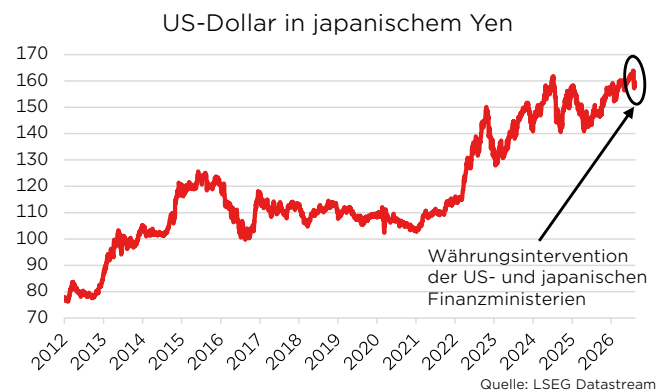


Konjunktur und Strategie

20. August 2026

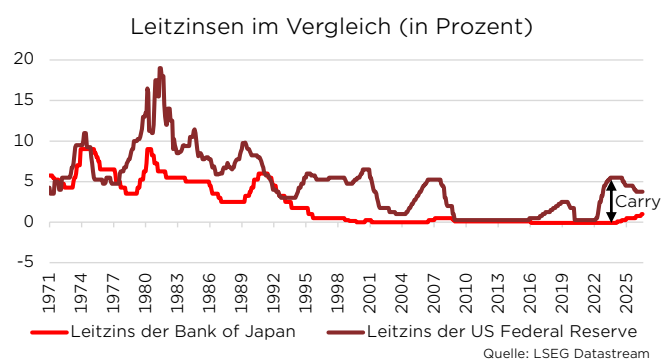
Yen-Rettung: Währungsintervention auf Kosten des Euro

Devisenmarktinterventionen zählen zu den seltensten Eingriffen staatlicher Akteure in das Marktgeschehen. Noch seltener sind gemeinsame Aktionen mehrerer Länder, und am seltensten sind solche, bei denen die USA öffentlich bekunden mitgemacht zu haben. Diese Zurückhaltung hat einen einfachen Grund. Staaten verschweigen Interventionen nicht, weil sie etwas Unrechtmäßiges täten, sondern weil die Information selbst den Erfolg des Eingriffs beeinflussen kann. Wer nicht weiß, ob und wann ein Staat im Markt aktiv ist, positioniert sich vorsichtiger gegen ihn. Genau deshalb ist es bemerkenswert, was Ende Juli geschehen ist. Nachdem der Dollar auf fast 164 Yen gestiegen war und der Yen damit auf den schwächsten Stand seit rund 40 Jahren gefallen war, kauften das japanische und das amerikanische Finanzministerium gemeinsam und offen kommuniziert Yen am Devisenmarkt. Es war die erste gemeinsame Aktion beider Länder zur Stützung des Yen seit 1998. Die unmittelbare Wirkung war beachtlich: Der Dollar fiel zeitweise von fast 164 auf gut 155 Yen und beide Regierungen erklärten, sie würden nicht zögern, erneut einzugreifen. Nachhaltig gebändigt ist der Markt gleichwohl nicht. Keine zwei Wochen später notierte der Dollar wieder bei knapp 160 Yen. Für Anleger stellt sich damit die Frage, ob es sich um eine einmalige Stabilisierungsmaßnahme handelt oder um den Beginn einer Phase, in der Wechselkurse wieder stärker zum Gegenstand politischer Gestaltung werden.

