



Editorial: Frankreich im Fokus, Deutschland solide



gt/ Die Kurse von französischen Staatsanleihen sackten durch eine Kombination aus hohen Haushaltsdefiziten, landesweiten Protesten und einem unsicheren politischen Ausblick ab. Der Spread zu den 10-jährigen Bundesanleihen stieg auf rund 160 Basispunkte – eine Verdopplung gegenüber Jahresanfang. Dies belastete auch spanische und italienische Staatsanleihen.

Wie sehen die Staatsschulden heute im Vergleich zur europäischen Staatsschuldenkrise aus? Griechenland stand damals im Zentrum der Krise mit einer Schuldenquote von 180 % des Bruttoinlandprodukts. Frankreich dagegen hat heute eine Quote von etwa 116 %. Das ist zunächst einmal beruhigend, allerdings ist Griechenland wirtschaftlich viel kleiner als Frankreich. Griechenland machte 2012 weniger als 2 % der Wirtschaftsleistung der EU aus – Frankreich steht heute für rund 16 % der Wertschöpfung. Eine Rettung des Landes wäre daher deutlich schwieriger. Fraglich scheint, ob sich die EZB davon beeinflussen lässt und weniger restriktiv agiert.

Deutschland zeigt sich dagegen derzeit trotz aller negativen Schlagzeilen wirtschaftlich solide. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen ist zwar seit Jahresanfang um etwa 60 Basispunkte gestiegen, aber der EZB-Leitzins wurde seither auch zweimal angehoben und eine weitere Erhöhung im Dezember ist abzusehen. Der Renditeanstieg ist somit ähnlich hoch wie in den Niederlanden. Mit einer Staatsschuldenquote von nur 44 % ist dieses Nachbarland fiskalisch besonders nachhaltig aufgestellt. Dies zeigt, dass an den Rentenmärkten noch keine Sorgen über Deutschland bestehen.

Auf der anderen Seite des Atlantiks konnte der US-Dollar von der gestiegenen Unsicherheit profitieren, obwohl Risiken im KI- und Halbleitersektor am dortigen Aktienmarkt für Unruhe sorgten. Der Dollar konnte damit seine Rolle als sicherer Hafen wieder einmal unter Beweis stellen. Nach vorne gerichtet schauen wir gespannt auf die Zwischenwahlen in den USA. Sollte der Wahlausgang von einer der beiden Seiten nicht anerkannt werden, könnte eine zunehmende Unsicherheit US-Assets unter Druck setzen. Insgesamt dürften die wirtschaftlichen Implikationen der Wahlergebnisse aber überschaubar bleiben, da Präsident Trump bereits heute häufig per Dekret am Kongress vorbei regiert.

Ihre

Dr. Gertrud Rosa Traud

Chefvolkswirtin/Head of Research

Devisen: Euro-Schwäche auf breiter Front

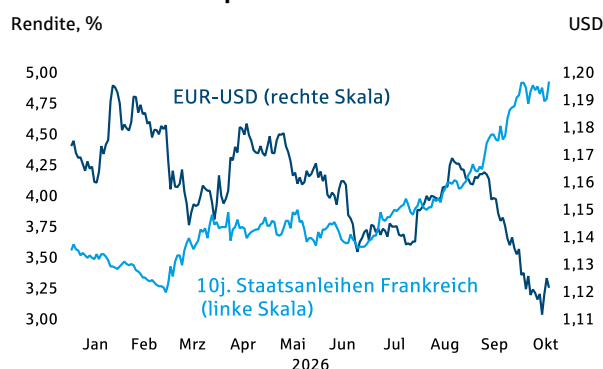


- US-Dollar wertet gegenüber dem Euro aufgrund gestiegener Zinsdifferenzen deutlich auf
- Auch Fiskalsorgen rund um Frankreich lasten auf dem Euro-Dollar-Kurs
- Eine Gegenbewegung beim Dollar erscheint aktuell realistisch
- Britisches Pfund profitiert von französischen Fiskalsorgen und britischem Wachstum
- Schweizer Franken stellt seine Rolle als sicherer Hafen unter Beweis
- Japanischer Yen mit wenig Impulsen unterhalb der Interventionsschwelle

