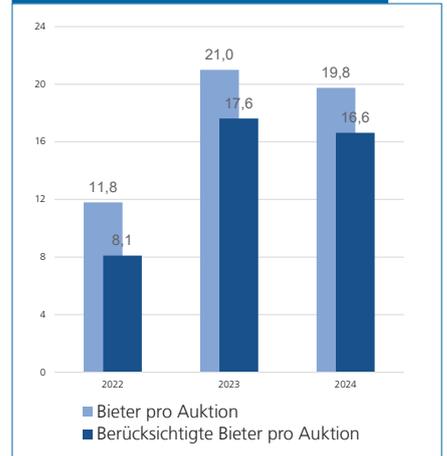
Ausstehend in Mrd.



Fälligkeitsprofil Ende 2024 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. Gemäss dem Emissionsprogramm für das Jahr 2024 sollte das GMBF-Volumen im Jahresverlauf innerhalb einer Bandbreite von 10 bis 16 Milliarden zu liegen kommen (Bandbreite 2023: 12 bis 18 Mrd.). Während zu Jahresbeginn das Volumen ausstehender GMBF noch rund 14 Milliarden betrug, belief es sich per Jahresende noch auf rund 9,7 Milliarden.

Im Jahr 2024 war die Entwicklung der GMBF-Emissionen geprägt von Stabilität, Effizienz und einer klaren Ausrichtung auf die geplanten Ziele. Das ausstehende Volumen der kurzfristigen Verbindlichkeiten wurde im Einklang mit den Vorgaben des Finanzierungsprogramms schrittweise reduziert, wobei es mit Ausnahme des Jahresendes stets innerhalb der festgelegten Bandbreiten von 10 bis 16 Milliarden Franken blieb. Saisonale Mittelzuflüsse, insbesondere durch Steuerzahlungen, machten es nötig, Spitzen bei den Liquiditätsanforderungen zu glätten und die Emissionsvolumina flexibel anzupassen. Die Nachfrage nach den emittierten GMBF blieb auf einem zufriedenstellenden Niveau, auch wenn das durchschnittliche Gebotsvolumen im Jahresverlauf leicht zurückging. Trotz dieser moderaten Anpassungen blieben die Auktionsmechanismen effizient, und das durchschnittlich emittierte Volumen wurde auf die aktuellen Marktbedingungen abgestimmt.

Die Finanzierungsbedingungen verbesserten sich im Jahresverlauf spürbar, vor allem durch die geldpolitischen Massnahmen der Schweizerischen Nationalbank, die in mehreren Zinssenkungen resultierten. So zeigten die Renditen der GMBF im Jahr 2024 einen klaren Abwärtstrend. Während sie Ende 2023 noch in der Nähe von 1,7 Prozent lagen und in den ersten Monaten des Jahres relativ stabil über 1,6 Prozent blieben, setzte ab März ein allmählicher Rückgang ein, der sich im Laufe des Jahres verstärkte. Ende März fiel die Rendite erstmals deutlich auf 1,3 Prozent, während sie im zweiten Quartal zwischen 1,39 Prozent und 1,23 Prozent schwankte. Ein markanter Einschnitt erfolgte Ende Juni, als die Rendite der einjährigen GMBF unter die 1-Prozent-Marke fiel. In der zweiten Jahreshälfte setzte sich der Abwärtstrend fort, wobei die Renditen im August unter 0,9 Prozent und im September unter 0,8 Prozent sanken. Besonders auffällig war die Entwicklung im vierten Quartal, als die Renditen im November bereits um 0,5 Prozent lagen und im Dezember schliesslich einen drastischen Rückgang verzeichneten. Mitte Dezember wurde mit 0,35 Prozent ein Tiefpunkt erreicht. Im Jahresverlauf betrug die Rendite durchschnittlich 1,06 Prozent (respektive 1,13 Prozent volumengewichtet). Die Kombination aus tieferen Emissionsvolumen und tieferen Zinsen führen zu einem

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.

spürbaren Rückgang des Zinsaufwandes. Dieser betrug im Jahr 2024 für die GMBF noch 162 Millionen (2023: 214 Mio.). Die Spreads zu den Referenzsätzen (OIS Saron Swapsatz) betragen durchschnittlich -5,5 Basispunkte, wobei die Spannweite (zwischen -18,5 und +0,4 Basispunkte) relativ weit war. Tendenziell waren im letzten Quartal des Jahres die negativsten Spreads zu beobachten, was auf einen Zusammenhang zu der Cross-Currency-Basis hindeutet.

Zusammenfassend zeigte das GMBF-Programm im Jahr 2024 wiederum eine beeindruckende Flexibilität und Effizienz. Es erlaubte, saisonale Schwankungen bei den Liquiditätsanforderungen effektiv zu bewältigen und die geplanten Finanzierungsziele zu erreichen. Damit ist das GMBF-Programm eine unverzichtbare Stütze im Instrumentarium der Bundestresorerie.

Tiefere Leitzinsen und Emissionsvolumen führen zu einem spürbaren Rückgang des Zinsaufwandes.

■ Mittelaufnahme am Kapitalmarkt

Das Anfang Dezember 2023 vorgestellte Emissionsprogramm bezifferte den Finanzierungsbedarf des Bundes für das Jahr 2024 auf nominal 5 Milliarden. Das geplante Emissionsvolumen sollte dabei im Rahmen von elf Auktionsterminen und durch den situativen Verkauf von Eigenbestand vollständig am Schweizer Kapitalmarkt aufgenommen werden. Die aufgenommenen Mittel sollten einerseits den Finanzierungsbedarf des Bundes in der Höhe von knapp 4 Milliarden decken, welcher sich aus der Rückzahlung der im Jahr 2024 fällig gewordenen Anleihe (3,2 Mrd.) sowie dem allgemeinen Finanzierungsbedarf des Bundeshaushaltes ergab. Andererseits sollte auch der Abbau des ausstehenden GMBF-Volumens im Umfang von 1 Milliarde finanziert werden.

Insgesamt hat die Eidgenossenschaft im Jahr 2024 an elf Auktionsterminen 23 Eidgenossen auktioniert, wobei das emittierte Volumen nominal 4,8 Milliarden betrug. Dies beinhaltet den Verkauf von Eigenbestand im Umfang von nominal 37 Millionen. Das ausstehende Anleihevolumen der Eidgenossenschaft umfasste per Jahresende somit 73,6 Milliarden (inkl. verkauftem Eigenbestand) und lag somit ca. 1,6 Milliarden über dem Vorjahreswert (2023: 72,0 Mrd.). Die durchschnittliche Rendite der im Jahr 2024 emittierten Eidgenossen lag bei 0,62 Prozent (2023: 1,20 %), während sich die durchschnittliche Laufzeit auf 16,8 Jahren belief (2023: 15,1 Jahre).

Die Durchschnittsrendite der im Jahr 2024 emittierten Eidgenossen betrug 0,62 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.

