

# CIO View

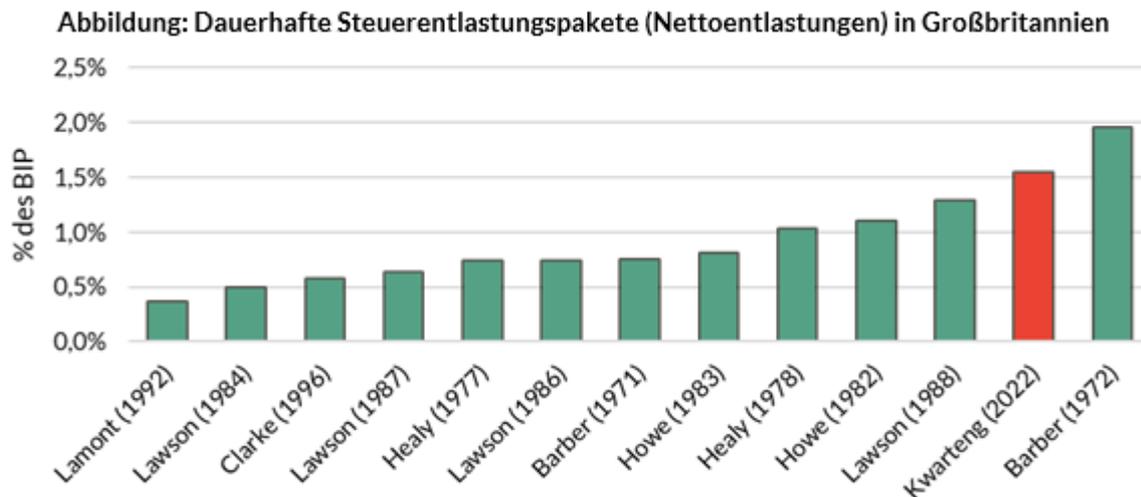
Prof. Dr. Jan Viebig  
Chief Investment Officer ODDO BHF AG



30. September 2022

## GROSSBRITANNIEN: DER BIG BANG, DER NACH HINTEN LOSGING

Lizz Truss und ihr Schatzkanzler Kwasi Kwarteng haben sich nicht viel Zeit gelassen. Nach nicht einmal drei Wochen im Amt legte der Schatzkanzler Seiner Majestät Ende vergangener Woche ein Aktionsprogramm vor, das es in sich hat. Als befristete Unterstützung angesichts massiver Energiepreissteigerungen ist eine Deckelung der Energiekosten für private und gewerbliche Verbraucher geplant. Das Volumen dieser Hilfen gibt das Schatzamt für die zweite Hälfte des Fiskaljahres mit heftigen 60 Mrd. Pfund an; über die geplante Laufzeit von zwei Jahren (gewerbliche Verbraucher: 6 Monate) könnten die Gesamtkosten bei 150 Mrd. Pfund liegen.<sup>1)</sup> Vorrangiges Ziel des Programms ist jedoch Wachstum. Dazu sollen vor allem Steuerentlastungen, Investitionsanreize und Deregulierungsmaßnahmen beitragen. Die steuerlichen Entlastungen werden vom Schatzamt auf rund 45 Mrd. Pfund beziffert.<sup>2)</sup> Mit einem Volumen von gut 1,5% des BIP ist das Truss/Kwarteng-Paket damit das zweitgrößte steuerliche Entlastungspaket der britischen Nachkriegsgeschichte, größer als die vergleichbaren Pakete unter Margaret Thatchers Ägide 1979 bis 1990 (siehe Abbildung).



Quelle: Institute for Fiscal Studies, Mini-Budget Response, 23. September 2022

Aber während die Angebotspolitik der 80er Jahre zum Impulsgeber für den „Big Bang“ wurde, die dem Londoner Finanzplatz einen kompetentem Aufstieg bescherte, könnte der Growth Plan 2022 als Rohrkrepiere in die Wirtschaftsgeschichte Großbritanniens eingehen. Die Aufnahme an den Finanzmärkten, die Steuersenkungen und Deregulierungspläne im Allgemeinen freundlich zur Kenntnis nehmen, war katastrophal: Das britische Pfund stürzte ab, die Renditen schossen nach oben, und die Aktienmärkte gerieten ins Trudeln.

