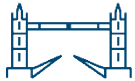
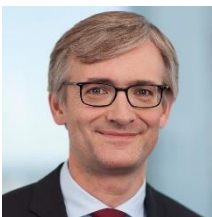




Großbritannien: Turbulente Tage



Nachdem die ehemalige Premierministerin Truss mit ihren Steuersenkungsplänen den Devisen- und Rentenmarkt verunsichert hatte, kehrte dank eines politischen Kurswechsels vorerst Ruhe ein. Das Makroumfeld aus hoher Inflation und Rezession bleibt zunächst schwierig, so dass die Märkte noch fragil bleiben. Erst im Verlauf von 2023 dürfte sich die Lage deutlicher aufhellen.



Christian Apelt, CFA
Devisenstrateg
Tel. 069/91 32-47 26

Der Tod der Queen, ein immerwährendes politisches Chaos, drei Premierminister, zweistellige Inflationsraten, ein Konjunkturerinbruch sowie Turbulenzen bei Pfund und Gilts – 2022 ist für die Briten wahrlich ein „Annus horribilis“. Dabei hätte doch das Jahr nach dem Ende der Brexit-Wirren und der Pandemie besser werden sollen. Und nicht alle Probleme des Landes sind mit dem Ukraine-Krieg zu erklären, auch wenn dieser über die Energiepreise erheblich belastet. Mit **Rishi Sunak** darf sich nun ein **neuer Premier** an die Arbeit machen. Um seine Aufgabe ist er kaum zu beneiden.

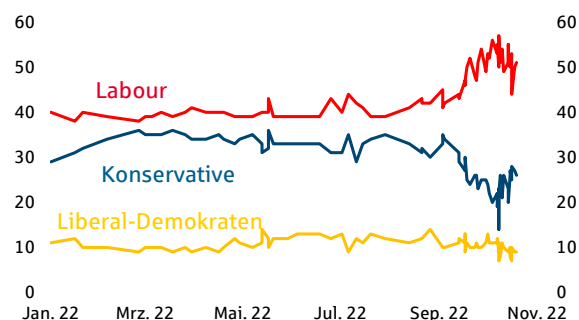
Die Amtszeit von Liz Truss währte gerade einmal 44 Tage. Mit ihrem Versuch, eine Thatcher-Politik in der heutigen Zeit umsetzen, scheiterte die Premierministerin grandios und damit blieb letztlich nur ihr Rücktritt übrig. Nicht nur innerhalb der Konservativen Partei gab es entscheidenden Widerstand gegen ihre ungedeckten Steuersenkungspläne und ihre Wachstumsagenda. Selbst die Finanzmärkte gaben ihr Veto, **britische Staatsanleihen und das Pfund Sterling gerieten ins Trudeln**. Neben dem Eingriff der Bank of England beruhigte dann eine politische Kehrtwende die Situation. Nach dem Rücktritt von Finanzminister Kwarteng ließ sein Nachfolger Hunt kaum etwas von dessen Plänen übrig. Die Aufhebung der Steuersenkungen reicht noch nicht zur Haushaltskonsolidierung, Ausgabenkürzungen bzw. Steuererhöhungen sind erforderlich, im Gespräch ist ein Volumen von bis zu 50 Mrd. Pfund.

Rishi Sunak wurde sehr zügig zum neuen Parteivorsitzenden und damit Premier gewählt. Weitere politische Kämpfe wollte sich die Konservative Partei nicht mehr erlauben, nachdem sie laut Umfragen in der Wählergunst massiv eingebrochen war. Sunak muss nun eine ziemlich zerstrittene Partei einigen, was nicht leicht werden dürfte. Im Hintergrund lauert **Boris Johnson**, der zwar seine Kandidatur diesmal zurückzog, aber grundsätzlich mit dem Amt noch nicht abgeschlossen hat. Sunak hatte mit seinem Rücktritt als Schatzkanzler das Ende von Boris Johnson eingeleitet, was ihm innerparteilich durchaus noch Probleme bereiten kann. Auch deshalb konnte er sich bei seiner Kandidatur gegen Liz Truss nicht durchsetzen.

