

**Zeitschrift:** Schweizer Monat : die Autorenzeitschrift für Politik, Wirtschaft und Kultur  
**Band:** 103 (2023)  
**Heft:** 1109

**Artikel:** Wie der Bund zu Geld kommt  
**Autor:** Wittwer, Daniel / Martinez, Adrian  
**DOI:** <https://doi.org/10.5169/seals-1050544>

### **Nutzungsbedingungen**

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. [Mehr erfahren](#)

### **Conditions d'utilisation**

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. [En savoir plus](#)

### **Terms of use**

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. [Find out more](#)

**Download PDF:** 20.04.2026

**ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>**

# Wie der **Bund** zu **Geld** kommt

**Das Ende der Negativzinsperiode erschwert die Liquiditätsplanung des Bundes. Was seit der Einführung der Schuldenbremse eingespart wurde, ist in der Coronakrise wieder ausgegeben worden.**

von Daniel Wittwer und Adrian Martinez

**D**er Bund finanziert seine Ausgaben vor allem über Steuern, namentlich die Mehrwertsteuer und die direkte Bundessteuer. Diese unterliegen erheblichen Schwankungen. Zudem hat die Eidgenossenschaft Schulden von derzeit 120 Milliarden Franken (siehe Grafik). 83 Milliarden davon sind am Schweizer Geld- und Kapitalmarkt ausstehend, wo sich die Verhältnisse (Zinsniveau, Appetit der Anleger) ebenfalls verändern können; diese Marktschulden müssen regelmässig bei Fälligkeit refinanziert werden. In diesem Umfeld stellt die Bundestresorerie, die zur Eidgenössischen Finanzverwaltung und damit zum Finanzdepartement gehört, die ständige Zahlungsbereitschaft des Bundes sicher. Sie ist also dafür verantwortlich, dass jederzeit ausreichend Geld «im Tresor» vorhanden ist, um sämtliche Rechnungen und Ausgaben (deren Höhe mitunter massgeblich von nicht voraussehbaren äusseren Faktoren wie der Coronapandemie oder dem Ukraine Konflikt abhängt) fristgerecht zu bezahlen.

Damit der Bund seinen finanziellen Verpflichtungen jederzeit nachkommen und die Liquiditätsrisiken begrenzen kann, ist neben einem ausreichenden Liquiditätspuffer insbesondere ein reibungsloser und ungehinderter Zugang zum Geld- und Kapitalmarkt entscheidend. Der Bund setzt sich für einen funktionierenden und effizienten Kapitalmarkt ein, damit er jederzeit auf eine verlässliche Refinanzierungsquelle zugreifen kann. Er informiert die Marktteilnehmer im Rahmen des jährlichen Emissionsprogrammes über seine Finanzierungsbedürfnisse und publiziert einen Emissionskalender.<sup>1</sup> Dank dieser Transparenz und Berechenbarkeit können die Investoren ihre Investitionspläne besser auf die Emissionstätigkeit des Bundes abstimmen.

## **Kapitalmarkt als verlässliche Finanzierungsquelle**

Am Schweizer Kapitalmarkt sind zurzeit Anleihen im Nominalwert von rund 600 Milliarden Franken ausstehend. Dabei machen die inländischen Emittenten (Inlandsegment) rund drei Viertel oder gut 460 Milliarden aus, der

Rest entfällt auf ausländische Schuldner (Auslandsegment). Während das Auslandsegment schwergewichtig von Emittenten aus dem Finanzbereich genutzt wird, gibt es im Inlandsegment eine grosse Vielfalt an unterschiedlichen Schuldnern. Die beiden Pfandbriefinstitute (Pfandbriefbank und Pfandbriefzentrale) haben dabei mit gut einem Drittel der inländischen Anleihen den Bund, der in den Nullerjahren noch für 40 Prozent des Inlandsegments verantwortlich war (heute 17 Prozent), als grössten Emittenten abgelöst. Daneben finanzieren sich inländische Banken, Kantone und Städte, Spitäler sowie Versorger und grosse Unternehmen regelmässig über Anleihen am Kapitalmarkt.