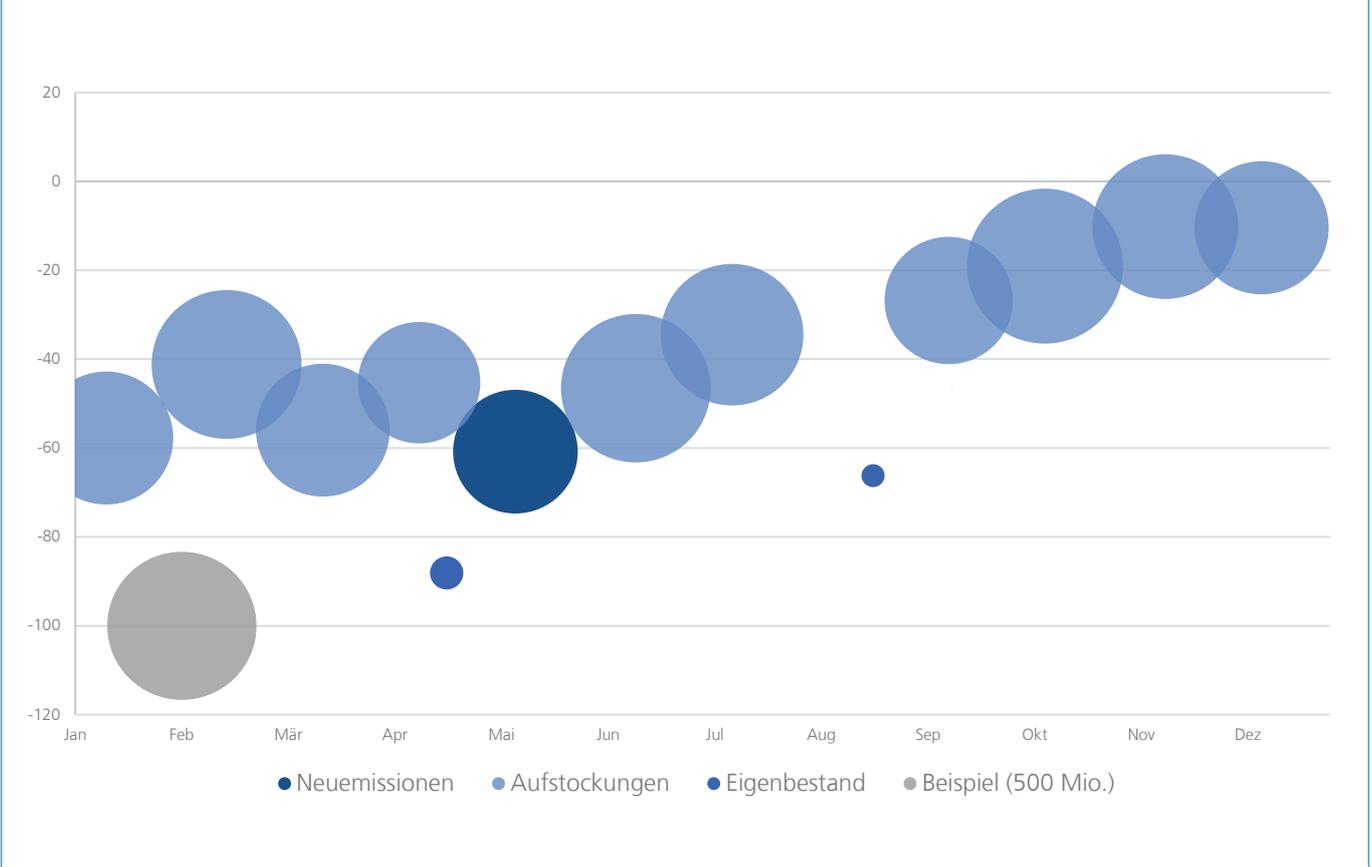
Die Bundesanleihen werden an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange kotiert. Seit dem Sommer 2022 werden sie nicht mehr als Globalurkunden emittiert, sondern als Wertrechte in Form von Bucheffekten ausgegeben. Der Bund hält ein beschränktes Volumen an Titeln im Eigenbestand. Dieser Eigenbestand wird bei Auktionen zusätzlich geschaffen und kann bei Bedarf zwischen den ordentlichen Auktionsterminen direkt am Markt verkauft werden. Eine Übersicht über den verfügbaren Eigenbestand 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.

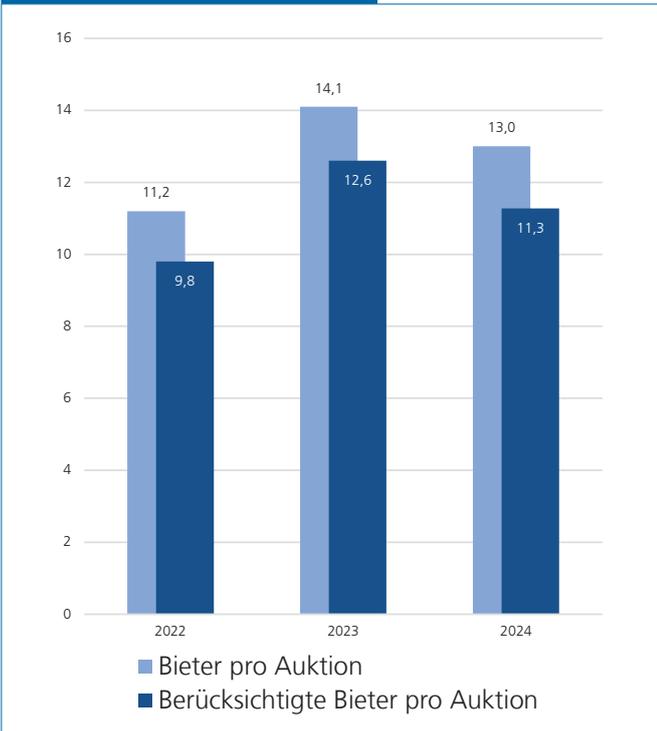
Die im Jahr 2022 neu eingeführten grünen «Eidgenossen» werden aus Emissionssicht gleich behandelt wie die konventionellen Anleihen. Das bedeutet, dass auch die grünen Anleihen nach der Erstemission regelmässig im Emissionsverfahren aufgestockt werden, um die Sekundärmarktliquidität zu gewährleisten. 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»

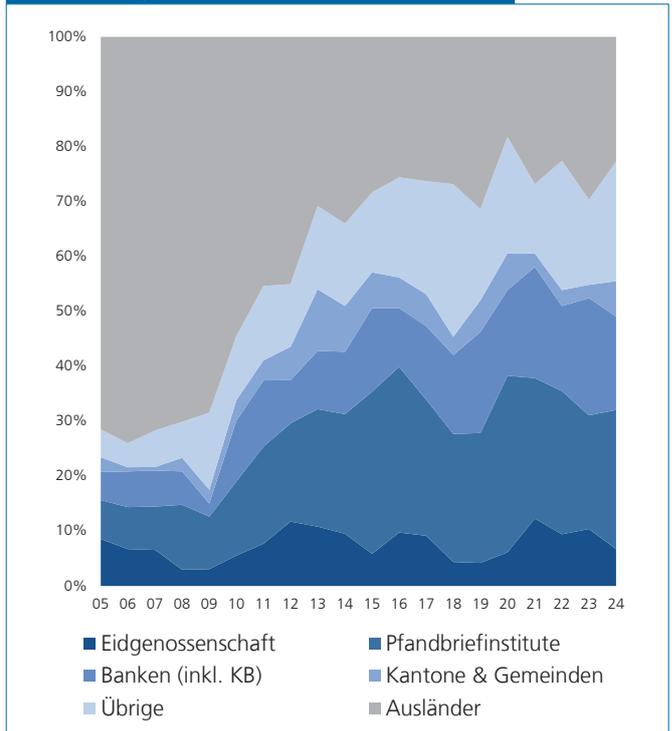
Volumengewichteter Swap-Spread bei Auktionen (in bp)