Dass Sunak im innerparteilichen Wahlkampf vor der Wachstumsagenda von Truss gewarnt hatte, dürfte ihm erst einmal intern und gegenüber den Finanzmärkten helfen. Er gilt eher als Vertreter einer soliden Haushaltspolitik. Auch allgemein fällt er nicht mit extremen Positionen auf. Er hat den Brexit – anders als Truss – bereits vor dem Referendum unterstützt, was ihm politisch nicht schaden sollte. Sunak könnte die

Machtwechsel zu Labour kaum zu verhindern

Wahlumfragen, %



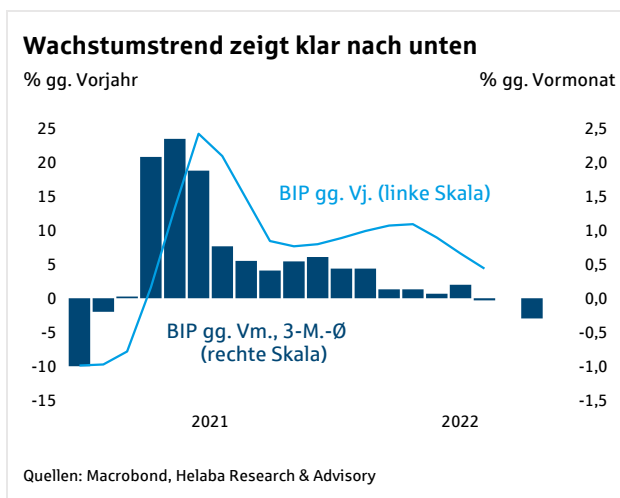
Quellen: Wikipedia, Helaba Research & Advisory

Konservative Partei wieder in ruhigeres Fahrwasser bringen. Allerdings muss er auch wirtschaftspolitisch schwierige Entscheidungen fällen. Ob die in den letzten Jahren ziemlich undisziplinierte Fraktion immer mitmacht, ist ungewiss. Selbst bei einer halbwegs erfolgreichen Politik wird die **Aufholjagd gegenüber Labour** angesichts des entstandenen Schadens **kaum zu schaffen** sein. Der nächste reguläre Wahltermin ist Ende 2024/Anfang 2025. An dem von der Opposition geforderten vorzeitigen Wahlgang haben die Konservativen angesichts der Umfragen kein Interesse. Damit hätte Sunak zwei Jahre Zeit, Partei und Regierung auf Vordermann zu bringen, wenn man ihn denn so lange lässt...

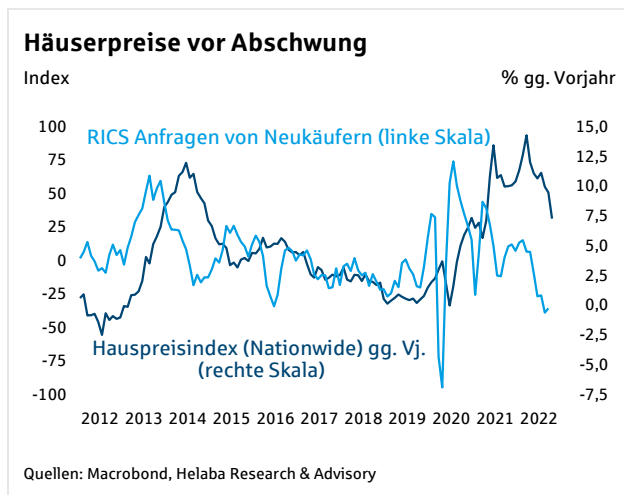
Rezession!

Auf den ersten Blick sieht die konjunkturelle Lage ganz anders aus: Das britische Bruttoinlandsprodukt wird 2022 vermutlich um kräftige 4,4 % wachsen. Die im Vergleich zur Historie und auch zu anderen Ländern sehr hohe Zahl beruht vor allem auf Nachholeffekten nach der Pandemie, die auf Quartalsbasis eigentlich schon im Vorjahr zu Tage traten und bis Anfang 2022 andauerten. In Relation zu Deutschland oder manch anderen Ländern wurden die Corona-Restriktionen in Großbritannien deutlich früher und umfassender aufgehoben. Dann kamen allerdings der Krieg und der Energiepreisschock – genau genommen verursachte der steigende Gaspreis aber schon im Herbst 2021 erste Probleme. Seitdem geht es mit dem **Wachstum bergab**, was die monatlichen BIP-Zahlen untermauern.

