



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

WIRTSCHAFT & POLITIK 19/08/2026

Der Yen als ewiger Patient: eine Dollarbindung könnte ihn retten

von GUNTHER SCHNABL

Zusammenfassung

Die Geschichte der Devisenmarktinterventionen Japans ist lang. Gebracht haben sie wenig. Eine Bindung des Yen an den Dollar würde nicht nur den Yen, sondern auch die kranke Wirtschaft stabilisieren.

Abstract

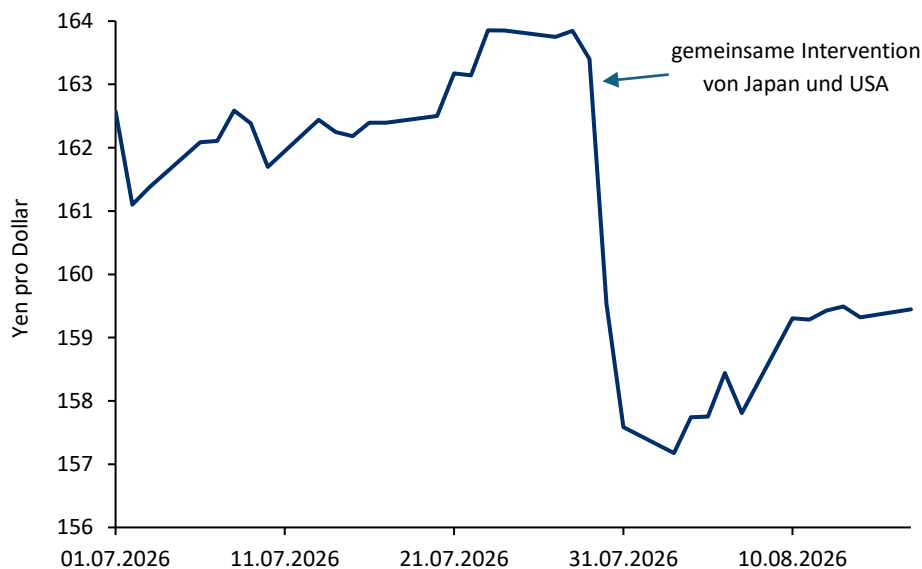
Japan has a long history of foreign exchange market intervention, without major success. Pegging the yen to the dollar would stabilise not only the yen but also the ailing economy.



1. Japan und die USA intervenieren gegen den schwachen Yen

Japan leidet unter einem schwachen Yen. Nachdem der Yen am 31. Oktober 2011 einen historischen Höchststand von unter 75,35 Yen pro Dollar erreicht hatte, notierte er Ende Juli 2026 bei fast 164 Yen pro Dollar. Während jede Abwertung bei Japans Exportindustrie willkommen ist, wächst in Japans Bevölkerung der Unmut, weil die Preise von importierten Lebensmitteln und Energie steigen. Denn seit den 1990er Jahren schwächelt die Wirtschaft und die realen Löhne sind unter Druck.

Abb. 1: Wechselkurs Yen pro Dollar: Tagesdaten Juli und August 2026



Quelle: LSEG.

Erste Interventionen des japanischen Finanzministeriums im Frühjahr dieses Jahres hatten nicht gefruchtet. Deshalb haben zuletzt Japan und die USA gemeinsam am Devisenmarkt eingegriffen (Schnabl 2026). Japans Ministerpräsidentin Sanae Takaichi wollte den Verlust ihrer Popularität stoppen. Den USA wird nachgesagt, dass sie weiteren Verkäufen von US-Treasuries zur Finanzierung von Japans Yenkäufen zuvorkommen wollten.

Die USA intervenieren selten in den Devisenmärkten. Deshalb ließ die Nachricht aus Washington auf den internationalen Finanzmärkten aufhorchen. Der Yen wertete stark auf (Abb. 1). Doch schon bald hat der Abstieg des Yen wieder eingesetzt. Es scheint, als ob nichts den Abwärtssog stoppen kann. Was kann den Yen retten?

