



## Großbritannien ist nicht Griechenland

Autor:

Christian Apelt, CFA  
Telefon: 0 69/91 32-47 26  
research@helaba.de

Redaktion:

Claudia Windt

Herausgeber:

Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/Leitung Research  
Landesbank Hessen-Thüringen  
MAIN TOWER  
Neue Mainzer Str. 52-58  
60311 Frankfurt a. Main  
Telefon: 0 69/91 32-20 24  
Telefax: 0 69/91 32-22 44

Die Rezession in Großbritannien ist beendet, das Bruttoinlandsprodukt expandierte im vierten Quartal. Die Konjunkturindikatoren weisen auf eine weitere Verbesserung hin, wenngleich die Bäume nicht in den Himmel wachsen. Die Inflation stieg zuletzt zwar auf 3,5 %, der Preisdruck dürfte aber allmählich wieder nachlassen.

Die Bank of England setzt ihr Kaufprogramm für Staatsanleihen aus und wird es nur im Notfall wieder aufnehmen. Eine geldpolitische Straffung in Form höherer Leitzinsen wird die Notenbank vermutlich erst im späten Jahresverlauf 2010 vornehmen. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen werden wohl ansteigen, auch wegen der Sorgen um die Finanzlage des Staates. Das Pfund Sterling wird erst dann gegenüber dem Euro aufwerten, wenn eine Haushaltskonsolidierung und später im Jahresverlauf auch eine restriktivere Geldpolitik der britischen Notenbank absehbar werden.

### Konjunktur

		2008	2009s	2010p	2011p
BIP real	% gg. Vj.	0,5	-5,0	1,2	1,5
Verbraucherpreise	% gg. Vj.	3,6	2,2	2,5	2,3
Einzelhandelspreise	% gg. Vj.	4,0	-0,5	<b>3,4</b>	2,9
Arbeitslosenquote (ILO)	%	5,7	7,7	8,4	8,1
Leistungsbilanzsaldo	% am BIP	-1,5	-1,1	-0,9	-0,7
Haushaltssaldo	% am BIP	-5,0	-12,0	-12,5	-10,0

### Finanzmarkt\*\*\*

#### Prognose

		Veränderung seit ...	Veränderung seit ...		aktueller Stand**	2010			
			Jahresultimo	Vormonat		Q1p	Q2p	Q3p	Q4p
Leitzins	%	BP	0	0	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00
3-Monats-Libor	%	BP	4	2	0,64	0,70	0,80	1,10	1,90
10-jährige Gilt	%	BP	4	17	4,05	4,20	4,50	4,20	4,10
EUR-GBP-Kurs	GBP	%	-2,2	-3,6	0,91	0,87	0,85	0,84	0,83
GBP-USD-Kurs	USD	%	7,8	4,3	1,50	1,55	1,53	1,61	1,69

\*Prognoseänderungen in rot

\*\* 09. März 2010

\*\*\*in lokaler Währung

Quellen: Bloomberg, EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/ Research; grau hinterlegte Fläche: s = Schätzung; p = Prognose

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.

# 1 Konjunktur: Frühindikatoren geben Hoffnung

BIP wächst um  
0,3 % in Q4

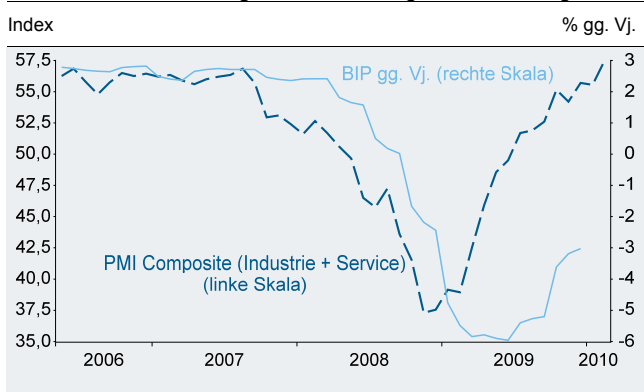
Die britische Wirtschaft schleppt sich aus der Rezession. Der Trend zeigt zwar nach oben, aber die Konjunkturdaten fallen recht gemischt aus. Das Bruttoinlandsprodukt des Schlussquartals 2009 wurde von 0,1 % auf 0,3 % revidiert. Die Wachstumstreiber waren der private Konsum sowie die Staatsausgaben. Zudem verringerte sich der Lagerabbau. Die Anlageinvestitionen hingegen sanken um gut 3 %. Dank höherer Importe verschlechterte sich der Außenbeitrag.