Das dritte Quartal könnte bereits ein leichtes Minus aufweisen. In den Folgequartalen dürfte die **Wirtschaft deutlicher schrumpfen**. Die Deckelung der Gas- und Strompreise wird dies nicht verhindern, dämpft aber immerhin den Rückgang. In diesem Zusammenhang ist ungeklärt, ob der Preisdeckel schon im April 2023 ausläuft bzw. ob es als Ersatz im Anschluss andere staatlichen Hilfen geben wird. Ohnehin sind vor dem Hintergrund der komplizierten Budgetlage die Spielräume der Regierung für expansive Maßnahmen begrenzt. Zudem sollte die straffere Geldpolitik allmählich Wirkung zeigen, in erster Linie durch den massiven Renditeanstieg.



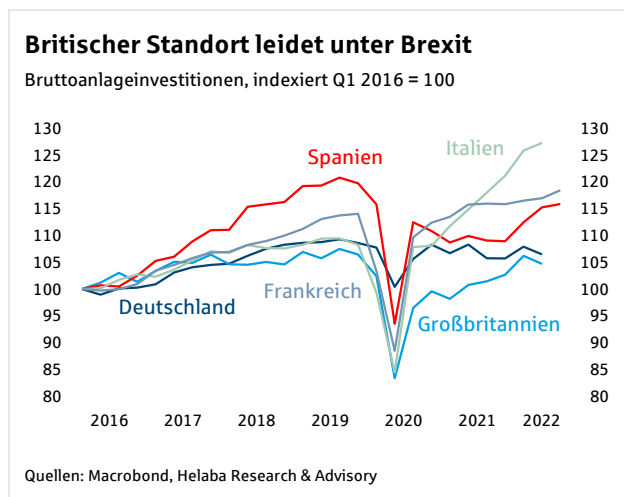
Am empfindlichsten reagieren gewöhnlich die **Immobilienmärkte** auf höhere Zinsen. Bislang hat sich der zuvor sehr kräftige Anstieg bei den Häuserpreisen lediglich etwas verlangsamt. Allerdings war dies wohl nur der Anfang. Das schwierige Makroumfeld und die hohen Zinsen werden die Nachfrage spürbar dämpfen, was einzelne Indikatoren wie Anfragen von Neukäufern bereits zeigen. Es sollte nicht überraschen, wenn die Preise für Wohnimmobilien mittelfristig nicht mehr steigen, sondern sogar leicht zurückgehen. Einen – nominalen – Schutz bieten die höheren Baukosten. Zudem sollte die Arbeitslosigkeit nur gemäßigt steigen, bis zuletzt war sie sogar noch rückläufig. In den Nuller-Jahren vor der Finanzkrise war zudem der Preisanstieg deutlich größer und ging mit einem viel höheren Schuldenwachstum einher. Scharfe Preisrückgänge sind daher nicht zu erwarten. Als Wachstumstreiber fallen der Immobilienmarkt bzw. der Bausektor aber erst einmal aus.



Stärker als unter den höheren Zinsen leiden die **privaten Haushalte unter dem Kaufkraftentzug**. Bei zweistelligen Inflationsraten – im Jahresdurchschnitt ist es etwas weniger – schmilzt das real verfügbare Einkommen. Immerhin verbuchten die Beschäftigten nominal

recht kräftige Zuwächse bei Löhnen und Gehältern, so dass der reale Einbruch nicht so dramatisch ausfallen wird. Zudem gibt es aus der Pandemiezeit noch eine gewisse Überersparnis, die den Konsum stützt. Die Sparquote sinkt jedoch sukzessive und kann nicht alles abfedern. Außerdem wird sich die Beschäftigung leicht verschlechtern. Aber auch hier gibt es Grenzen, schließlich fehlen seit dem Brexit zunehmend Arbeitskräfte. Alles in allem wird der private Verbrauch in den kommenden Quartalen schrumpfen und erst mit nachlassender Inflation einen Boden finden.

