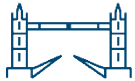
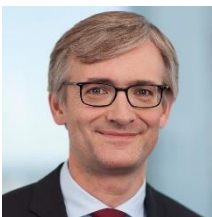




## Großbritannien: Rückkehr zur Normalität



**Die britische Wirtschaft schleppt sich so durch: keine Rezession, aber auch nur mäßiges Wachstum 2023. Im kommenden Jahr dürfte sich die Konjunktur verbessern, da die Inflation weiter zurückgeht. Die Bank of England wird wohl deshalb im zweiten Halbjahr 2024 den Leitzins senken. Das Pfund Sterling dürfte daher nicht zu den Gewinnern zählen und begrenzt abwerten.**



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

Das Jahr 2022 war aus britischer Sicht geprägt von dem Tod der Queen, drei Premierministern und dem damit verbundenen politischen Chaos, zweistelligen Inflationsraten und einer massiven Konjunkturabschwächung. Die Gilt-Renditen stiegen kräftig, das Pfund Sterling verlor spürbar. **2023** war daran gemessen ein **ruhiges, unspektakuläres Jahr**: König Charles III ist in Amt und Würden. Sunak ist weiterhin Premierminister, nur im Zuge der jüngsten Kabinettsumbildung kam es zu leichten politischen Turbulenzen. Die Inflation hat eindeutig den Rückzug angetreten, befindet sich aber trotz Halbierung mit zuletzt 4,6 % noch auf einem hohen Niveau. Die britische Wirtschaft ist entgegen der Befürchtungen immerhin gewachsen. Die Gilt-Renditen stiegen ein wenig, das Pfund wertete per saldo sogar leicht auf.

Premier Sunak entließ Innenministerin Braverman, was ihm zumindest auf dem rechten Flügel seiner konservativen Partei keine Freunde brachte, zumal er den ehemaligen Premier Cameron zum neuen Außenminister berief. Zur Erinnerung: vom letztgenannten wurde das Brexit-Referendum eingeleitet, das dann gegen Camerons Willen ausging und ihn das Amt kostete. 2024 wird für die britische Innenpolitik wieder ein spannenderes Jahr, denn bis Ende Januar 2025 muss das Unterhaus gewählt werden. Aus heutiger Sicht ist ein **Wahltermin im Herbst 2024** am wahrscheinlichsten, da die regierenden Konservativen angesichts des aktuell deutlichen Rückstands in den Umfragen gegenüber der Labour-Partei kein Interesse an einer vorzeitigen Entscheidung haben sollten.

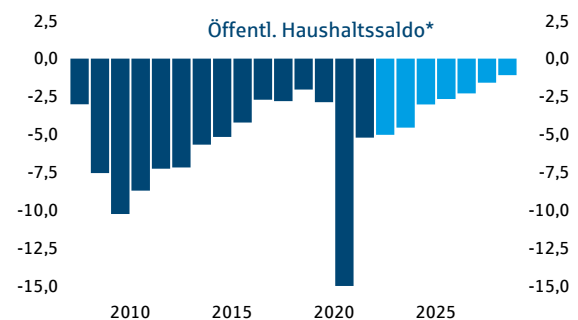
Dass die Konservativen bei den Wahlen wieder die Nase vorne haben werden, scheint kaum vorstellbar, nur die absolute Mehrheit für Labour ist noch nicht gesichert. Deren Vorsitzender Starmer würde dann neuer Premier werden. Labour gibt sich derzeit recht gemäßigt und würde wirtschaftspolitisch keinen dramatischen Kurswechsel einlegen. Der Brexit wird von Labour nicht in Frage gestellt. Das Verhältnis zur EU könnte sich unter einer **Labour-Regierung** verbessern, aber bereits unter Sunak wurde der vorherige Konfrontationskurs nicht fortgeführt.