Das Verarbeitende Gewerbe dürfte 2010 merklich wachsen. Der Einkaufsmanagerindex deutet eine robuste Erholung an. Insbesondere die Lagerhaltung wird wohl weiter zum Wachstum beitragen. Die Stimmung im Dienstleistungsgewerbe ist mittlerweile recht optimistisch. Die Investitionsbereitschaft in der gesamten Wirtschaft dürfte sich allmählich erhöhen, zumal die Investitionsquoten derzeit sehr niedrig sind. Restriktionen bei der Kreditvergabe von Banken belasten die Unternehmen. Jedoch stehen letztere aufgrund ihrer Sparmaßnahmen recht gut da und könnten sich aus dem Cashflow finanzieren. Zudem sind die Bedingungen an den Finanzmärkten weiterhin sehr expansiv.

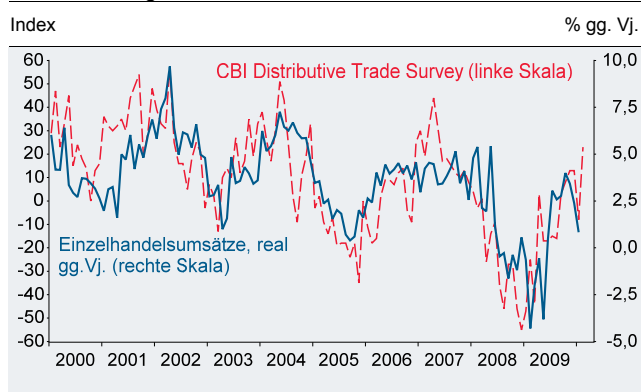
Holprige  
Konsumerholung

Für den privaten Konsum überwogen zuletzt die negativen Faktoren. Das Anheben der Mehrwertsteuer auf 17,5 % hatte im Januar einen Rückgang der realen Einzelhandelsumsätze von 1,8 % zur Folge. Allerdings heiterte sich im Februar laut dem CBI die Stimmung unter den Händlern auf und erreichte den höchsten Stand seit Mitte 2007. Der schwache Januar im Einzelhandel ist damit wohl vor allem auf diesen Sonderfaktor zurückzuführen. Gravierender hingegen war der Rückschlag am Arbeitsmarkt. Die Zahl der Arbeitslosen erhöhte sich nach zwei Rückgängen im Januar wieder. Die Quote blieb unverändert. Insgesamt wird sich die in den Vormonaten begonnene Stabilisierung am Arbeitsmarkt aufgrund der anziehenden Investitionen vermutlich fortsetzen und den Konsum sukzessive stützen. Die Häuserpreise erlitten im Februar den ersten markanten Rückschlag seit einem Jahr. Im Vorjahresvergleich dürften die Wohnimmobilien bei rund 10 % ihr Hoch ausbilden und im Anschluss gemäßiger zulegen. Insgesamt sind die Vermögenseffekte für die privaten Haushalte jedoch keine große Belastung mehr. In diesem Jahr dürfte der private Konsum moderat wachsen.

Unternehmerstimmung bereits wie in guten alten Tagen



Nur kurzfristige Mehrwertsteuerdelle im Einzelhandel?