2. Japans langes Ringen mit dem starken Yen

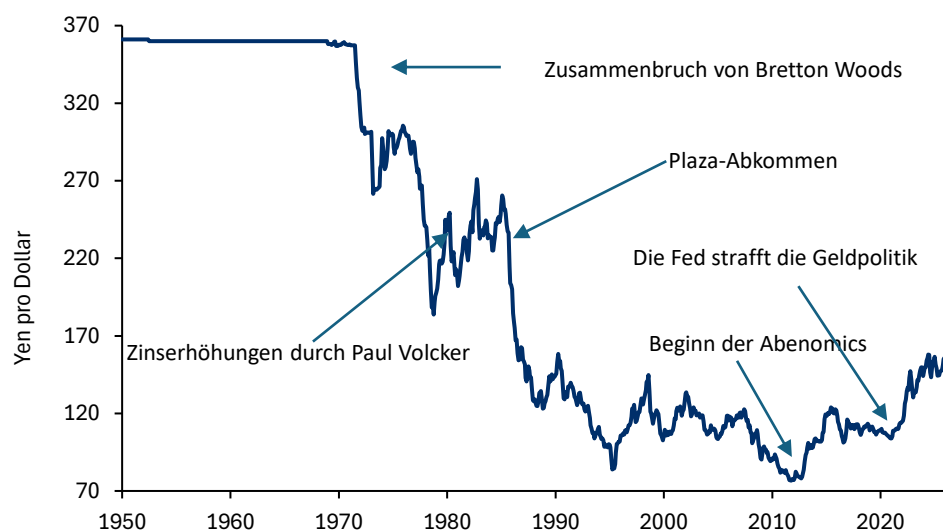
Nach dem Zweiten Weltkrieg war im sogenannten Bretton-Woods-System der japanische Yen lange Zeit mit 360 Yen fest an den Dollar gebunden. Der von den USA erzwungene Festkurs zum Dollar war das Rückgrat des Aufstiegs der japanischen Wirtschaft nach dem Zweiten Weltkrieg. Doch seit dem Zusammenbruch des



Bretton-Woods-Systems machte die Aufwertung des Yen gegenüber dem Dollar der japanischen Exportindustrie zu schaffen. Deshalb intervenierte in den 1970er Jahren die japanische Zentralbank immer wieder gegen Aufwertungen des Yen. An dem sich fortsetzenden Aufwertungstrend änderte das aber nichts (Abb. 2). Erst als zu Beginn der 1980er Jahre der US-amerikanische Zentralbankpräsident Paul Volcker die Zinsen stark erhöhte, um die Inflation zu bekämpfen, wertete der Yen ab (Abb. 2).

Doch daraus entstand ein großer Handelsüberschuss Japans, den man in den USA mit großem Misstrauen betrachtete (McKinnon und Ohno 1997). Die von der Yen-Abwertung beflügelte japanische Industrie verdrängte die US-amerikanischen Unternehmen aus ihrem eigenen Markt. Es formierte sich politischer Widerstand, so dass schließlich im September 1985 die fünf größten Industrieländer im New Yorker Plaza Hotel eine Aufwertung des Yen ankündigten (Funabashi 1988). Das Signal an die internationalen Finanzmärkte, dass einfache Aufwertungsgewinne durch Yen-käufe möglich sind, löste einen Run in den Yen aus. Der Yen wertete weit über das intendierte Ziel um fast 50 Prozent auf (Abb. 2), was die exportabhängige japanische Wirtschaft in eine tiefe Krise stürzte.

Abb. 2: Wechselkurs Yen pro Dollar 1950-2026



Quelle: IWF.