Durchschnittliche Anzahl Bieter



Anteil «Eidgenossen» am CHF-Primärmarkt



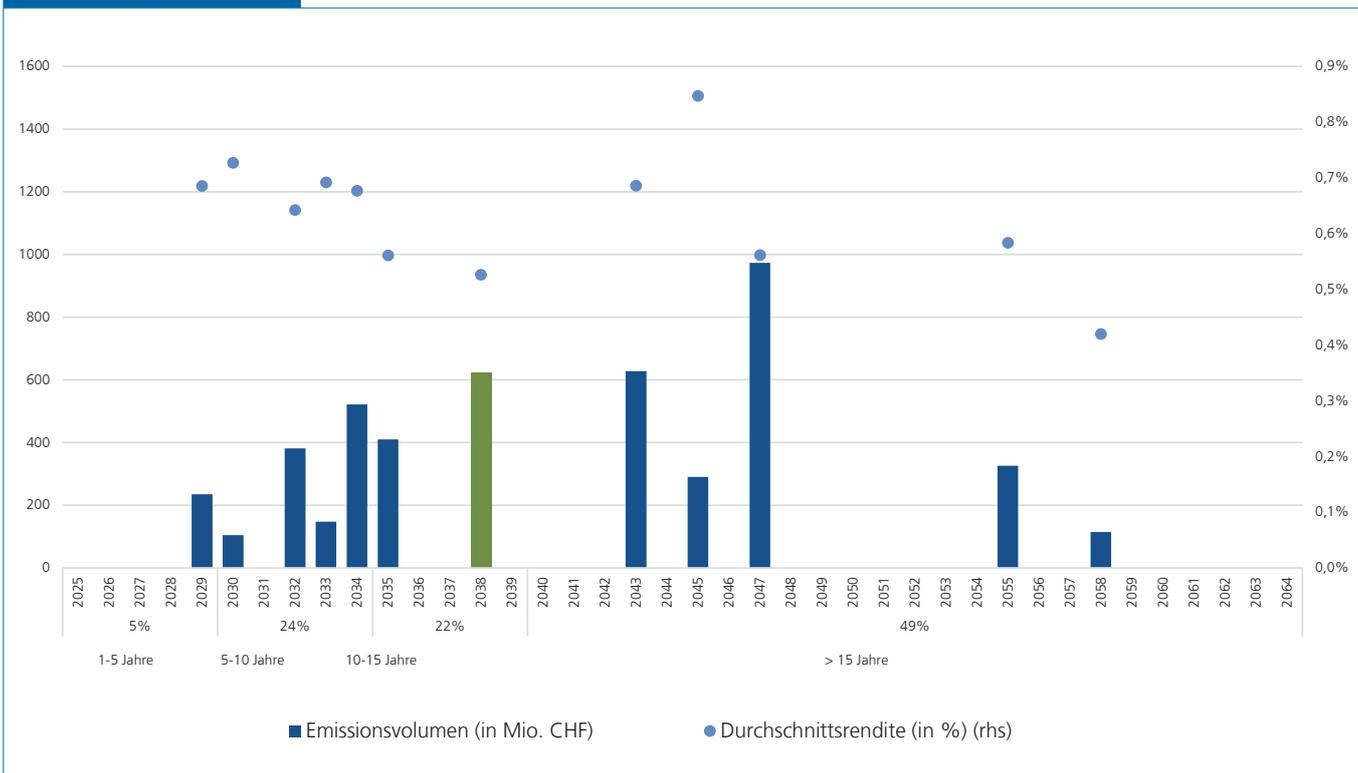
Daten: SNB

Anleihe-Auktionen 2024

Auktionsresultate

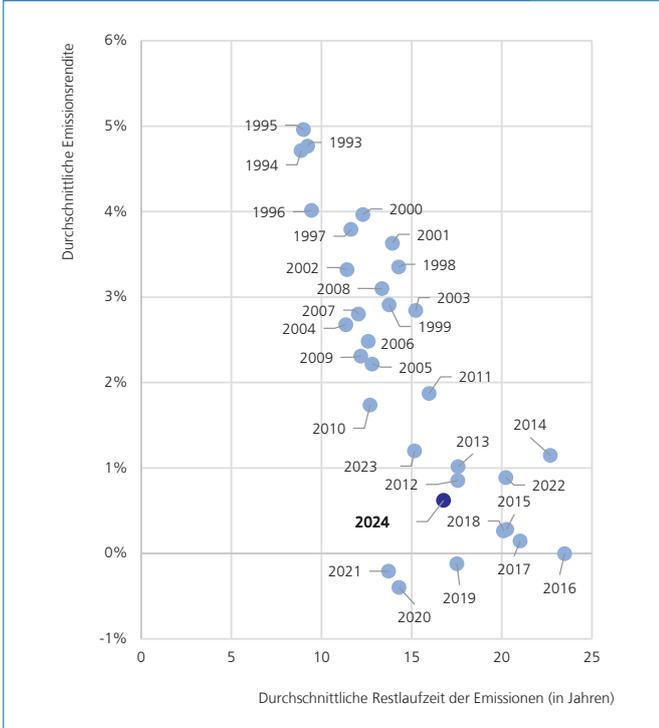
Auktion	Emission	Coupon	Fällig	Emissionsvolumen (in Mio. Fr.)	Total ausstehend (in Mio. Fr.)	Rendite	Spread zu Swap	Bid-to-Cover
10.01.2024	Eidg. 26.10.22/38	1,500 %	26.10.2038	207,6	1 645,0	0,821 %	-55,6	1,5
10.01.2024	Eidg. 24.05.17/55	0,500 %	24.05.2055	195,7	2 243,4	0,700 %	-60,0	1,3
14.02.2024	Eidg. 27.06.18/32	0,500 %	27.06.2032	215,0	3 056,4	0,824 %	-33,6	1,7
14.02.2024	Eidg. 28.06.17/45	0,500 %	28.06.2045	290,1	3 460,2	0,847 %	-46,8	2,4
13.03.2024	Eidg. 08.04.03/33	3,500 %	08.04.2033	147,9	4 403,9	0,692 %	-49,9	2,7
13.03.2024	Eidg. 28.06.23/43	1,250 %	28.06.2043	254,3	1 574,5	0,699 %	-59,5	2,4
10.04.2024	Eidg. 27.05.15/30	0,500 %	27.05.2030	104,9	3 433,4	0,727 %	-33,1	1,1
10.04.2024	Eidg. 23.06.21/35	0,250 %	23.06.2035	231,4	2 127,2	0,670 %	-50,8	2,0
08.05.2024	Eidg. 22.05.24/47	0,875 %	22.05.2047	349,0	349,0	0,686 %	-60,8	2,4
12.06.2024	Eidg. 26.06.19/34	0,000 %	26.06.2034	298,0	3 034,6	0,826 %	-43,6	2,1
12.06.2024	Eidg. 28.06.23/43	1,250 %	28.06.2043	204,5	1 778,9	0,830 %	-50,8	1,7
10.07.2024	Eidg. 22.06.16/29	0,000 %	22.06.2029	235,1	4 562,4	0,686 %	-22,4	2,2
10.07.2024	Eidg. 22.05.24/47	0,875 %	22.05.2047	221,7	570,6	0,616 %	-47,3	2,0
11.09.2024	Eidg. 27.06.18/32	0,500 %	27.06.2032	166,7	3 223,1	0,408 %	-21,9	1,2
11.09.2024	Eidg. 26.10.22/38	1,500 %	26.10.2038	202,9	1 847,9	0,436 %	-30,8	1,4
09.10.2024	Eidg. 26.06.19/34	0,000 %	26.06.2034	223,3	3 258,0	0,477 %	-16,4	1,1
09.10.2024	Eidg. 22.05.24/47	0,875 %	22.05.2047	209,4	780,0	0,499 %	-21,0	1,2
09.10.2024	Eidg. 30.05.16/58	0,500 %	30.05.2058	114,7	2 438,2	0,420 %	-20,7	1,6
13.11.2024	Eidg. 23.06.21/35	0,250 %	23.06.2035	178,4	2 305,6	0,420 %	-9,4	1,4
13.11.2024	Eidg. 28.06.23/43	1,250 %	28.06.2043	168,6	1 947,5	0,491 %	-10,4	1,2
13.11.2024	Eidg. 24.05.17/55	0,500 %	24.05.2055	130,6	2 374,0	0,409 %	-10,9	1,6
11.12.2024	Eidg. 26.10.22/38	1,500 %	26.10.2038	211,0	2 058,8	0,323 %	-9,9	1,8
11.12.2024	Eidg. 22.05.24/47	0,875 %	22.05.2047	193,5	973,5	0,341 %	-11,0	1,6
Total				4753,8		0,622 %	-36,1	1,8

Laufzeiten und Renditen

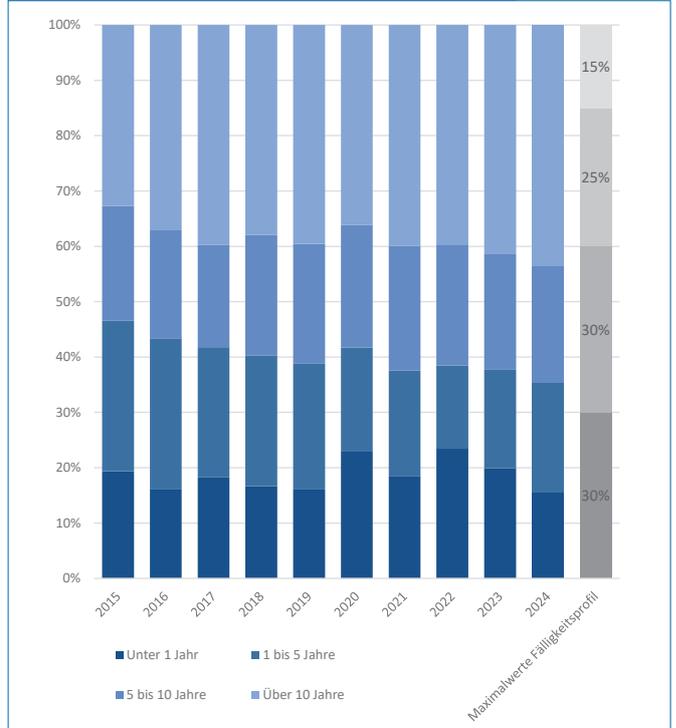


Zinsbindung und Restlaufzeit

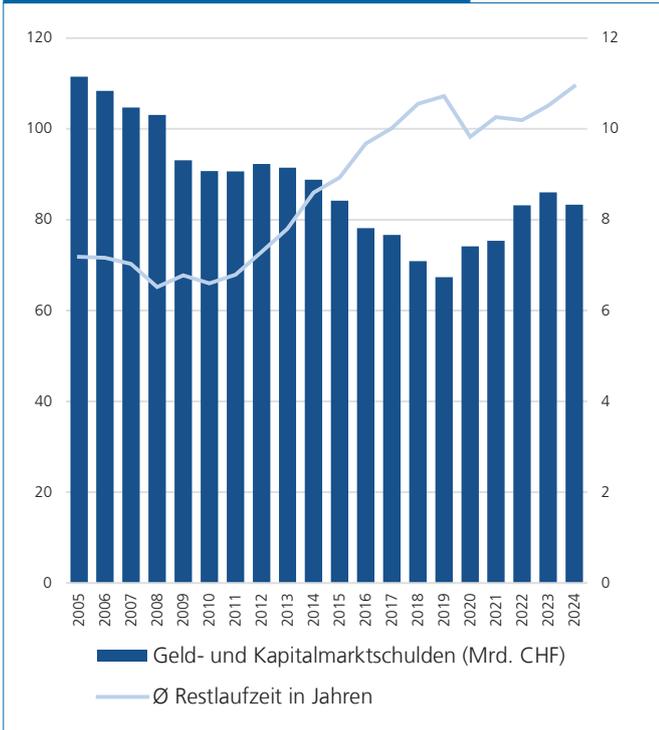
Zinsbindung und Rendite der «Eidgenossen»