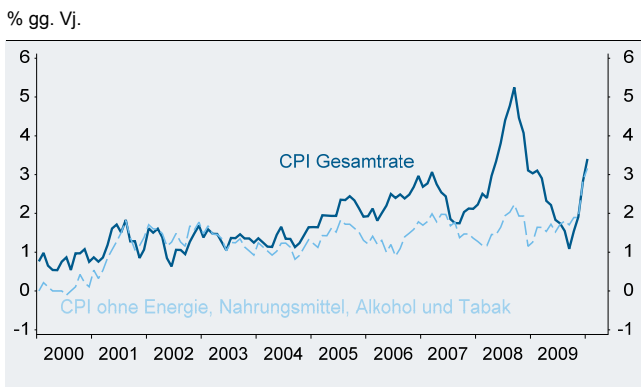


Die Abwertung des Britischen Pfund seit Krisenbeginn schlug sich bislang nur begrenzt in der Außenhandelsstatistik nieder. Offenbar nutzen die britischen Unternehmen diesen Kostenvorteil wohl eher zur Erhöhung der Gewinnmargen als zur Ausweitung des Handels. Mittelfristig dürfte sich diese Abwertung aber zunehmend im Außenbeitrag bemerkbar machen und das Wachstum stärken. Insgesamt wird das Bruttoinlandsprodukt 2010 vermutlich um gut 1 % zulegen.

## 2 Inflation: Dynamik lässt nach

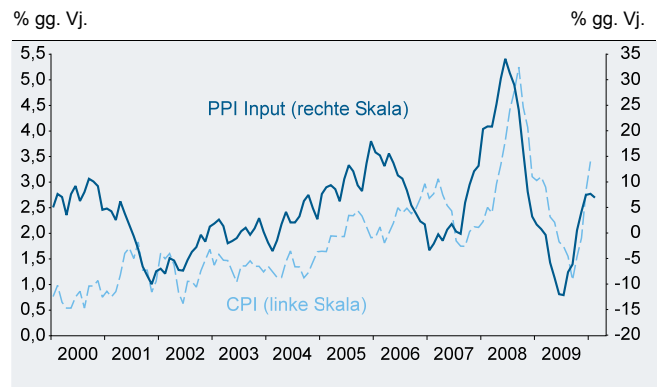
Die Teuerung machte im Januar den erwarteten Sprung von 2,8 % auf 3,5 %. Die Erhöhung der Mehrwertsteuer von 15,0 % auf 17,5 % ließ die Inflation in fast allen Sektoren ansteigen. Den deutlichsten Preisschub gab es im Transportsektor. Neben Benzin und Diesel erhöhten sich auch die Kosten für Neu- und Gebrauchtwagen. Disinflationär wirkte sich fast ausschließlich der Bereich Bekleidung aus. Die Kerninflation stieg von 2,8 % auf 3,2 % und damit auf den höchsten Stand seit mehr als einer Dekade. Auf die Einzelhandelspreise schlug die Mehrwertsteuererhöhung ebenfalls kräftig durch: Gegenüber Vorjahr kletterte die Preissteigerung von 2,4 % auf 3,7 %. Ohne Berücksichtigung der Hypothekenzinszahlungen sowie der Häuserpreise erhöhten sich die Preise im Einzelhandel sogar um 4,9 %.

Inflation überschreitet die Marke von 3,0 %



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Erzeugerpreise geben Richtung vor



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Erzeugerpreisinflation am temporären Hoch