Die japanischen Exportunternehmen wollten ihre Marktanteile in den USA halten, obwohl die Aufwertung ihre Produkte in den USA gerechnet in Dollar sehr viel teurer zu machen drohte. Sie gaben deshalb die wechselkursbedingten Preiserhöhungen nur teilweise an die US-Konsumenten weiter, nahmen sinkende Gewinnmargen hin und senkten mit weitreichenden Rationalisierungen ihre Kosten. Das führte dazu, dass die Wettbewerbsfähigkeit der japanischen Industrie weiter stieg, das Handelsungleichgewicht zwischen den USA und Japan bestehen blieb, und sich der Handelskonflikt zwischen beiden Ländern fortsetzte. Zudem versuchte die Bank von

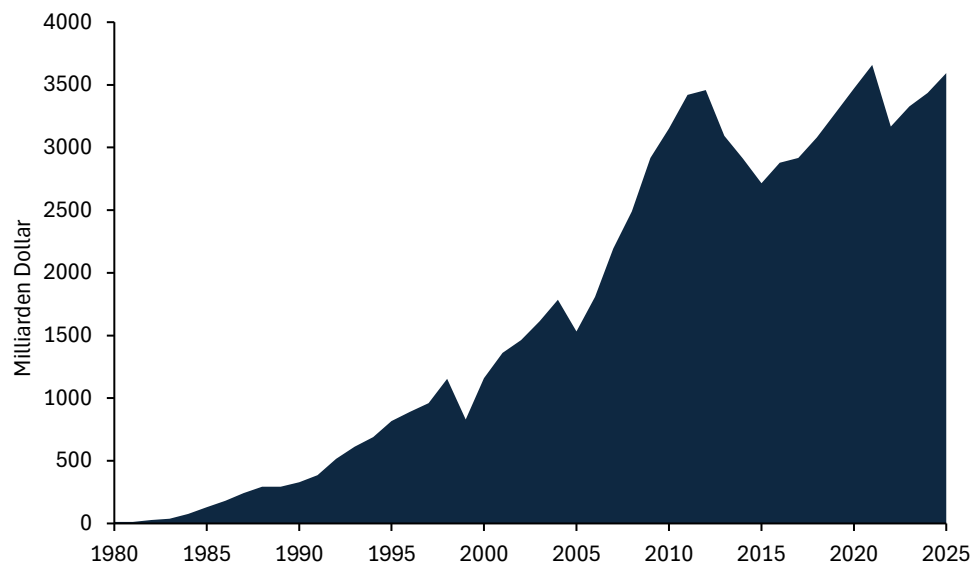


Japan mit Leitzinssenkungen die Aufwertung zu stoppen. Die sinkenden Zinsen erleichterten zwar den japanischen Unternehmen die Investitionen, die für die Kostensenkungen notwendig waren. Doch gleichzeitig löste das billige Geld eine Spekulationsblase auf den Aktien- und Immobilienmärkten aus, die von der Vision von Japan als globaler wirtschaftlicher Führungsmacht weiter befeuert wurde.

3. Das lange Leiden unter dem starken Yen

Das Platzen der Blase zu Beginn der 1990er-Jahre führte in eine große Immobilien- und Finanzkrise, die 1998 mit dem Bankrott riesiger japanischer Banken und Investmenthäuser ihren Höhepunkt fand. Die Regierung versuchte der Krise mit einer schuldenfinanzierten Ausweitung der Staatsausgaben zu begegnen. Immer neue Leitzinssenkungen sorgten nicht nur dafür, dass die Zinslasten der Regierung erträglich blieben, sondern auch dafür, dass dauerhaft Kapital aus Japan abfloss. Private Haushalte, Banken und Pensionskassen bauten hohe Auslandsvermögen auf. Carry Trades entstanden: Spekulanten finanzierten sich zu niedrigen Zinsen in Japan und legten renditeträchtig in Hochzinsländern an.

