



# KOF Bulletin

Nr. 183, April 2024

EDITORIAL ..... 2

## KONJUNKTUR UND FORSCHUNG

- «Der Sozialstaat ist kein Auslaufmodell» – KOF-Ökonom Michael Graff im Interview ..... 3
- Globale Konjunkturdynamik bleibt vorerst schwach ..... 6
- Wie relevant sind die Energiepreise für Firmen wirklich? ..... 10
- Wie sich Stablecoins regulieren lassen ..... 13

## KOF INDIKATOREN

- KOF Geschäftslageindikator wieder auf dem Rückzug ..... 18
- KOF Konjunkturbarometer: Stabilisierung über dem Durchschnitt ..... 21

AGENDA ..... 22

# EDITORIAL

Liebe Leserinnen und Leser

Die erfolgreiche Initiative für eine 13. AHV-Rente hat hohe Wellen geschlagen. Gleichzeitig wirft sie Grundsatzfragen auf: Wie viel Sozialstaat können und wollen wir uns in Zukunft leisten? Wie wirkt sich der demographische Wandel auf unsere Sozialsysteme aus? Und inwiefern kann Zuwanderung die demographische Lücke schliessen? Michael Graff, Co-Leiter des Forschungsbereichs Konjunktur, beantwortet im Interview diese Fragen und verrät ausserdem, welche Pläne er nach 23 Dienstjahren an der KOF für seinen Ruhestand hat.

Die Weltwirtschaft befindet sich in einer Schwächephase. Vor allem die europäischen Volkswirtschaften weisen weiterhin nur eine geringe Dynamik auf. Die internationale Konjunktur wird gemäss der KOF Konjunkturprognose erst in der zweiten Jahreshälfte wieder etwas an Fahrt gewinnen, wovon die Schweizer Exportwirtschaft profitieren dürfte. Mehr dazu lesen Sie im zweiten Beitrag.

Der starke Anstieg der Energiepreise seit dem Jahr 2022 hat zu vielen Diskussionen geführt. Doch wie wichtig sind die Energiepreise für die Unternehmen wirklich? Und über welche Kanäle sind die Unternehmen den Energiepreisen ausgesetzt? Antworten auf diese Fragen liefert der dritte Beitrag.

Stablecoins gewinnen im Reich der Kryptowährungen an Bedeutung. Im Gegensatz zu Bitcoin & Co. zielen sie jedoch darauf ab, einen stabilen Wert gegenüber einer nationalen Währung zu erhalten. Aber da sie nicht reguliert sind, bergen sie erhebliche Risiken. Im vierten Beitrag werden mögliche Regulierungsmassnahmen diskutiert.

Ich wünsche Ihnen eine gute Lektüre  
Thomas Domjahn

# KONJUNKTUR UND FORSCHUNG

## «Der Sozialstaat ist kein Auslaufmodell»



Der demographische Wandel stellt unsere Gesellschaft und unsere Sozialsysteme vor grosse Herausforderungen. Kann der Sozialstaat in seiner heutigen Form bestehen bleiben oder brauchen wir neue Konzepte? (Bild erzeugt mit KI)

**Michael Graff, Co-Leiter des Forschungsbereichs Konjunktur, erläutert seinen Standpunkt zur erfolgreichen Initiative für eine 13. AHV-Rente und zur Zukunft des Sozialstaats im Zeitalter des demographischen Wandels. Ausserdem verrät er, welche Pläne er für seinen Ruhestand hat.**



Michael Graff  
Co-Leiter des Forschungsbereichs Konjunktur

**Die Schweiz ist in der ganzen Welt für ihre seriöse Finanzpolitik bekannt, hat aber zuletzt überraschend eine Rentenerhöhung von gut 8% beschlossen, ohne dafür eine Gegenfinanzierung zu haben. Ist das ein politischer Paradigmenwechsel hin zu einem ausufernden Sozialstaat wie in Deutschland?**

Dreimal Widerspruch! Darüber, was eine seriöse Finanzpolitik ist, kann man lange streiten. Die Schuldenbremse verpflichtet die Schweiz zu einem über den Konjunkturzyk-

lus ausgeglichenen Budget. Die Schuldenquote, also die Schulden im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt, konvergiert in dieser Konstellation bei einer wachsenden Wirtschaft gegen null. Dies ist getrieben von der Ansicht, dass Staatsschulden per se schlecht seien. Dieses Urteil kann man mit Recht anzweifeln – es kommt nicht zuletzt darauf an, was man damit finanziert. Zweitens ist die Schweiz von einem ausufernden Sozialstaat weit entfernt. Sie hat einen im europäischen Vergleich eher schlanken Sozialstaat. Drittens war das Ergebnis nicht überraschend, sondern schon Wochen vor der Abstimmung absehbar. Ich sehe keinen Paradigmenwechsel. Die Schweizer und Schweizerinnen haben für eine aus meiner Sicht massvolle Ausweitung der AHV gestimmt.

**Aber wäre eine gezielte Sozialpolitik gegen Altersarmut nicht besser, als mit der Giesskanne Geld an alle Rentner und Rentnerinnen zu verteilen?**

Die Metapher der Giesskanne gefällt mir nicht. Viele öffentliche Güter wie Bildung, innere Sicherheit oder Landesverteidigung werden für die gesamte Bevölkerung zur

## «Die Schweiz ist von einem ausufernden Sozialstaat weit entfernt. Sie hat einen im europäischen Vergleich eher schlanken Sozialstaat.»

Michael Graff

Verfügung gestellt, wenn man so will mit der Giesskanne. Das ist kein Spezifikum der AHV. Das Problem einer gezielten Sozialpolitik wie zum Beispiel in der Schweiz bei den Ergänzungsleistungen und der Sozialhilfe ist, dass die Anspruchsberechtigten dafür gegenüber dem Staat aktiv die Bedürftigkeit anmelden und akribisch nachweisen müssen. Aber viele Betroffene tun dies aus Scham oder Unwissenheit nicht.

### **Trotzdem bleibt eine Finanzierungslücke ...**

Die Finanzierung muss nun im politischen Prozess geklärt werden. Möglich wäre eine Erhöhung der Mehrwertsteuer, der Rentenbeiträge oder der Beiträge aus Bundessteuern. Ich gehe von einer Kombination der drei Möglichkeiten aus.

### **Das demographische Problem der AHV bleibt derweil ungelöst: Wir haben zu wenig Einzahler und zu viele Empfänger – Tendenz steigend.**

Dieses Narrativ stimmt nur teilweise. Bei der Einführung der AHV nach dem Zweiten Weltkrieg war die Frauenerwerbstätigkeit extrem gering. Diese ist heute dank besserer staatlicher Betreuungsangebote viel höher und zudem ist die Kinderzahl pro Frau deutlich gesunken. Die Schweiz erlebt da gerade sowohl eine demographische als auch eine kulturelle Transformation. Heute ist es auch in der Schweiz gesellschaftlich weitgehend anerkannt, wenn eine Mutter arbeiten geht und ihr Kind in eine Betreuungseinrichtung bringt. Das lässt die Zahl der Erwerbstätigen steigen, auch wenn die Zahl der Personen im erwerbstätigen Alter sinkt, und mit weniger Kindern sinkt das Verhältnis von abhängigen Personen (Kinder und Alte) zu Beschäftigten. Zudem erhöht die Zuwanderung, die ja an

Erwerbstätigkeit gekoppelt ist, die Basis der Einzahler. Schliesslich gibt es kontinuierliche Fortschritte in der Arbeitsproduktivität. Seit der Industriellen Revolution wächst diese jährlich um 1 bis 2%. Dies erhöht die Finanzierbarkeit des Rentensystems.

### **Jenseits des Rentensystems: Ist der klassische Sozialstaat angesichts des demographischen Wandels überhaupt ein Zukunftsmodell oder müssen wir nicht viel mehr über individuelle Vorsorge nachdenken?**

Der Sozialstaat ist kein Auslaufmodell. In der Schweizer Bundesverfassung steht wortwörtlich, «dass die Stärke des Volkes sich misst am Wohl der Schwachen». Der Aufbau und die Aufrechterhaltung eines Sozialstaates ist also ein Verfassungsauftrag. Nach meiner moralischen Überzeugung, die mit der Gerechtigkeitstheorie des amerikanischen Philosophen John Rawls<sup>1</sup> übereinstimmt, brauchen wir mehr und nicht weniger Umverteilung. Zudem gibt es funktionelle Argumente für einen Sozialstaat. Wenn die Ungleichheit extrem hoch ist, versuchen sich die Benachteiligten mit Gewalt zu beschaffen, was ihnen aus ihrer Sicht zusteht. Die Mittel- und Oberschicht lebt dadurch in ständiger Angst um ihr Hab und Gut und ihr Leben und muss dann wie beispielsweise in Brasilien in eingezäunten Vierteln leben. Das ist kein angenehmes Leben.

### **Viele Sozialstaatsbefürworter sind gleichzeitig für offene Grenzen. Kann ein Sozialstaat ohne Grenzen funktionieren oder bricht er dann nicht automatisch durch unkontrollierte Zuwanderung zusammen?**

Das ist tatsächlich ein Dilemma. Wenn jeder Einwandernde Anspruch auf Sozialhilfe und Rente hätte, ohne je in das Sozialsystem eingezahlt zu haben, würde der Sozialstaat zusammenbrechen. Deshalb finde ich auch das Konzept des bedingungslosen Grundeinkommens schwierig – auch wenn die Idee attraktiv ist.

### **Spielen wir mal das andere Extrem durch. Was würde passieren, wenn die Einwanderung massiv begrenzt würde?**

Wenn man heute die Grenzen schliessen würde, würde die Erwerbsbevölkerung schnell schrumpfen. Der Fachkräftemangel wäre noch grösser als ohnehin schon. Das wiederum würde die Finanzierung des Sozialwesens und von kollektiven Gütern wie der Landesverteidigung oder des Gesundheitssystems erschweren. Auch die Qualität der Forschung und Lehre an den Universitäten würde ohne

<sup>1</sup> John Rawls (1971): A Theory of Justice, Harvard University Press.

ausländische Dozenten und Studenten schnell abnehmen, was langfristig die Innovationskraft der Schweiz schwächen würde.