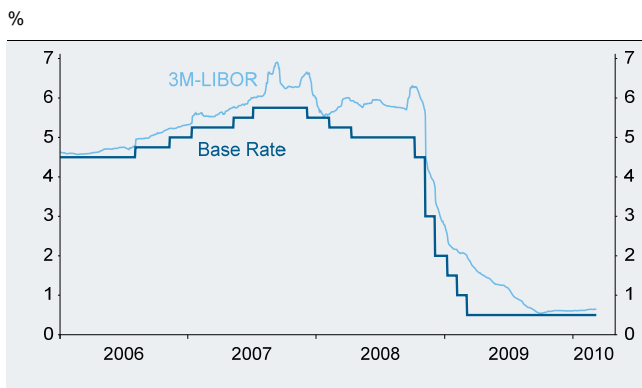
Bei den Erzeugerpreisen wurde der Aufwärtstrend leicht abgebremst. Im Februar stiegen die Outputpreise mit 4,1 % gegenüber Vorjahr etwas stärker, die Inputpreise dagegen mit 6,9 % langsamer. Die Erzeugerpreise geben häufig die Richtung für die Verbraucherpreise vor. Bei letzteren ist der Gipfel wohl erreicht. Allein die Basiseffekte – im Verlauf von 2009 stieg der Ölpreis spürbar an – sprechen für eine gemäßigte Inflation. Trotz Konjunkturerholung dominieren in der Gesamtwirtschaft noch die Überkapazitäten. Dies spiegelt sich auch in einem niedrigen Lohnwachstum von rund 1,5 % wider. Die Teuerung wird sich deshalb in den nächsten Monaten in Richtung 2 % bewegen. Ob die Preissteigerung allerdings noch deutlich unter 2 % fallen wird, ist keineswegs ausgemacht. Denn möglicherweise sind in der Rezession auch Kapazitäten zerstört worden, so dass das gesamtwirtschaftliche Überangebot geringer sind als von manchen – wie der Bank of England – angenommen wird. Trotz einer zu erwartenden Verlangsamung sind die Inflationsrisiken weiterhin nach oben gerichtet.

## 3 Geldpolitik: Kein Handlungsdruck

### Keine Änderung im März

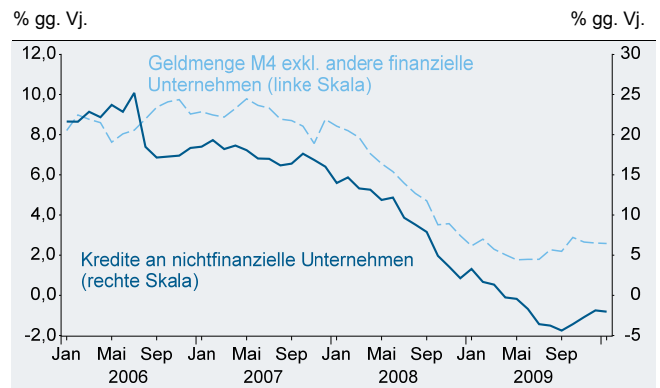
Die Geldpolitik der Bank of England (BoE) blieb Anfang März unverändert. Die Notenbank beließ den Leitzins bei 0,5 % und setzte ihr Kaufprogramm für Wertpapiere erneut aus. Sie begründete diesen Schritt damit, dass nach ihrer neuesten Projektion kein übermäßig großes Risiko für eine zu geringe Inflation bestehe. Zudem könnten angesichts der derzeit hohen Teuerung die Inflationserwartungen bei neuen Käufen zu stark steigen. Die BoE-Mitglieder wollen erst einmal abwarten, wie sich die bisherigen geldpolitischen Maßnahmen auswirken.

## Leitzins weiterhin nicht im Fokus



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Geld- und Kreditmengen stabilisieren sich



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Notenbank geht davon aus, dass sich das Wirtschaftswachstum sukzessive erhöht und die Inflation im Jahresverlauf verringert. Geldpolitische Änderungen werden wohl erst dann erforderlich, wenn zumindest eine dieser Projektionen aus dem Rahmen fällt. Dafür bestehen aktuell wenig Hinweise. Die Konjunktur zieht allmählich an, die Finanzmärkte stützen weiter das Wachstum. Die Geld- und Kreditaggregate stabilisieren sich, von einer klar positiven Trendwende kann aber noch nicht besprochen. Daher bergen die monetären Aggregate bzw. die dem zugrunde liegende Kreditvergabebetätigkeit noch Abwärtsrisiken. Ohne eine deutliche Aufwärtsentwicklung von Geld- und Kreditmengen wird die BoE ihre Geldpolitik wohl nicht zügeln.