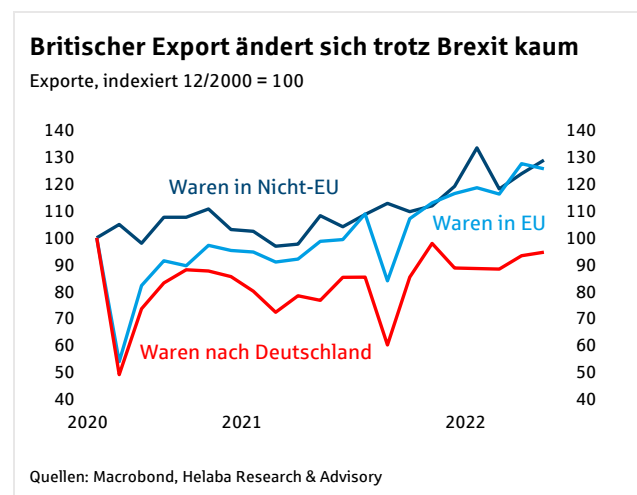
Den Unternehmen schadet die Inflation nicht per se. Schließlich waren sie in der Lage, höhere Kosten an die Verbraucher zu überwälzen. Mit nachlassender Nachfrage bei weiterhin hohen Kosten wird aber auch für den Unternehmenssektor die Situation komplizierter. Trübere Stimmungsindikatoren deuten zunächst einmal auf **rückläufige Investitionen** hin. Ohnehin ist anzumerken, dass die Investitionen seit dem Brexit-Referendum 2016 in Großbritannien im Vergleich zu den anderen großen Ländern Europas zurückgefallen sind, was wenigstens gegen eine scharfe Korrektur spricht.



Die britische Regierung versucht mit **regulatorischen Lockerungen** gegenüber dem EU-Binnenmarkt den heimischen Standort wieder attraktiver zu machen. Dafür soll das „Brexit Freedom Bill“ kommen, in dem bisher noch geltende EU-Vorschriften aufgehoben werden. Ob damit ein großer Anreiz für neue Investitionen gegeben wird, darf mit einem Fragezeichen versehen werden. Die EU ist letztlich der viel größere Markt für Unternehmen und der Zugang dorthin ist mittlerweile mit relevanten Kosten verbunden.

Die **britische Handelsbilanz** hat sich massiv verschlechtert. Das liegt vorrangig an den teuren Energieimporten, auf die das Land trotz eigener Öl- und Gasförderung angewiesen ist. Auch darüber hinaus ist das Defizit gewachsen, selbst wenn die Zahlen angesichts der hohen Volatilität mit etwas Vorsicht zu betrachten sind. Seit Großbritanniens Austritt aus dem Binnenmarkt Ende 2020 haben sich die britischen Ausfuhren in die EU und den Rest der Welt erstaunlich ähnlich entwickelt. Das unterstreicht, dass die Briten für ihre Exporte keine völlig neuen Destinationen finden und weiter auf die EU angewiesen sind. Etwas anders entwickeln sich die Importe, bei denen die Einfuhr aus der EU zurückfällt. Dies ist teilweise wohl auch mit den Rohstoffpreisanstiegen zu erklären. Der Brexit scheint die Handelsströme bislang nicht grundlegend geändert zu haben. Mit der schwächeren Binnennachfrage dürfte sich die britische Handelsbilanz 2023 wieder verbessern.

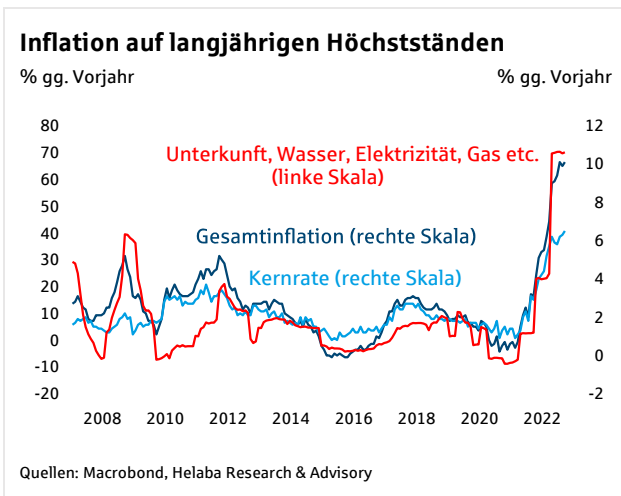
Insgesamt könnte die britische Wirtschaft bis ins Frühjahr 2023 schrumpfen. Im Laufe des nächsten Jahres sollte der Inflationsschock aber allmählich verdaut werden. Die Teuerung wird nachlassen und sich deshalb die Realeinkommen stabilisieren. Im Zuge dessen wird sich auch die derzeit äußerst trübe Stimmung aufhellen. Im zweiten Halbjahr dürfte das BIP wieder steigen. Für das **Gesamtjahr 2023** ist jedoch von einem **Minus von 1 %** auszugehen.