Im Jahresdurchschnitt beträgt die Liquiditätsreserve des Bundes 8 bis 12 Milliarden Franken. Diese Mittel werden nach Möglichkeit kurzfristig bei der Schweizerischen Nationalbank oder am besicherten Geldmarkt, dem Repo Markt, angelegt, so dass sie einen Ertrag abwerfen.

Für die Mittelbeschaffung setzt der Bund zwei Instrumente ein, die kurzfristigen Geldmarktbuchforderungen (GMBF) mit Laufzeiten von drei, sechs und zwölf Monaten sowie die langlaufenden Eidgenössischen Anleihen mit Laufzeiten von bis zu 50 Jahren. Sowohl die GMBF wie auch die Anleihen werden auf der gleichen elektronischen Plattform und nach dem gleichen Einheitspreisverfahren<sup>2</sup> auktioniert, GMBF im Wochen- und Anleihen im Monatsrhythmus. Investoren können ihre Gebote über die gut 150 an der Auktionsplattform angeschlossenen Geschäftsbanken abgeben.

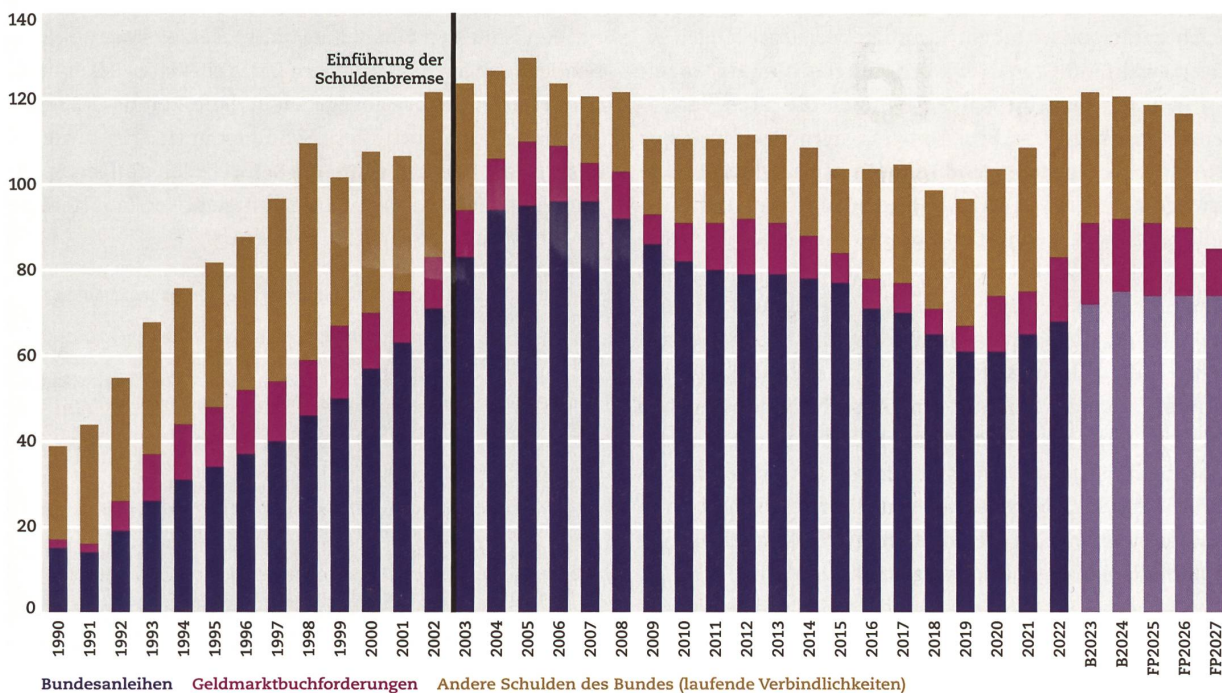
## **Kurz oder lang?**

Wer leiht nun dem Bund fast 90 Milliarden und gibt sich mit einem eher bescheidenen Zins von rund 1 Prozent zufrieden?<sup>3</sup> Bei den Käufern der GMBF und der Bundesanleihen handelt es sich primär um institutionelle Anleger. Rund drei Viertel der Anleihen werden von inländischen Pensionskassen, Versicherungen und Anlagefonds gehalten.