#### Zinswende frühestens gegen Jahresende

Die Inflationsaussichten könnten die britische Notenbank zu einer früheren Aktion bewegen. Wenn die Teuerungsrate langsamer als erwartet zurückgeht bzw. die Inflationserwartungen spürbar ansteigen, könnte dies zu einer Zinswende führen. In den nächsten Monaten dürfte aber die Konjunktur- und Inflationsentwicklung im Rahmen der Erwartungen verlaufen, so dass sich die BoE zunächst zurücklehnen kann. Erst im späteren Jahresverlauf wird sich das Bild vermutlich eindeutiger in Richtung einer restriktiveren Geldpolitik wenden. Die Staatsanleihenkäufe werden wohl nur bei neuen Turbulenzen an den Finanzmärkten wieder aufgenommen.

## 4 Rentenmarkt: Schulden wecken Inflationsängste

#### Kein drohender Zahlungsausfall

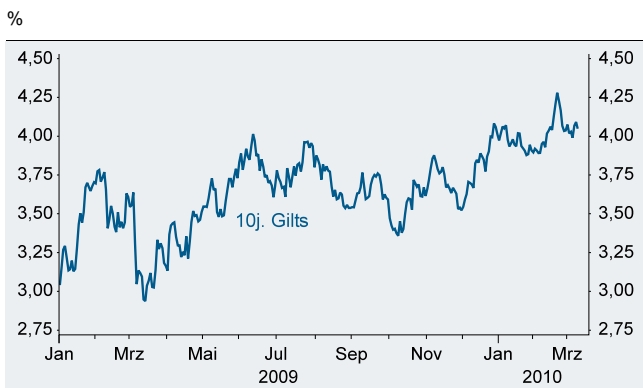
Mit den Wirren um Griechenland bzw. andere so genannte „PIGS“-Staaten aus der Eurozone ist die Frage aufgekommen, ob Großbritannien nicht auch in die Kategorie dieser schuldengeplagten „Krisenländer“ fällt. Schließlich befindet sich das britische Haushaltsdefizit in griechischen Größenordnungen, die Gesamtverschuldung jedoch ist um einiges geringer. Die Renditen für zehnjährige britische Staatsanleihen zogen kurzzeitig auf 4,3 % an. Mittlerweile beruhigte sich der Markt wieder. Zehnjährige Gilts rentieren auf Monatsfrist mit 4,1 % etwas höher. Der Vergleich mit Griechenland spricht für sich: Griechische Papiere mit gleicher Laufzeit verzinsen sich mit rund 6,0 %, in der Spitze waren sogar über 7 %. Staatsanleihen aus Italien und Spanien rentieren etwas niedriger als Gilts. Allerdings werden diese Papiere in einer anderen Währung, dem Euro, ausgegeben. Die Versicherungsprämien gegen einen Kreditausfall (CDS) liegen für Großbritannien dagegen deutlich niedriger als in allen PIGS-Ländern. Die britischen CDS notieren sogar nahe dem Jahrestief. Entgegen der öffentlichen Wahrnehmung zeigen sich die Märkte damit relativ entspannt, was die Erwartung eines britischen Zahlungsausfalls betrifft.