**In ökologischen Kreisen wird unter dem Stichwort «Postwachstumsökonomie» oder «Degrowth» eine Abkehr vom auf Wachstum ausgerichteten Wirtschaftsmodell gefordert. Kann ein Sozialstaat ohne Wachstum als Umverteilungsmasse funktionieren?**

Es gibt keinen zwingenden Grund, dass ein Sozialstaat nur in einer wachsenden Wirtschaft funktioniert. Japan ist über Jahrzehnte kaum gewachsen, hat aber seinen Sozialstaat aufrechterhalten. Allerdings ist der Widerstand gegen Umverteilung grösser, wenn die Umverteilung nicht aus den Zuwächsen, sondern aus dem Bestand geleistet wird. Dem müsste sich die Politik stellen.

**«Ich bin froh, dass die Wirtschaftswissenschaften im Laufe der Zeit weitestgehend vom reinen Theoretisieren weggekommen sind.»**

**Michael Graff**

**Du gehst diesen Mai nach 23 Dienstjahren an der KOF und 35 Jahren in der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung in Deutschland, Neuseeland, Australien und der Schweiz in Rente. Wie blickst du heutzutage auf die Disziplin der Wirtschaftswissenschaften?**

Ich bin froh, dass die Wirtschaftswissenschaften im Laufe der Zeit weitestgehend vom reinen Theoretisieren weggekommen sind. Aus Ableitungen von Axiomen kann man aus meiner Sicht nicht viel über die reale Welt lernen. In dem Moment, wo man die Annahmen aufgeschrieben hat, sind die Folgerungen schon klar. Man muss sie nur noch richtig herleiten. Der Philosoph und Soziologe Hans Albert hat diese Strömung, die in den Wirtschaftswissenschaften lan-

ge dominant war, treffend als «Modellplatonismus»<sup>2</sup> kritisiert. Heute arbeiten die meisten Forschenden mit realen Daten an konkreten Problemen. Diesen empirischen Ansatz der Wirtschaftsforschung halte ich für deutlich fruchtbarer. Allerdings würde ich mir an manchen Stellen mehr kritisches Bewusstsein wünschen. Wenn man sich auf aktuell debattierte und zu lösende Probleme konzentriert und dabei auf empirische Daten stützt, ist der Fokus auf den Status quo oder die Vergangenheit gerichtet. Die Frage «Könnte die Welt auch anders aussehen?» kommt dabei aus meiner Sicht zu kurz. Dabei hat diese Frage in der politischen Ökonomie eine lange Tradition, nicht nur bei linken Theoretikern wie Karl Marx, sondern auch bei liberalen Theoretikern wie Adam Smith, Ricardo, John Stuart Mill oder Friedrich Hayek.

**Welche Pläne hast du für den Ruhestand?**

Ich bleibe hoffentlich noch lange ein denkender Mensch und werde weiter wissenschaftlich/publizistisch arbeiten. Als Sozialwissenschaftler brauche ich dafür anders als ein Naturwissenschaftler kein Labor, sondern nur einen Schreibtisch, einen PC und Menschen, mit denen ich mich austauschen kann. Gleichzeitig bin ich ehrlich gesagt froh, dass künftig viele administrative Pflichten wegfallen werden und ich mich mehr auf das konzentrieren kann, was mir politisch wichtig ist, und einfach auf das, was mir Freude bereitet.

**Ansprechpartner**

Michael Graff | [graff@kof.ethz.ch](mailto:graff@kof.ethz.ch)

Thomas Domjahn | [domjahn@kof.ethz.ch](mailto:domjahn@kof.ethz.ch)

<sup>2</sup> Hans Albert (1967): Marktsoziologie und Entscheidungslogik, Luchterhand Verlag.

## Globale Konjunkturdynamik bleibt vorerst schwach

**Die Weltwirtschaft wird gemäss der KOF Konjunkturprognose erst in der zweiten Jahreshälfte wieder etwas an Fahrt gewinnen. Der Kaufkraftverlust der Haushalte, geschuldet durch die hohen Inflationsraten der vergangenen zwei Jahre, dämpft kurzfristig den privaten Konsum. Daneben belasten die erschwerten Finanzierungsbedingungen und die hohe politische Unsicherheit die Investitionsdynamik in vielen Ländern.**

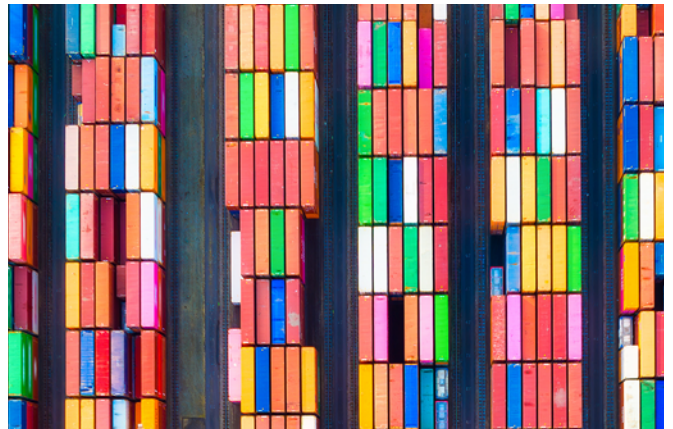
Die globale Produktion entwickelte sich im Schlussquartal 2023 nur unterdurchschnittlich, wobei die Konjunkturdynamik in den einzelnen Regionen signifikante Unterschiede aufweist (siehe Grafik G 1). Während die US-Produktion zuletzt aufgrund weiterhin robuster privater und öffentlicher Konsumausgaben stärker als gemeinhin erwartet ausfiel, blieb die wirtschaftliche Entwicklung in Europa nur schwach ausgeprägt.

Dabei verzeichnete Deutschland ein rückläufiges viertes Quartal 2023 durch einen negativen Aussenbeitrag sowie einen starken Investitionsrückgang im Wohnbau- und Industriesektor, welcher auf erschwerte finanzielle Rahmenbedingungen, gedämpfte Ertragserwartungen und erhöhte politische Unsicherheiten zurückzuführen ist. Das Vereinigte Königreich ist mit einem zweiten negativen Wachstum in Folge im zweiten Halbjahr 2023 in eine technische Rezession gerutscht. Dies ist unter anderem auf geringere private Konsumausgaben zurückzuführen, bedingt durch den Kaufkraftverlust aufgrund der hohen Inflation.

Die globale Konjunkturdynamik dürfte in der ersten Jahreshälfte weiter schwach ausfallen, ehe es im Laufe der zweiten Jahreshälfte und insbesondere im nächsten Jahr aufgrund weiter rückläufiger Inflationsraten, steigender Löhne und verbesserter finanzieller Rahmenbedingungen zu einer leichten Erholung kommen dürfte.

### **Inflationsrückgang hat sich zuletzt verlangsamt**

Während die Konsumentenpreis-inflation im vergangenen Jahr aufgrund des Rückgangs der Energie-, Rohstoff- und Vorleistungsgüterpreise weltweit deutlich nachliess, verlor diese Abwärtsbewegung zuletzt an Schwung. Die Teuerung



sank im Verlauf der vergangenen Monate im Euroraum von 2.9% im Dezember 2023 auf 2.8% im Januar 2024 und in den Vereinigten Staaten von 3.4% im Dezember auf 3.1% im Januar nur noch geringfügig. Im Vereinigten Königreich hingegen erhöhte sich die Konsumenten-inflation zuletzt noch einmal leicht von 3.9% im Dezember auf 4% im Januar.

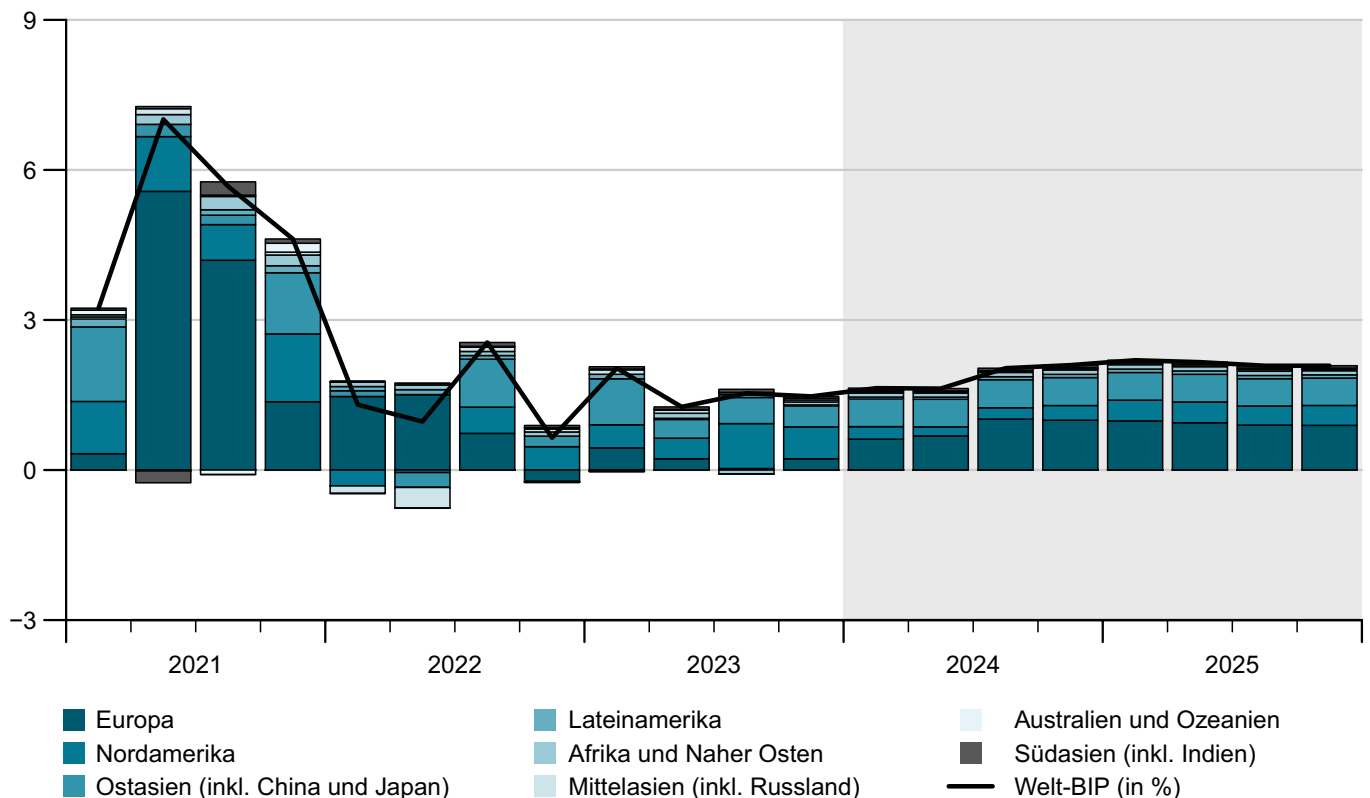
Ein Hauptgrund hierfür ist, dass der abschwächende Anteil der Energiepreiskomponente allmählich an Einfluss verliert, da die Energiepreise ihre Vorjahresstände in geringerer Masse unterschreiten. Die Kerninflation liess in sämtlichen Ländern zuletzt ebenfalls nach, liegt aber weiterhin noch deutlich über der Zielinflation der Zentralbanken.