Abb. 3: Nettoauslandsvermögen Japans 1980-2025



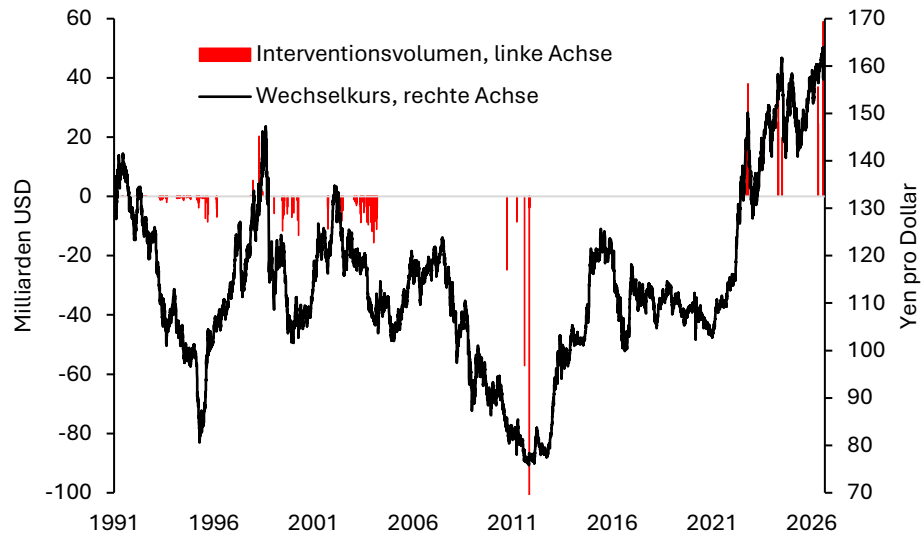
Quelle: Oxford Economics.

Entgegen den Erwartungen waren die Kapitalabflüsse nicht mit einem schwachen, sondern einem starken Yen verbunden, der die Rezession und Deflation in Japan verstärkte (Schnabl 2001). Denn das Nettoauslandsvermögen Japans stieg wegen persistenter Leistungsbilanzüberschüsse und Nettokapitalexporte immer weiter an. Ende 2025 lag es bei rund 3.500 Milliarden Dollar (Abb. 3). Da die Auslandsguthaben überwiegend in Fremdwährung – insbesondere in US-Dollar – denominiert sind, entwickelten sich daraus Aufwertungserwartungen. Denn würde das Nettoauslandsvermögen in Yen zurückgetauscht – beispielsweise im Falle eines großen Erdbebens im Raum Tokio



–, dann würde der Yen stark aufwerten. Japans Finanzministerium und die Bank von Japan sahen sich immer wieder gezwungen, gegen Aufwertungen zu intervenieren, wie Abb. 4 zeigt.

Abb. 4: Devisenmarktinterventionen Japans

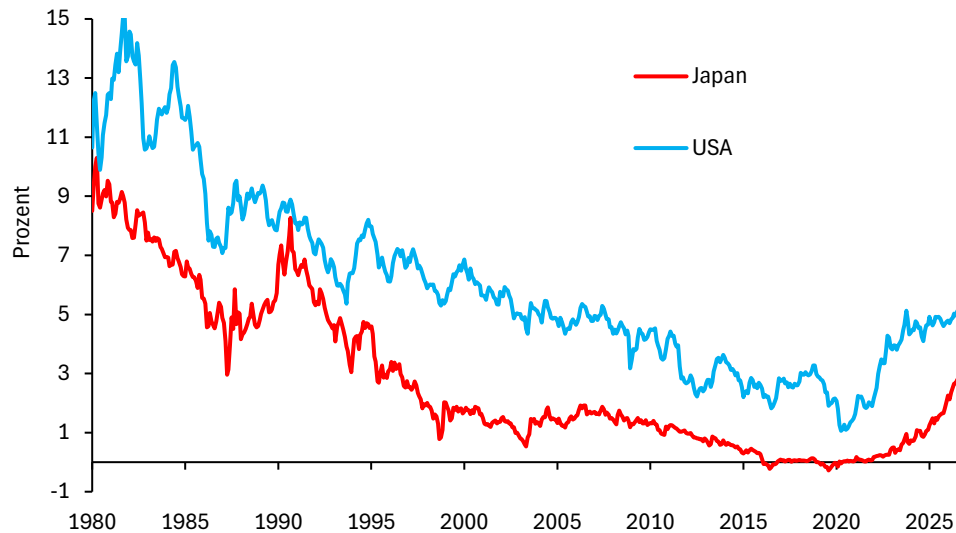


Quelle: LSEG, Japan, Ministry of Finance. Negative Werte = Dollarkäufe/Yenverkäufe gegen Yenaufwertung. Positive Werte = Yenkäufe/Dollarverkäufe gegen Yenabwertung. 2026 sind Schätzungen aus der Finanzpresse.

