



## Großbritannien – wie ernst ist die Lage?

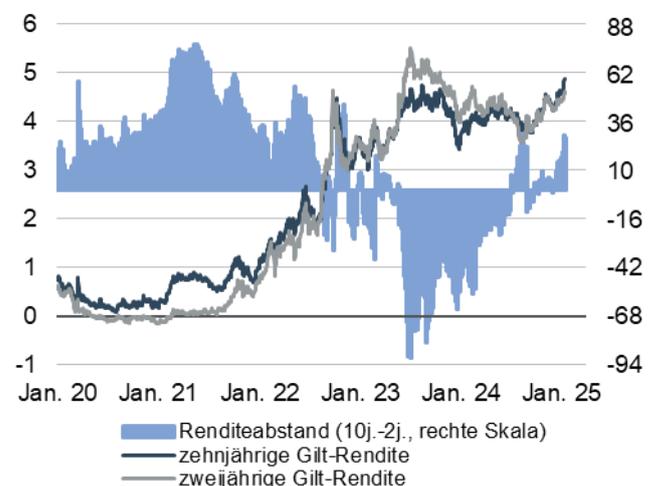
Der britische Staatsanleihenmarkt war schon in den vergangenen Jahren für einige Ausschläge gut. Nun haben die Renditen im Januar mehrjährige Rekordniveaus erreicht. Das Königreich ist aufgrund eines Leistungsbilanzdefizits auf hohe ausländische Kapitalzuflüsse angewiesen. Ohne den Glauben der Investoren, dass die Regierung das Wachstum beleben und das Budgetdefizit reduzieren kann, droht eine schärfere Krise. Im Basisszenario gehen wir davon aus, dass die Investoren die Budgetsituation in Großbritannien zwar kritisch begleiten werden, aber eine breite Kapitalflucht vermieden werden kann.

Die 30-jährigen Staatsanleiherenditen in Großbritannien haben das höchste Niveau seit 1998 erreicht. In unseren Augen sind die folgenden vier Treiber für den Anstieg verantwortlich:

1. **Internationale Vorgaben:** Die zehnjährigen US-Renditen sind in den vergangenen zwei Monaten etwa 65 Basispunkte (Bp) gestiegen. Der US-Leitmarkt entwickelt über den internationalen Zinszusammenhang eine Sogwirkung, sodass auch japanische und deutsche Anleiherenditen deutlich zugelegt haben und nicht nur die britischen.<sup>1</sup>
2. **Inflationszahlen:** Die jüngsten britischen Inflationsdaten sind schlechter ausgefallen, als von Volkswirten erwartet. Der Rückgang des Preisauftriebs ist ins Stocken geraten: Die Inflationsrate erreicht im November mit 2,6 % das höchste Niveau seit acht Monaten (2,5 % im Dezember). Zudem wirken einige angekündigten Maßnahmen der neuen Regierung tendenziell inflations-treibend, zumindest solange die Konjunkturaussichten solide bleiben. So werden die Sozialversicherungsbeiträge der Arbeitgeber deutlich steigen. Und diese werden vermutlich versuchen, die Kostenbelastung auf die Verbraucher zu überwälzen.  
Die gestiegenen Inflationsrisiken belasten den Anleihenmarkt dadurch, dass weniger Leitzinssenkungen als noch im Herbst erwartet werden. So stieg der am Future-Markt eingepreiste Leitzins für August 2025 von 4,20 % auf 4,35 %.

3. **Haushaltsplan:** Der Markt hatte bereits im Oktober nicht begeistert auf die Budgetplanung der neuen Labour-Schatzkanzlerin Rachel Reeves reagiert, die auch höhere Unternehmenssteuern beinhalteten. Aufgrund von höheren Ausgaben – insbesondere Konsumausgaben – war die Budgetplanung für 2025 zudem sehr eng. Einen niedrigeren Puffer für Sonderereignisse gab es laut Financial Times nur äußerst selten. Dieser Puffer von rund 9 Mrd. GBP wird nun durch die höher als unterstellten Marktzinsen bereits aufgebraucht. So schürt die Unsicherheit über weitere fiskalpolitische Maßnahmen neue Unsicherheit am Markt, wodurch wiederum höhere Risikoaufschläge verlangt werden.