Die amtierende Regierung hat derweil ihren **Haushaltswurf für 2024** vorgestellt. Rechtzeitig vor den Wahlen versucht sie wieder die Konjunktur etwas zu befeuern. Insbesondere sollen die Sozialversicherungsbeiträge um zwei Prozentpunkte auf 10 % gesenkt werden. Zudem soll die bereits bestehende 100 %-ige Sonderabschreibung auf qualifizierende Investitionen nun dauerhaft gelten. Daneben stellte

Schatzkanzler Hunt noch ein paar kleinere Maßnahmen vor. Trotz einer leicht negativen Reaktion am Rentenmarkt sind diese expansiven Impulse für die Finanzmärkte einfacher zu verkraften als die radikalen Pläne unter Liz Truss,

### Haushaltsdefizit sinkt

% am BIP



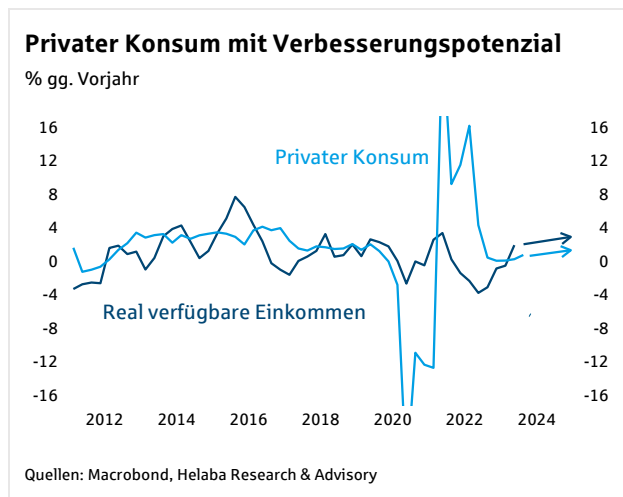
\* Prognosen des Office for Budget Responsibility in Fiskaljahren  
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

zumal die konjunkturellen Aussichten besser sind als vor einem Jahr. Das nicht so schlecht wie unterstellte Wachstum führte zu steuerliche Mehreinnahmen. Auch die Hilfen für Energiepreise sind weggefallen. Die Regierung nutzt diesen Spielraum. Trotzdem ist nicht auszuschließen, dass in den nächsten Jahren unvorsichtige politische Maßnahmen oder ökonomische Schocks zu neuen Turbulenzen führen.

### Flaes Wachstum wird 2024 etwas kräftiger

Die britische Wirtschaft schlug sich im ersten Halbjahr 2023 besser als befürchtet. Seit Jahresmitte lässt hingegen die ohnehin nur moderate konjunkturelle Dynamik nach. Im dritten Quartal stagnierte das Bruttoinlandsprodukt. Konsum und Investitionen sanken, während die positiven Beiträge vom Außenhandel und der volatilen Lagerhaltung kamen. Viel besser dürfte das finale Vierteljahr auch nicht ausfallen. Für das Gesamtjahr **2023** wird der **BIP-Zuwachs voraussichtlich 0,5 %** betragen. Damit kann Großbritannien wenigstens mit der Eurozone knapp mithalten, fällt aber gegenüber außereuropäischen Industrieländern ab.

Der **private Konsum** hat 2023 trotz der zeitweise gesunkenen Realeinkommen leicht zugelegt. Immerhin haben sich letztere bereits erholt. Kräftig gestiegene Nominallöhne heben die Einkommen, eine spürbar rückläufige Teuerung wird dies auch immer mehr in den Realeinkommen zeigen. Ein Wermutstropfen ist die Verschlechterung am Arbeitsmarkt. Die offizielle Arbeitslosenquote erhöhte sich auf 4,3 %. Jedoch sind diese Zahlen mit einer gewissen Vorsicht zu betrachten – das Statistikbüro hat die Veröffentlichung wegen zu niedriger Antwortquoten vorerst eingestellt. Dennoch dürften die Einkommen 2024 deutlich wachsen, zumal die Sozialversicherungsbeiträge gesenkt werden. Dies wird dem privaten Konsum zu Gute kommen. Die zuletzt überdurchschnittliche hohe Sparquote der privaten Haushalte ist zudem auch kein Hindernis.