Großbritannien hat im Gegensatz zu den einzelnen Mitgliedsländern der Währungsunion eine eigenständige Geldpolitik. Damit könnte sich das Land im Notfall, also falls Anleihen nicht mehr am Markt platziert werden können, das Geld selber drucken. De facto hat dies die BoE 2009 bereits getan, auch wenn die Maßnahmen zur quantitativen Lockerung der BoE noch andere Hinter-

gründe hatten. Die Bereitschaft der Notenbank für solche Aktion besteht demnach, ein Zahlungsausfall Großbritanniens kann deshalb mit hoher Wahrscheinlichkeit ausgeschlossen werden. Das Anwerfen der Notenpresse zur Staatsfinanzierung ist jedoch keine beruhigende Option. Die dadurch erhöhte Geldmenge kann mittel- und langfristig zu einem Inflationsanstieg führen, theoretisch kann dieser sogar sehr hoch ausfallen. Im letzteren Fall hilft dem Anleger die Rückzahlung wenig, wenn die Kaufkraft des Nominalwerts der Anleihen massiv zurückgegangen ist.

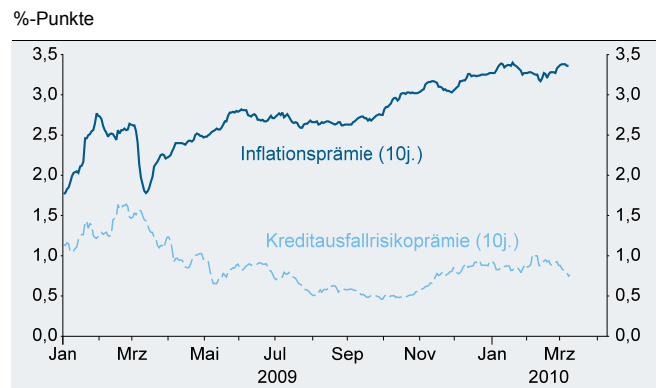
Der britische Rentenmarkt deutet bereits seit einigen Monaten an, dass das Risiko nicht der Zahlungsausfall, sondern ein Kaufkraftverlust via Inflation ist. Der Kollateralschaden des bisherigen Einsatzes der Notenpresse sind steigende Inflationserwartungen und damit höhere Renditen. Derzeit spricht das konjunkturelle Umfeld gegen einen signifikanten Teuerungsanstieg. Würden die Notenbankkäufe aber mittel- und langfristig anhalten, wäre eine spürbare Geldentwertung wohl kaum zu vermeiden.

Renditen im Aufwärtstrend



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Das Risiko ist Inflation und nicht Zahlungsausfall



Quellen: EcoWin, Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Politische Unsicherheit belastet

Der Gefahr einer mittel- und langfristigen Inflationsbeschleunigung und damit auch höherer Anleiherenditen kann der Staat begegnen. Die BoE hat die Chance, rechtzeitig die geschaffene bzw. die womöglich noch zu schaffende Liquidität wieder einzusammeln. Zusätzliche Notenbankkäufe sind nicht notwendig, wenn der Staat sein Defizit spürbar reduziert. Vor den Parlamentswahlen Anfang Mai geben sich die Politiker reichlich unkonkret. Danach müssten deutliche Maßnahmen erfolgen, wenn das Land höhere Zinsen vermeiden möchte, zumal die Ratingagenturen auch mit Abstufungen drohen. Die aktuellen Wahlumfragen lassen die Zweifel wachsen, dass sich nach der Wahl im Parlament eine klare Mehrheit ergibt. Dies könnte in den nächsten Monaten noch für Turbulenzen am Rentenmarkt sorgen. Die Renditen zehnjähriger Gilts dürften vorerst nach oben gerichtet sein und könnten sogar auf 4,5 % steigen. Der US-Rentenmarkt wird diese Entwicklung vermutlich unterstützen. Dennoch, auch eine Koalitionsregierung schließt eine merkliche Haushaltskonsolidierung nicht aus. Der Beginn einer Austeritätspolitik in Großbritannien dürfte im zweiten Halbjahr am Rentenmarkt in Form höherer Kurse honoriert werden. Eine Zinswende der BoE könnte dann sogar ebenfalls positiv für den Rentenmarkt sein und die Inflationsängste wieder in den Hintergrund drängen.