Da Devisenmarktinterventionen jedoch nur kurzfristig wirken, musste die Bank von Japan das Zinsniveau unter dem der USA halten, um Aufwertungserwartungen zu verhindern. Würden sich Aufwertungserwartungen verfestigen, dann müssten die japanischen Anleger in Dollar – private Haushalte, Banken und Pensionskassen – Bewertungsverluste gerechnet in Yen befürchten und möglichst schnell ihre Dollaranlagen in Yen tauschen (McKinnon und Schnabl 2006). Da jeder, um keine Verluste zu erleiden, dem anderen zuvorkommen wollte, würde das einen neuen Run in den Yen wie nach dem Plaza-Abkommen auslösen. Carry Trades müssten aufgelöst werden, was mit großer Wahrscheinlichkeit weitere Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten nach sich ziehen würde. Im Einklang mit der Theorie der offenen Zinsparität war im Ergebnis ein niedrigeres Zinsniveau in Japan als in den USA (Abb. 5) lange Zeit mit der Aufwertung des Yen gegenüber dem Dollar verbunden. Höheren Zinserträge in den USA als in Japan wurden durch die Abwertung des Dollars gegenüber dem Yen „neutralisiert“.



Abb. 5: Japan und USA: Zinsen auf 10-jährige Staatsanleihen



Quelle: LSEG.

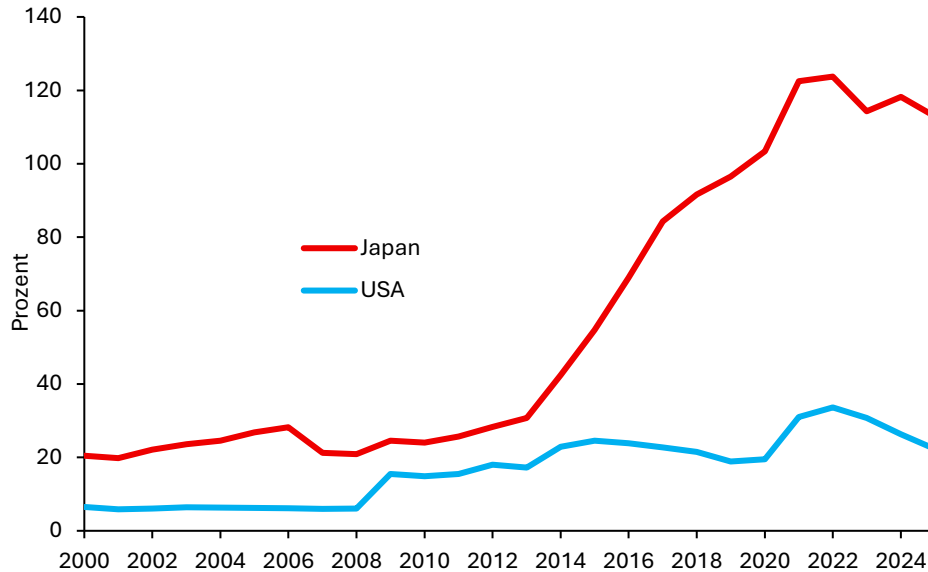
4. Die Bank von Japan steckt in der Zwickmühle und der Yen wertet ab