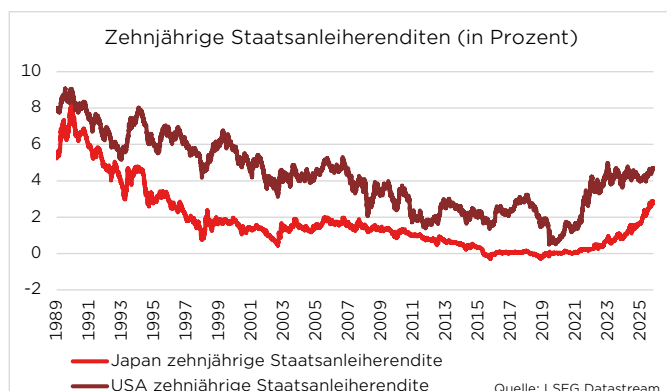


Warum der Yen so schwach ist

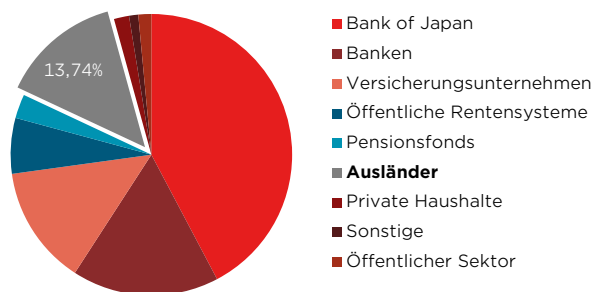
Der entscheidende Punkt ist das Zinsgefälle. Die Bank of Japan hat ihren Leitzins erst im Juni auf ein Prozent angehoben, während die US-Notenbank ihren Leitzins in einer Spanne von 3,50 bis 3,75 Prozent hält. Wer sich günstig in Yen verschuldet und das Geld in höher verzinsten Dollaranlagen investiert, verdient allein an der Zinsdifferenz, solange der Yen nicht aufwertet. Dieses als Carry Trade bezeichnete Geschäft hat gewaltige Volumina erreicht und erzeugt einen permanenten Verkaufsdruck bei der japanischen Währung.



Hinzu kommt die Fiskalpolitik. Die Regierung von Premierministerin Sanae Takaichi verfolgt einen ausgesprochen expansiven Kurs. Ihr erster Haushaltsentwurf dürfte mit über 122 Billionen Yen einen Rekord markieren, zudem ist eine deutliche Senkung der Konsumsteuer auf Lebensmittel angekündigt. Anleiheinvestoren quittieren die wachsenden Defizite mit steigenden Renditen. Die Rendite zehnjähriger japanischer Staatsanleihen ist binnen Jahresfrist um fast anderthalb Prozentpunkte auf knapp drei Prozent gestiegen, was weniger die vorsichtige Zinswende der Notenbank widerspiegelt als die Zweifel, ob ein Land mit einer Bruttoschuldenquote von weit über 200 Prozent der Wirtschaftsleistung seine steigenden Defizite dauerhaft problemlos refinanzieren kann. Immerhin werden die Schulden zu über 86 Prozent von inländischen Institutionen gehalten, allen voran von der Bank of Japan. Eine akute Finanzierungskrise durch abziehendes Auslandskapital ist deshalb wenig wahrscheinlich, die langfristigen fiskalischen Risiken beseitigt das jedoch nicht.



Gläubigerstruktur der japanischen Staatsverschuldung



Die konjunkturelle Lage verschärft den Zielkonflikt. Das Wachstum fiel im zweiten Quartal 2026 mit einem annualisierten Plus von 1,1 Prozent schwächer aus als erwartet, die Unternehmensinvestitionen gingen zurück, der private Konsum entwickelte sich verhalten. Zum akuten Auslöser des Handlungsdrucks wurde jedoch die

importierte Inflation. Die im Zuge des Nahostkonflikts gestiegenen Energiepreise ließen in Kombination mit dem schwachen Yen die Importpreise massiv ansteigen. Das schmälert die Kaufkraft der Haushalte und wurde zunehmend zum innenpolitischen Sprengstoff. In Japan geht es deshalb aktuell nicht um Zinssenkungen. Die entscheidende Frage ist vielmehr, wie schnell die Bank of Japan die Zinsen anheben kann, ohne die schwache Konjunktur, die private Nachfrage und die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen zu belasten. Historisch hat die Zentralbank geldpolitische Zinswenden deutlich vorsichtiger vollzogen als die US-Notenbank und die Europäische Zentralbank. Die Finanzmarkturbulenzen im August 2024 haben gezeigt, warum diese Vorsicht begründet ist. Damals genügte eine vergleichsweise kleine Zinserhöhung der Bank of Japan, um den Yen kräftig aufwerten zu lassen und weltweit die Auflösung Yen-finanzierter Carry Trades auszulösen.

