

## Nationalbank

## Normalisierung der Geldpolitik tut not



Klaus Wellershoff  
Ökonom bei Wellershoff & Partners

Was ist schon normal? Darüber können Psychologen und Mediziner lange streiten. Ist es normal, dass es Menschen gibt, die andere Menschen töten? Und wenn nicht; sind dann alle Mörder unzurechnungsfähig? Zum Glück bin ich Ökonom.

Auch in der Ökonomie gibt es so etwas wie Normalität. Wenn man vom täglichen Wahnsinn der Finanzmärkte absieht, scheint das auch ganz einfach zu definieren zu sein. Dabei helfen kann die Statistik, aber auch die Theorie. Als nicht normal gelten Beobachtungen, die nur ganz selten vorkommen und die als Folge eine instabile weitere Entwicklung erzeugen. Ökonomen lieben Durchschnitte und Stabilität.

Bestes Beispiel für «nicht normal» sind aktuell unsere Kapitalmarktzinsen. Zehnjährige Anleihen der Eidgenossenschaft rentieren heute bei weniger als 0,40 Prozent pro Jahr. So niedrige oder sogar tiefere Zinsen gab es seit 1955 zwar in etwas mehr als 10 Prozent der Zeit. Allerdings gab es so niedrige Zinsen nur von Ende 2014 bis Anfang 2022. Das war die Phase, in der der Franken zu extremer Stärke neigte und die Schweizerische Nationalbank eine ausschliesslich wechselkursgetriebene Politik betrieb.

Extrem wechselkursorientierte Politik heisst: Die Nationalbank hat das Bankensystem im Zuge von Devisenmarktinterventionen mit Liquidität überflutet. Aus knapp über 300 Milliarden Franken auf den Girokonten der Geschäftsbanken bei der SNB wurden deutlich über 600 Milliarden. Das war eine Zeit, in der unsere Inflation im Schnitt bei null Prozent gelegen ist. Heute sieht die Welt anders aus. Die Inflation liegt über 1 Prozent und seit zwei Jahren hat die SNB die Liquidität im Markt um 250 Milliarden reduziert. Die SNB ist also wieder auf Inflation und nicht mehr auf den Wechselkurs fixiert. Die Kapitalmarktzinsen sind aber immer noch nicht im Normalbereich angekommen.

Das gilt nicht nur statistisch. Auch theoretisch sind wir in einer Situation der Instabilität und Nicht-normalität: Die Kapitalmarktzinsen liegen auf breiter Front unter der Inflationsrate und wohl auch unter den Inflationserwartungen. Das kann nicht gut gehen. Anleger verlieren in einer solchen Situation reale Kaufkraft. Sparen lohnt sich nicht mehr und Investieren wird, da es zu billig ist, arbiträr. Dem Immobilienmarkt droht die komplette Überhitzung.

Normal ist das nicht. Gesund auch nicht. Es ist Zeit, die Geldpolitik wieder zu normalisieren, um den Zustand zu beenden, in dem sich Junge keine Immobilien mehr leisten können und die Risiken der Finanzstabilität jeden Monat wachsen. Die Kapitalmarktzinsen sind zu tief.

Klaus Wellershoff ist regelmässig Kolumnist und Co-Host von «Handelszeitung Morning-Call». Die Ansichten der Gastautoren müssen nicht mit jenen der Redaktion übereinstimmen.

## Abnehmmedikamente

## Roches Aufholjagd macht Sinn

Sie hatten es in der Hand und sie haben es beide vermasselt: Sowohl Roche als auch Novartis hatten vor ein paar Jahren ein mögliches Medikament zum Abnehmen am Start und beide haben es an Eli Lilly verkauft – womit der Geldregen nun nicht über Basel, sondern über Indianapolis niedergehen wird; falls denn die beiden Wirkstoffe Bimagrumab und Orforglipron wirklich zum Fliegen kommen. Im Nachhinein ist man immer klüger, kann man da nur sagen. Dass ein Unternehmen einen Wirkstoff auslizenzieren, weil es dessen Potenzial nicht erkennt oder weil der Wirkstoff zu einem Therapiegebiet gehört, das auf der Prioritätenliste gerade nach unten gerutscht ist, ist in der Biotech-Industrie Alltag. Dafür ist man bei anderer Gelegenheit auf der Siegerstrasse und kommt für ein paar Dutzend Millionen Dollar zu einem Milliardenprodukt.