Aus der zunehmend expansiven Geldpolitik der Bank von Japan entwickelte sich eine dauerhafte Abwertungspolitik. Ministerpräsident Shinzo Abe hatte in seiner zweiten Amtszeit ab Januar 2013 als Therapie gegen die dauerhafte Stagnation der Wirtschaft weitere hohe schuldenfinanzierte Staatsausgaben angekündigt. Die Bank von Japan kaufte in großem Umfang Staatsanleihen, um die Zinslasten der Regierung erträglich zu halten. Die Bilanz der Bank von Japan wuchs als Anteil am Bruttoinlandsprodukt sehr viel stärker als die Bilanz der US-Notenbank Fed (Abb. 6). Daraus entwickelte sich ein erster Abwertungsschub, der bis Ende 2015 anhielt.

Als nach 2014 mit dem Ende der Investitionsbooms in China die Unsicherheit auf den internationalen Finanzmärkten wuchs, wurden viele Carry Trades aufgelöst und der Aufwertungsdruck auf den Yen kam zurück. Als ab 2022 Fed und EZB die Zinsen stark erhöhten, um die Inflation zu bekämpfen und die Bank von Japan die Zinsen kaum nachzog (Abb. 7), kam der Yen erneut unter Abwertungsdruck. Die Aussichten, dass sich dieses Szenario in naher Zukunft ändern wird, sind gering. Denn die Möglichkeiten der Bank von Japan, die Bilanz zu verkürzen, sind beschränkt, weil die Zinslasten der japanischen Regierung stark steigen würden. Zudem könnten entschlossene Zinserhöhungen eine starke Aufwertung auslösen, die die Vermögen von Pensionskassen und Banken im Ausland gerechnet in Yen reduzieren würde, woraus eine neue Finanzkrise entstehen könnte (Schnabl und Schürmann 2024).



Abb. 6: Volumen der Zentralbankbilanzen als Anteil am Bruttoinlandsprodukt



Quelle: Bank von Japan, Fed, IWF.