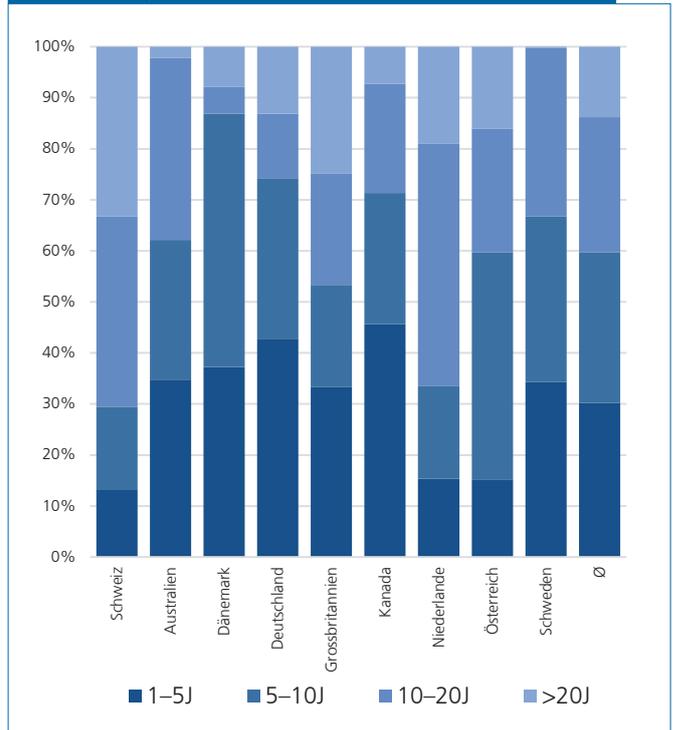
Fälligkeitsprofil Marktschulden des Bundes



Restlaufzeit Marktschulden des Bundes

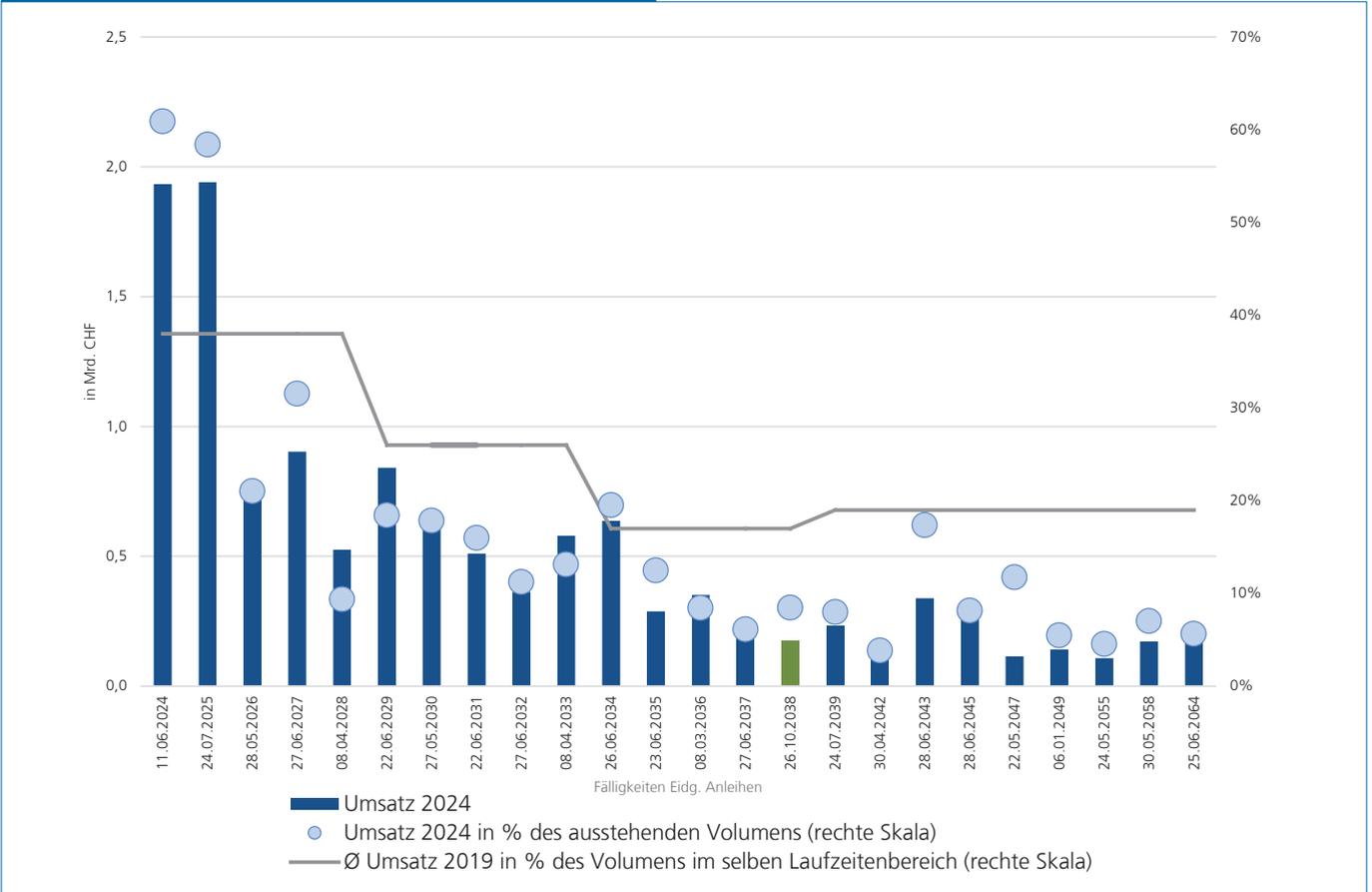


Zinsbindung Staatsanleihen (Emission im Jahr 2024)

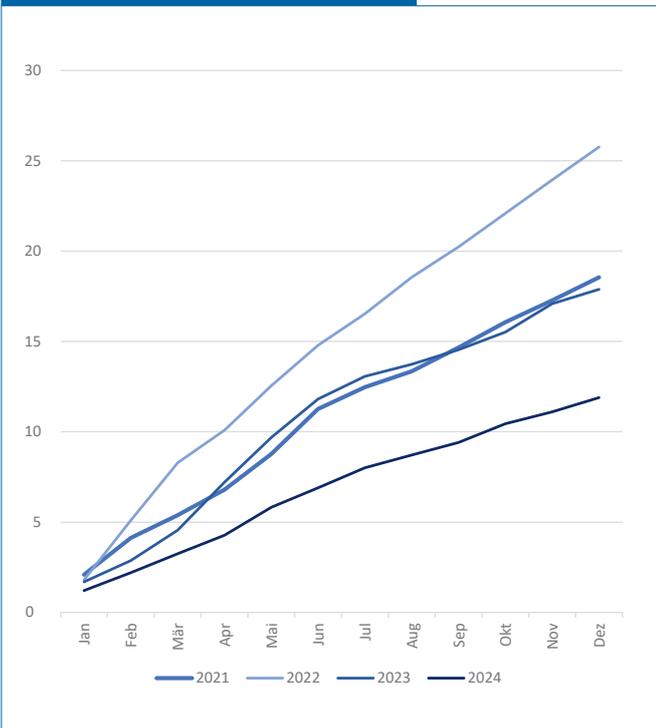


Entwicklung des Sekundärmarktes für «Eidgenossen»

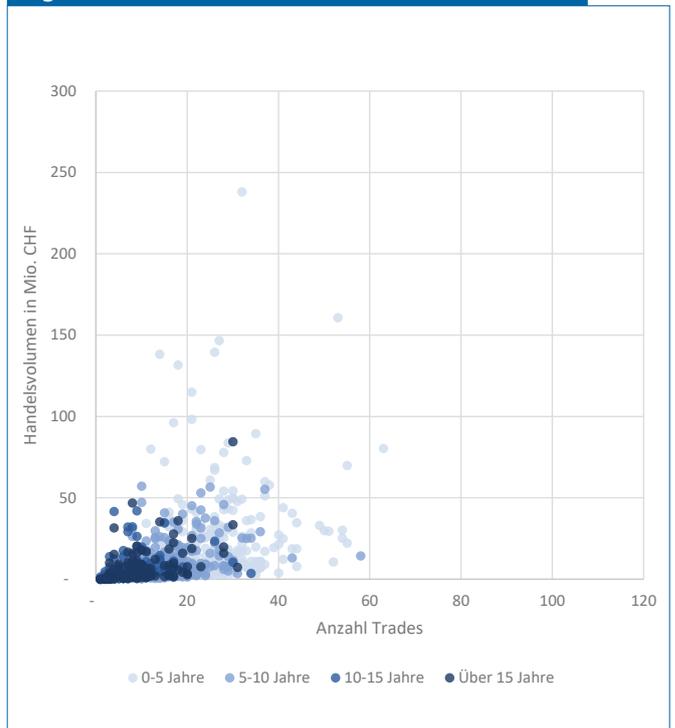
Handelsvolumen der «Eidgenossen» am Sekundärmarkt