Inflation zweistellig, aber nahe am Zenit

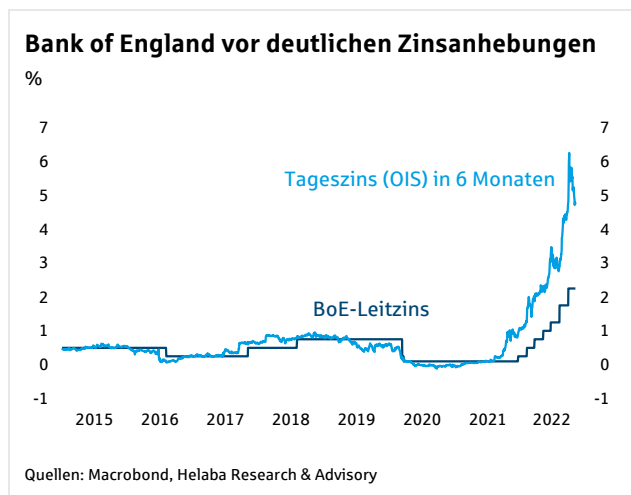
Die **Teuerung** sprang knapp über die Marke von 10 % und wird noch etwas weiter zunehmen. Einen noch heftigeren Anstieg verhindert der staatliche Preisdeckel für Strom- und Gaspreise. Der Zenit dürfte damit aber bald erreicht sein. Allerdings hängt dies auch davon ab, wie sich die Energiepreise weiterentwickeln und wann die Regierung den Preisdeckel tatsächlich auslaufen lässt. Zumindest sollte die Energiekomponente – Basiseffekte! – im Laufe des nächsten Jahres die Inflation etwas entlasten.

Jenseits von Energie und Nahrungsmitteln nahmen die Preise ebenfalls kräftig zu, die Kernrate lag im September bei 6,5 %. Der im Vergleich zur Eurozone deutlichere Anstieg ist wohl teilweise mit dem Brexit zu begründen. Zum einen sind aufgrund eines Mangels an Arbeitskräften die Löhne stärker gestiegen. Zum anderen können Unternehmen höhere Kosten wegen einer geringeren Konkurrenz bislang leichter überwälzen. Die im Zuge der Rezession nachlassende Nachfrage sollte aber letzteres zunehmend erschweren. Daher dürfte auch die **Kernrate im Verlauf von 2023 zurückgehen**. Die Gesamtinflation könnte im nächsten Jahr von rund 9 % 2022 auf 6,5 % sinken, was natürlich immer noch sehr hoch wäre.



Bank of England muss mehr straffen

Die Bank of England (BoE) hat angesichts der hohen Inflation keine Wahl, als die Geldpolitik zu straffen. Gleichwohl agierte sie zumindest im Vergleich zur US-Notenbank weniger aggressiv – auch weil sie schon frühzeitig vor einer Rezession warnte. Vor dem Hintergrund der Marktturbulenzen hatte die BoE signalisiert, den Leitzins deutlicher anzuheben. Damit sollte nicht zuletzt das taumelnde Pfund Sterling stabilisiert werden, was tatsächlich gelang.