**Grafik**

Der Kapitalmarkt ist für die Finanzierung des Bundes zentral

Ausstehender Betrag in Milliarden Franken



\* 2023 und 2024 aufgrund des Budgets, 2025 bis 2027 aufgrund der Finanzplanung

Quelle: Bundestresorerie

ten. Knapp ein Fünftel befindet sich im Besitz von grossen ausländischen Investoren und Zentralbanken.

Beim Schuldenvolumen hat die Bundestresorerie wenig Handlungsspielraum, da der Finanzierungsbedarf primär von der Entwicklung des Bundeshaushaltes und damit vom Kurs der Finanzpolitik abhängt. Allerdings hat die Schuldenbewirtschaftung der Bundestresorerie einen signifikanten Einfluss auf die Passivzinsen, und diese bilden einen wichtigen Ausgabenposten des Bundes: Da die Zinsen für kurze Laufzeiten in der Regel tiefer liegen als für lange, kann die Bundestresorerie die durchschnittliche Zinsbelastung durch die vermehrte Ausgabe von kurzfristigen Schuldpapieren senken. Damit erhöht sie aber das Zinsänderungsrisiko<sup>4</sup> und das Refinanzierungsrisiko<sup>5</sup>, weil die Schulden häufiger erneuert werden müssen. Diese Risiken kann sie durch die Ausgabe langer Schulden reduzieren, was aber wiederum im Durchschnitt zu höheren Zinsausgaben führt.

Die Risiken werden grundsätzlich über die Emissionstätigkeit und den Mix zwischen den kurz- und langfristigen Finanzierungsinstrumenten gesteuert. Aktuell verfolgt die Bundestresorerie eine Emissionsstrategie mit ei-

nem GMBF-Anteil an den Marktschulden von 15 Prozent. Bei den Anleihen wird eine durchschnittliche Laufzeit und damit eine Zinsbindung von rund 12 Jahren angestrebt.

Während der sehr tiefen und ab 2015 negativen Zinsen emittierte die Bundestresorerie bewusst länger laufende Anleihen. Damit band sie das historisch tiefe Zinsniveau möglichst lange an, um auch längerfristig davon zu profitieren. So lag die Zinsbindung beispielsweise im Jahr 2016 bei 23,5 Jahren, wobei der durchschnittliche Zins der in diesem Jahr emittierten Bundesanleihen null Prozent betrug. Entsprechend konnte die Restlaufzeit aller ausstehenden Bundesanleihen innert 10 Jahren von 7 auf über 10 Jahre erhöht werden. Seit rund zwei Jahren steigen die Zinsen wieder an. Längere Laufzeiten helfen, die Zinsausgaben länger tief zu halten respektive deren Anstieg hinauszuzögern. Auch wenn die Zinsausgaben in den kommenden Jahren allmählich wachsen werden, wird die Zinsbelastung relativ zu den ordentlichen Ausgaben tief bleiben.

In nächster Zeit ist die Bundestresorerie vor allem im Liquiditätsmanagement und mit den Auswirkungen der Zinswende gefordert. Während der Negativzinsperiode, als die Geschäftsbanken von ihren Kunden für grössere Li-

quiditätsbestände einen Zins verlangten (statt wie normal bezahlten), wurde der Bund von den Steuerzahlern und den Kantonen als «Bank» genutzt, um überschüssige Liquidität zu parkieren. Die Steuern wurden so rasch wie möglich bezahlt, und wo möglich wurden Vorauszahlungen getätigt, während Steuerrückforderungen hinausgezögert wurden. Mit der Zinswende gewinnen die alten Verhaltensmuster wieder an Bedeutung: Steuern werden so spät wie möglich abgeliefert und so rasch wie möglich zurückgefordert, zudem wurden die von den Kantonen und anderen Institutionen beim Bund parkierten Gelder grösstenteils wieder abgezogen. Diese Entwicklungen stellen das Liquiditätsmanagement des Bundes vor Herausforderungen, beruht doch seine Liquiditätsplanung im wesentlichen auf Erfahrungswerten der Vergangenheit. Nun hat sich innert kurzer Zeit zum einen das Profil der täglichen Zu- und Abflüsse grundlegend verändert, zum anderen fehlen verlässliche Planungsdaten aus der jüngeren Vergangenheit. Entsprechend muss die Bundestresorerie flexibel auf unerwartete Ereignisse reagieren können und die Liquiditätsplanung regelmässig überarbeiten.