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 Investorenachfrage, dem absoluten Zinsniveau, dem Geld- und Briefkurs sowie dem Swap-Spread der Basisanleihe.
9. Eigenbestand ist – 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 führte im Jahr 2024 insgesamt elf Auktionen durch, wobei die beiden optionalen Termine im Oktober und Dezember wahrgenommen wurden. An acht dieser Auktionen wurden jeweils zwei Anleihen auktioniert, während an zwei Terminen je drei Anleihen aufgelegt wurden. Im Mai erfolgte zudem die Neuemission der Anleihe mit Fälligkeit im Jahr 2047. Um den Fokus auf diese Neuemission zu legen, wurde an diesem Termin keine weitere Anleihe ausgegeben. Insgesamt wurden somit 23 Anleihen mit einem Nominalwert von 4,8 Milliarden auktioniert (2023: 8,3 Mrd.). Die durchschnittliche, volumengewichtete Auktionsrendite lag bei 0,62 Prozent (2023: 1,20 %). Nachdem im Vorjahr aufgrund des allgemein höheren Zinsumfelds ein Disagio von etwa 0,1 Milliarden verzeichnet wurde, konnte in diesem Jahr ein Agio von rund 0,2 Milliarden erzielt werden. Dieser Anstieg ist auf die signifikant gesunkenen Kapitalmarktrenditen im Berichtsjahr zurückzuführen.

Die auktionierten Anleihen werden in den Jahren 2029 bis 2058 fällig und deckten somit praktisch sämtliche Laufzeitenbereiche der Zinskurve ab. Die durchschnittliche Restlaufzeit (Zinsbindung) der auktionierten Anleihen, d.h. ohne verkauften Eigenbestand, belief sich auf 16,8 Jahre (2023: 15,1 Jahre). Die tendenziell eher lange durchschnittliche Restlaufzeit der Emissionen zeigt, dass das grösste Volumen bei Anleihen mit längeren Laufzeiten aufgenommen wurde. So entfielen fast 2,3 Milliarden, bzw. fast 50 Prozent der Emissionen, auf Anleihen mit einer Laufzeit von über 15 Jahren, während rund 1 Milliarde, bzw. fast 22 Prozent, auf das Laufzeitsegment von 10 bis 15 Jahren entfielen.

Die für die Bundestresorerie 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 eingehalten, sollte das Schuldenportfolio einen Zustand erreichen, in dem die maximale Grenze für die Zinsänderungsrisiken vollständig ausgeschöpft und gleichzeitig die Zinskosten minimiert werden. Mit einer realisierten durchschnittlichen Restlaufzeit von 16,8 Jahren wurde dieses Ziel jedoch leicht verfehlt. Verschiedene Faktoren trugen zu dieser Abweichung bei. Einerseits war die Nachfrage nach kurzlaufenden Bundesanleihen im Jahresverlauf relativ schwach. Dies dürfte daran liegen, dass es in diesem Segment genügend Alternativen zu den Eidgenossen gab, die jedoch höhere Renditen bei gleichzeitig sehr guter Bonität boten. Andererseits war, ähnlich wie im Vorjahr, die Eidgenossen-Zinskurve über weite Strecken invertiert, wodurch die Renditen von Anleihen mit längeren Laufzeiten auf einem ähnlichen oder teilweise sogar niedrigeren Niveau lagen als die Renditen von Anleihen mit kürzeren Laufzeiten. Aus ökonomischer Sicht war die Emission von Anleihen mit kürzeren Laufzeiten daher weniger vorteilhaft, da das höhere Zinsänderungsrisiko nicht durch entsprechend niedrigere

Kosten ausgeglichen wurde. Zudem zeigte sich, wie bereits im Vorjahr, dass die stärkste Investorennachfrage auch in diesem Jahr im langen Laufzeitensegment lag. Mit der durchschnittlich erzielten Restlaufzeit der in diesem Jahr auktionierten Anleihen lag die Bundestresorerie auch in diesem Jahr deutlich über dem internationalen Durchschnitt.

Anstieg der relativen Finanzierungskosten

Im Vergleich zum Vorjahr sind die relativen Finanzierungskosten des Bundes, gemessen an der Renditedifferenz zum Swapsatz, gestiegen. Der Anstieg der relativen Finanzierungskosten war vor allem in der zweiten Jahreshälfte spürbar. Während der volumengewichtete Spread in der ersten Jahreshälfte noch bei rund -51 Basispunkten lag, betrug er in der zweiten Jahreshälfte nur noch -20 Basispunkte. Dieses sogenannte «Spread Widening» war im Berichtsjahr auf dem Schweizer Primärmarkt sowohl sektor- als auch bonitätsübergreifend zu beobachten. Diese Entwicklung dürfte einerseits auf die hohe Emissionstätigkeit am heimischen Primärmarkt, andererseits auf internationale geld- und fiskalpolitische Entwicklungen zurückzuführen sein. So führte die Beendigung der QE-Programme in mehreren Ländern zu einem Anstieg des «Free Float» der Staatsanleihen und damit zu einer Ausweitung des Angebots, wodurch sich die Spreads ausgeweitet haben. Zudem führen die in vielen Ländern hohen Staatsdefizite und folglich hohen Neuemissionsvolumen zu einer zusätzlichen Ausweitung des Angebots an Staatsanleihen. Auch wenn die SNB nie ein QE mit Eidgenossen betrieben hat, dürften die internationalen Spread-Ausweitungen auch die Eidgenossen-Spreads mitgezogen haben. Im Jahresdurchschnitt lag der volumengewichtete Spread bei rund -36 Basispunkten (2023: -63 Basispunkte).

In Bezug auf die Halterstruktur der Eidgenossen ging der Anteil ausländischer Investoren gegenüber dem Vorjahr auf 14 Prozent zurück (2023: 19 %), während inländische Investoren mit 86 Prozent weiterhin den grössten Anteil hielten (2023: 81 %). Die Eigenbestände der Schweizer Banken blieben mit rund 6 Prozent auf dem Niveau des Vorjahres. Die durchschnittliche Anzahl Teilnehmer an den Auktionen sowie die Zahl der berücksichtigten Gegenparteien ging gegenüber dem Vorjahr leicht zurück, was u.a. auf den geringeren Finanzierungsbedarf und das damit verbundene tiefere Emissionsvolumen im Jahr 2024 zurückzuführen sein dürfte. Die «Bid-to-Cover-Ratio», also das Verhältnis zwischen erhaltenen Geboten und zugeteiltem Volumen, lag mit einem Wert von 1,8 ungefähr auf dem Niveau der Vorjahre.

Die durchschnittliche Nachfrage pro aufgelegter Anleihe betrug im Jahr 2024 rund 371 Millionen, was einem Rückgang von rund 30 Prozent gegenüber dem Vorjahreswert entspricht (2023: 533 Mio.). Auch das durchschnittliche Zuteilungsvolumen sank entsprechend auf rund 207 Millionen (2023: 338 Mio.). Angesichts des deutlich tieferen Emissionsvolumens im Vergleich zum Vorjahr ist diese Entwicklung wenig überraschend. Der Handel mit Eidgenossen auf dem Sekundärmarkt ging gemessen an den via SIX rapportierten Trades weiter zurück. Das Volumen sank im Jahr 2024 auf rund 12,4 Milliarden (2023: 18 Mrd.). Da nicht alle Handelsabschlüsse im Sekundärmarkt via SIX rapportiert werden, kann die Entwicklung des Sekundärmarktolumens jedoch nicht verlässlich verfolgt werden.

Verkauf von Eigenbestand

Im Vergleich zum Vorjahr wurde im Jahr 2024 deutlich weniger Eigenbestand verkauft. Insgesamt wurde im Rahmen von zwei Transaktionen Eigenbestand im Nominalwert von 37 Millionen platziert (2023: 200 Mio.). Dabei wurde Eigenbestand in den Anleihen mit Fälligkeit in den Jahren 2049 und 2064 veräussert, womit der Fokus auf dem langen Ende der Zinskurve lag. Die volumengewichtete Durchschnittsrendite betrug 0,43 Prozent, die durchschnittliche Restlaufzeit 40,1 Jahre (2023: 1,16 %, 16,4 Jahre).

Das Instrument des Eigenbestands kam somit, wie bereits in den Vorjahren, eher sporadisch zum Einsatz. Das liegt in erster Linie daran, dass die Bundestresorerie ihren Finanzierungsbedarf mit den Auktionen decken konnte und während dem Jahresverlauf deshalb auf Kurs war, das geplante Emissionsziel von 5 Milliarden zu erreichen. Obwohl das Instrument des Eigenbestands in den vergangenen Jahren weniger häufig zum Einsatz kam, wird es auch künftig auf Anfrage der Gegenparteien zwischen den Auktionsterminen zu Marktbedingungen verkauft werden. Voraussetzung dafür ist, dass ein Finanzierungsbedarf des Bundes gegeben ist.