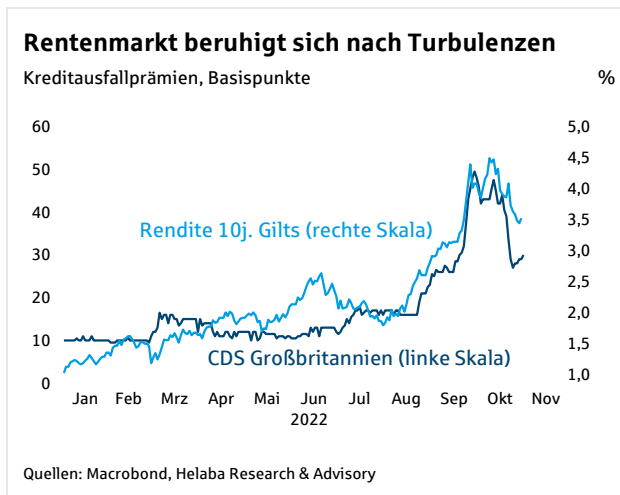
Liefern muss die Notenbank aber trotzdem. So dürfte sie ihren Leitzins von 2,25 % nun zügiger anheben – nicht nur mit Schritten von 50 Basispunkten. Vermutlich wird der **Leitzins** bis spätestens im Frühjahr auf **zumindest 4,5 %** steigen. Zusammen mit den ohnehin negativen Konjunkturerfekten wegen des Kaufkraftentzugs sollte diese Straffung die Nachfrage und damit auch die Inflation dämpfen. Ein Risiko besteht jedoch über die Lohnentwicklung. Die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale erscheint in Großbritannien größer als etwa in der Eurozone und könnte die Notenbank zu noch größeren Anhebungen zwingen. Wahrscheinlicher bleibt aber eine Entspannung der Inflationsproblematik. Daher sind gegen Ende 2023 auch Zinssenkungen nicht auszuschließen.

Gilt-Renditen kletterten wie in einem Schwellenland

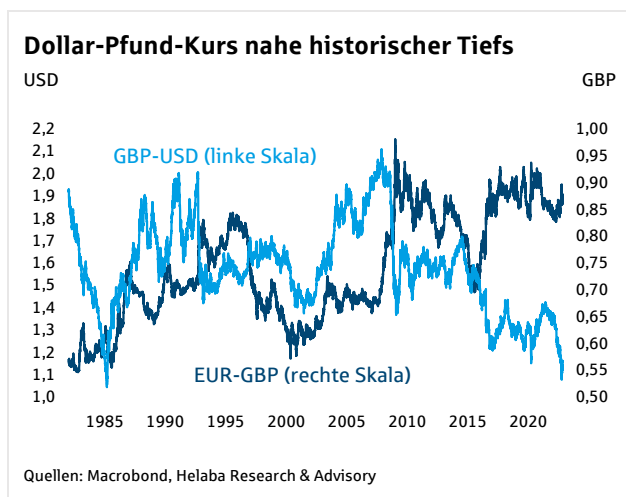
Britische Staatsanleihen erlitten turbulente Tage. Zehnjährige Papiere, die noch Anfang August unter 2 % rentierten, sprangen in der Spitze auf 4,5 %. Dies kann nicht nur mit dem internationalen Renditeanstieg und der Erwartung höherer Leitzinsen erklärt werden. Zusätzlich sprang die zuvor kaum existierende **Risikoprämie auf britische Staatsanleihen** nach oben. Dies zeigte der zeitweise kräftige Anstieg der Kreditausfallprämien (CDS). Obwohl

die Notenbank in der Theorie den britischen Staat via Gelddrucken immer retten könnte, gab der Rentenmarkt ein klares Misstrauensvotum gegenüber der britischen Politik. Auch sie kann sich nicht unbegrenzt verschulden, Großbritannien besitzt eben nicht mehr die Weltreservewährung.

Hinzu kamen Verwerfungen bei Pensionsfonds. Viele dieser Fonds nutzen sogenannte LDI (Liability-driven Investment-Strategien), um ihre Aktiva und Passiva in der Bilanz anzugleichen. Hierfür werden in der Regel Derivate gekauft. Aufgrund der starken Kursbewegungen und damit einhergehenden Wertverlusten mussten diese Pensionsfonds Sicherheiten nachschießen, d.h. Staatsanleihen verkaufen, was deren Kursverfall verstärkte. Erst die Bank of England stoppte diesen Teufelskreis, indem sie kurzzeitig ein neues Kaufprogramm auflegte, was mittlerweile wieder beendet ist. **Zehnjährige Gilt-Renditen** liegen derzeit deutlich unter 4 %. Mit den weiteren Leitzinsanhebungen dürften die Anleihen aber erneut bei **gut 4 %** rentieren.