Die Reaktion der Märkte zeigt einen massiven Vertrauensverlust. Das Pfund brach nach der Vorstellung der Pläne zeitweise um mehr als 8% gegenüber dem US-Dollar ein. Die Lage am Devisenmarkt hat sich nach den Stabilisierungsmaßnahmen der Bank of England für den Anleihemarkt beruhigt, der Verlust auf gut 1% vermindert. Schlimmer hat es allerdings die Anleihemärkte erwischt: Die Rendite zehnjähriger britischer Staatsanleihen („Gilts“) schoss steil nach oben. Im Laufe von nur einer Woche kletterte die Rendite von rund 3,25% auf zeitweise über 4,5%. Mittlerweile scheint sich die Rendite bei etwa 4,1% einzupendeln.

Der scharfe Anstieg der Renditen zieht weitere Probleme nach sich. Aufgrund gestiegener Refinanzierungs- bzw. Absicherungskosten stellten einige Institute den Vertrieb bestimmter Hypothekenprodukte vorübergehend ein. Längerfristig gesehen steigt vor allem das Risiko einer Krise des Häusermarktes. Akute Probleme bekamen viele Pensionsfonds. Diese haben aufgrund ihrer langfristigen Auszahlungsverpflichtungen Absicherungen vorgenommen, die angesichts der Kursverluste an den Anleihemärkten beträchtliche Nachschusspflichten mit sich brachten. Das wiederum zwang die Fonds zur Liquidierung von Anleihe- und Aktienbeständen – insbesondere Staatsanleihen – und befeuerte die Kursverluste weiter. Die sich aufschaukelnde Krise am Anleihemarkt zwang dann sogar die Bank of England zum Eingreifen: Am Mittwoch kündigte die „alte Dame von der Threadneedle Street“ an, den geplanten Beginn der Anleiheverkäufe bis Ende Oktober zu verschieben und zur Stabilisierung des Marktes in täglichen Auktionen bis zum 14. Oktober langlaufende Staatsanleihen (Laufzeit über 20 Jahre) im Volumen von bis zu 5 Mrd. Pfund pro Auktion – insgesamt also bis zu 65 Mrd. Pfund - aufkaufen zu wollen.

### **Was sind die Kardinalfehler des Wachstumspakets, auf die die Märkte so aggressiv reagieren?**

Wir haben eine Übersicht der wichtigsten Maßnahmen als Anhang (siehe unten) zusammengestellt. Die Liste liest sich wie das Rezeptbuch der Angebotsökonomien der 80er Jahre. Kwarteng, der von Hause aus Wirtschaftshistoriker ist, hat sich offensichtlich von Margret Thatcher und Ronald Reagan inspirieren lassen. Die steuerlichen Erleichterungen begünstigen vor allem Unternehmen und Spitzenverdiener. Die Analyse des Institutes for Fiscal Studies kommt zu der Einschätzung, dass die einkommensteuerlichen Maßnahmen (einschließlich der Sozialversicherungs-elemente) des „Mini-Budgets“ nur für die oberste von zehn Einkommensklassen dauerhafte Entlastungen gegenüber der Situation vor November 2021 herbeiführen würden. Bei allen anderen Einkommensgruppen reduzieren sich lediglich die Belastungswirkungen.<sup>3)</sup>

Selbst im Rahmen des Energiepakets verzichtet der Fiskus auf eine einkommens- bzw. bedarfsabhängige Komponente, auch hochprofitable Energieerzeuger bleiben unbehelligt.<sup>4)</sup> Kwarteng baut darauf, dass die Bevölkerung in ihrer Gesamtheit von indirekten Wachstumseffekten („trickle down“-Effekten) profitiert. Tatsächlich betont er, dass sein Plan ein dauerhaft höheres Wirtschaftswachstum von 2,5% ermöglichen werde.

Zweifel am Erfolg des Pakets sind allerdings angebracht:

(1) Das „Mini-Budget“ sorgt für eine massive Ausweitung der Staatsverschuldung. Nach vorläufigen Schätzungen des Institutes for Fiscal Studies könnte die Einnahmелücke im laufenden Fiskaljahr 2022-23 von zuletzt prognostizierten 99 Mrd. auf rund 190 Mrd. Pfund oder von 3,9% auf 7,5% des Bruttoinlandsprodukts erhöhen. Das Defizit dürfte sich in den Folgejahren aufgrund der Befristung des Energiepakets reduzieren. Doch selbst dann droht es sich bei knapp 4% zu stabilisieren – deutlich höher als die zuletzt angestrebten 1,1% des BIP.<sup>5)</sup> Das bedeutet, dass die Staatsverschuldung von rund 100% des BIP Ende März 2022 trendmäßig zunehmen könnte.