### **Zinssenkungen nicht vor Mitte des Jahres zu erwarten**

Mit den Zinssteigerungen zu Beginn der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres haben die europäische Zentralbank (EZB), die amerikanische Notenbank (Fed) und die Bank of England (BoE) ihren Zinsanhebungszyklus abgeschlossen und seitdem die Leitzinsen unverändert auf den erhöhten

**G 1: Regionale Beiträge zum Zuwachs des Welt-BIP**

(Veränderung gegenüber Vorquartal, annualisiert, in Prozentpunkten, gewichtet mit schweizerischem Exportanteil)



Niveaus belassen. Vor dem Hintergrund der jüngst zurückhaltenden Äusserungen in den Pressekonferenzen der Zentralbanken erscheint eine unmittelbare Senkung der Leitzinsen unwahrscheinlich. Dies liegt an anhaltenden Aufwärtsrisiken für den mittelfristigen Inflationsausblick, die unter anderem von der weiteren Entwicklung der Löhne abhängen. Die japanische Zentralbank hat sich mit einer historischen Zinserhöhung von ihrer acht Jahre anhaltenden Negativzinspolitik verabschiedet und das Zielband des Leitzinssatzes auf 0 – 0.1% angehoben.

Angesichts einer schwachen Konjunktur und sinkender Kerninflation im Euroraum erwartet die KOF, dass die EZB im Juni 2024 die erste Zinssenkung vornehmen wird. Die Fed dürfte im Juli 2024 mit einer Senkung des Leitzinsbandes der «federal funds rate» folgen, während die BoE

angesichts einer unterdurchschnittlichen konjunkturellen Entwicklung wohl ebenfalls Ende Juni die erste Zinssenkung beschliessen dürfte.

**Konjunkturerholung ab der zweiten Jahreshälfte**

Die globale konjunkturelle Dynamik dürfte sich in der ersten Jahreshälfte 2024 weiterhin nur schwach entwickeln und erst in der zweiten Jahreshälfte sowie insbesondere im kommenden Jahr etwas an Fahrt gewinnen. Der Kaufkraftverlust der Haushalte, geschuldet durch die hohen Inflationsraten der vergangenen zwei Jahre, dämpft kurzfristig den privaten Konsum. Daneben belasten die erschwerten Finanzierungsbedingungen und die hohe Unsicherheit sowie das konjunkturbedingte Nachlassen der globalen Nachfrage die Investitionsdynamik in vielen Ländern.

Diese konjunkturelle Entwicklung wird auch von wichtigen Frühindikatoren, welche sich für viele Länder in den vergangenen Monaten merklich eingetrübt haben, nahegelegt (siehe Grafik G 2). Im Verlauf des zweiten Halbjahres dürfte die Kombination aus anziehenden Löhnen und weiter rückläufigen Inflationsraten sowie die Aussicht auf geringere Zinsen den privaten Konsum und die Investitionen unterstützen. Für das Gesamtjahr 2024 erwartet die KOF eine Zunahme des mit Schweizer Exporten gewichteten Welt-BIP um 1.6% (Winterprognose: 1.6%). Die Prognose für 2025 entspricht 2.1%, was eine leichte Aufwärtsrevision im Vergleich zur Prognose vom Winter darstellt (2%).

**Harziger Rückgang der Inflation im Jahresverlauf**

Die Konsumentenpreis-inflation dürfte durch das weitere Nachlassen des Energiepreisdrucks und die gegenwärtige Schwäche der globalen Konjunktur weiter sinken (siehe Grafik 3). Zudem ist eine Abschwächung der Rohstoff- und

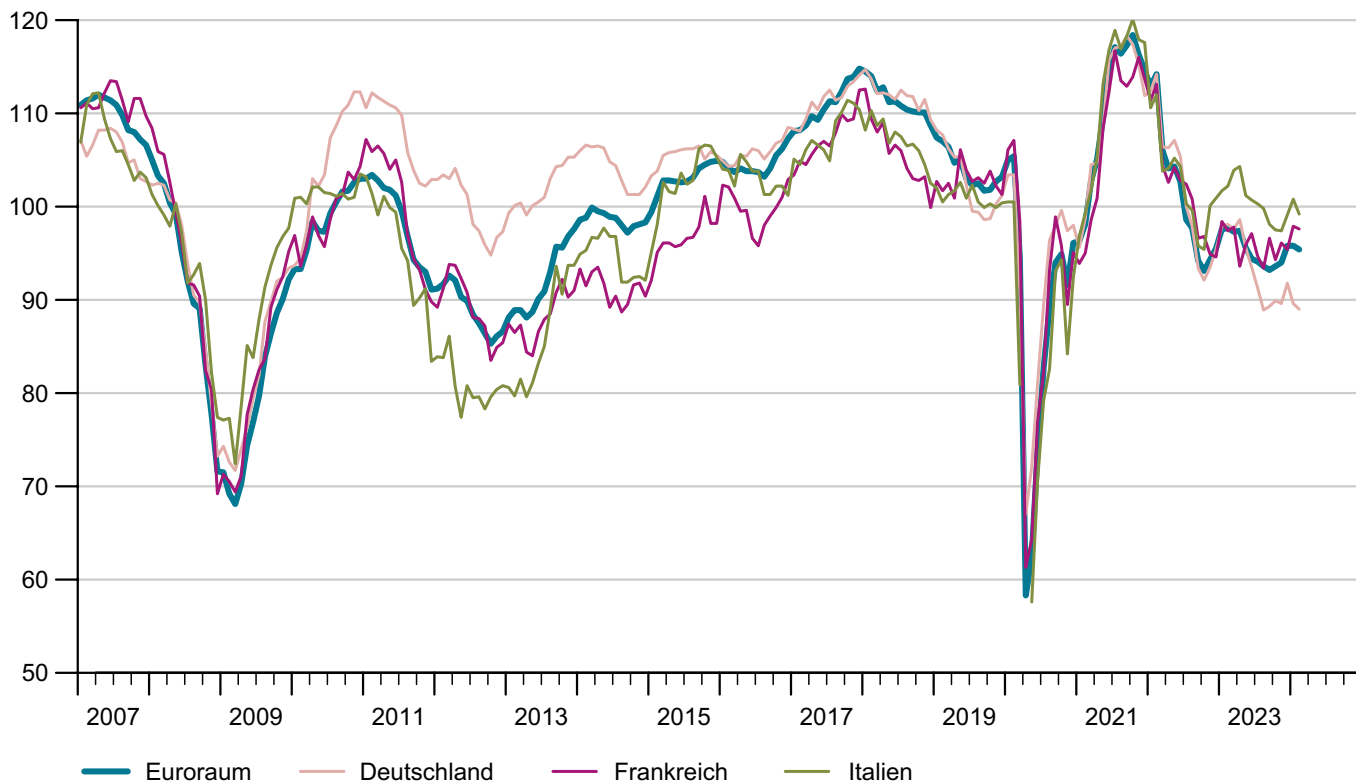
Zwischenproduktpreise zu erwarten, wobei steigende Lohnzuwächse einer schnelleren Verflachung der Inflation entgegenwirken.

Die Teuerung im Euroraum dürfte bis zum Jahresende nur noch leicht oberhalb des Zielwerts der Zentralbank liegen, während die Inflationsraten in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich aufgrund von hartnäckigen Preisanstiegen im Bereich der Wohnkosten und im Dienstleistungssektor noch bis Mitte 2025 erhöht bleiben sollten. Der Rückgang der Kerninflation dürfte hingegen weniger schnell verlaufen, da sich die niedrigeren Kosten für Zwischenprodukte nur langsam auf die Endpreise auswirken.

**Risiken weiterhin vielfältig**

Die vorliegende Prognose wurde unter der technischen Annahme erstellt, dass der Ölpreis und andere Energiepreise bis zum Prognosehorizont nur leicht ansteigen

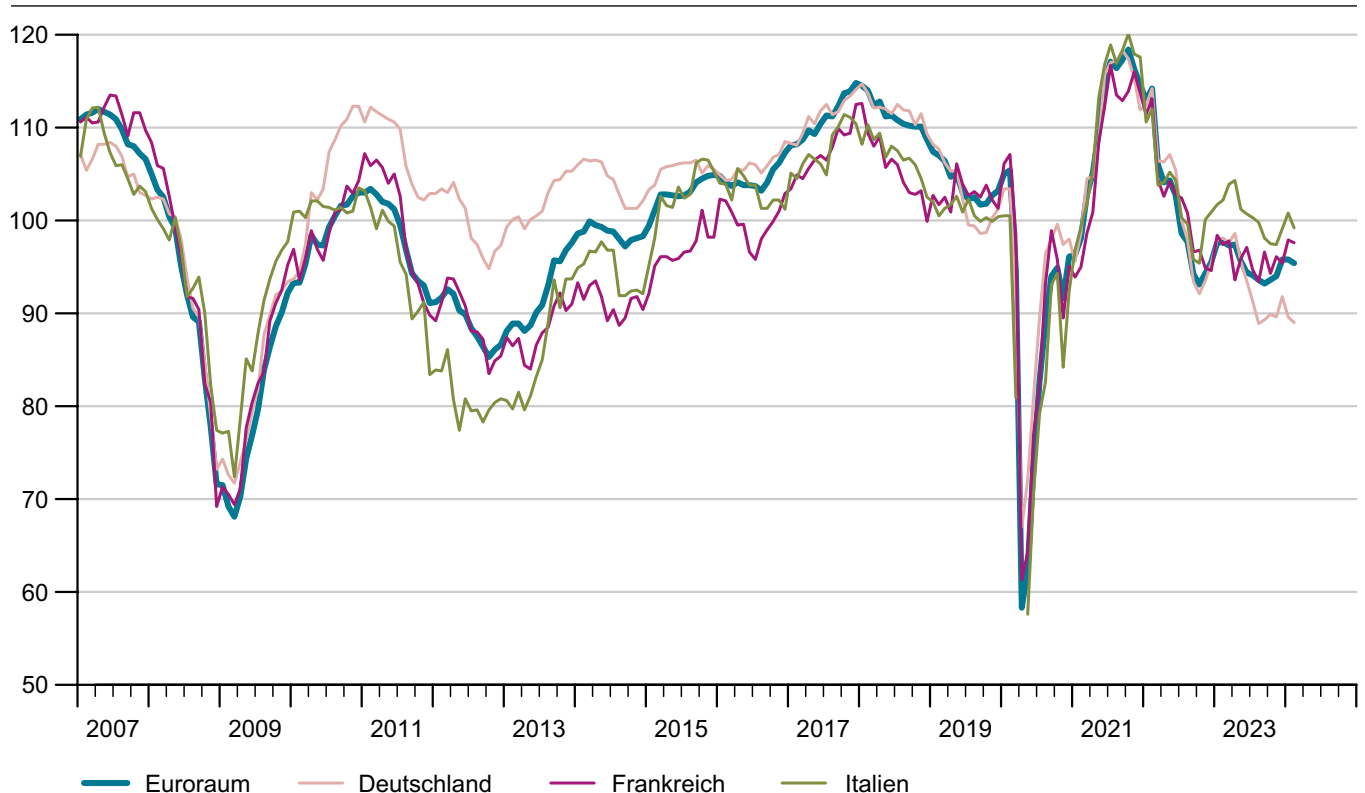
**G 2: Euroraum: Economic Sentiment Index**  
(Index, langfristiger Durchschnitt = 100)