Pfund bleibt vorerst wacklig

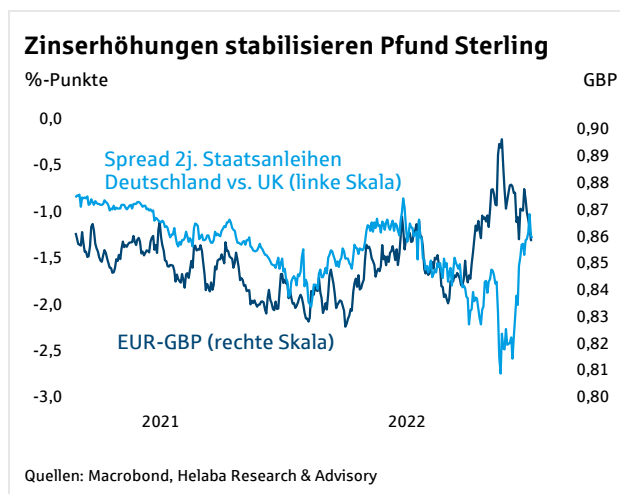


Das **Britische Pfund** brach während der Marktturbulenzen Ende September ein. Der Euro-Pfund-Kurs kletterte zeitweise über 0,92. Noch heftiger verlor das Pfund gegenüber dem Dollar und fiel unter 1,04. Ähnlich niedrige Pfund-Dollar-Kurse gab es bislang nur Anfang 1985. Grundsätzlich hat das Pfund im bisherigen Jahr trotz der leichten Erholung rund 15 % gegenüber der US-Währung abgewertet. Selbst gegenüber dem Euro verbleibt immer noch ein Minus. Dies unterstreicht, dass nicht nur die allgemeine Dollar-Stärke das Pfund belastete. Neben den politischen Unsicherheiten litt die britische Währung unter dem ungunstigen Mix aus massiver Inflation und drohender Rezession.

Zudem gibt es noch einen anderen Aspekt: Großbritannien weist ein **erhebliches Leistungsbilanzdefizit**

aus, 2022 voraussichtlich mehr als 5 % am BIP. Das bedeutet, dass das Land in gleichem Ausmaß ausländisches Kapital anlocken muss. Das sollte grundsätzlich kein Problem sein und war es in der Vergangenheit trotz ähnlich hoher Fehlbeträge nicht. Aber in Krisenzeiten macht es eine Volkswirtschaft anfällig. Vor dem Hintergrund des schwierigen Makroumfelds, der unsicheren innenpolitischen Lage und nicht zuletzt des Brexits war der britische Standort schon einmal attraktiver. Dies verschärfte die Krise und erfordert eine besonders solide Geld- und Finanzpolitik, um die Lage weiter zu stabilisieren.

Gerade in der nahen Zukunft bleibt die Situation in Großbritannien wacklig, die Unsicherheit ist hoch. Kann die Regierung wirklich einen solideren Kurs einschlagen? Reichen die Zinserhöhungen aus, um die



Inflation unter Kontrolle zu bringen? **Deutliche Zinsschritte** sollten das Pfund zumindest **stabilisieren**. Daher dürfte das Pfund in den nächsten Monaten nicht groß vom Fleck kommen, der Euro-Pfund-Kurs im Bereich 0,87 bis 0,88 schwanken, kurzfristig sind größere Ausschläge jederzeit möglich. Aktuell notiert der Euro-Pfund-Kurs mit 0,86 sogar etwas niedriger.

Im zweiten Halbjahr 2023 wird sich dann die konjunkturelle Lage vermutlich merklich aufhellen. Dies sollte ausreichen, dass sich das Pfund gegenüber dem Euro etwas erholt, selbst wenn der Rückenwind von der Geldpolitik nachlässt. Der **Euro-Pfund-Kurs dürfte Ende 2023 bei 0,85** notieren. Sofern die allgemeine Dollar-Hausse gegen

	aktuell*	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23
Brit. Pfund/ Euro	0,86	0,88	0,88	0,87	0,85
US-Dollar/ Brit. Pfund	1,15	1,14	1,19	1,21	1,29

* 31.10.2022

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Ende der Fed-Zinserhöhungen ausläuft, könnte sich das Pfund gegenüber dem Dollar sogar stärker erholen. Der Pfund-Dollar-Kurs wird dann vermutlich klar über 1,20 klettern.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

<https://news.helaba.de/research/>

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:

Dr. Gertrud R. Traud

Chefvolkswirtin /

Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

Tel. 069/91 32-20 24

Internet: <http://www.helaba.de>

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.