Was bei der Intervention geschehen ist

Eine Devisenmarktintervention ist im Kern ein einfacher Vorgang. Eine staatliche Institution kauft oder verkauft gezielt die eigene Währung, um deren Kurs zu beeinflussen. Will Japan den Yen stützen, verkauft es Fremdwährungsreserven und kauft dafür die eigene Währung. So einfach das Prinzip klingt, so begrenzt ist seine Wirkung. Am globalen Devisenmarkt werden täglich Währungen im Volumen mehrerer Billionen US-Dollar gehandelt. Selbst Japans Reserven von über einer Billion US-Dollar sind dagegen klein, wenn sich der Markt fundamental gegen eine Währung positioniert hat. Interventionen wirken deshalb weniger über die gehandelten Beträge als über das Signal, das sie senden. Sie sollen Spekulanten verunsichern, einseitige Positionierungen brechen und Zeit gewinnen.

Genau das hat Japan getan. Das Finanzministerium verkaufte in diesem Jahr mehrmals Dollarreserven und kaufte dafür Yen. Die Motive liegen wie beschrieben auf der Hand. Tokio will die importierte Inflation bremsen und Zeit gewinnen, damit die Notenbank ihre Zinswende im eigenen Tempo fortsetzen kann, statt vom Wechselkurs zu immer schnelleren Schritten getrieben zu werden. Neu und erklärungsbedürftig ist etwas anderes. Zum ersten Mal seit fast drei Jahrzehnten stellten sich die Vereinigten Staaten an die Seite Japans und kauften ebenfalls

Yen. Warum unterstützt Washington die Währung eines anderen Landes?

Warum die USA mitmachen

Die Antwort führt zum amerikanischen Anleihemarkt. Je länger der Yen schwach bleibt, desto größer wird in Tokio der Druck, die Zinsen schneller anzuheben, als es die schwache Konjunktur und die hohe Staatsverschuldung eigentlich erlauben. Dafür muss es nicht einmal zu tatsächlichen Zinsschritten kommen. Sobald der Markt schnellere Erhöhungen erwartet, steigen die langfristigen japanischen Renditen von selbst, denn Anleger verlangen für lange Laufzeiten schon heute einen Ausgleich für das künftig höhere Zinsniveau in Form einer höheren Risikoprämie. In beiden Fällen werden japanische Staatsanleihen gegenüber US-Staatsanleihen attraktiver. Japanische Anleger könnten dann einen größeren Teil ihres Kapitals im Inland anlegen oder bestehende US-Bestände abbauen. Das wiegt schwer, denn Japan ist mit Beständen von über einer Billion US-Dollar der größte ausländische Gläubiger der Vereinigten Staaten. Eine geringere Nachfrage aus Japan könnte die zuletzt gestiegenen langfristigen US-Renditen weiter nach oben treiben und die Frage nach der Finanzierbarkeit der amerikanischen Staatsschulden neu aufwerfen. Die USA helfen Japan also nicht aus Großzügigkeit. Sie wollen verhindern, dass die Bank of Japan allein wegen des Wechselkurses zu einer aggressiveren Zinspolitik gezwungen wird und haben damit vor allem ihren eigenen Interessen im Blick.