**G 3: Konsumentenpreise in der Welt**

Vorjahreststeuerung, in %



[1.5% pro Jahr]. Angesichts des weiterhin unsicheren Umfelds bleiben die Prognoserisiken vielfältig und überwiegend abwärtsgerichtet.

Die Kerninflationsrate könnte sich aufgrund von unerwartet starken Zweitrundeneffekten verfestigen, was die Zentralbanken zu einer Verzögerung der Leitzinssenkungen veranlassen würde. Die restriktiven Finanzbedingungen könnten zu Instabilitäten an den Finanzmärkten führen und Immobilien- bzw. Banken Krisen auslösen. Zudem könnten akzentuierende geopolitische Konflikte wieder zu

höheren Energiepreisen und Unsicherheiten führen und die Realwirtschaft weiter belasten. Ein Aufwärtsrisiko besteht darin, dass der Privatkonsum durch eine unerwartet starke Reallohnentwicklung stimuliert wird.

**Ansprechpartner**

Philipp Kronenberg | kronenberg@kof.ethz.ch

Maurizio Daniele | daniele@kof.ethz.ch

Heiner Mikosch | mikosch@kof.ethz.ch

## Wie relevant sind die Energiepreise für Firmen wirklich?

**Der starke Anstieg der Energiepreise seit dem Jahr 2022 hat zu vielen Diskussionen geführt. Doch wie wichtig sind die Energiepreise für die Unternehmen wirklich? Und über welche Kanäle sind die Unternehmen den Energiepreisen ausgesetzt? Zur Beantwortung dieser Frage haben Forscherinnen und Forscher der KOF, der EPFL und der Universität Lausanne eine Unternehmensbefragung durchgeführt, die durch die Enterprise-for-Society(E4S)-Stiftung sowie die MTEC Foundation gefördert wurde.**



Zwischen Mitte Juni und Mitte August 2023 nahmen insgesamt 882 Schweizer Unternehmen an der Online-Befragung teil. Für die Analyse wurde die Stichprobe auf privatwirtschaftliche Unternehmen eingeschränkt. Es wurden beispielsweise Sportvereine aus der Stichprobe ausgeschlossen, die das Bundesamt für Statistik in der Schweizer Unternehmenspopulation dem Wirtschaftszweig «Kunst, Unterhaltung und Erholung» zuordnet. So blieben 737 Befragte übrig.

Die Befragten wurden gefragt, wie viel Prozent der gesamten Betriebsausgaben ihres Unternehmens im Jahr 2022 für Energieprodukte (z.B. Strom, Treibstoff und andere Öl- oder Gasprodukte) ausgegeben wurden. Damit sollte unter anderem ermittelt werden, ob die von den

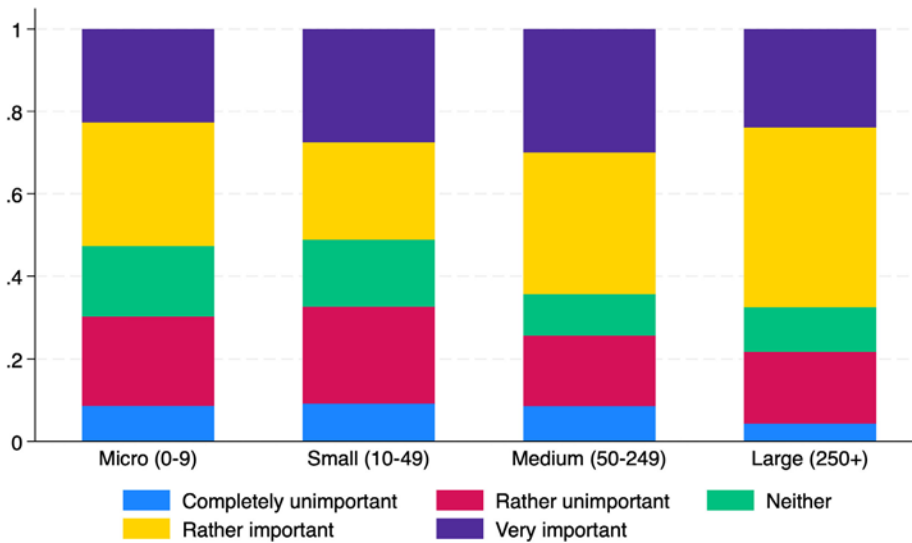
Unternehmen angegebene Bedeutung der Energiekosten durch ihre direkte Energiekosten-Belastung erklärt werden kann.

Die Antworten zeigten, dass dieser Prozentsatz oft gering ist, wobei Energieprodukte nur 3% der gesamten Betriebsausgaben für das typische Unternehmen (Median) ausmachen. Einer von zehn Befragten gab jedoch an, dass sein Unternehmen 14% oder mehr der Gesamtausgaben für Energieprodukte aufwendet.

Nimmt man diese Antworten für bare Münze, könnte man meinen, dass die Entwicklung der Energiepreise für die Schweizer Unternehmen von untergeordneter Bedeutung ist, da der direkte Anteil an den Ausgaben für die meisten von ihnen eher gering ist. Die Energiepreise können jedoch auch über andere Kanäle von Bedeutung sein, z.B. über die Kosten von Vorleistungen, oder sie können die Nachfrage nach den Produkten und Dienstleistungen der Unternehmen beeinflussen.

Um die subjektive Bedeutung der Energiepreise für ihr Unternehmen direkt zu messen, wurden die Befragten gebeten, die Bedeutung der folgenden fünf Faktoren zu bewerten, die «für Ihre Kosten oder die Nachfrage nach Ihren Produkten/Dienstleistungen eine Rolle spielen können»: (i) Wechselkurse (z.B. Schweizer Franken zu Euro), (ii) das allgemeine Zinsniveau in der Schweiz, (iii) das allgemeine Preisniveau/die Inflation in der Schweiz, (iv) Energiekosten und (v) die Entwicklung der Durchschnittslöhne in der Schweiz.

**G 4: Bedeutung der Energiekosten in Abhängigkeit von der Unternehmensgrösse**



Erklärung zur Abbildung: Die Abbildung zeigt die Bedeutung der Energiekosten für die Unternehmenstätigkeit in Abhängigkeit von der Unternehmensgrösse. Die Unternehmen sind in vier Grössenkategorien eingeteilt: mikro (engl. «micro») bei unter 10 Mitarbeitenden, klein (engl. «small») bei 10-49 Mitarbeitenden, mittelgross (engl. «medium») bei 50-249 Mitarbeitenden sowie gross (engl. «large») bei über 249 Mitarbeitenden. Die Bedeutung der Energiekosten ist in fünf Kategorien dargestellt: sehr unwichtig (engl. «completely unimportant»), eher unwichtig (engl. «rather unimportant»), neither (engl. «weder unwichtig noch wichtig»), eher wichtig (engl. «rather important») und sehr wichtig (engl. «very important»). Die y-Achse der Abbildung zeigt den Anteil (engl. «share») der fünf Kategorien an.

### Für gut die Hälfte der Unternehmen sind die Energiekosten wichtig

Insgesamt gaben 54% der Befragten an, dass die Energiekosten für ihr Unternehmen eher oder sehr wichtig sind, während 30% der Befragten angaben, dass die Energiekosten eher oder gar nicht wichtig sind. Im Vergleich zu anderen Faktoren sind die Energiepreise relativ weniger wichtig als die Lohn- und Preisinflation (77% bzw. 75% der Unternehmen halten diese für sehr oder eher wichtig) und der Zinssatz (62%), aber immer noch wichtiger als der Wechselkurs (42%). In Grafik G 4 ist die Bedeutung der Energiekosten für die Unternehmen für verschiedene Grössenkategorien dargestellt. Es zeigt sich, dass die Energiekosten für grössere Unternehmen wichtiger ist als für kleinere Unternehmen.

Eine ökonometrische Analyse auf Basis der gesammelten Antworten ergab folgende Erkenntnisse: Die Kostenstruktur spielt eine Rolle, da Unternehmen in der Industrie und im Baugewerbe sowie generell Unternehmen mit einem höheren Energiekostenanteil die Energiekosten in der Regel für wichtiger halten. Dies kann jedoch nicht erklären, warum die Mehrheit der Managerinnen und Manager die Energiekosten trotz eines geringen Kostenanteils als wichtig erachtet. Die weitere Analyse ergab, dass die Energiekosten insbesondere von denjenigen Unternehmen als wichtig angesehen werden, die in ihrem Sektor einer starken Wettbewerbsintensität ausgesetzt sind.

Die Unternehmen wurden auch nach ihren jüngsten Erfahrungen mit den Energiekosten befragt. Das typische Unternehmen verzeichnete in den zwölf Monaten vor Teilnahme an der Umfrage einen Anstieg von 10%. Die Veränderungen bei den Energiekosten waren jedoch ungleichmässig auf die Unternehmen verteilt, wobei eines von zehn Unternehmen einen Anstieg von 40% oder mehr zu verzeichnen hatte. Interessanterweise gaben Managerinnen und Manager, die einen grösseren Anstieg der Energiekosten erlebt haben, auch eine höhere Bedeutung der Energiekosten an, was darauf hindeutet, dass die angegebene Bedeutung mit den jüngsten Erfahrungen der Managerinnen und Manager zusammenhängt und sich schnell ändern kann. Diese Unternehmen sind auch unsicherer, was die zukünftige Entwicklung der Energiekosten angeht. Sowohl der hohe Preisanstieg als auch die grosse Unsicherheit stellen eine direkte Bedrohung für die zukünftige Rentabilität und die Investitionsentscheidungen dieser Unternehmen dar.