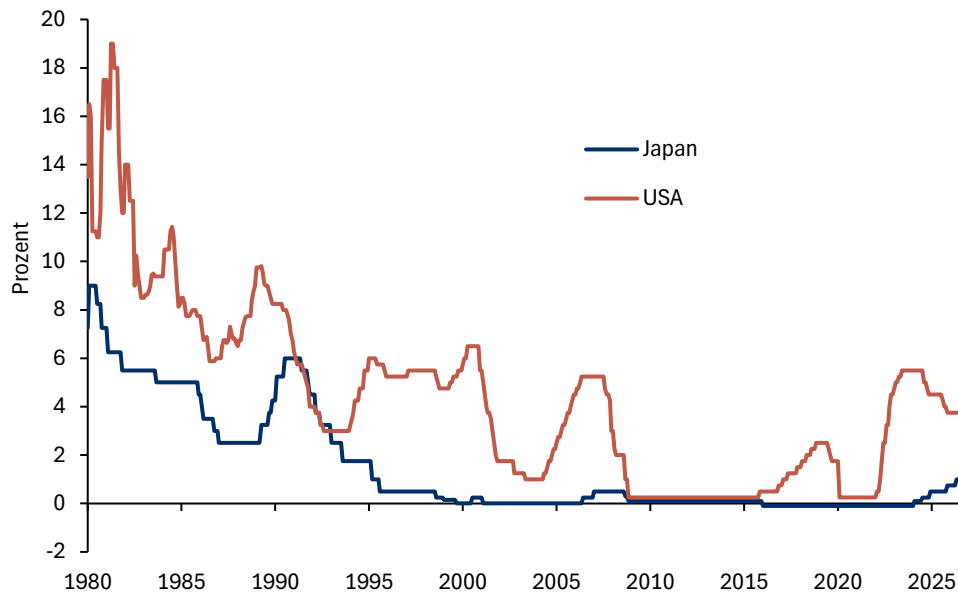
5. Optionen für Japans Währungspolitik

Entsprechend zurückhaltend waren seit Mitte der 1990er Jahre die Leitzinserhöhungen der Bank von Japan, insbesondere im Vergleich zu den USA (Abb. 7). Gleichzeitig hat die US-Notenbank nicht nur das Leitzinsniveau angehoben, sondern auch die Bilanz verkürzt. Der neue Fed-Präsident Kevin Warsh will die Bilanz sogar noch weiter verkürzen, während die Bank von Japan kaum die Bilanz gemessen als Anteil am Bruttoinlandsprodukt auf ein ähnliches Niveau reduzieren kann. Das deutet auf ein geldpolitisches Kräftemessen hin, das klar zugunsten der USA ausgehen dürfte. Es stellt sich die Frage nach einer neuen währungspolitischen Strategie für Japan, die den Yen dauerhaft stabilisieren kann.

Da in der Vergangenheit wiederkehrende Manipulationen des Wechselkurses Spekulation und Krisen begünstigt haben, wäre es im Rückblick besser gewesen, wenn Japan als große, geschlossene Volkswirtschaft den Wechselkurs hätte wirklich frei schwanken lassen. Doch inzwischen ist aufgrund der hohen Staatsverschuldung und des riesigen fremdwährungsdenominierten Nettoauslandsvermögens ein flexibler Wechselkurs keine Option mehr. Das stark überalterte Land findet zudem nicht die Kraft, um mit höheren Zinsen die Währung zu stabilisieren. Dauerhaft niedrige Zinsen haben die Unternehmen träge gemacht, sodass diese höhere Finanzierungskosten fürchten.



Abb. 7: Japan und USA: Leitzinsen



Quelle: Bank von Japan, LSEG.

Deshalb wäre es besser, den Yen fest an den Dollar zu binden. Risikoreiche Auf- oder Abwertungen des Yen und daraus folgende Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten wären für die Zukunft ausgeschlossen. Der damit verbundene Zinsanstieg auf das Niveau der USA würde in Japan Kürzungen der Staatsausgaben und Effizienzerhöhungen der Unternehmen erzwingen, die eine wichtige Voraussetzung für Japans wirtschaftliche Genesung wären. Die jüngste gemeinsame Intervention mit den USA, für die US-Finanzminister Scott Bessent auch eine weitere Zinserhöhung Japans eingefordert hat, kann als ein erster Schritt in diese Richtung gesehen werden. Würde Japan den Yen fest an den Dollar binden, hätten die USA für sich einen wichtigen Halter von US-amerikanischen Staatsanleihen gesichert. Das internationale Finanzsystem würde dadurch stabilisiert.

Literatur:

Funabashi, Yoichi 1988: Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre. Institute for International Economics, Washington D.C.

McKinnon, Ronald / Ohno, Kenichi 1997: Dollar and Yen. Resolving Economic Conflict between the United States and Japan. MIT Press, Cambridge Massachusetts.

McKinnon, Ronald / Schnabl, Gunther 2006: Devaluing the Dollar: A Critical Analysis of William Cline's Case for a New Plaza Agreement. Journal of Policy Modeling 28, 6, 683-694.



Schnabl, Gunther 2026: Yen-Krise: Die USA greifen Japan unter die Arme. The Pioneer 4.8.2026.

Schnabl, Gunther 2001: Weak Economy and Strong Currency – the Origins of the Strong Yen in the 1990s. Quarterly Journal of Economic Research 70, 489-503.

Schnabl, Gunther / Schürmann, Christof 2024: Zinserhöhungen und Stabilitätsrisiken: Japans geldpolitische Handlungsfähigkeit ist begrenzt. Flossbach von Storch Research Institute 20.8.2024.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch SE dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch SE selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch SE. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch SE nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch SE

© 2026 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch SE, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *geschäftsführende Direktoren* Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Hirsch, Dr. Tobias Schafföner, Christian Schlosser, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk; *Vorsitzender des Verwaltungsrats* Kurt von Storch; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 120 796 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Prof. Dr. Gunther Schnabl; *Redaktionsschluss* 19. August 2026