Dämpfend hingegen wirken die **gestiegenen Zinsen**. Zwar sind per saldo sogar die Nettozinseinkommen der privaten Haushalte gewachsen. Aufgrund von Verteilungseffekten sollte dies kaum positive Impulse bringen. Anders

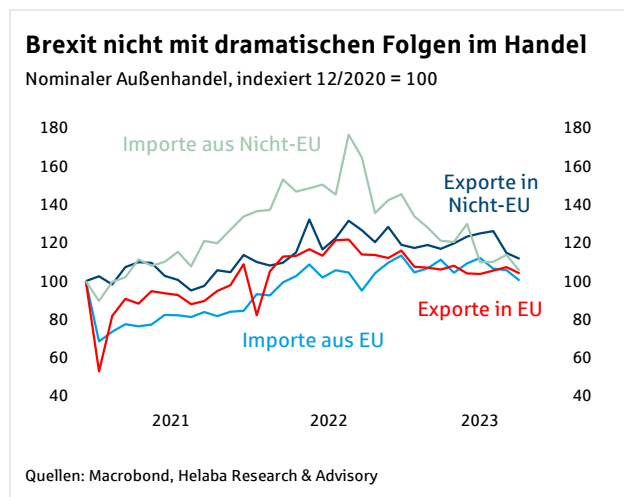
als früher dominieren bei Immobilienkäufen feste Hypothekenzinsen. Die Zinsbelastung wird daher nur langsam zunehmen und fällt ohnehin deutlich niedriger aus als etwa während der globalen Finanzkrise. Die Beeinträchtigung der Konsumausgaben wird sich von der Seite wohl in Grenzen halten. Ähnliches gilt für die sinkenden Wohnimmobilienpreise. De-facto betrifft der niedrigere Preis eigentlich nur diejenigen, die verkaufen. Auch ist der Hauspreiserückgang bei weitem nicht so kräftig wie 2007 bis 2009 und scheint allmählich auszulaufen. Darauf deuten einzelne Monatswerte wie auch Stimmungsindikatoren hin. Zudem sind die Hauspreise gemessen an den Einkommen oder an den Baukosten nicht sehr hoch bewertet. Insgesamt dürfte der private Konsum daher 2024 solide wachsen.



Die Unternehmen investierten 2023 überraschend viel. Trotz zuletzt rückläufiger Zahlen wird ein überdurchschnittliches Plus bei den **Unternehmensinvestitionen** zu verzeichnen sein. Damit konnte das eher bescheidene Wachstum seit dem Brexit-Referendum teilweise wettgemacht werden. Selbst die Bruttoanlageinvestitionen legten wohl knapp 3 % zu, obwohl die Bauausgaben deutlich zurückgingen. Die hohen Ausgaben im Transportsektor

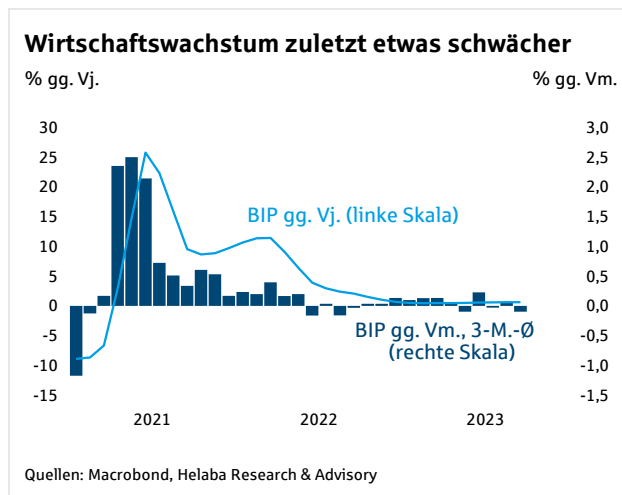
– vor allem in der Luftfahrt – werden sich kaum wiederholen. Aber selbst jenseits davon entwickelten sich die Investitionen gut.