## 5 Devisenmarkt: Vorteil einer eigenen Währung

#### Pfund gerät unter Druck

Als die Sorgen um Griechenland und andere Schuldner am Devisenmarkt in den Fokus rückten, konnte das Britische Pfund zunächst noch gegenüber dem Euro zulegen. Mittlerweile steht aber die britische Währung spürbar unter Druck. Der Euro-Pfund-Kurs stieg über 0,90, gegenüber dem US-Dollar fiel die Abwertung noch stärker aus. Zur Verkaufswelle des Pfund Sterling haben wohl auch die neuesten Wahlumfragen in Großbritannien beigetragen. Eine fehlende klare Mehrheit

könnte die Haushaltskonsolidierung erschweren. Dadurch wachsen die Ängste vor einer Zahlungs-  
krise des britischen Staates. Erinnerungen an Griechenland oder auch die eigene Vergangenheit in  
den siebziger Jahren kommen auf. Darüber hinaus könnte die Bank of England dann zur Haus-  
haltsfinanzierung das Anleihekaufprogramm wieder aufnehmen und dadurch mittelfristig Inflation  
erzeugen.

Eigene Währung erhöht  
die Flexibilität

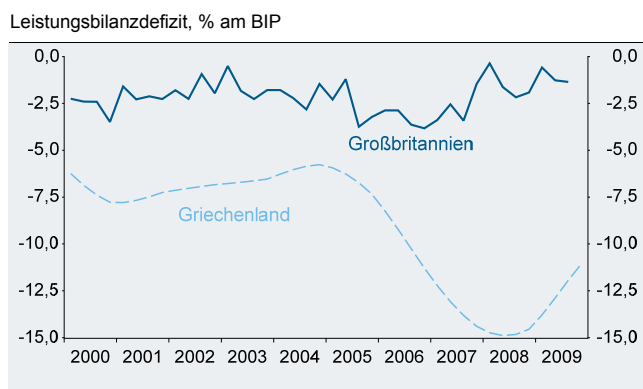
Die Gefahr des Staatsbankrotts ist in Großbritannien gering. Eine merklich höhere Inflation ist  
zwar mittelfristig möglich, aber keinesfalls gesichert. Es gibt aber noch andere Argumente, wes-  
halb Großbritannien merklich besser als Griechenland da steht. Griechenland leidet unter einer  
massiven Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit. Dies zeigt sich an dem hohen Leistungsbi-  
lanzdefizit rund 10 % am Bruttoinlandsprodukt. Zwar weist auch Großbritannien hier einen Fehl-  
betrag auf. Die Leistungsbilanz liegt aber nur gut 1 % im Minus. Außerdem ist das Land zu einem  
deutlich geringeren Anteil im Ausland verschuldet. Großbritannien hat im Gegensatz zu Griechen-  
land die Möglichkeit, seine Währung gegenüber den wichtigsten Handelspartnern abwerten zu  
lassen und damit das Außenhandelsdefizit noch weiter zu reduzieren. Dieses Argument spricht  
dafür, dass sich Großbritannien auf die Dauer von der Krise erholen kann. Die Option einer Wäh-  
rungsabwertung muss das Land im Grunde auch nicht mehr ziehen, denn sie wurde schon gezo-  
gen. Das Pfund verlor seit 2007 handelsgewichtet gut 27 % an Wert. Die Anpassung von Wech-  
selkursänderungen auf den Gütermärkten erfolgt zumeist zeitverzögert. Deshalb könnte die bishe-  
rige Abwertung schon ausreichen, um das Außenhandelsdefizit Großbritanniens entscheidend zu  
verringern. Gemäß Kaufkraftparitäten ist der Euro-Pfund-Kurs zu hoch. Deshalb sollte sich das  
britische Leistungsbilanzdefizit weiter verringern.