Eidgenössische Anleihen neu im Eigenbestand

Per Ende August 2024 hat die Bundestresorerie die Umwandlung ihrer bisherigen Eigentranchen in Eigenbestand abgeschlossen. Im Gegensatz zu den Eigentranchen handelt es sich beim Eigenbestand um liberierte Anleihen. Das eröffnet zusätzliche Verwendungsmöglichkeiten. Der Fokus liegt dabei auf dem Finanzierungsaspekt: So kann der Bund den Eigenbestand am Repo-Markt als Sicherheit (Collateral) hinterlegen, um bei kurzfristigen Finanzierungslücken ein zusätzliches Instrument zur Verfügung zu haben. Daneben kann der Bund den Teilnehmern des Schweizer Repo-Marktes Eidgenössische Anleihen aus dem Eigenbestand via Repogeschäfte vorübergehend zur Verfügung stellen (siehe «Eidgenossen Lending Facility»), was zur Stärkung der Liquidität im Handel mit Bundesanleihen beiträgt. Schliesslich kann der Bund auch künftig ausserhalb der regulären Auktionstermine Eidgenössische Anleihen an interessierte Marktteilnehmer verkaufen. Dabei gibt es jedoch einen Unterschied: Während die Platzierung von Eigentranchen als Primärmarkttransaktion galt, wird der Verkauf von Eidgenössischen Anleihen im Eigenbestand als Sekundärmarkttransaktion eingestuft.

Allokations- und Wirkungsbericht zu Grünen Anleihen

Auch im abgelaufenen 2024 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 2024 erschien zum zweiten 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 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.

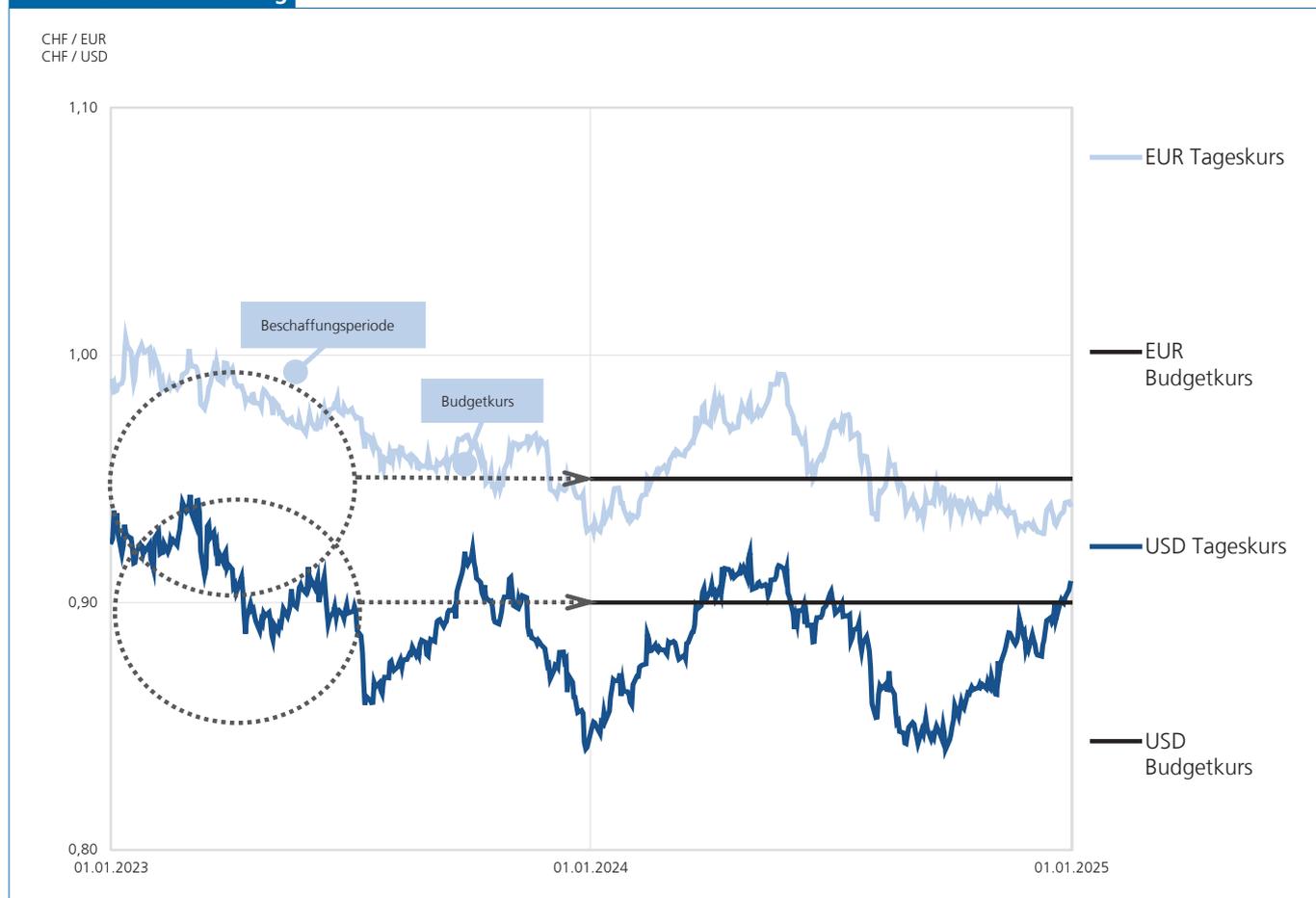
Budgetgeschäfte

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 2024 wurden 2023 insgesamt 691 Millionen EUR und 869 Millionen USD auf Termin gekauft. Darauf basierend wurden die Budgetkurse für das Jahr 2024 mit Fr. 0,95/EUR und Fr. 0,90/USD festgelegt. Die Absicherungsphase startete im Februar 2023, der EUR-Spotkurs notierte dabei nahe des Jahreshöchstwertes von Fr.1,01/EUR. Danach schwächte sich der EUR im Jahresverlauf kontinuierlich ab. Am Ende der Absicherungsphase (Juli) lag der Kurs noch bei Fr. 0,96/EUR, per Jahresende gar noch bei Fr. 0,93/EUR. Der durchschnittliche Spot-Kurs entsprach im Jahr 2023 mit Fr. 0,95/EUR ungefähr dem Budget- und Beschaffungskurs von 2023. Rückblickend resultierten aufgrund der Absicherung Opportunitätskosten im Umfang von knapp

Devisenbewirtschaftung



Daten: Bloomberg

3 Millionen Franken. Der USD startete das Beschaffungsjahr 2023 im Februar ebenfalls nahe des Jahreshöchstwertes von Fr. 0,94/USD, wertete sich danach bis im Juli klar auf Fr. 0,86/USD ab, nur um anfangs Oktober bei Fr. 0,92/USD zu handeln. Danach setzte jedoch wieder eine klare USD-Schwäche ein, womit per Jahresende der Tiefstwert von Fr. 0,84/USD erreicht wurde. Der durchschnittliche Spot-Kurs lag im Jahr 2024 bei Fr. 0,88 und damit zwar unter dem Budgetkurs, jedoch knapp über dem durchschnittlichen Beschaffungskurs. Bei der USD-Absicherung resultierten folglich Opportunitätsgewinne von 4 Millionen Franken.

Der von den Verwaltungseinheiten im Jahr 2023 budgetierte EUR-Betrag wurde im Jahr 2024 um etwa 11 Prozent überschritten, im USD wurden hingegen rund 8 Prozent weniger Zahlungen als budgetiert getätigt. Seit Einführung der Währungsabsicherung 1998 wurden im Rahmen von Budgetgeschäften EUR und USD im Umfang von rund 35 Milliarden Franken gekauft (d.h. durchschnittlich 1,3 Mrd. pro Jahr). Für den Bund resultierten aus der Absicherung über diese Periode Opportunitätskosten von rund 264 Millionen Franken oder 0,75 Prozent des abgesicherten Volumens.

Ende 2023 wurde entschieden, inskünftig 90 Prozent anstelle der bisherigen 100 Prozent der budgetierten EUR- und USD-Beträge abzusichern. Damit sollen Überabsicherungen vermieden werden. Folglich wurden im Berichtsjahr 2024 für das Budgetjahr 2025 insgesamt 537 Millionen EUR und 816 Millionen USD auf Termin gekauft, was 90 Prozent der budgetierten Fremdwährungsbeträge entspricht. Die Budgetkurse wurden mit Fr. 0,95/EUR respektive Fr. 0,85/USD festgelegt.

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 wurde ein USD-Spezialgeschäft im Gegenwert von rund 133 Millionen Franken für das Eidgenössische Departement für auswärtige Angelegenheiten (EDA) eröffnet. Per Ende 2024 waren 22 Spezialgeschäfte im Gegenwert von rund 7,5 Milliarden Franken (USD, EUR und SEK) und damit weniger als im Vorjahr (rund 8,3 Mrd. Franken) offen.