### Gilts auf Rekordniveaus



<sup>1</sup> Siehe auch Economic Research Kompakt, „Warten auf Trump“ vom 14. Januar 2025.

4. **Angebot:** Die Fälligkeitsstruktur sowie das Budgetdefizit implizieren, dass Großbritannien dieses Jahr netto 150 Mrd. GBP neue Anleihen begeben wird. Hinzu kommt, dass die britische Zentralbank, die Bank von England (BoE), plant, ihre Bilanzsumme weiter zu schrumpfen. Im vergangenen Jahr ging diese um 100 Mrd. GBP zurück. Auch diese Nachfragerlücke muss von privaten Investoren gefüllt werden.

Die Treiber lassen sich nicht klar von einander trennen und verstärken sich teilweise gegenseitig. Denn ein global höheres Zinsniveau belastet die Wachstumsaussichten und wirkt negativ auf das Haushaltsdefizit der Regierung. In der jetzigen Situation wäre die Labour-Regierung aber stark auf positive Konjunkturaussichten angewiesen.

Die Hoffnung einer konjunkturellen Aufbruchsstimmung schwindet jedoch mit der Sorge, dass der Haushalt eventuell noch einmal nachgebessert werden muss.

#### **Liz-Truss-Moment vergleichbar?**

Die Marktteilnehmer versuchen derzeit die Situation mit Blick auf die jüngere Vergangenheit zu evaluieren. Dabei liegen Vergleiche mit der Krise im September 2022 nahe. Damals hatten die Budgetpläne der Premierministerin Liz Truss zu Turbulenzen geführt. Die Pläne beinhalteten massive Steuersenkungen, deren wachstumsbeschleunigende Wirkung die Marktteilnehmer wohl geringer einstufen als die damalige konservative Tory-Regierung selbst.

Die 30-jährigen Renditen waren innerhalb einer Woche um 125 Basispunkte gestiegen. Verschärft wurde die Krise durch strauchelnde Pensionsfonds, die mit Liquiditätsengpässen konfrontiert waren, nachdem sich Zinsabsicherungen durch die Zinswende 2022 zu ihren Ungunsten entwickelt hatten. Die Marktinterventionen der BoE und der Rücktritt von Liz Truss beendeten die akute Krise. Diese wirkt jedoch bis heute nach: Sie war die erste Krise nach der Negativzinsphase und hat den Regierungen der Industrieländer vor Augen geführt, dass auch ihre Staatsfinanzierung – nicht nur die der Entwicklungsländer darauf angewiesen ist, dass die Investoren überzeugt sind, dass die Investoren daran glauben,

dass die Budgetplanung und die Wachstumserwartungen ein solides Gesamtpaket darstellen. Dies gilt in besonderer Weise für diejenigen Länder, die wie das Vereinigte Königreich auf internationale Kapitalzuflüsse angewiesen sind.

Die aktuelle Lage ist zwar somit recht verschieden von 2022. Allerdings zeigt der Kursverfall der britischen Anleihen sowie die Pfundabwertung, dass die Investoren verunsichert sind.

#### **Ist eine Staatsschuldenkrise auszuschließen?**

Eine Verunsicherung ist immer dann kritisch, wenn es fundamentale Gründe gibt, dass sich ein Herdentrieb unter Investoren verstärken könnte. Und diese sind durchaus zu finden: Angesichts der nun erhöhten Zinsen, die die Schatzkanzlerin auf den Schuldenberg zahlen muss, und des geplanten Budgetdefizit in den kommenden Jahren dürfte die Staatsschuldenquote Großbritanniens weiter steigen. Aktuell liegt sie 102% der Wirtschaftsleistung.