(2) Kwarteng setzt darauf, dass sein Wachstumspaket die Wirtschaft auf einen steileren Wachstumspfad katapultiert; er hofft auf ein Trendwachstum von 2,5%. Setzt man das Wachstum des Arbeitskräftepotenzials mit jährlich 0,5% an und rechnet das durchschnittliche jährliche Wachstum der Arbeitsproduktivität (über die letzten 20 Jahre) mit 0,8% hinzu, kommt man auf ein Potenzialwachstum von rund 1,3%. Ohne eine verstärkte Zuwanderung müsste sich das trendmäßige Produktivitätswachstum also weit mehr als verdoppeln, um auf 2,5% Potenzialwachstum zu kommen. Das ist, gelinde gesagt, ehrgeizig. Das Ziel ist umso ehrgeiziger, bedenkt man, dass das Fiskalpaket in wesentlichen Teilen nur Maßnahmen der Johnson-Regierung während des letzten Jahres zurücknimmt und insoweit den steuerlichen Status Quo von Herbst 2021 wiederherstellt.

(3) Das Truss/Kwarteng-Paket kommt zur Unzeit. In den 80er Jahren standen Geld- und Finanzpolitik im Einklang. Heute leidet die britische Wirtschaft jedoch unter einem massiven Angebotschock, der die Inflationsrate (ohne Berücksichtigung des Energiepakets, dessen Dämpfungswirkung mit etwa 5 Prozentpunkten beziffert wird) in Richtung 15% zu schieben drohte. Das zwingt die Bank of England zu Zinserhöhungen. Nun setzt die Finanzpolitik ein stark expansives Wachstumspaket „obendrauf“. Der finanzpolitische Impuls steht den Bemühungen der Notenbank um Eindämmung der Inflation also diametral entgegen. Das schwächere Pfund verstärkt das Inflationsproblem zusätzlich. Damit dürfte die Notenbank gezwungen sein, ihren Kurs weiter zu verschärfen.<sup>6)</sup> Derzeit preisen die Märkte für November eine Leitzinsanhebung um 150 Basispunkte ein. Steigende Zinssätze sorgen zudem für zunehmende Zinskosten (zumal rund ein Viertel der britischen Staatsanleihen inflationsindexiert ist), was die Haushaltsrisiken wiederum erhöht. Die unsolide wirkende Finanzpolitik und drohende Zinserhöhungen der Notenbank treiben die Renditen nach oben.

Vielleicht hätten Truss und Kwarteng in der Geschichte weiter zurückgehen sollen, nämlich bis in die 70er Jahre. Anfang der 70er Jahre hatte der damalige Schatzkanzler der Regierung von Edward Heath, Anthony Barber, massive steuerliche Entlastungen vorgenommen (siehe Abbildung oben). Der „Barber-Boom“ befeuerte jedoch die Inflation, vor allem mit dem Beginn der 1. Ölkrise 1973. Das Pfund verlor an Wert, und es kam zu heftigen sozialen Konflikten. Im Ergebnis verlor Edward Heath 1974 die Parlamentswahlen. Die nachfolgenden Labour-Regierungen unter Harold Wilson und James Callaghan haben die Probleme allerdings auch nicht in den Griff bekommen. Ihnen folgte 1979 Margaret Thatcher.