Das wirklich Bemerkenswerte ist die ungewöhnliche Ausführung der Intervention. Die USA wollten den Dollar nicht ebenfalls direkt gegen den Yen verkaufen, denn dies hätte seine internationale Stärke infrage gestellt. Eine kontrollierte Abschwächung gegenüber wichtigen Handelswährungen steht dem jedoch nicht entgegen. Finanzminister Bessent ließ deshalb Reserven in Euro verkaufen und davon Yen kaufen, ohne vorherige Abstimmung mit der EZB, die erst nach Abschluss der Transaktion informiert wurde. Wirtschaftlich mag diese Entscheidung erklärbar sein, politisch war sie ein Bruch mit der jahrzehntelangen Gewohnheit, westliche Währungsinterventionen eng miteinander abzustimmen. Ergänzend rückte eine bestehende Fazilität der US-Notenbank in den Mittelpunkt, die das Anleiherisiko auch auf japanischer Seite entschärft. Japan kann sich darüber Dollar be-

schaffen, indem es seine US-Staatsanleihen als Sicherheit hinterlegt, statt sie zu verkaufen. Müsste Tokio künftige Stützungskäufe allein aus eigenen Mitteln finanzieren, liefe dies sonst womöglich über Verkäufe amerikanischer Staatsanleihen, mit denselben unerwünschten Folgen für die US-Renditen.

Neben dem Anleihemarkt spielt die Handelspolitik eine Rolle. Trotz historisch hoher Zollsätze verharret das US-Handelsbilanzdefizit bei deutlich über 1.000 Milliarden US-Dollar pro Jahr, die erhoffte Reindustrialisierung ist ausgeblieben. Ein schwächerer Dollar und ein stärkerer Yen ist nichts anderes als ein schwächerer Dollar gegenüber einer der wichtigsten Handelswährungen, würde amerikanische Exporte verbilligen und die Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Industrie verbessern. Diese Rechnung hat allerdings eine Kehrseite. Ein schwächerer Dollar verteuert zugleich die Importe, und die USA führen deutlich mehr ein als aus, so auch mit Japan. Die erhoffte Entlastung der Handelsbilanz erkaufte sich das Land also mit höheren Importpreisen und damit mit Inflationsrisiken im Inland.

Überraschend kommt diese Wendung nicht. Stephen Miran, heute Vorsitzender des wirtschaftlichen Beraterstabs des Weißen Hauses, hatte im November 2024 in seinem Papier „A User's Guide to Restructuring the Global Trading System“ die Blaupause dafür geliefert. Seine Diagnose lautet, dass die eigentliche Ursache der amerikanischen Handelsdefizite in der chronischen Überbewertung des Dollar liegt, die aus dessen Rolle als Weltreservewährung folgt. Daraus leitete er eine Abfolge ab. Zunächst Zölle als Druckmittel, im letzten Schritt eine gezielte Schwächung des Dollar, flankiert von Mechanismen, die ausländische Gläubiger in langlaufende US-Anleihen lenken, damit die Finanzierung des amerikanischen Staatshaushalts trotz Dollarschwächung gesichert bleibt. Die aktuelle Intervention fügt sich bemerkenswert genau in dieses Drehbuch.

Die zweite Verteidigungslinie am Anleihemarkt

Nachdem die Rendite dreißigjähriger US-Staatsanleihen zuletzt auf den höchsten Stand seit 2007 gestiegen war und die amerikanische Staatsverschuldung erstmals die Marke von 40 Billionen US-Dollar überschritten hat, kündigte Finanzminister Bessent überraschend an, den