Spannender ist, wie die beiden Basler Pharmagiganten mit ihrem Irrtum von gestern umgehen. Novartis-Konzernchef Vas Narasimhan stellt sich auf den Standpunkt, dass es keinen Sinn mehr ergibt, sich bei der nun laufenden Runde der ersten Generation von Abnehmspritzen und -tabletten ins Gewühl zu stürzen, dafür sei das Feld schon zu sehr besetzt. Für diese Sicht gibt es gute Gründe. Wenn man als Nachzügler ins Rennen steigt, dann ist das Risiko gross, mit einem Me-too-Produkt in der Kategorie «ferner liefern» zu landen. Das hat die Erfahrung mit den ersten immunologischen Medikamenten gezeigt, wo Roche mit seinem Tecentriq nie wirklich einen Stich hatte gegen die bereits etablierten Kassenschlager von Merck und BMS. Novartis fokussiert sich deshalb darauf, bei einer der nächsten Runden als Erster mit einem neuen Wirkstoff oder einer neuen Technologie auf den Markt zu kommen.



Seraina Gross  
Redaktorin

«Es lohnt sich, einen Fuss in der Tür zu haben.»

Thomas Schinecker dagegen geht den Weg des «Best in Class». Das heisst, er versucht das Feld von hinten aufzurollen, was deutlich anspruchsvoller ist, als in der Rolle eines First Mover die anderen vor sich herzutreiben. Und offenbar auch nervenaufreibender, wie die vergangene Woche zeigte, als vor allem amerikanische Analysten und Analytinnen mit zweifelhaften Vergleichen bei den Nebenwirkungen der beiden Wirkstoffkandidaten CT-388 und CT-699 den Aktienkurs des Pharmakonzerns

jenseits des Atlantiks rockten. Wie man hört, soll es dabei ziemlich rau zu- und hergegangen sein. Der Roche-Konzernchef habe sich vorwerfen lassen müssen, er sei zu «bullish» und zu aggressiv. Ein Analyst soll sich sogar dazu verstiegen haben, dem Konzernchef vorzuwerfen, er lüge.

Doch die Aufholjagd macht Sinn. Denn bei Wegovy und Co. geht es längst nicht mehr nur darum, ein paar Kilo zu verlieren. Die Anzeichen verdichten sich, dass hier gerade das nächste grosse Kapitel in der Biotech-Industrie aufgeschlagen wird. Bereits erwiesen ist, dass die GLP-1-Rezeptor-Antagonisten – so die wissenschaftliche Bezeichnung der Wirkstoffklasse – einen schützenden Effekt auf das Herz-Kreislauf-System haben. Dass sie also das Risiko von Herzinfarkten senken.

Wenn man bedenkt, dass Herz-Kreislauf-Erkrankungen noch immer das Todesfallrisiko Nummer eins sind, dann ist das doch bedeutend. Daneben gibt es Hinweise, dass sie gegen Fettleber wirken könnten und gegen Aussetzer beim Atmen während des Schlafes, einer gefährlichen Begleiterkrankung von schwerem Übergewicht. Ja selbst beim Kampf gegen Alzheimer und andere Demenzerkrankungen könnten sie eine Rolle spielen. Gut möglich also, dass hier gerade Grosses passiert und dass hier die Medizin vom Darm her neu aufgerollt wird.

Da lohnt es sich, einen Fuss in der Tür zu haben. Schliesslich geht es bei neuen Medikamenten nicht nur um unmittelbaren Umsätze, die sich damit erzielen lassen, sondern auch darum, am eigenen Verständnis der Krankheiten zu feilen. Das gilt ganz besonders, wenn, wie in diesem Fall, womöglich gerade die nächste grosse Revolution der Medizingeschichte ansteht.

## Individualbesteuerung

## Eine Person, eine Steuererklärung

Schon eine gefühlte Ewigkeit wird über die Einführung der Individualbesteuerung diskutiert, und auch jetzt wieder ist man sich im Nationalrat nicht einig. Doch der Systemwechsel ist überfällig. Denn das aktuelle System der gemeinsamen Besteuerung von Ehepaaren schafft Fehlanreize und ist nicht mehr zeitgemäss. Es stammt aus einer Zeit, als in der Regel nur der Mann arbeiten ging und Frauen nicht einmal abstimmen durften.

Besonders störend: Verheiratete und unverheiratete Paare werden ungleich behandelt. Die Ehefrage ist damit auch zu einer eher unromantischen Steueroptimierungsfrage geworden. Die Besteuerung des Individuums hingegen wäre zivilstandsneutral.

Aus ökonomischer Sicht überzeugt vor allem das Argument, dass durch den Systemwechsel das Zweiteinkommen steuerlich entlastet wird und es sich lohnt, mehr zu arbeiten. Im heutigen System wird wegen der Steuerprogression ein Ehepaar überdurchschnittlich zur Kasse gebeten, wenn zum Beispiel eine Mutter nach der Kinder-

pause 50 Prozent zu arbeiten beginnt oder das Pensum aufstockt, während der Mann voll arbeitet.