Die höheren Zinsen werden die Investitionsbereitschaft der Unternehmen sicherlich dämpfen. Die Kreditverfügbarkeit scheint aber kein großes Problem zu sein, zumal die Marktzinsen ihren Zenit vermutlich schon überschritten haben. Die Stimmungsindikatoren zeigen ein uneinheitliches Bild, einzelne Befragungen deuten auf eine Verbesserung hin. Der **Wohnungsbau wird zunächst noch weiter schrumpfen**. Mit einem Einbruch wie nach der Finanzkrise ist jedoch nicht zu rechnen. Weder der Hauspreisrückgang noch die Finanzierung durch die Banken sollten so problematisch wie damals werden. Insgesamt dürften die Investitionen 2024 stagnieren, wenngleich im Jahresverlauf die Ausgaben wohl leicht nach oben tendieren werden.



Im **Außenhandel** war die Tendenz zuletzt leicht rückläufig. Die spiegelt auch die konjunkturellen Schwierigkeiten in der Eurozone und in China wider. Kurzfristig wird sich daran nicht so viel ändern, zumal sich die bislang robuste US-Wirtschaft wohl abschwächen wird. Im Laufe von 2024 dürfte aber die konjunkturelle Dynamik der Handelspartner wieder an Fahrt gewinnen, so dass von dieser Seite Wachstumsimpulse kommen. Der außenwirtschaftliche Beitrag zum BIP wird sich aber in Grenzen halten, da neben den Exporten auch die Importe zulegen werden. Übrigens hat sich der nach dem Brexit stärker entwickelnde Außenhandel mit den Nicht-EU-Staaten relativiert – nicht zuletzt wegen wieder rückläufiger Rohstoffpreise. Sowohl bei Ein- als auch Ausfuhren sind die Unterschiede gegenüber dem Handel mit der EU nur noch gering.

Der Staat wird neben den steuerlichen Maßnahmen auch über Ausgaben ein paar Wachstumsimpulse geben, wenngleich das Ausmaß limitiert ist. Zumindest bremsst er nicht so, wie zeitweise befürchtet. Die Konjunktur insgesamt dürfte nach dem zuletzt mäßigen Wachstum in den kommenden Quartalen wieder mehr an Fahrt aufnehmen, da insbesondere der private Verbrauch stützen wird. Das **Bruttoinlandsprodukt wird 2024 vermutlich um 1 % wachsen**. Diese positive Tendenz sollte sich 2025 grundsätzlich fortsetzen.



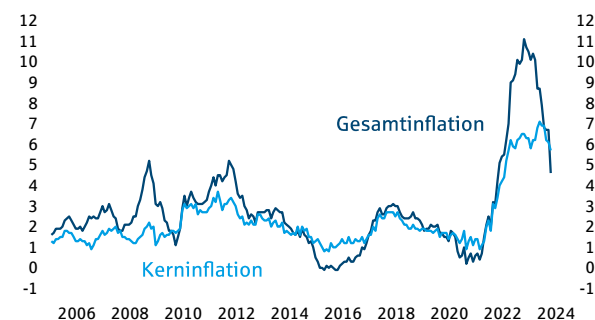
## Inflation auf dem Rückzug

Nach noch zweistelligen Raten Anfang 2023 ist die Teuerung auf mittlerweile 4,6 % im Oktober geschrumpft. Auch die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel ging zurück, liegt aber mit 5,7 % noch höher. Die **weitere Disinflation** wird nun aber etwas schwieriger, denn die entlastenden Basiseffekte von den Energiepreisen sind weitgehend ausgelaufen. Bei Nahrungsmitteln, anderen Gütern und Dienstleistungen kommen noch einige von diesen Effekten, die aber nicht so stark ausgeprägt sind.

Das schwächere Wirtschaftswachstum und die damit geringere Kapazitätsauslastung helfen beim weiteren Rückgang der Inflation, jedoch dämpft das nach wie vor hohe Lohnwachstum und die damit verbundenen höheren Kosten diesen Prozess. Die Inflation dürfte im Verlauf von **2024 auf 3 % sinken** (Jahresdurchschnitt 3,5 %). Eine weitergehende Disinflation in Richtung des Notenbankziels von 2 % ist erst für 2025 zu erwarten. Dass die Inflation dann wie in den jüngsten Projektionen der Bank of England sogar klar unter die Zielmarke fallen könnte, ist aber wohl nicht sehr wahrscheinlich.