Allgemein gilt folgender Zusammenhang: Ist der nominale Zinssatz  $r$  höher als das nominale Wirtschaftswachstum  $g$  konvergiert die Staatsschuldenquote gegen unendlich, wenn ein Primärdefizit vorhanden ist. Das heißt, dass ein negativer Saldo im Staatshaushalt (ohne Zinszahlungen) – sprich ein Primärdefizit – nur nachhaltig tragfähig ist, solange die Zinsen niedrig sind.

$r > g =$  Staatsschuldenquote steigt

Da die durchschnittliche Restlaufzeit der britischen Staatsanleihen zehn Jahre ist, können wir der Einfachheit halber annehmen, dass der Zins  $r$  der aktuellen Rendite zehnjähriger Gilts entspricht. Diese notiert bei 4,9%. Unsere Volkswirte prognostizieren aber, dass das nominale BIP nur um etwa 3,7% in den Jahren 2025/26 wachsen wird. Das Primärdefizit lag 2024 bei 2% und wird laut IMF in den Jahren 2025/26 nur leicht zurückkommen.

Der Labour-Regierungschef Keir Starmer hat angekündigt, dass er das reale Wachstum bis zur nächsten Wahl auf 2,5% steigern möchte. Gelänge dies, könnte die Schuldenquote in unseren Augen durchaus wieder sinken, wenn wir eine Inflationsrate von

2% unterstellen und die Haushaltseffekte einer guten Konjunktur berücksichtigen. Wird dies für die Investoren glaubhaft kommuniziert und durch eine entsprechende Wirtschaftspolitik flankiert, ließe sich die Unsicherheit am Markt reduzieren.

**Laufzeitenprämie kehrt zurück**

Zudem ist Großbritannien natürlich mitnichten, das einzige Land, dessen volkswirtschaftliche Rahmen-daten auf eine stetig weiter steigende Schuldenquote hindeuten. Anders als der US-Dollar ist das Pfund zwar nicht die Weltreservewährung, aber auch das Vereinigte Königreich genießt angesichts der stabilen demokratischen Institutionen und einer glaubwürdigen Zentralbank ein hohes Vertrauen bei Investoren. Sie dürften dem Land zudem zutrauen, im Fall der Fälle schnell einen Primärüberschuss zu erreichen. Aktuell sieht es danach aus, dass globale Anleger eine höhere Prämie wollen, um eine langlaufende Anleihe zu kaufen. Die sogenannte Laufzeitenprämie ist seit dem Herbst deutlich gestiegen, was unseres Erachtens mit Blick auf die vergangenen 20 Jahre in erster Linie eine Normalisierung darstellt. Hinzu kommt aber, dass die Aussicht auf ein deutlich veränderte US-Wirtschaftspolitik die Unsicherheit über Wachstum und Inflationsentwicklung deutlich erhöht hat.

Wir davon ausgehen, dass sich nach den ersten Monaten unter der neuen US-Regierung der Nebel gelichtet haben dürfte. Wir sind nicht alleine mit der Hoffnung, dass der US-Kongress nur einem ausbalancierten Gesamtkonzept zustimmen wird. Diese Hoffnung führt dazu, dass viele Marktakteure US-

und UK-Staatsanleiherenditen auf den aktuellen Niveaus als attraktiv ansehen dürften. Insofern gehen wir im Basisszenario davon aus, dass der Renditeanstieg in den kommenden Wochen ausläuft.

**Wohin steuert das Pfund?**

Die BoE dürfte unseres Erachtens im laufenden Jahr deutlich weniger Zinssenkungen vornehmen als die Europäische Zentralbank. Damit erhält das Pfund im Verhältnis zur Gemeinschaftswährung Zinsunterstützung. Konkret rechnen wir mit maximal zwei Zinssenkungen der BoE gegenüber bis zu vier Zinssenkungen der EZB. Ferner gehen wir davon aus, dass die Sorgen um das Leistungsbilanzdefizit in Großbritannien nicht von Dauer sein werden und mithin die Kapitalströme auf die Insel „weiterfließen“. Vor diesem Hintergrund erwarten wir moderat niedrigere EUR/GBP-Niveaus im Jahresverlauf 2025 (Prognose: 0,83 zur Jahresmitte).