Das hält vor allem Frauen davon ab, mehr zu arbeiten. Die Rede ist von einer Zunahme der Erwerbstätigkeit von bis zu 60 000 Vollzeitstellen, würde die Individualbesteuerung auf Bundes- und Kantonsebene eingeführt. In Zeiten des

Arbeitskräftemangels wäre das hochwillkommen – wird uns dieser doch wegen der Pensionierung der geburtenstarken Jahrgänge noch lange begleiten.

Die Beseitigung der negativen Arbeitsanreize ist der grosse Vorteil, den die Individualbesteuerung auch gegenüber dem Vollsplitting-Modell hat. Bei diesem Vorschlag zur Eliminierung der Heiratsstrafe wird der Steuersatz auf den Durchschnitt der beiden Einkommen angewendet und der Steuerbetrag am Schluss verdoppelt.

Natürlich haben es Vorlagen derzeit schwer, die gemäss Schätzungen zu Mindereinnahmen von 1 Milliarde Franken führen. Auch der Verwaltungsaufwand steigt, wenn mehr Steuererklärungen erfasst und geprüft werden müssen. Doch mit kleinen Anpassungen bei den Abzügen oder den Steuersätzen sowie mit einer klugen Digitalisierungsstrategie lässt sich dieses Problem beheben. Sicher sollte es uns nicht davon abhalten, den Systemwechsel anzupacken und diese Ungleichbehandlung und negativen Arbeitsanreize endlich abzuschaffen.



Peter Rohner  
Chefökonom

## DIALOG

**Handelszeitung online** 9.9.2024  
«Die Proteste bei Volkswagen eskalieren»  
Der VW-Konzern muss in der Teppichetage aufräumen und die Damen und Herren an die Verkaufsfantastie schicken. Dann lernen die vielleicht, wer der Kunde ist und was er will. Dann vergessen wir aber bitte nicht, dass der VW-Konzern nicht alleiniger Schummeler war in Sachen Dieselskandal. Der VW-Konzern hatte am meisten Bussen und Unkosten in dem Zusammenhang. Jeder andere Konzern wurde mit einem Trinkgeld gebüsst. Ferner ist die

Brüsseler Politik verantwortlich für das, was gerade passiert in Europa. Man will mit Zwang in fünf Jahren oder schneller alles umstellen, im Wissen, dass es Hunderttausende Jobs kostet. B. Galzer

**Handelszeitung online** 10.9.2024  
«Business-Apartments in Zürich stehen politisch unter Druck»  
Es geht schon längst nicht mehr um eine Wohnungsknappheit, sondern um einen eklatanten Wohnungsmangel, und das schon seit vielen Jahren. Bei dieser Tatsache sind demzufolge 2 Prozent eine

beträchtliche Anzahl von Wohnungen. Also unterlassen Sie doch bitte den Versuch, den negativen Einfluss des Geschäftsmodells auf den Wohnungsmarkt kleinzureden. Beate Wagner

**Handelszeitung online** 8.9.2024  
«Wie Rolex im Uhrengeschäft Apple übertrumpft»  
Apple gehört zu den Anbietern für Electronic-Consumer-Goods, während Rolex mechanische Luxusuhren fertigt. Wie man diese beiden vergleichen kann, ist mir rätselhaft. HZ-Benutzername: Pimpish

► Ihre Meinung ist uns wichtig. Wir freuen uns über Kritik, Lob und Anregungen über folgende Kanäle:  
E-Mail: redaktion@handelszeitung.ch Twitter: twitter.com/handelszeitung Facebook: facebook.com/handelszeitung Online: Posten Sie Ihre Meinung auf www.handelszeitung.ch unter einen Artikel

## IMPRESSUM

**Redaktion** «Handelszeitung»  
Ringier AG, Ringier Medien Schweiz  
Flurstrasse 55, 8048 Zürich,  
Telefon: 058 269 22 80  
E-Mail: redaktion@handelszeitung.ch,  
www.handelszeitung.ch  
**Verlag** Flurstrasse 55, 8048 Zürich,  
Telefon: 058 269 22 20  
E-Mail: verlag@handelszeitung.ch  
**Herausgeberin** Ringier AG, Ringier Medien Schweiz,  
Brühlstrasse 5, 4800 Zofingen  
**Geschäftsleitung** Ladina Heimgartner  
**Chefredaktor** Markus Diem Meier (mdm)  
**Stv. Chefredaktoren** Holger Alich (ali), Marcel Speiser (spm)