Umfang der Rückkaufoperationen des Finanzministeriums für nominal verzinsliche Anleihen mit langen Laufzeiten mindestens zu verdoppeln. Das maximale Volumen je Operation steigt damit von zwei auf mindestens vier Milliarden US-Dollar, konzentriert auf Papiere mit Laufzeiten zwischen 10 und 30 Jahren. Das erweiterte Programm läuft von Anfang September bis Anfang November und wurde nur zwei Wochen nach dem regulären vierteljährlichen Rückkaufplan angekündigt, ein Zeitpunkt, der kaum zufällig gewählt sein dürfte. Die Marktreaktion fiel prompt aus. Die Rendite dreißigjähriger Anleihen gab am Tag der Ankündigung um bis zu zehn Basispunkte nach, die zehnjährige Rendite sank um rund sechs Basispunkte, die Zinskurve flachte sich spürbar ab. Offiziell firmieren die Rückkäufe als reines Liquiditätsmanagement, bei dem ältere, kaum noch gehandelte Papiere aus dem Markt genommen werden, um die Markttiefe zu verbessern. Doch wie schon bei der Devisenintervention ist die Botschaft mindestens so wichtig wie die Transaktion selbst: Wer die Rückkäufe ausgerechnet dann aufstockt, wenn die langfristigen Renditen auf Mehrjahrzehnthochs steigen, sendet ein unmissverständliches Signal. Die Regierung beobachtet das lange Ende der Zinskurve genau und ist bereit, dort einzugreifen.

Damit fügt sich auch diese Maßnahme in das beschriebene Drehbuch. Neben der Fazilität der Notenbank, die japanische Anleiheverkäufe überflüssig machen soll, errichtet Washington mit den Rückkäufen eine zweite Verteidigungslinie, diesmal direkt am eigenen Anleihemarkt. Nach unserer Einschätzung können die Rückkäufe den Aufwärtsdruck auf die langfristigen Renditen zwar dämpfen, aber nicht dauerhaft brechen, denn sie behandeln die Symptome und nicht die Ursache, die in den anhaltend hohen Haushaltsdefiziten liegt. Je länger die Regierung versucht, die Renditen mit technischen Instrumenten zu steuern, statt die Defizite anzugehen, desto größer wird das Risiko, dass die Märkte diese Politik als unglaublich einstufen und für lange Laufzeiten eine noch höhere Risikoprämie verlangen.

Was Devisenmarktinterventionen für global anlegende Investoren bedeuten

Die eigentliche Nachricht für Anleger liegt weniger im Yen-Kurs selbst als in der Rückkehr des Staates als Ak-

teur am Devisenmarkt. Wenn Regierungen wieder häufiger und mitunter unangekündigt in Wechselkurse eingreifen, müssen abrupte Währungsbewegungen stärker in die Anlageentscheidung einfließen.

Für Anleger im Euroraum betrifft das zuerst den Dollar. US-Aktien haben in den globalen Indizes ein Gewicht von rund 70 Prozent erreicht, viele Portfolios tragen deshalb erhebliche und oft unbemerkte Dollarrisiken. Wenn die US-Regierung einen schwächeren Dollar nicht nur toleriert, sondern anstrebt, kann der Wechselkurs einen beträchtlichen Teil der Aktienerträge aufzehren. Das Jahr 2025 hat das eindrucksvoll gezeigt. Der amerikanische Aktienmarkt entwickelte sich gut, doch die Dollarabwertung nahm Euro-Anlegern einen erheblichen Teil der Rendite.

Auch wer keine Yen-Position hält, ist mittelbar betroffen. Der Yen ist eine wichtige Finanzierungswährung für Carry Trades, billiges Yen-Kapital hat in den vergangenen Jahren weltweit Vermögenspreise mitfinanziert. Wertet der Yen schnell auf, geraten diese Positionen unter Druck und werden aufgelöst, was Verkaufsdruck in vielen anderen Anlageklassen erzeugen kann. Der August 2024 hat gezeigt, wie eine rasche Yen-Aufwertung binnen Tagen globale Aktienmärkte erfassen kann. Wer in japanische Aktien investiert, hält zudem faktisch immer auch eine Währungsposition, denn die Gewinne der exportorientierten Unternehmen hängen unmittelbar am Wechselkurs.

Unser Fazit

Ein neues Plaza-Abkommen ist die gemeinsame Yen-Intervention nicht. Sie zeigt aber, dass Wechselkurse wieder stärker als Gegenstand aktiver Politik verstanden werden und Regierungen sich das Instrumentarium dafür sichtbar ausbauen. Das Risiko weiterer Interventionen ist gestiegen und mit ihm die Wahrscheinlichkeit abrupter Währungsbewegungen. Für ein erfolgreich aufgestelltes globales Portfolio folgt daraus, dass Währungsrisiken nicht länger als Nebenprodukt der Anlage behandelt werden sollten, sondern als eigenständige Größe, die bewusst gesteuert gehört.