#### Schuldenbremse zentral für künftige Krisen

Im Gegensatz zu anderen öffentlichen Schuldenverwaltungen dürfte der Bundestresorerie aber eine grosse Herausforderung mittelfristig erspart bleiben: Auch in unruhigen Zeiten mit makroökonomischen Verwerfungen und geopolitischen Krisen bleibt in der Schweiz dank der Schuldenbremse die Entwicklung der Schulden unter Kontrolle. Die in der Bundesverfassung verankerte Schuldenbremse, die dieses Jahr ihr 20jähriges Bestehen feiert, markiert für den Bund weiterhin einen finanzpolitischen Meilenstein. In den 1990er-Jahren führten innerhalb weniger Jahre Milliardendefizite zu einem starken Anstieg der Verschuldung. Daher wurde eine griffige und konkrete Ausgabenregel geschaffen, welche die Ausgaben auf das Niveau der strukturellen, das heisst konjunkturell bereinigten Einnahmen begrenzt. Mit Erfolg: Die Bundesschulden konnten von 130 Milliarden im Jahr 2005 auf unter 100 Milliarden

den im Jahr 2019 abgebaut werden. Die Coronakrise stoppte jedoch diese Entwicklung abrupt, und die Schulden liegen heute betragsmässig wieder auf dem Niveau von vor der Einführung der Schuldenbremse im Jahr 2003. Mit der Revision des Finanzhaushaltsgesetzes vom 30. September 2022 hat das Parlament indes ein klares Bekenntnis zur Schuldenbremse abgegeben und die Voraussetzungen geschaffen, um auch diese Schulden mittelfristig wieder abzubauen. Damit gewinnt die Schweiz den nötigen Spielraum und die Flexibilität, um künftige Krisen und Herausforderungen erfolgreich zu meistern. ◀

<sup>1</sup> Siehe z.B. für 2023 [www.efd.admin.ch/efd/de/home/finanzpolitik/bundesschulden.html](http://www.efd.admin.ch/efd/de/home/finanzpolitik/bundesschulden.html).

<sup>2</sup> Beim Einheitspreisverfahren (holländisches Verfahren) werden die Gebote (Menge und Preis) verdeckt abgegeben. Jeder Bieter kennt nur sein Gebot bzw. seine Gebote. Die Zuteilung erfolgt dann für alle Gebote zum gleichen Einheitspreis, d.h. alle Gebote, die diesen oder einen höheren Preis geboten haben, werden berücksichtigt.

<sup>3</sup> Durchschnittlicher Zins auf den ausstehenden Geld- und Kapitalmarktschulden des Bundes.

<sup>4</sup> Bei einem Zinsanstieg müssen Schulden zu einem höheren Zinssatz aufgenommen werden. Dies führt zu höheren Zinsausgaben, d.h. zu einer Belastung des Bundeshaushalts.

<sup>5</sup> Eine (Re-)Finanzierung kann aufgrund abnehmender Kreditwürdigkeit (Bonität) des Bundes oder Störungen an den Finanzmärkten nur zu erhöhten/ungünstigen Marktzinsen 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 Schulden und die Ratings von internationalen Agenturen.



**Daniel Wittwer**

ist Co-Leiter der Bundestresorerie.

**Adrian Martinez**

ist Leiter des Frontoffice der Bundestresorerie.

Anzeige

Vermögensverwaltung.  
Entscheidend anders.



Moor & Bachmann