### **Steigende Energiekosten gefährden Investitionen**

Einige Unternehmen sind aufgrund ihrer Kostenstruktur in hohem Masse von den Energiekosten abhängig bzw. haben sehr starke Energiekostensteigerungen erlebt. Ein Anstieg der Energiekosten stellt eine direkte Bedrohung für die Investitionen dieser Unternehmen über zwei Kanäle dar.

Erstens können ihre internen Mittel durch die gestiegenen Kosten aufgezehrt werden. Zweitens werden diese Unternehmen unsicherer über die künftige Entwicklung der Energiekosten, was ihre Investitionsnachfrage verringern könnte.

### **Ansprechpartner**

Kenza Benhima | [kenza.benhima@unil.ch](mailto:kenza.benhima@unil.ch) |  
Professorin an der Universität Lausanne

Andreas Fuster | [andreas.fuster@epfl.ch](mailto:andreas.fuster@epfl.ch) |  
Professor an der EPFL

Heiner Mikosch | [mikosch@kof.ethz.ch](mailto:mikosch@kof.ethz.ch) |  
Wissenschaftlicher Mitarbeiter an der KOF, ETH Zürich

## Wie sich Stablecoins regulieren lassen

**Die Märkte für Kryptowährungen erklimmen neue Höchststände. Gleichzeitig gewinnt eine andere Art von Krypto-Asset an Bedeutung: Stablecoins. Im Gegensatz zu Bitcoin & Co. zielen Stablecoins darauf ab, einen stabilen Wert gegenüber einer nationalen Währung zu garantieren. Da sie jedoch bisher weitgehend unreguliert sind, bergen sie erhebliche Risiken. Die KOF-Ökonomen Hugo van Buggenum, Hans Gersbach und Sebastian Zelzner diskutieren mögliche Regulierungsmassnahmen.**

Stablecoins sind digitale Währungen, die darauf abzielen, einen stabilen Wert zu garantieren, in der Regel gegenüber einer nationalen Währung. Um dieses Ziel zu erreichen, werden sie in der Regel durch liquide, auf diese Währung lautende Vermögenswerte abgesichert. Grafik G 5 Panel A zeigt, dass im Jahr 2023 etwa 95% des gesamten Stablecoin-Marktes auf solche «fiat-backed» Stablecoins entfallen. Die beiden grössten Stablecoins, Tether und USDC (Panel B), sind eins zu eins an den US-Dollar gekoppelt und investieren in liquide, auf den Dollar lautende Vermögenswerte, um ihre Kopplung aufrechtzuerhalten. Man bezeichnet diese Kopplung bzw. diesen vom Stablecoin-Emittenten festgelegten Kurs im Primärmarkt auch als den «Peg».

Stablecoins haben ab 2021 rasch an Popularität gewonnen. Anfang 2022 erreichte ihre Marktkapitalisierung einen Höchststand von fast 200 Mrd. USD, kurz bevor der Absturz des Stablecoins Terra/Luna und der Zusammenbruch der Kryptobörse FTX zu einer Vertrauenskrise führten (Grafik G 5 Panel A). In jüngster Zeit sind Stablecoins wieder auf dem Vormarsch – im März 2024 erreichten sie wieder eine Gesamtmarktkapitalisierung von 150 Mrd. USD.

Stablecoins ähneln in mancherlei Hinsicht den klassischen Bankdepósitos oder anderen liquiden Anlageformen wie z.B. Geldmarktfonds. Sie sind jedoch weitgehend unreguliert und im Gegensatz zu Bankeinlagen und den meisten Geldmarktfonds können sie nicht nur beim Emittenten eingelöst, sondern auch auf Sekundärmärkten gehandelt werden. Stablecoins versprechen zwar einen stabilen Wert, Grafik G 6 zeigt jedoch, dass sie dieses Ziel nicht immer erreicht haben. Als beispielsweise die Silicon Valley Bank im März 2023 zusammenbrach, wurde der USDC auf dem Sekundärmarkt kurzzeitig nur mehr zu 86 Cent gehandelt – deutlich unter seinem versprochenen Eins-zu-eins-Kurs –, da der Emittent von USDC einen beträchtlichen Teil seiner Sicherheiten bei der insolventen Bank deponiert hatte.



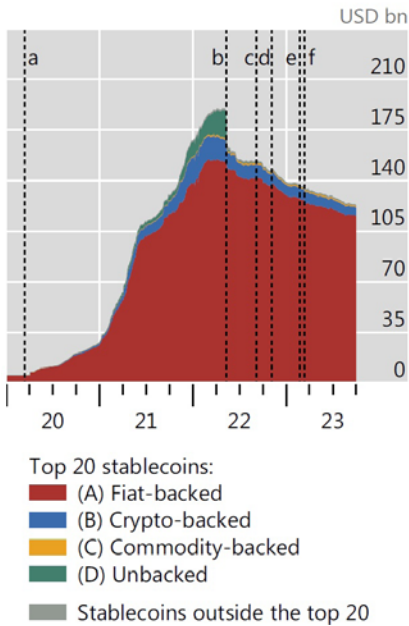
Angesichts dieser Beobachtungen haben wir in [Buggenum, Gersbach und Zelzner \(2023\)](#) ein theoretisches Modell entwickelt, um die Frage zu klären, wie (fiat-gestützte) Stablecoins gestaltet und reguliert werden sollten, damit sie sowohl wirklich stabil sind, d. h., immer zum versprochenen Kurs (dem «Peg») gehandelt werden, als auch eine nützliche Ergänzung zum traditionellen Finanzsystem darstellen. Ausgehend von den Erkenntnissen dieser Arbeit, fassen wir nachfolgend einige der wichtigsten Vorschläge zur Regulierung von Stablecoins zusammen. Da der [Basler Ausschuss für Bankenaufsicht \(2023\)](#) kürzlich eine öffentliche Konsultation zu den vorgeschlagenen Änderungen seiner Regulierungsstandards für Krypto-Assets veröffentlicht hat, erörtern wir unsere Vorschläge hinsichtlich des Vorschlags des Ausschusses.

### Qualität und Transparenz der Reserveaktiva

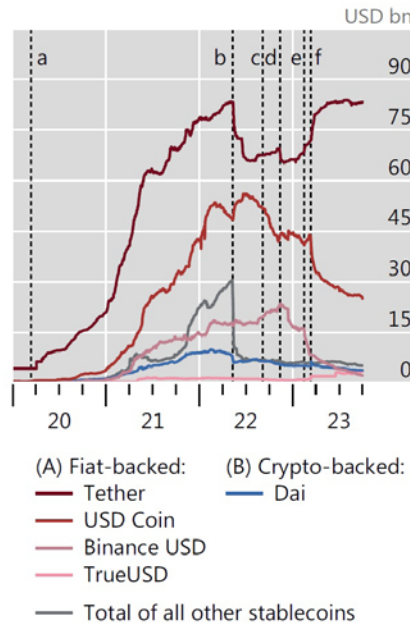
Wir stimmen mit dem Basler Ausschuss darin überein, dass die Vermögenswerte, die Stablecoin-Emittenten zur Absicherung des Wertes ihrer Coins halten, von hoher Qualität sein müssen, d. h., die Reserveaktiva eines Stablecoin-Emittenten müssen stabile Erträge und ein geringes Kreditrisiko aufweisen. Unsere Forschung zeigt, dass Stablecoins, die mit Vermögenswerten mit schwankenden Renditen abgesichert sind, höchstwahrscheinlich auch selbst durch schwankende Kurse gekennzeichnet sein würden.

**G 5: Stablecoin-Marktkapitalisierung**

**A. Composition of market capitalisation of total stablecoin market**



**B. Market capitalisation of top five stablecoins**

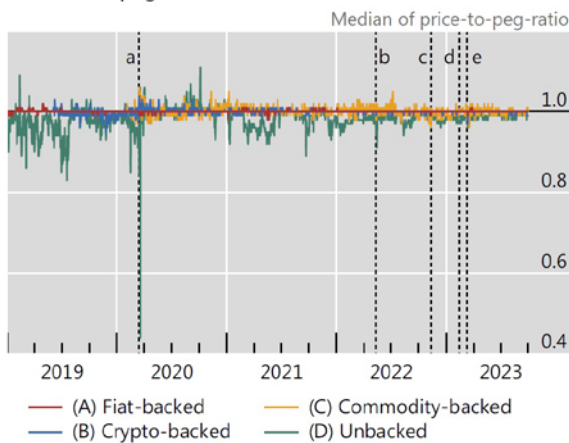


Anmerkung: **a** Am 11. März 2020 erklärt die WHO COVID-19 zur Pandemie. **b** Am 9. Mai 2022 brechen TerraUSD und Luna zusammen. **c** Am 5. September 2022 kündigt Binance an, den Handel mit USD-Coins an seiner Börse einzustellen. **d** Am 11. November 2022 meldet FTX Konkurs an. **e** Am 13. Februar 2023 kündigt Paxos an, die Ausgabe neuer Binance-USD-Token einzustellen. **f** Am 10. März 2023 bricht die Silicon Valley Bank zusammen.

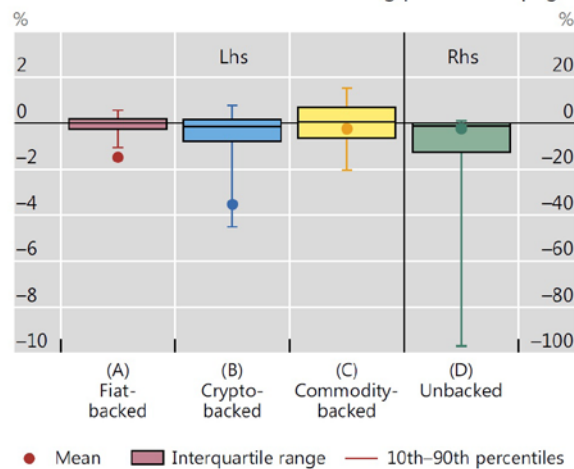
Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ, 2023).