sw/ Der **US-Dollar gewinnt** gegenüber dem Euro deutlich **an Oberwasser**. Zweierlei Gründe sind anzuführen: **Sorgen um europäische Staatsfinanzen und veränderte Leitzinserwartungen**. Steigende Risikoaufschläge französischer Staatsanleihen rückten die fiskalischen Herausforderungen einzelner Mitgliedstaaten wieder stärker in den Fokus. Die Renditen französischer Staatsanleihen stiegen seit Jahresanfang um rund 1,5 Prozentpunkte. Normalerweise führen steigende Renditen dazu, dass eine Währung für Anleger attraktiver erscheint. Dieser Zusammenhang war jedoch bei französischen Anleihen und dem Euro zuletzt nicht zu beobachten. Auch wenn eine Wiederauflage der europäischen Staatsschuldenkrise nicht unser Basisszenario ist, sorgten zunehmende Zweifel an der **fiskalischen Stabilität** einzelner Mitgliedsländer für zusätzlichen **Druck auf die Gemeinschaftswährung**. Dies zeigt sich nicht nur im Euro-Dollar-Kurs, sondern auch gegenüber anderen Währungen (siehe nächste Seite).

Gleichzeitig nahm an den Finanzmärkten die Sorge zu, dass die EZB in einem Belastungsszenario gezwungen sein könnte, mit einer expansiveren Geldpolitik gegenzusteuern. Dadurch **verringerten sich die Leitzinserwartungen** in der Eurozone stärker als in den USA. Zwischenzeitlich wurden an den Märkten statt vier nur noch zwei Zinsschritte der EZB eingepreist. Das führte dazu, dass sich die Zinsdifferenz zwischen US-amerikanischen und deutschen Staatsanleihen ausweitete, was auf dem Euro lastete.

Frankreichs Fiskalprobleme lasten auf dem Euro



Quellen: Macrobond, Helaba Research

Euro-Abwertung scheint übertrieben



Quellen: Macrobond, Helaba Research

Unterstützung erhielt der Dollar zudem vom **Ölmarkt**. Trotz einer Lockerung der US-Sanktionen gegenüber Russland blieben die Ölpreise auf einem hohen Niveau. Davon profitiert der US-Dollar in mehrfacher Hinsicht. Zum einen wird der internationale Ölhandel überwiegend in Dollar fakturiert, zum anderen zählen die USA inzwischen zu den bedeutenden Nettoexporteuren von Energie. Zudem sorgen die anhaltenden Spannungen im Nahen Osten für eine erhöhte Risikoprämie an den Devisenmärkten.

Aus unserer Sicht preisen die Devisenmärkte derzeit jedoch ein zu negatives Szenario für den Euroraum ein. Eine **Gegenbewegung** des Euro gegenüber dem US-Dollar halten wir daher in den kommenden Monaten für **wahrscheinlich**. Sollte sich die geopolitische

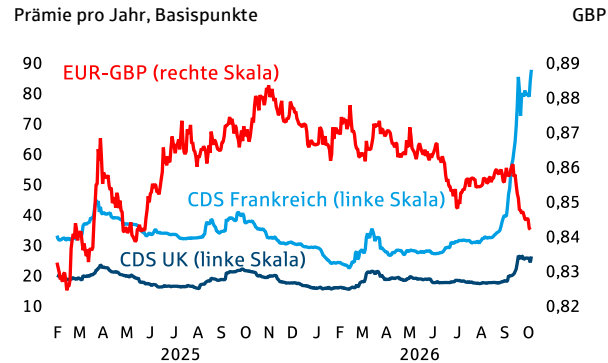
Lage entspannen und das globale Ölangebot spürbar ausgeweitet werden, dürfte Abwärtsdruck auf den Dollar entstehen. In diesem Umfeld hätte der Euro Potenzial, einen Teil der jüngsten Verluste wieder wettzumachen.

Das **Britische Pfund** konnte gegenüber dem Euro zuletzt zulegen. Hintergrund waren weniger großbritannienspezifische Faktoren als vielmehr die gestiegenen fiskalischen Risiken im Euroraum. Insbesondere die Diskussion um die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen in Frankreich sorgte für zusätzliche Unterstützung für das Pfund, wie man an der Bewegung der Kreditausfallprämien sehen kann.

Gleichzeitig erhielten die **Zinserwartungen** für die Bank of England etwas **Rückenwind**. Der britische Arbeitsmarkt sendete nach einer längeren Schwächephase erste Stabilisierungssignale, und das Wirtschaftswachstum überraschte positiv. Die jüngsten Inflationsdaten zeigten eine erneute Beschleunigung des Preisauftriebs. Entsprechend wurden Zinserhöhungen auf der Insel wahrscheinlicher.