Jannik Kroschel und Jan Mooren

Marktdaten im Überblick

Aktienmärkte (in lokaler Währung)	Stand	Veränderung zum				
	20.08.2026 15:07	13.08.2026 -1 Woche	17.07.2026 -1 Monat	19.05.2026 -3 Monate	19.08.2025 -12 Monate	31.12.2025 YTD
S&P 500	7695	-1,3%	3,2%	4,6%	20,0%	12,4%
Nasdaq	26331	-1,8%	3,2%	1,8%	23,5%	13,3%
Russell 2000	3033	-0,7%	2,4%	10,4%	33,2%	22,2%
DAX	25955	-1,3%	4,5%	6,4%	6,3%	6,0%
MDAX	31733	-1,6%	-0,4%	1,3%	2,4%	3,6%
TecDAX	4062	0,0%	7,7%	4,1%	7,7%	12,1%
EuroStoxx 50	6420	-1,9%	3,0%	9,7%	17,1%	10,8%
Stoxx 50	5454	-1,3%	1,3%	7,3%	18,7%	10,9%
Nikkei 225	66217	-3,1%	3,2%	9,4%	52,1%	31,5%
MSCI Welt	4976	-1,2%	3,5%	5,5%	19,7%	12,3%
MSCI Welt SRI	4464	-1,4%	2,9%	6,5%	18,6%	13,3%
MSCI Emerging Markets	1668	-1,6%	2,9%	1,8%	31,3%	18,8%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	123,76	-123	-129	-20	-531	-381
Bobl-Future	113,59	-59	-51	-116	-360	-257
Schatz-Future	105,39	-18	-11	-20	-166	-141
3 Monats Euribor	2,49	-2	1	29	46	47
3M Euribor Future, Dez 2026	2,79	5	1	-4	83	69
3 Monats \$ Libor	3,86	-1	1	19	-44	19
Fed Funds Future, Dez 2026	3,83	0	-8	2	75	77
10-jährige US Treasuries	4,70	6	15	4	41	55
10-jährige Bunds	3,26	15	17	10	55	44
10-jährige Staatsanl. Japan	2,85	-1	17	9	126	81
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,42	6	-1	-16	10	10
IBOXX AA, €	3,86	13	13	13	73	53
IBOXX BBB, €	4,06	12	12	7	66	50
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	703,76	3,3%	4,4%	-7,8%	32,2%	28,3%
MG Base Metal Index	569,85	-1,5%	2,9%	-1,4%	33,7%	10,5%
Rohöl Brent	93,82	7,7%	6,5%	-15,9%	42,5%	54,2%
Gold	4477,05	2,5%	11,8%	-0,5%	34,7%	3,5%
Silber	66,94	3,8%	19,6%	-9,4%	79,0%	-6,1%
Aluminium	3211,17	-1,6%	1,7%	-12,1%	25,4%	8,2%
Kupfer	14364,31	-0,2%	6,4%	7,7%	49,7%	15,3%
Eisenerz	95,17	0,1%	-3,8%	-13,7%	-6,3%	-11,2%
Frachtraten Shanghai SCFI	3355	2,4%	8,9%	56,7%	129,8%	102,6%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1692	1,4%	2,2%	0,6%	0,1%	-0,5%
EUR/ GBP	0,8564	0,2%	0,6%	-1,1%	-0,9%	-1,9%
EUR/ JPY	185,38	0,9%	-0,1%	0,3%	7,4%	0,7%
EUR/ CHF	0,9323	-0,5%	1,0%	1,9%	-0,9%	0,1%

Quelle: LSEG Datastream



Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Jan Mooren
+49 40 3282-2132
jmooren@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.