### Weiterer Inflationsrückgang wird zäher

% gg. Vorjahr



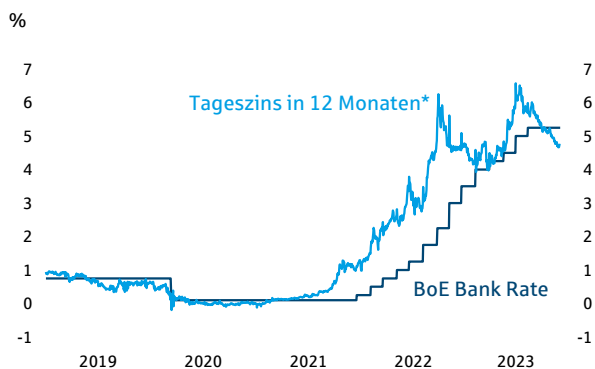
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

## Nach dem Zinserhöhungszyklus ist vor dem Senkungszyklus

Die **Bank of England** hat ihren Leitzins 2023 von 3,5 % auf insgesamt **5,25 % angehoben**, also fast auf das Niveau der US-Notenbank und höher als die EZB. Dabei wirkte sie zwischenzeitlich zögerlich. Ein weiterer Schritt auf 5,50 % ist im September etwas überraschend ausgeblieben. Zuletzt stimmten immerhin noch drei der neun Notenbankmitglieder für diese Anhebung. Ganz auszuschließen wäre so ein Schritt daher nicht. Aber angesichts der rückläufigen Teuerung und gemischter Konjunkturdaten ist die Wahrscheinlichkeit dafür deutlich gesunken. Die

Notenbank kann nun relativ entspannt abwarten, ob die Inflation weiter nachlässt. Für zusätzliche Straffungen besteht damit keine Notwendigkeit mehr.

### Zinssenkungen der Bank of England in Sicht



\*auf Basis von Overnight Index Swaps (OIS)

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

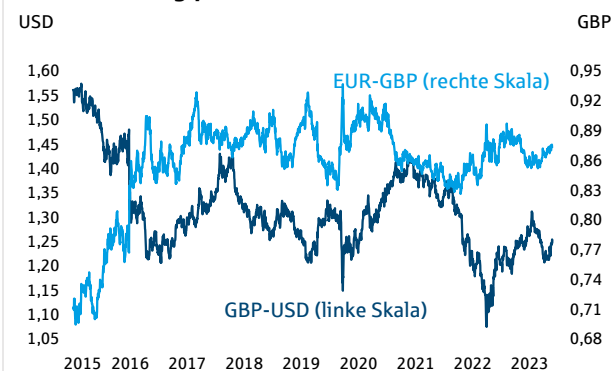
Spannender ist dagegen die **Frage nach den ersten Zinssenkungen**. Der aktuelle Leitzins ist mit 5,25 % im Vergleich der letzten Dekaden überdurchschnittlich hoch und sollte perspektivisch wieder sinken, sofern das Inflationsproblem als mehr oder weniger gelöst erscheint. Da die Teuerung aber 2024 langsamer zurückgeht, dürfte die Bank of England noch etwas zögern. Zudem zeigte sich die Notenbank in ihren Wachstumsprojektionen für 2024 und 2025 recht pessimistisch – sie erwartet nicht viel mehr als eine Stagnation. Daher könnte sie durchaus positiv überrascht werden, was den Tatendrang hemmt.

Im fortschreitenden Jahresverlauf wird der Blick aber zunehmend auf 2025 und die dann weiter nachlassende Inflation fallen. Daher wird die Bank of England ihren Leitzins **im zweiten Halbjahr 2024 vermutlich um 50 Basispunkte auf 4,75 % reduzieren**. An den Terminmärkten werden Zinssenkungen bereits eingepreist. 2025 sollte die Bank of England den Zinssenkungszyklus fortsetzen. Zu berücksichtigen sind jedoch auch die Handlungen von Fed und EZB, die vermutlich ähnlich agieren werden.