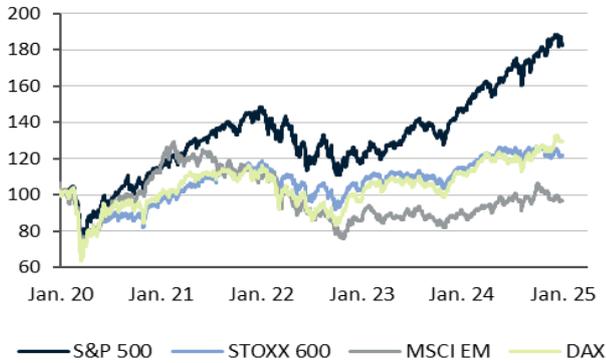
**GBP: Pfund-Stärke nur temporär unterbrochen**



Quelle: Factset, Stand: 14.01.2025

# Appendix

## Performance Aktien



Quelle: Bloomberg, Index: 01.01.20=100, Stand: 14.01.25

## Bewertung Aktien



Quelle: Bloomberg, Stand: 14.01.25

## Konjunkturüberraschungen negativ



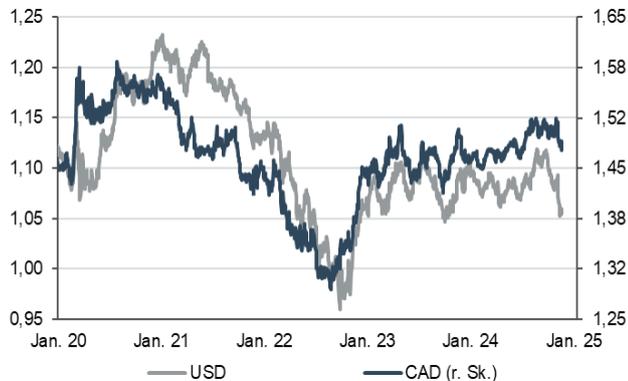
Quelle: Bloomberg, Stand: 14.01.25

## US-Preisaufrtrieb nimmt (langsam) ab



Quelle: Bloomberg, %, im Jahresvergleich, Stand: 15.01.25

## EUR/USD und EUR/CAD



Quelle: Bloomberg, Stand: 14.01.25

## EUR/JPY und EUR/CHF



Quelle: Bloomberg, Stand: 14.01.25

## Rechtliche Hinweise

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Lampe Asset Management GmbH noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen übernehmen eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit. Alle in dieser Publikation geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Publikation erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Lampe Asset Management GmbH entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Lampe Asset Management GmbH veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Für Schäden, die im Zusammenhang mit einer Verwendung/Verteilung dieser Ausarbeitung entstehen oder entstanden sind, übernimmt die Lampe Asset Management GmbH keine Haftung.

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Personen mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Lampe Asset Management GmbH.

### Aufsicht

Lampe Asset Management GmbH unterliegt der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main.

Herausgeber dieser Studie ist die Lampe Asset Management GmbH.

Verantwortliche Autoren sind:

Dr. Ulrike Rondorf und Daniel Winkler

Chief-Investment-Office

Lampe Asset Management GmbH

Schwannstraße 10

40476 Düsseldorf

Telefon +49 (0)211 95742 - 523

Telefax +49 (0)211 95742 – 570

E-Mail: [cio-office@lampe-am.de](mailto:cio-office@lampe-am.de)

Internet: <https://www.hal-privatbank.com/asset-management/lampe-asset-management>

Redaktionsschluss: 15.01.2025