**G 6: Sind Stablecoins wirklich stabil?**

**A. Price-to-peg ratio over time**



**B. Distributions of deviations of closing prices from peg**



Anmerkung: **a** Am 11. März 2020 erklärt die WHO COVID-19 zur Pandemie. **b** Am 9. Mai 2022 brechen TerraUSD und Luna zusammen. **c** Am 11. November 2022 meldet FTX Konkurs an. **d** Am 13. Februar 2023 gibt Paxos bekannt, dass es keine neuen Binance-USD-Token mehr ausgeben wird. **e** Am 10. März 2023 bricht die Silicon Valley Bank zusammen.

Quelle: BIZ (2023).

Der Einführung von (strengeren) Offenlegungs- und Transparenzanforderungen für die Bilanzen von Stablecoin-Emittenten stimmen wir zu. Externe Prüfungen dieser Bilanzen sind dringend notwendig, um Manipulation, Irreführung und Betrug auszuschliessen. Solche Vorschriften sind im traditionellen Bankwesen schon seit langem Standard und ihre zukünftige Anwendung auf Stablecoin-Emittenten würde damit auch zu einer Angleichung der Wettbewerbsbedingungen beitragen.

### Liquidität der Reserveaktiva

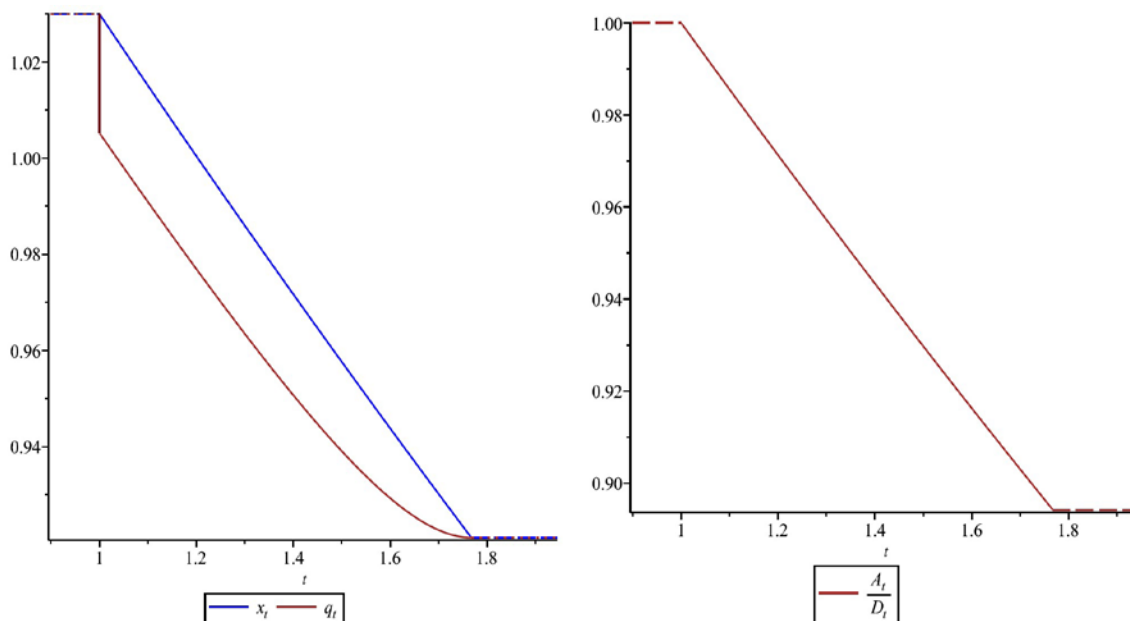
Der aktuelle Vorschlag des Basler Ausschusses sieht vor, dass die Reserveaktiva eines Stablecoin-Emittenten eine kurze Laufzeit und eine hohe Liquidität aufweisen sollten, um garantieren zu können, dass alle Anleger ihre bestehenden Coins jederzeit beim Emittenten zurück in eine nationale Währung tauschen können, und zwar zum vorher festgelegten Peg. Nach einer solchen Regelung wären Stablecoin-Emittenten in vielerlei Hinsicht mit Geldmarktfonds vergleichbar oder würden sogenannten «narrow banks» ähneln, falls ihnen zusätzlich Zugang zu Zentralbankreserven gewährt würde.

Unsere Forschung liefert eine nuanciertere Sicht auf die Liquiditätsanforderungen für die Reserveaktiva eines Stablecoins, insbesondere auf die Bereitschaft und Verpflichtung des Emittenten, Aktiva zu liquidieren, um die Tauschanträge der Anleger zum Peg zu gewähren, selbst

wenn der derzeitige Marktwert der Reserveaktiva dem Peg eigentlich nicht genügt. Eine solche Situation kann beispielsweise eintreten, wenn sich das Zinsumfeld plötzlich verändert und im Zuge dessen der Marktwert der Reserveaktiva sinkt. Wir sind der Meinung, dass es in dieser Hinsicht von zentraler Bedeutung ist, die Interaktion zwischen Primär- und Sekundärmärkten für Stablecoins zu berücksichtigen.

Insbesondere Stablecoins, deren Emittenten sich verpflichten, jederzeit so viele Tauschanträge wie möglich auf dem Primärmarkt zu bedienen, sind anfällig für Phasen erhöhter Volatilität auf dem Sekundärmarkt. Das liegt daran, dass die Bedienung von (zu) vielen solcher Anträge auf dem Primärmarkt zu einer Situation führen kann, in der die Reserveaktiva im Verhältnis zur Menge der sich im Umlauf befindenden Stablecoins zu schnell schrumpfen. Dies kann dazu führen, dass ein Stablecoin auf dem Sekundärmarkt mit einem Abschlag gehandelt wird, wenn die Marktteilnehmer davon ausgehen, dass ein solcher Rückgang der Reserveaktiva einen niedrigeren zukünftigen Peg am Primärmarkt zur Folge haben muss. Ein Abschlag auf dem Sekundärmarkt wiederum führt zu einer profitablen Carry-Trade-Strategie, bei der Coins auf dem Sekundärmarkt gekauft und dann zum höheren Kurs auf dem Primärmarkt verkauft werden, was zu übermässigen Tauschanträgen beim Emittenten führt.

### G 7: Ein instabiler «Stablecoin»



Anmerkung:  $x_t$  bezeichnet den Peg des Stablecoins im Primärmarkt, der in diesem Beispiel anfänglich gegeben ist durch  $x_1 = 1.03$ .  $q_t$  bezeichnet den Sekundärmarktpreis des Stablecoins.  $A_t$  bezeichnet die vom Stablecoin-Emittenten gehaltenen Reserveaktiva und  $D_t$  die Gesamtheit der sich im Umlauf befindlichen Coins.

Quelle: Buggenum, Gersbach und Zelner (2023).

Grafik G 7 veranschaulicht einen solchen Fall. Wenn der Sekundärmarktpreis des Stablecoins plötzlich und unerwartet unter seinen Peg fällt, führt dies zu übermässigen Verkäufen im Primärmarkt und dies wiederum zu einer Verringerung der Reserveaktiva im Verhältnis zur Menge der sich im Umlauf befindenden Coins. Als Folge kann der Stablecoin seinen ursprünglichen Peg nicht halten.

Emittenten können den Markt stabilisieren und damit eine Situation wie die oben beschriebene vermeiden, indem sie sich – vielleicht kontraintuitiv – verpflichten, die Menge der Tauschanträge, die sie im Primärmarkt bedienen, zu begrenzen, eben weil dies einen plötzlichen Rückgang der Reserveaktiva verhindert. Ein gut funktionierender Sekundärmarkt wiederum stellt sicher, dass die Anleger ihre Stablecoins immer zum Peg verkaufen können, wenn nicht auf dem Primärmarkt, dann auf dem Sekundärmarkt. In diesem Zusammenhang schlagen wir vor, dass Rücknahmebeschränkungen in Krisenzeiten regulatorisch zugelassen sein sollten, ähnlich wie dies bei Geldmarktfonds bereits der Fall ist.

Unsere Ergebnisse zeigen, wie wichtig es ist, die Dynamik der Primär- und Sekundärmärkte für Stablecoins gemeinsam zu untersuchen. Wie in einem aktuellen Grundsatzpapier des FED Board of Governors (2024) dargelegt, erfordert das Verständnis dieser gemeinsamen Dynamik weitere Analysen. Statistische Tests zur Stabilität von Stablecoins, wie sie der Basler Ausschuss vorschlägt, berücksichtigen daher idealerweise die gesamte Dynamik des Stablecoin-Marktes und nicht nur das Verhalten der Sekundärmarktpreise.

### **Verzinsliche Stablecoins und Wettbewerb zwischen Stablecoins**

Obwohl der Vorschlag des Basler Ausschusses dies bisher nicht vorsieht, deuten unsere Untersuchungen darauf hin, dass es gute Gründe für die Regulierung von Zinszahlungen auf Stablecoins gibt. Wie auch von anderen argumentiert wird (z.B. Gorton und Zhang, 2021), besteht ein Grund darin, dass Stablecoin-Emittenten dem traditionellen

Bankensystem Mittel entziehen könnten, was zu Problemen in Bezug auf Geldpolitik, Finanzstabilität und Kreditvermittlung führen könnte. Dies könnte insbesondere dann zu einem Problem werden, wenn Stablecoin-Emittenten Zugang zu Zentralbankreserven erhalten würden, wenn die Popularität von Stablecoins weiter zunimmt und wenn sie in grösserem Umfang als Zahlungsmittel eingesetzt werden. Eine Einschränkung von Zinszahlungen auf Stablecoins könnte diese Risiken verringern, da sich dadurch der Wettbewerbsdruck auf die traditionellen Banken verringert und diese damit mehr Zeit bekommen, sich der neuen Situation anzupassen.

Unsere Forschung zeigt ausserdem auf, dass ein Nullzins optimal sein kann, wenn Stablecoins von Anlegern als Versicherung gegen Liquiditätsschocks gesehen werden. Eine solche Rolle für Stablecoins ist angesichts ihrer weitverbreiteten Verwendung für die Abwicklung von Transaktionen in DeFi-Märkten und zur Erleichterung des Handels an Kryptobörsen sicherlich relevant.

Darüber hinaus stellen wir fest, dass verzinsliche Stablecoins andere Stablecoins «kontaminieren» können, d.h., ein einziger verzinslicher Stablecoin kann andere Stablecoins dazu zwingen, ebenfalls Zinsen zu zahlen, da sie sonst unattraktiv werden. Ein unregulierter Wettbewerb zwischen verschiedenen Stablecoins kann daher zu Koordinationsproblemen und unerwünschten Ergebnissen führen. Daraus ergeben sich zwei wichtige politische Implikationen.