#### Anhang: Wichtige Elemente des britischen „Wachstumsplans 2022“

- Die Einkommensteuer wird gesenkt; die ohnehin geplante Rücknahme des Eingangssatzes um 1 Prozentpunkt auf 19% wird um ein Jahr auf Anfang April 2023 vorgezogen; der sog. „zusätzliche Steuersatz“ von 45% für Einkommen über 150.000 Pfund entfällt, was einer Senkung des Satzes auf 40% entspricht; die Erhöhung des Steuersatzes auf Dividendeneinkommen wird zurückgenommen. Die Erhöhung der Sozialversicherungsbeiträge („National Insurance“) von April 2022 („Health and Social Care Levy“) wird zurückgenommen.
- Die geplante Anhebung der Körperschaftsteuer von 19% auf 25% wird zurückgenommen, die befristete Anhebung des steuerlich abzugsfähigen Betrags an Investitionsausgaben (auf 1 Mio. Pfund) wird dauerhaft verlängert.
- Die Freigrenzen für die Grunderwerbsteuer („Stamp Duty Land Tax“) werden erhöht, sowohl allgemein als auch – besonders deutlich – für Erstkäufer.
- Die Belastung der Haushalte und Gewerbebetriebe durch höhere Energiekosten mit Hilfe von Preisobergrenzen für die Abgabepreise reduziert; der Staat steht für die Differenz ein. Auf Sicht der sechs Monate bis zum Ende des Fiskaljahres veranschlagt das Schatzamt die Kosten auf 60 Mrd. Pfund.
- Es sollen steuerlich begünstigte und niedrig-regulierte Investitionszonen eingerichtet und Infrastrukturinvestitionen getätigt werden.
- Voraussetzungen für Unterstützungszahlungen („Universal Credit“) für Arbeitslose und Geringverdienende werden verschärft, die Regeln für die Beschäftigung freier Mitarbeiter vereinfacht; Freigrenzen für steuerlich begünstigte Optionsprogramme für Arbeitnehmer werden auf 60.000 Pfund verdoppelt, die Begrenzung der Boni für Banker entfällt. Auf die EU zurückgehende Regulierungen sollen reformiert werden, beispielsweise Vorgaben für Umweltverträglichkeitsprüfungen. Eine Reform der Bankenregulierung ist vorgesehen.
- Mehrwertsteuerfreies Einkaufen durch Ausländer soll erleichtert werden.
- Und für die, die etwas zu feiern haben: Die geplante Anhebung der Alkoholsteuer wird ebenfalls zurückgenommen.

- 1) Financial Times, Liss Truss's £150bn energy plan puts bank of England on the spot, 8. September 2022
- 2) HM Treasury, The Growth Plan 2022, 23. September 2022
- 3) Institute for Fiscal Studies, Mini-Budget Response, 23. September 2022
- 4) Mehr dazu: Financial Times, Martin Wolf: Britain's Energy Package Puts its Economic Credibility at Risk, 18. September 2022
- 5) Institute for Fiscal Studies, ebenda
- 6) Financial Times, BoE Chief Economist calls for 'significant monetary response' to turmoil, 27. September 2022

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF AG wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

MARKTÜBERSICHT  
30.09.2022

Aktienindizes	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Euro Stoxx 50	3312,9	-1,1	-5,8	-22,9
DAX 40	12113,8	-1,4	-5,6	-23,7
CAC 40	5733,2	-0,9	-6,4	-19,8
FTSE 100	6922,7	-1,4	-5,0	-6,3
SMI	10193,4	0,5	-6,1	-20,8
S&P 500	3640,5	-1,4	-8,0	-23,6
Nasdaq Comp.	10737,5	-1,2	-9,1	-31,4
Nikkei 225	25937,2	-4,5	-7,7	-9,9
CSI 300	3804,9	-1,3	-6,7	-23,0
Hang Seng	17271,6	-3,7	-13,4	-26,2

Notenbanksätze	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
EZB Einlagenfazilität	0,75	0,75	0,75	1,25
US Federal Funds *)	3,125	0	0,75	3
SNB Sichteinlagen	0	0,25	0,25	0,75

Renditen (% p.a.)	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
Bund 10 Jahre	2,13	0,10	0,59	2,31
US T-Note 10 J.	3,71	0,03	0,52	2,20
Schweiz 10 J.	1,24	-0,12	0,40	1,38

Währungen	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
EUR in USD	0,9837	1,5	-2,2	-13,5
EUR in GBP	0,8806	1,4	-1,8	-4,5
EUR in CHF	0,9608	-0,9	2,3	8,0
US-Dollar Index **)	111,899	-1,1	2,9	17,0

Rohstoffe	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Gold (US\$/oz.)	1673,7	1,8	-2,2	-8,5
Rohöl/Brent (US\$/b.) ***)	89,06	3,4	-7,7	14,5

Letzte Aktualisierung: 30.09.2022 09:59

Quelle: Bloomberg, Aktienindizes in lokaler Währung; Veränderungen in % bzw. in Prozentpunkten (Pp); \*) Angabe für Federal Funds Rate: Mitte des Zielbandes ( $\pm 0,125$  Pp); \*\*) Definition gemäß ICE US; \*\*\*) Brent, aktiver Terminkontrakt ICE

## WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt, noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF Aktiengesellschaft (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenendienstleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2022, Herausgeber: ODDO BHF Aktiengesellschaft, Bockenheimer Landstraße 10, 60323 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.