Pfund verliert gegenüber US-Dollar



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Großbritannien weniger auf Auslandsgelder angewiesen



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Kurspotenzial, wenn  
Sorgen nachlassen

Bis zu den Wahlen wird sich das Pfund vermutlich recht volatil entwickeln; einzelne Wahlumfra-  
gen können die Wechselkurse beeinflussen. Richtungweisend für das Pfund Sterling wird aber erst  
der Amtsbeginn einer neuen Regierung sein. Dann zeigt sich, wie intensiv diese – ob nun Allein-  
oder Koalitionsregierung – die Haushaltskonsolidierung vorantreibt. Sollte diese aus Sicht des  
Marktes unzureichend ausfallen, würde das Pfund unter Druck geraten. Allerdings gehen wir da-  
von aus, dass merkliche Sparmaßnahmen vorgenommen werden und dass die Notenbank keine  
zusätzlichen Käufe vornehmen wird. Die Ängste dürften sich im Jahresverlauf vermindern und das  
Pfund sowohl gegenüber Euro als auch US-Dollar aufwerten. Der Euro-Pfund-Kurs könnte am  
Jahresende bis auf 0,83 zurückgehen. Großbritannien ist eben nicht Griechenland.

## 6 Finanzmarktkalender

	Montag	Dienstag	Mittwoch	Donnerstag	Freitag
08.03.-12.03.		<b>RICS Hauspreisindex-Umfrage</b> (01:01) Feb 17 (Jan 32,0%)  <b>BRC Einzelhandelsumsätze</b> (01:01) Feb 2,2% Vj (Jan -0,7% Vj)  <b>Handelsbilanz</b> (10:30) Jan -3768 Mio. £ (Dez -3262 Mio. £)	<b>Industrieproduktion</b> (10:30) Jan (Dez 0,5/-3,6% Vm/Vj)		
15.03.-19.03.	<b>Rightmove Hauspreise</b> (01:01) Mrz (Feb 3,2/6,1% Vm/Vj)	<b>DCLG Hauspreisindex</b> (10:30) Jan (Dez 2,9% Vj)	<b>BoE-Sitzungsprotokoll</b> (10:30) Mrz  <b>Arbeitslosenzahl</b> (10:30) Feb (Jan 23,5 Tsd.)  <b>Arbeitslosenquote (ILO)</b> (10:30) Jan (Dez 7,8% 3-M.-Ø)  <b>Durchschn. Löhne inkl. Boni</b> (10:30) Jan (Dez 0,8% 3-M.Ø Vj.)  <b>Durchschn. Löhne exkl. Boni</b> (10:30) Jan (Dez 1,2% 3-M.Ø Vj.)	<b>Geldmenge M4</b> (10:30) Feb (Jan 0,4/4,9% Vm/Vj)  <b>Öffentliche Finanzen (PSNCR)</b> (10:30) Feb (Jan -11,8 Mrd. £)  <b>CBI Industrietrends</b> (12:00) Mrz (Feb 36)	
22.03.-26.03.		<b>Verbraucherpreise</b> (10:30) Feb (Jan -0,2/3,5% Vm/Vj)  <b>Einzelhandelspreise</b> (10:30) Feb (Jan 0,0/3,7% Vm/Vj)	<b>CBI Handel</b> (12:00) Mrz (Feb 23)	<b>Einzelhandelsumsätze</b> (10:30) Feb (Jan -1,2/2,6% Vm/Vj)	
29.03.-02.04.		<b>Hypothekengenehmigungen</b> (10:30) Feb (Jan 48,2 Tsd.)  <b>Nationwide Hauspreise*</b> Mrz (Feb -1,0/9,2% Vm/Vj)	<b>Konsumentenvertrauen GfK</b> (01:01) Mrz (Feb -14)  <b>Serviceindex</b> (10:30) Jan (Dez 0,5% 3.M./3M.)	<b>Einkaufsmanagerindex (Industrie)</b> (10:30) Mrz (Feb 56,6)	
		Vj/Vm/Vq r * sb, a	gg. Vorjahr/-monat/-quartal revidiert frühester bzw. voraussichtlicher Termin saisonbereinigt, annualisiert		