Erstens sollte die Bewertung der Stabilität eines Stablecoins für regulatorische Zwecke im Kontext des gesamten Stablecoin-Marktes erfolgen. Insbesondere kann ein einzelner Stablecoin, auch wenn er in der Vergangenheit stabil war, in Zukunft von neuen Stablecoins kompromittiert werden. Statistische Tests, die die Stabilität einer Stablecoin bewerten, sollten daher auch die Anfälligkeit eines Stablecoins in Bezug auf die Gesamtentwicklungen auf dem Stablecoin-Markt berücksichtigen.



Zweitens kann eine Regulierung, die verzinsliche Stablecoins nachteilig behandelt bzw. unverzinsliche Stablecoins begünstigt, mehreren Zwecken dienen. Durch die Schaffung eines Wettbewerbsvorteils für unverzinsliche Stablecoins verringert sich die Wahrscheinlichkeit, dass solche Coins von anderen, verzinslichen Stablecoins kompromittiert werden. Dies fördert die Marktstabilität. Da unsere Forschung ausserdem zeigt, dass unverzinsliche Stablecoins eine optimale Versicherung gegen Liquiditätsschocks darstellen können, kann eine Regulierung in diesem Bereich dabei helfen, Koordinationsprobleme zu lösen und effiziente Ergebnisse zu garantieren.

### Abschliessende Bemerkungen

Insgesamt ist eine strengere Regulierung des wachsenden Stablecoin-Marktes von entscheidender Bedeutung für den Schutz der Anleger und die Begrenzung der Risiken für das Finanzsystem im Allgemeinen. Aus unserer Sicht scheinen Forderungen nach einem vollständigen Verbot von Stablecoins übertrieben. Auch wären diese in der Praxis nur schwer umsetzbar. Ein gut regulierter Stablecoin-Sektor stellt kaum eine Bedrohung dar und könnte durch Druck von aussen Innovationen und den Wettbewerb innerhalb des traditionellen Bankensektors fördern. Er könnte auch neue finanzielle und technische Innovationen ausserhalb des traditionellen Systems anregen, wie z.B. in DeFi, wo eine stabile digitale Währung zur Transaktionsabwicklung benötigt wird.

### Literatur

**Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (2023):** Consultative document: Cryptoasset standard amendments, issued for comment by 28 März 2024. <https://www.bis.org/bcbs/publ/d567.htm>

**BIZ, Kosse, A., M. Glowka, I. Mattei, und T. Rice (2023):** «Will the Real Stablecoin Please Stand Up?» BIS Papers No. 414. <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap141.htm>

**Buggenum, H., H. Gersbach, und S. Zelzner (2023):** «Contagious Stablecoins?», CEPR Discussion Paper No. 18521. <https://cepr.org/publications/dp18521>

**FED Board of Governors (2024):** FEDS Note «Primary and Secondary Markets for Stablecoins». <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/primary-and-secondary-markets-for-stablecoins-20240223.html>

**Gorton, G. und J. Zhang (2021):** «Taming Wildcat Stablecoin», University of Chicago Law Review 90. <https://lawreview.uchicago.edu/print-archive/taming-wildcat-stablecoins>

### Ansprechpersonen

Hugo van Buggenum | [hvanbuggenum@ethz.ch](mailto:hvanbuggenum@ethz.ch)

Hans Gersbach | [hgersbach@ethz.ch](mailto:hgersbach@ethz.ch)

Sebastian Zelzner | [szelzner@ethz.ch](mailto:szelzner@ethz.ch)

# KOF INDIKATOREN

## KOF Geschäftslageindikator wieder auf dem Rückzug

**Der KOF Geschäftslageindikator für die Schweizer Privatwirtschaft ist im März wieder gesunken, nachdem er im Vormonat seine Abwärtstendenz zunächst nicht fortgesetzt hatte (siehe Grafik G 8). Die Erwartungen der Unternehmen bezüglich ihrer Geschäftstätigkeit in den nächsten sechs Monaten sind geringfügig zuversichtlicher als im Vormonat. Die Schweizer Konjunktur ist weiterhin in schwierigerem Fahrwasser.**

Im Verarbeitenden Gewerbe setzt sich der Sinkflug des Geschäftslageindikators fort. Bei den Unternehmen nimmt die Unzufriedenheit über die vorhandenen Auftragsbestände wieder zu, obwohl die Auftragseingänge seltener abnahmen als im Vormonat. Im Projektierungsbereich gibt der Geschäftslageindikator im April etwas nach, im Baugewerbe sinkt er geringfügig weiter. Im Bereich Finanz- und Versicherungsdienstleistungen gibt er deutlich nach, nachdem er im Vormonat aber stark gestiegen war. Zulegen kann der Geschäftslageindikator im April einzig im Detailhandel (siehe Tabelle T 1).

Der Geschäftslageindikator sinkt in drei BFS-Grossregionen: in der Nordwestschweiz, in der Ostschweiz und in der Region Zürich. In zwei Regionen ist er im Vergleich zum Vormonat auf nahezu unverändertem Stand, nämlich im Espace Mittelland und im Tessin. Die Lage hellt sich dagegen in der Zentralschweiz und der Genferseeregion auf (siehe Grafik G 9).

Die KOF Geschäftslage verdeutlicht die augenblickliche konjunkturelle Situation der Unternehmen. Das KOF Konjunkturbarometer ist dagegen ein Indikator für die

**G 8: KOF Geschäftslageindikator**  
(Saldo saisonbereinigt)



**T 1: KOF Geschäftslage Schweiz (Salden, saisonbereinigt)**

	Mär 23	Apr 23	Mai 23	Jun 23	Jul 23	Aug 23	Sep 23	Okt 23	Nov 23	Dez 23	Jan 24	Feb 24	Mär 24
<b>Privatwirtschaft (gesamt)</b>	27.9	22.9	20.6	21.4	16.8	17.5	16.7	13.7	14.8	14.4	13.4	14.0	12.0
<b>Verarbeitendes Gewerbe</b>	13.6	6.2	-0.9	-1.1	-6.9	-3.0	-6.3	-15.6	-11.1	-13.3	-18.2	-19.5	-23.4
<b>Bau</b>	49.7	46.4	41.1	45.0	41.9	42.8	43.3	43.5	41.9	42.5	41.7	40.9	40.5
<b>Projektierung</b>	55.4	54.7	50.0	55.7	54.4	55.4	55.3	57.5	51.6	51.6	51.4	52.0	50.5
<b>Detailhandel</b>	14.9	11.8	7.8	7.2	11.1	10.9	8.1	7.0	9.0	6.5	5.5	7.0	8.9
<b>Grosshandel</b>	-	38.8	-	-	20.5	-	-	13.9	-	-	11.9	-	-
<b>Finanzdienste</b>	44.9	39.3	38.1	41.7	41.2	39.9	40.2	46.1	47.9	49.5	48.7	57.3	47.7
<b>Gastgewerbe</b>	-	28.4	-	-	23.9	-	-	14.1	-	-	15.4	-	-
<b>Übrige Dienstleistungen</b>	-	18.0	-	-	15.4	-	-	15.4	-	-	17.0	-	-

Antworten auf die Frage: Wir beurteilen unsere Geschäftslage als gut/befriedigend/schlecht. Der Saldowert ist der Prozentanteil «gut»-Antworten minus dem Prozentanteil «schlecht»-Antworten.

Konjunkturperspektiven. Die Konjunkturuhr zeigt, dass die Konjunktorentwicklung im Jahr 2023 harzte. In den ersten Monaten des Jahres 2024 gibt es lediglich zarte Anzeichen für eine Besserung (siehe Grafik G 10).

**G 9: KOF Geschäftslage der Unternehmen der Privatwirtschaft**

Die Winkel der Pfeile spiegeln die Veränderung der Geschäftslage im Vergleich zum Vormonat wider

Salden

55 bis 100	30 bis unter 55	16.5 bis unter 30
9 bis unter 16.5	5 bis unter 9	-5 bis unter 5
-9 bis unter -5	-16.5 bis unter -9	-30 bis unter -16.5
-55 bis unter -30	-100 bis unter -55	

**Erläuterung:**

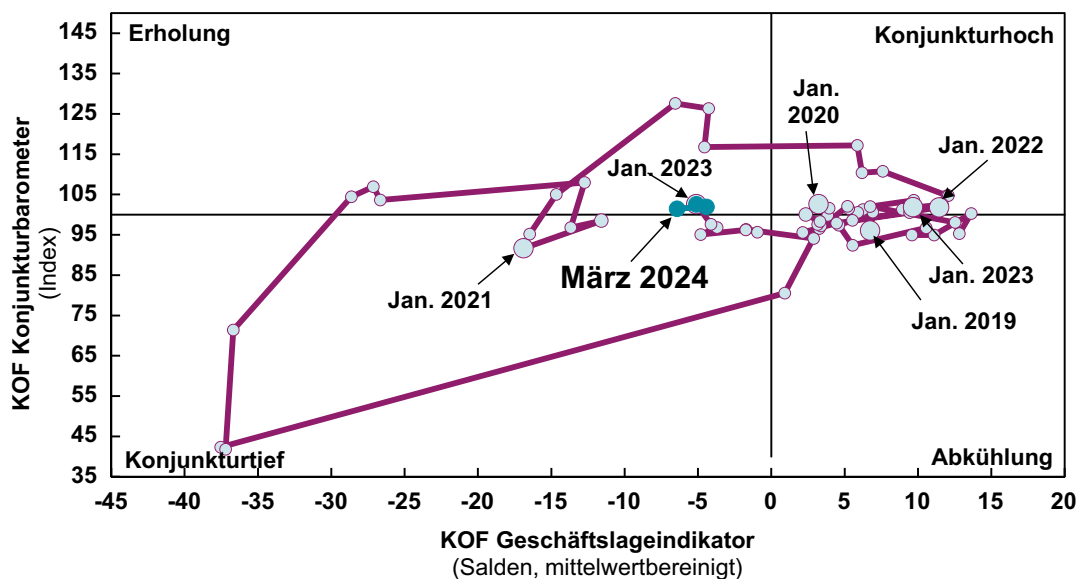
Grafik G 8 zeigt die KOF Geschäftslage über alle in die Befragung einbezogenen Wirtschaftsbereiche. Für Wirtschaftsbereiche, die nur vierteljährlich befragt werden, wird die Geschäftslage in den Zwischenmonaten konstant gehalten.