**Redaktion** Unternehmen/Politik: Michael Heim (Leitung/hec), Seraina Gross (stv. Leitung/rai), Carmen Schirm-Gasser (scc), Bernhard Fischer (fib), Andreas Güntert (ag), Gabriel Knufer (gku), Andreas Valda (val) – Management: Tina Fischer (Leitung/fit) – Internationale Wirtschaft: Peter Rohner (Chefökonom/rop), Fabienne Kinzelmann (kin) – Autor, redaktionelle Projekte: Stefan Barmettler (bar). – Volontariat: Lena Madonna (mdl), Samuel Walder (was) – Specials: Florian Fels (Co-Leitung/ff), Jasmine Alig (Co-Leitung/alj)  
**Korrespondent Bundeshaus** Andreas Valda (val)  
**Leiter Strategieprojekte-Management/Innovation** Stefan Mair  
**Channel-Management** Dominic Benz (Leitung/dob), Michael Hotz (mth), Olivia Ruffiner (rul)

**Social-Media-Redaktion** Lukas Borner  
**Ständige Mitarbeitende** Kurt Bahnmüller (kb), Gisbert L. Brunner (glb), Fredy Gilgen (fg), Constantin Gillies (cg), Freddy Hämmerli (fh), Sira Huwiler-Flamm (huw), Pirmin Schilliger (ps), Silvan Wegmann (Karikaturist), Kurt Speck (spe), Daniel Tschudy (dts)  
**Sekretariat** Denise Alt  
**Layout** Julie Body (Creative Director/Leitung), Mario Imondi (stv. AD), Sarina Joos, Tessa Ruppert (Infografik), Marco Müller, Michael Müller, Bernadette Schenker  
**Bildredaktion** Fotodesk RMS, Hanna Jaray  
**Korrektur** Susanne Scherrer (Leitung), Cordula Hawes-Bilger (stv. Leitung), Sonja Brunschweiler, Carsten Stütz, Karin Büchler

Bekanntgabe von namhaften Beteiligungen im Sinne von Art. 322 StGB: Admeira AG, Energy Broadcast AG, Energy Schweiz Holding AG, Energy Bern AG, Energy Zürich AG, Energy Basel AG, Grupa Ringier Axel Springer Polska AG, Gryps AG, Homster AG, JobCloud AG, OneLog AG, Ringier Central and Eastern Europe AG, Ringier Digital Ventures AG, Ringier Print Holding AG, Ringier Sports AG, Ringier Sports Media Group AG, SMD Schweizer Medien-datenbank AG, Ticketcorner Holding AG, Ringier Emerging Markets GmbH (Deutschland), Ringier MediaTech GmbH (Österreich), S.C. Ringier Romania S.R.L. (Rumänien), EJOBS GROUP S.R.L. (Rumänien), REALMEDIA NETWORK SA (Rumänien), Ringier Pacific Limited (Hongkong), Homsters Asia Pte. Ltd. (Singapur), Ringier Vietnam Company Limited (Vietnam), Ringier Vietnam Classifieds

Company Limited (Vietnam), Ringier South Africa (Pty) Ltd (Südafrika), Ringier One Africa Media (Pty) Ltd (Südafrika)  
**Vermarktung** Ringier Advertising, Flurstrasse 55, Postfach, 8021 Zürich, Ringier Advertising, Flurstrasse 55, Postfach, 8021 Zürich  
Anzeigen/Media Services: Tel. 058 269 20 00; mediaserviceprint@ringier.ch  
Anzeigenpreise und AGB: www.ringier-advertising.ch  
Managing Director: Thomas Passen  
Director Sales: Luca Schena  
Head of Sales: Annick Cochard, Thierry Hansen  
Director Media Services Print & Digital: Sarah Näf  
Teamlead Media Service Print: Ruth Gmür  
Head of Media Service Digital & AdOperations: Sabrina Miccoli  
Abonnemente:  
1-Jahres-Abo Schweiz: Fr. 290.– (inkl. Porto und MwSt.),  
1-Jahres-Abo Europa: Fr. 385.– (inkl. Porto),  
Halbjahres-Abo Schweiz: Fr. 160.– (inkl. Porto und MwSt.),  
Halbjahres-Abo Europa: Fr. 207,50 (inkl. Porto)  
Erscheinung: wöchentlich (Donnerstag)/  
50 Ausgaben.  
**Kundenservice**  
Telefon: 058 269 25 05,  
kundenservice@handelszeitung.ch  
**Druck** DZZ Druckzentrum Zürich AG  
Wemf-Auflage: 31 969