**Für das Budgetjahr 2025 wurden insgesamt
537 Millionen EUR und 816 Millionen USD
auf Termin gekauft**

10,9

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. Die aktuelle Vorgabe beinhaltet bei den Anleihen-Neuemissionen eine durchschnittliche Zinsbindung von zwölf Jahren und einen GMBF-Anteil an den ausstehenden Geld- und Kapitalmarktschulden von 15 Prozent.

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 Tresorieremittel den Anstieg der Passivzinsen teilweise kompensieren. Gegenüber dem Vorjahr stieg die Auslastung des Risikobudgets im Jahresdurchschnitt um 16 Millionen auf 403 Millionen.

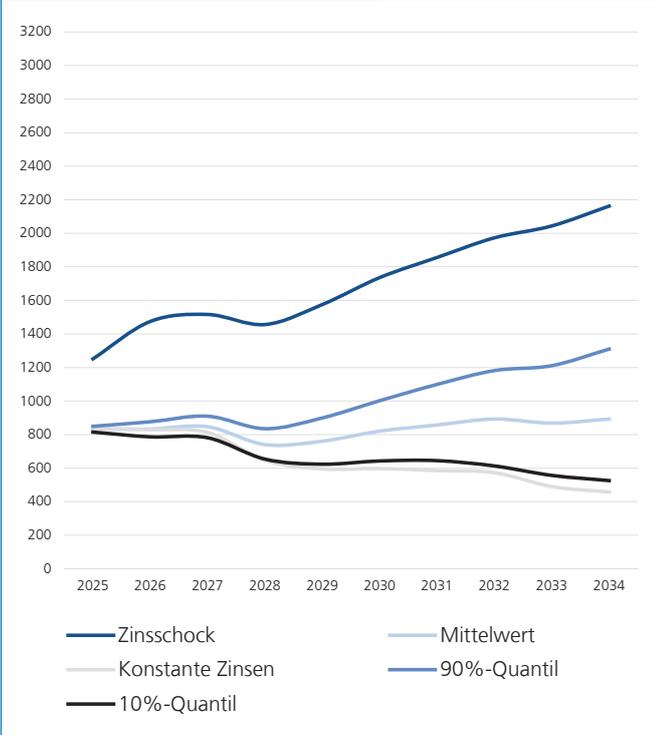
Auch im Jahr 2024 zeigte sich am Geld- und Kapitalmarkt zu meist eine inverse Zinsstrukturkurve. Dies führte dazu, dass im Anleihenmarkt tendenziell die längeren Laufzeiten bevorzugt wurden und mit 16,8 Jahren durchschnittlicher Laufzeit der Neuemissionen die Vorgabe von 12 Jahren nicht eingehalten werden konnte. Der GMBF-Anteil an den ausstehenden Geld- und Kapitalmarktschulden wurde dagegen auf 11,6 Prozentpunkte gesenkt und damit unter die entsprechende Vorgabe von 15 Prozent gesenkt. Die gegenüber den Vorgaben längeren Zinsbindungen der Neu-Emissionen bzw. der tiefere GMBF-Anteil beinhalten insgesamt ein Risiko-ärmeres Verhalten der Bundestresorerie.

Höchstzulässiges Zinsänderungsrisiko

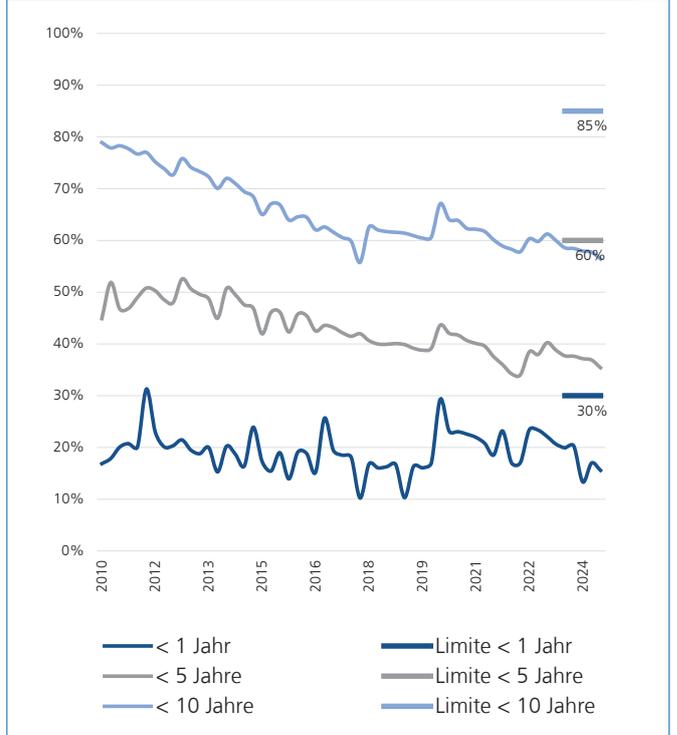
Das Risikobudget für Zinsänderungsrisiken beträgt 500 Millionen kumuliert für 4 Jahre. Dieser Wert berücksichtigt die finanzpolitische Risikofähigkeit und Risikobereitschaft des Bundes, d.h. in welchem Ausmass ein Anstieg der Zinsausgaben anderweitig ohne einschneidende Massnahmen kompensiert werden 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 2024 betrug das Zinsrisiko 403 Millionen.

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

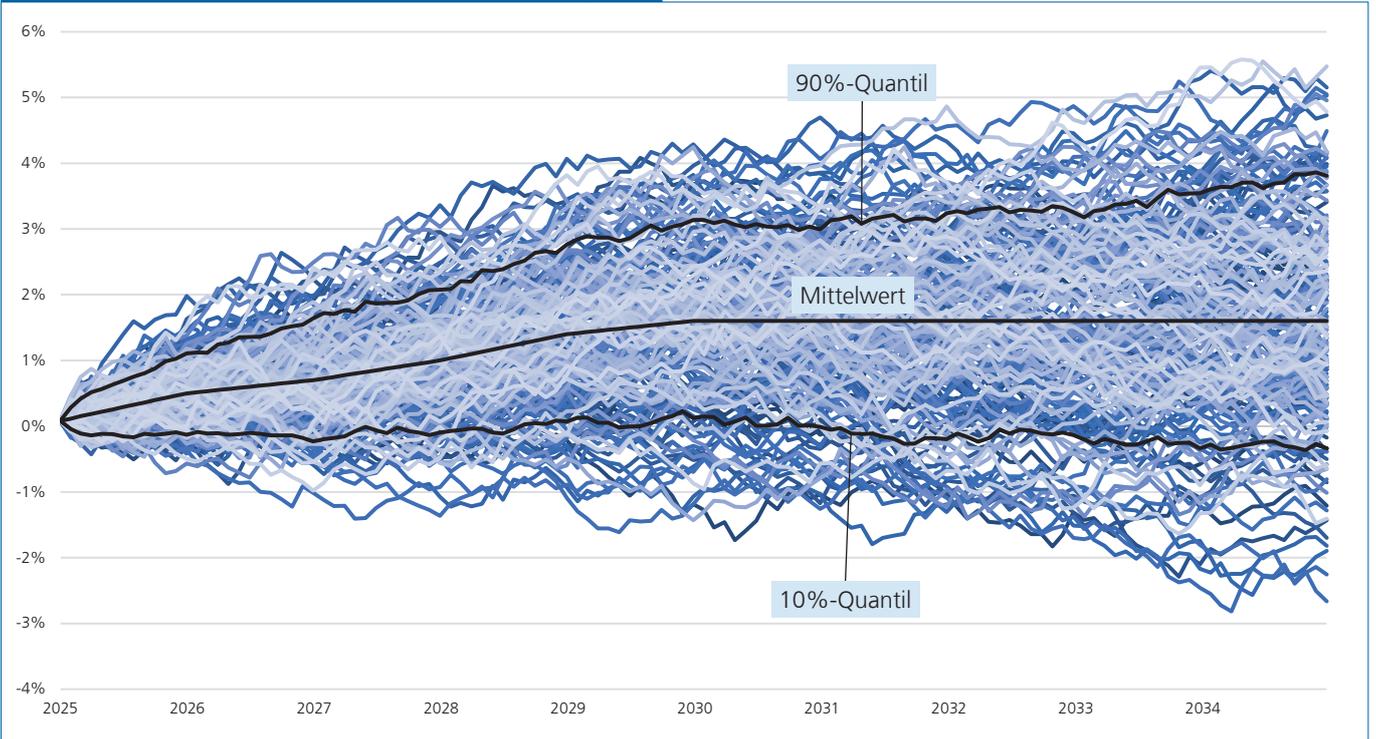
Projektion Zinsaufwand in Mio.