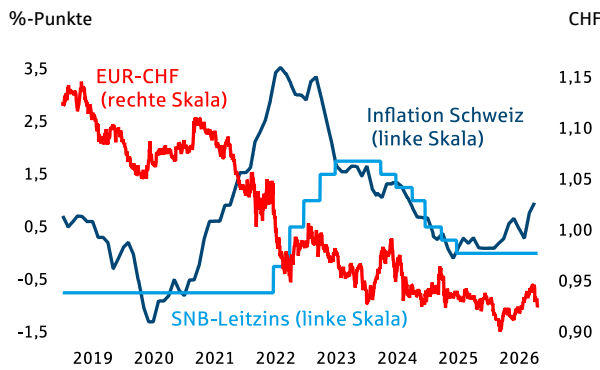
Aus unserer Sicht erscheinen die **Erwartungen jedoch überzogen**. Der Markt preist derzeit mehr als vier Zinsschritte innerhalb der kommenden zwölf Monate ein. Angesichts der Tatsache, dass der Leitzins mit 3,75 % wohl bereits im restriktiven Bereich ist, dürfte der geldpolitische Spielraum der Bank of England begrenzt sein. Wir rechnen für die kommenden Quartale lediglich mit einem weiteren Zinsschritt. Der aktuelle Kurs birgt daher Enttäuschungspotenzial und spricht mittelfristig eher für eine Abschwächung des Pfunds.

Risikozunahme in Frankreich trägt Pfund



Quellen: Bloomberg, Helaba Research

Inflation und Leitzins in der Schweiz niedrig



Quellen: Macrobond, Helaba Research

Auch der **Schweizer Franken** profitierte als klassische Fluchtwährung zuletzt von den zunehmenden Fiskalrisiken im Euroraum. Grundsätzlich bleibt das Umfeld für den Franken jedoch herausfordernd. Mit einem Leitzins von 0 % weist die Schweiz im internationalen Vergleich einen deutlichen Zinsnachteil auf, während viele andere Zentralbanken ihre Geldpolitik straffen. Dieser negative „Carry“ schafft Anreize, sich in Franken zu verschulden und die Mittel in höher verzinsliche Währungen und Anlageklassen umzuschichten. Dadurch entsteht tendenziell Abwertungsdruck auf die Schweizer Währung.

Gleichzeitig besteht für die Geldpolitik nur begrenzter Handlungsbedarf. Die Inflation liegt bei 1 % und damit

komfortabel im Zielbereich der Schweizerischen Nationalbank. Entsprechend dürfte die Bereitschaft gering sein, die Leitzinsen zur Stützung des Frankens anzuheben. Hinzu kommt, dass eine übermäßige Aufwertung die Exporte und damit die Schweizer Wirtschaft belasten würde. Die Nationalbank hat in der Vergangenheit wiederholt signalisiert, einer starken Frankenaufwertung notfalls durch Interventionen am Devisenmarkt entgegenzutreten. Vor diesem Hintergrund erscheint das weitere Aufwertungspotenzial des Frankens begrenzt. Insgesamt **überwiegen** daher mittelfristig die **Abwärtsrisiken**.

Der **Japanische Yen** hielt sich stabil unter der Marke von 160 Yen pro Dollar. In einer insgesamt wenig volatilen Phase des Dollar-Yen-Wechselkurses sah sich die Regierung zu keinen weiteren Interventionen gezwungen. Die japanische Zentralbank wird auf ihrem Pfad sukzessiver Zinserhöhungen bleiben, was den Yen zwar nicht übermäßig, aber dennoch etwas unterstützen sollte.

gg. Euro	aktuell*	Q4/26	Q1/27	Q2/27	Q3/27
US-Dollar	1,12	1,17	1,18	1,20	1,20
Jap. Yen	178	181	181	180	180
Brit. Pfund	0,84	0,86	0,86	0,86	0,87
Schw. Franken	0,93	0,96	0,96	0,97	0,98

* 21.10.2026

Quellen: Bloomberg, Helaba Research



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:
<https://news.helaba.de/research/>

Wir sind für Sie da:

Themengebiete

Chefvolkswirtin/Head of Research
Rentenstrategie
Aktienstrategie
Devisenstrategie, Großbritannien
Gold
Immobilien
Rohöl
Deutschland, Eurozone
USA, China

Autoren/-innen

Dr. Gertrud Rosa Traud (rt)
Ulf Krauss (uk)
Markus Reinwand (mr), CFA
Samuel Will (sw)
Claudia Windt (cw)
Paul Richter (pr)
Ralf Umlauf (ru)
Simon Azarbjani (saz)
Patrick Franke (pf)

Durchwahl
069/9132-

20 24
47 28
47 23
74 88
25 00
79 58
11 19
79 76
47 38

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research

Redaktion:

Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:

Dr. Gertrud Rosa Traud
Chefvolkswirtin/
Head of Research

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24

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

Mail: research@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.