### Pfund Sterling tritt auf der Stelle

Das Britische Pfund zählt 2023 bisher zu den Gewinnern und konnte sowohl gegenüber Euro als auch US-Dollar leicht aufwerten. Das überrascht ein wenig, da die britische Währung seit Sommer eher verloren hat, aber **das Plus aus dem ersten Halbjahr überwiegt**. Selbst diese relativiert sich angesichts der deutlichen Abwertung 2022. Der Wechselkursverlauf deckt sich im laufenden Jahr ganz gut mit der konjunkturellen Entwicklung. Das besser als befürchtete erste Halbjahr stärkte das Pfund, die zuletzt schlechteren Daten belasteten es. Daher könnte die Währung in den nächsten Monaten sogar etwas aufwerten. Schließlich sind die konjunkturellen Erwartungen wieder gedämpft, so dass die Zahlen durchaus positiv überraschen könnten.

**Pfund Sterling per saldo im Plus 2023**



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Der wichtigste Faktor ist jedoch die **Geldpolitik**. Selbst freundlichere Wachstumswahlen werden die Bank of England nicht mehr zu weiteren Zinserhöhungen zwingen. Damit ist das Aufwertungspotenzial für die nächsten Monate begrenzt. Spannender wird dann das Zinssenkungsthema. Sofern sich die Bank of England den mutmaßlichen Reduktionen von Fed und EZB nicht anschließen würde, gäbe es doch mehr Kurschancen. Davon ist jedoch nicht auszugehen.

**Britischer Zinsvorteil zuletzt gesunken**



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Vielmehr ist es sogar möglich, dass mit Blick auf 2025 der Bank of England sogar mehr Zinssenkungen als der EZB zugetraut werden und sich deshalb der britische Renditevorteil verringert. Dies sollte das Pfund schwächen, zumal im Zuge der Unterhauswahlen gewisse Unsicherheiten aufkommen können. Daher könnte der Euro-Pfund-Kurs im Verlauf von 2024 zunächst geringfügig sinken, um dann später leicht zu steigen. Im Großen und Ganzen kann man dies angesichts der normalen Volatilität auch **als Seitwärtsbewegung um den aktuellen Kurs von 0,87 Pfund** charakterisieren. Ähnliches gilt gegenüber dem US-Dollar. Nachdem sich das „Cable“ – der Dollar-Pfund-Kurs – in den letzten Wochen von 1,20 auf 1,25 erholt hat, wer-

den sich die Kursschwankungen per saldo wohl in Grenzen halten. Hier könnte allerdings der US-Dollar zunächst die Nase vorne haben, bevor später deren beide Notenbanken auf den Zinssenkungspfad einschwenken.

**Strukturelle Faktoren sollten nicht das große Thema** werden. Schließlich gesundet der britische Staatshaushalt allmählich. Auch der Fehlbetrag in der Leistungsbilanz hat sich reduziert. Der Brexit zeigt zwar im Außenhandel, bei Investitionen oder am Arbeitsmarkt negative Folgen. Dramatisch wirkt sich das aber nicht aus, sondern verringert das Wachstum eher auf längere Sicht – was letztlich nicht harmlos ist. Von einer neuen Labour-Regierung sind keine schwerwiegenden wirtschaftspolitischen Kurswechsel zu erwarten. Übrigens, als das letzte Mal im Jahr 1997 Labour die Regierung unter Tony Blair von den Konservativen übernommen hatte, zeigte sich das Pfund vor allem gegenüber dem Euro, genauer damals noch die D-Mark, recht stark. Dafür spricht allerdings ziemlich wenig, denn die wirtschaftlich erfolgreichen Zeiten um die Jahrtausendwende werden so kaum zurückkommen.

	aktuell*	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
<b>Brit. Pfund/ Euro</b>	0,87	0,85	0,86	0,86	0,87	0,88
<b>US-Dollar/ Brit. Pfund</b>	1,25	1,24	1,22	1,28	1,26	1,25

\* 22.11.2023

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



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.