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. Die Refinanzierungsanteile der Fälligkeiten bis 1 Jahr, bis 5 Jahre und bis 10 Jahre haben sich 2024 um 3 bis 4 Prozentpunkte reduziert. Der Rückgang ist eine direkte Folge des im Jahresverlauf 2024 um 4,3 Milliarden abgebauten GMBF-Bestandes. Der Anteil bis 1 Jahr sank im Vergleich zum Vorjahr um 4 Prozentpunkte und belief sich per Ende 2024 auf 16 Prozent der Marktschulden des Bundes. Der Anteil der Fälligkeiten bis 1 Jahr bleibt somit deutlich unterhalb des maximal zulässigen Werts von 30 Prozent. Die Refinanzierungsanteile der Fälligkeiten bis 5 Jahre und bis 10 Jahre haben sich gegenüber dem Vorjahr auf 35 Prozent bzw. 56 Prozent der Marktschulden reduziert 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 von 10,5 auf 10,9 Jahre gestiegen. Diese Verlängerung ist vor allem auf den Abbau des GMBF-Volumens (von 14,0 Mrd. auf 9,7 Mrd.) zurückzuführen. Die Restlaufzeit der Anleihen hat sich leicht verkürzt (von 12,5 auf 12,3 Jahre).

Die Bonität der Eidgenossenschaft wird von allen relevanten Ratingagenturen mit dem höchsten Rating bewertet. Auch bei ungünstigen Marktconstellationen könnte 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.

Devisenkursentwicklungen sind aus Sicht der EFV grundsätzlich nicht prognostizierbar. Entsprechend werden die Fremdwährungsrisiken mit einem passiven Ansatz systematisch

**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

abgesichert. Demzufolge ist der Bund für den Voranschlag und der Bundestresorerie gemeldete Spezialgeschäfte keinen wesentlichen Fremdwährungsrisiken ausgesetzt.

Um Überabsicherungen zu vermeiden, werden seit Ende 2023 die von den Verwaltungseinheiten jeweils budgetierten EUR- und USD-Volumen nicht vollständig, sondern nur zu 90 Prozent abgesichert.

Im Jahr 2024 ergaben sich Abweichungen von rund 10 Prozent zwischen den von den Verwaltungseinheiten budgetierten Beträgen in EUR und USD zu den tatsächlichen Bezügen. Das von den Verwaltungseinheiten budgetierte EUR-Volumen wurde um etwa 11 Prozent überschritten, im USD wurden hingegen rund 8 Prozent weniger Zahlungen als budgetiert getätigt. Mit periodischen SOLL-IST-Vergleichen werden diese Abweichungen im Jahresverlauf analysiert und gegebenenfalls mit entsprechenden Transaktionen eingegrenzt.

Die beiden grossen Spezialgeschäfte im Verteidigungsbereich (Kampfflugzeuge F-35A, bodengestützte Luftverteidigung Patriot) wurden über kurzlaufende Forwards abgesichert. Mit FX-Swaps rollt die Tresorerie diese Bestände bis zu den einzelnen Zahlungsterminen. Das daraus resultierende Zinsdifferenzrisiko (Risiko einer Veränderung der Zinsdifferenz zwischen den USA und der Schweiz) wird regelmässig ausgewertet. Das Risiko ist im Jahresverlauf 2024 leicht angestiegen.

■ 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 2024 wurden die Limiten jederzeit eingehalten.

Ende 2024 betragen die Tresoreriemittel 18,1 Milliarden. Sie sind zum grössten Teil bei der SNB angelegt (als Festgeldanlagen oder auf dem SNB-Girokonto); diese Anlagen unterliegen keinem Risiko. Insgesamt 1,65 Milliarden sind bei Kantonalbanken und kantonalen Finanzverwaltungen angelegt.

Die positiven Wiederbeschaffungswerte aus ausstehenden Währungs- und Zinsderivaten haben sich im vergangenen Jahr von 0,6 Millionen auf 296,9 Millionen per Ende Dezember 2024 erhöht. Im Jahr 2024 ist der Kurs CHF/USD von 0,84175 auf 0,90625 Franken angestiegen; damit ist auch der Wert der Währungsabsicherungen stark angestiegen. Insbesondere die Absicherungsgeschäfte für die Bezahlung der AIR 2030 Rüstungsgeschäfte (Kampfjet F-35A, Patriot-Abwehrraketen) haben einen hohen positiven Wiederbeschaffungswert. 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 Derivatgeschäfte 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 Austausch von Sicherheiten mit täglichem Margenausgleich minimiert.

Ausblick

Die Aussichten für die Zinsmärkte im Jahr 2025 sind von grossen Unsicherheiten geprägt. Insbesondere die Neuausrichtung der amerikanischen Wirtschafts- und Handelspolitik nach dem Regierungswechsel im Januar 2025 könnte die internationale Konjunktur vor Herausforderungen stellen. In den USA selbst haben die Staatsanleiherenditen in Erwartung höherer Haushaltsdefizite und einer restriktiveren Handelspolitik bereits angezogen. Gleichzeitig verzeichnet die Wirtschaft weiterhin ein robustes Wachstum. Die bisherigen Markterwartungen zügiger Leitzinssenkungen durch die Fed haben sich entsprechend verflüchtigt. In der Tat hat die Fed in ihrer ersten Sitzung im Jahr 2025 ihren geldpolitischen Normalisierungsprozess unterbrochen.

Anders präsentiert sich die Lage in Europa. Insbesondere die deutsche Wirtschaft leidet unter der aktuellen Industriekonjunktur und entwickelt sich schwach. Gemäss den jüngsten Indikatoren verzeichnete die europäische Wirtschaft Ende 2024 gar einen Stillstand. Gleichzeitig verharrt die Kerninflation in der Eurozone über dem Zielwert der EZB. In diesem Spannungsfeld zwischen erhöhter Inflation und schwachem Wirtschaftswachstum hat sich die EZB zuletzt für eine weitere Zinssenkung entschieden. Damit driften die beiden für die Schweiz wichtigen Wirtschaftsräume geldpolitisch zunehmend auseinander.

Für die Schweiz wird von den Märkten aktuell eine weitere Leitzinssenkung um 25 Basispunkte durch die SNB antizipiert. Damit rücken Negativzinsen wieder in den Bereich des Möglichen. Ob sich ein solches Szenario materialisiert, dürfte neben der Inflationsentwicklung nicht zuletzt von der Zinsdifferenz zwischen dem Euroraum und der Schweiz abhängig sein. Bei einer weitergehenden Senkung des Leitzinses durch die EZB könnte die SNB mitziehen, um einer Aufwertung des Schweizer Frankens entgegenzuwirken und potentiellen deflationären Risiken zu begegnen.

In der Schweiz steht im Jahr 2025 neben der Geldpolitik auch die Finanzpolitik im Fokus. Ende Januar hat der Bundesrat die Vernehmlassungsvorlage zum Entlastungspaket 27 verabschiedet. Die Vorlage soll den Bundeshaushalt ab 2027 um 2,7 bis 3,6 Milliarden entlasten und wieder ins Gleichgewicht bringen. Ohne Gegenmassnahmen erwartet der Bund mittelfristig strukturelle Defizite von bis zu 3 Milliarden Franken. Dies ist auf das deutlich schnellere Wachstum der Ausgaben im Vergleich zu den Einnahmen zurückzuführen. Entsprechend setzen die Entlastungsmassnahmen primär bei den Ausgaben des Bundes an: Über 90 Prozent des Entlastungsvolumens entfallen auf die Ausgabenseite, rund 300 Millionen trägt die Einnahmenseite bei, dies primär in Form der Aufhebung oder Milderung von Steuerbefreiungen oder -vergünstigungen. Auch die Bundesverwaltung soll mit 300 Millionen zur finanziellen Bereinigung beitragen, insbesondere durch Einsparungen im Personalbereich. Ohne Gegenmassnahmen können die verfassungsrechtlichen Vorgaben der Schuldenbremse nicht mehr eingehalten werden.

Nach einer intensiven Budgetdebatte konnte das Parlament für das Jahr 2025 einen schuldenbremsekonformen Voranschlag verabschieden. Dieser sieht unter Berücksichtigung des ausserordentlichen Haushalts ein Finanzierungsdefizit von insgesamt 800 Millionen vor. Dieses Defizit soll in erster Linie durch eine Erhöhung der Kapitalmarktschulden finanziert werden. Gemäss dem Ende November publizierten Emissionsprogramm sollen 2025 Anleihen im Umfang von nominell 4 Milliarden emittiert werden. Damit erhöhen sich die Kapitalmarktschulden des Bundes erneut leicht um 0,7 Milliarden. Die Anleihen werden ausser im August wie gewohnt monatlich auktioniert; die Termine im Oktober und Dezember sind optional. Da der Finanzierungsbedarf des Bundes weiterhin mit grossen Unsicherheiten verbunden ist, werden die GMBF flexibel in einer Bandbreite von 8 bis 14 Milliarden gehalten. Die GMBF-Auktionen finden wöchentlich statt.