Grafik G 9 stellt die Geschäftslage in den Grossregionen gemäss Bundesamt für Statistik dar. Die Regionen sind je nach Geschäftslage unterschiedlich eingefärbt. Die Pfeile innerhalb der Regionen deuten die Veränderung der Lage im Vergleich zum Vormonat an. Ein aufwärts gerichteter Pfeil bedeutet etwa, dass sich die Lage im Vergleich zum Vormonat verbessert hat.

In der KOF Konjunkturuhr (Grafik G 10) wird der Geschäftslageindikator gegen das KOF Konjunkturbarometer abgetragen. Der Lageindikator spiegelt die derzeitige konjunkturelle Situation wider, während das Barometer ein Frühindikator für die Veränderung der Aktivität ist. Die Uhr lässt sich in Quadranten einteilen: Während der Erholungsphase ist die Geschäftslage unterdurchschnittlich, aber die Wachstumsperspektiven sind überdurchschnittlich. Im Konjunkturhoch sind die Lage und die Perspektiven überdurchschnittlich. Während der Abkühlungsphase ist die

**G 10: KOF Konjunkturuhr: Zusammenhang zwischen der KOF Geschäftslage und dem KOF Konjunkturbarometer**

(Saisonbereinigte Werte)



Lage über dem Durchschnitt und die Perspektiven darunter. Im Konjunkturtief sind Lage und Perspektiven unterdurchschnittlich. Idealtypisch durchläuft der Graph die Quadranten im Uhrzeigersinn.

Die KOF Geschäftslage basiert auf mehr als 4500 Meldungen von Betrieben in der Schweiz. Monatlich werden Unternehmen in den Wirtschaftsbereichen Industrie, Detailhandel, Baugewerbe, Projektierung sowie Finanz- und Versicherungsdienstleistungen befragt. Unternehmen im Gastgewerbe, im Grosshandel und in den übrigen Dienstleistungen werden vierteljährlich, jeweils im ersten Monat eines Quartals, befragt. Die Unternehmen werden unter anderem gebeten, ihre gegenwärtige Geschäftslage

zu beurteilen. Sie können ihre Lage mit «gut», «befriedigend» oder «schlecht» kennzeichnen. Der Saldowert der gegenwärtigen Geschäftslage ist die Differenz der Prozentanteile der Antworten «gut» und «schlecht».

**Ansprechpartner**

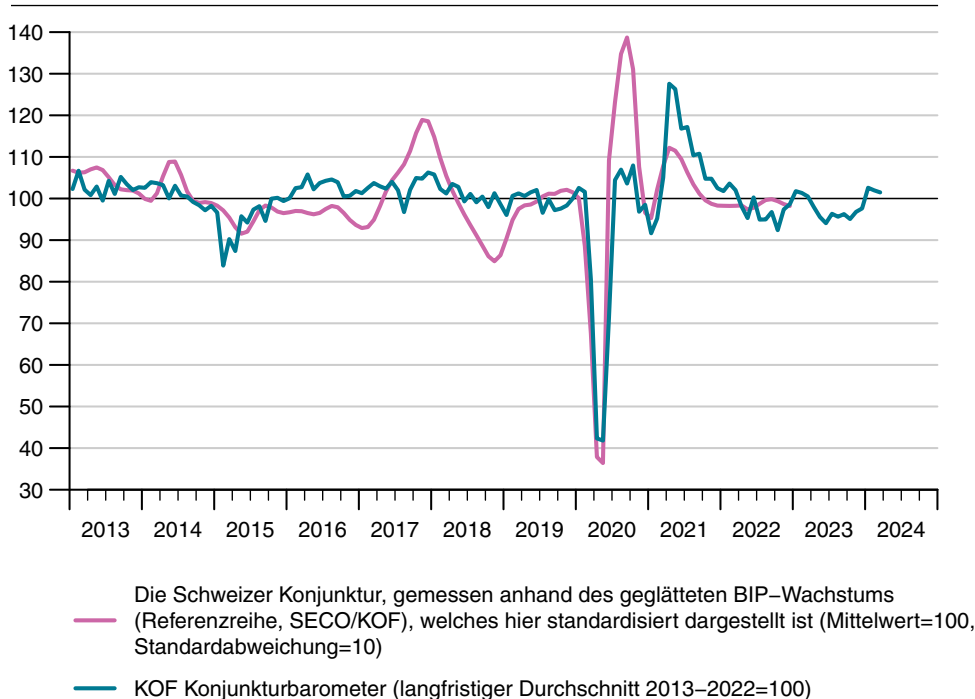
Klaus Abberger | abberger@kof.ethz.ch

Mehr Informationen zu den KOF Konjunkturumfragen finden Sie auf unserer Website:  
<https://kof.ethz.ch/umfragen.html/>

## KOF Konjunkturbarometer: Stabilisierung über dem Durchschnitt

Im März geht das KOF Konjunkturbarometer leicht zurück und steht nun bei 101.5 Punkten (siehe Grafik G 11). Seit Mitte des Jahres 2023 verzeichnete das Barometer wiederholt Anstiege, wobei es sich nun über seinem langfristigen Mittel einpendelt. Die Aussichten für die Schweizer Wirtschaft bleiben somit positiv.

G 11: KOF Konjunkturbarometer und Referenzreihe



Das KOF Konjunkturbarometer steht im März bei 101.5 Punkten und damit 0.5 Punkte niedriger als noch im Februar (revidiert von 101.6 auf 102.0 Punkte). Der Rückgang ist in erster Linie auf Indikatorenbündel des Baugewerbes und auf Indikatoren des privaten Konsums zurückzuführen. Leicht positive Signale senden hingegen Indikatoren der Finanz- und Versicherungsbranche.

Im Produzierenden Gewerbe (Verarbeitendes Gewerbe und Baugewerbe) haben sich im März vor allem die Indikatoren zur Einschätzung der Beschäftigungsaussichten sowie der Auftragslage verschlechtert. Ein starkes positives Signal senden hingegen Indikatorenbündel, welche die Situation bei den Vorprodukten erfassen.

Innerhalb des Verarbeitenden Gewerbes verantworten Indikatoren für die Textilindustrie, die Metallindustrie sowie für den Bereich Holz, Glas, Steine und Erden hauptsächlich dessen positive Entwicklung. Ein leichtes negatives Signal senden hingegen Indikatoren des Fahrzeug- und Maschinenbausektors.

### Ansprechpartner

Philipp Baumann | baumann@kof.ethz.ch

Mehr Informationen zur Interpretation des KOF Konjunkturbarometers finden Sie auf unserer Webseite: <https://www.kof.ethz.ch/prognosen-indikatoren/indikatoren/kof-konjunkturbarometer.html/>

# AGENDA

## KOF Veranstaltungen

### **KOF Research Seminar:**

[www.kof.ethz.ch/news-und-veranstaltungen/event-calendar-page/kof-research-seminar](http://www.kof.ethz.ch/news-und-veranstaltungen/event-calendar-page/kof-research-seminar) →

### **KOF-ETH-UZH International Economic Policy Seminar:**

[www.kof.ethz.ch/news-und-veranstaltungen/event-calendar-page/kof-eth-uzh-seminar](http://www.kof.ethz.ch/news-und-veranstaltungen/event-calendar-page/kof-eth-uzh-seminar) →

## Konferenzen/Workshops

**Sie finden aktuelle Konferenzen und Workshops unter folgendem Link:**

[www.kof.ethz.ch/news-und-veranstaltungen/event-calendar-page](http://www.kof.ethz.ch/news-und-veranstaltungen/event-calendar-page) →

## KOF Medienagenda

Hier finden Sie unsere medienrelevanten Termine:

[www.kof.ethz.ch/news-und-veranstaltungen/medien/medienagenda](http://www.kof.ethz.ch/news-und-veranstaltungen/medien/medienagenda) →

## KOF Publikationen

Bei uns auf der Webseite finden Sie die vollständige Liste aller KOF Publikationen (KOF Analysen, KOF Working Papers und KOF Studien).

[www.kof.ethz.ch/publikationen](http://www.kof.ethz.ch/publikationen) →

**Impressum**

Herausgeberin KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich

Direktor Prof. Dr. Jan-Egbert Sturm

Redaktion Dr. Thomas Domjahn und Wanja Meier

Layout Vera Degonda, Nicole Koch

Bilder ©KOF - VD, generiert mit KI (Titelbild und Seite 3)  
©biletskiyevgeniy.com - stock.adobe.com (Seite 6)  
©KOF - VD, generiert mit DALLE (Seite 10)  
©KOF - VD/NK generiert mit KI (Seite13)

Postadresse LEE G 116, Leonhardstrasse 21, 8092 Zürich

Telefon +41 44 632 42 39

E-Mail [bulletin@kof.ethz.ch](mailto:bulletin@kof.ethz.ch)

Website [www.kof.ethz.ch](http://www.kof.ethz.ch)

ISSN 1662-4262 | Copyright © ETH Zürich, KOF Konjunkturforschungsstelle, 2024

Weiterveröffentlichung (auch auszugsweise) ist nur mit Bewilligung des Herausgebers und unter Quellenangabe gestattet.

**Kundenservice**

Das KOF Bulletin ist ein kostenloser Service und informiert Sie monatlich per E-Mail über das Neuste aus der Konjunktur, über unsere Forschung und über wichtige Veranstaltungen.

Anmelden: [www.kof.ethz.ch/kof-bulletin](http://www.kof.ethz.ch/kof-bulletin) →

Für frühere KOF Bulletins besuchen Sie unser Archiv:

[www.kof.ethz.ch/news-und-veranstaltungen/news/kof-bulletin/kof-bulletin/archiv-2015-2010.ch](http://www.kof.ethz.ch/news-und-veranstaltungen/news/kof-bulletin/kof-bulletin/archiv-2015-2010.ch) →

Besuchen Sie uns unter: [www.kof.ethz.ch](http://www.kof.ethz.ch) →

Sie können über den KOF-Datenservice Zeitreihen aus unserer umfangreichen Datenbank beziehen:

[www.kof.ethz.ch/datenservice](http://www.kof.ethz.ch/datenservice) →

Nächster Publikationstermin: 10. Mai 2024

# KOF

ETH Zürich  
KOF Konjunkturforschungsstelle  
LEE G 116  
Leonhardstrasse 21  
8092 Zürich

Telefon +41 44 632 42 39  
[www.kof.ethz.ch](http://www.kof.ethz.ch)  
#KOFETH

