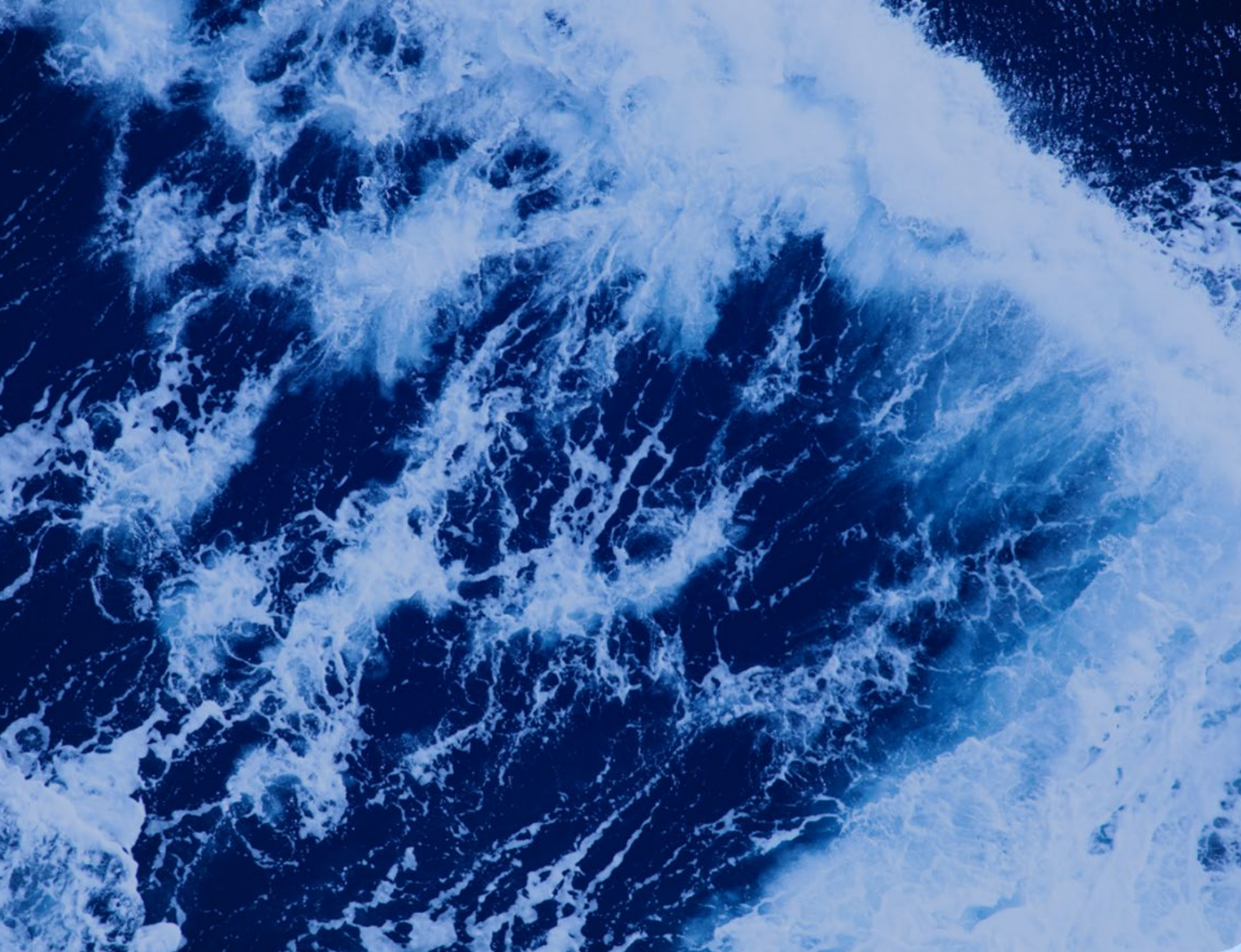




FX Marktbericht Q4 2025

Währungen intelligent navigieren

7orca
ASSET MANAGEMENT AG

Globale FX Märkte

Das Jahr 2025 bestätigte den grundsätzlichen strukturellen Wandel im FX Markt: Wechselkurse reagieren weniger mechanisch auf Zins- und Konjunkturdifferenzen, sondern zunehmend auf geopolitische Brüche, institutionelle Glaubwürdigkeit und Risikoprämien. Der Euro zeigt sich dabei über weite Teile des G10-Universums robust, ohne dass dies zwingend eine eigenständige europäische Wachstumsstärke reflektiert.

7orca Asset Management AG

Am Sandtorkai 77

20457 Hamburg

Telefon: 040 33 460 460

E-Mail: info@7orca.com

Unsere Autoren



Jasper Dux

CIO

Jasper Dux ist als Chief Investment Officer für die Entwicklung und Umsetzung aller Investmentprozesse von 7orca zuständig und trägt die Gesamtverantwortung für die Performance und Implementierung.



Maximilian Kühl

Head of Research

Maximilian Kühl verantwortet als Head of Research mit seinem Team sämtliche Forschungsaktivitäten im Quantitative und Economic Research von 7orca

Inhalt

1	Globale FX Märkte im Überblick	4
2	Europa und die USA	7
3	Großbritannien	12
4	Japan	15
5	Datenübersicht	18

Highlights

Europa und die USA

Die EUR/USD-Dynamik wird vor allem durch eine Neubewertung politischer und institutioneller Risiken in den USA geprägt, während die EZB mit einem stabilen, konsensorientierten Kurs kurzfristige Volatilität begrenzt. Die Divergenz zwischen US-Renditen und US-Dollar unterstreicht, dass die Zinsdifferenz und das Zinsniveau an Erklärungskraft für die Wechselkursentwicklung verlieren und „Vertrauens“-Faktoren stärker in den Vordergrund rücken.

Großbritannien

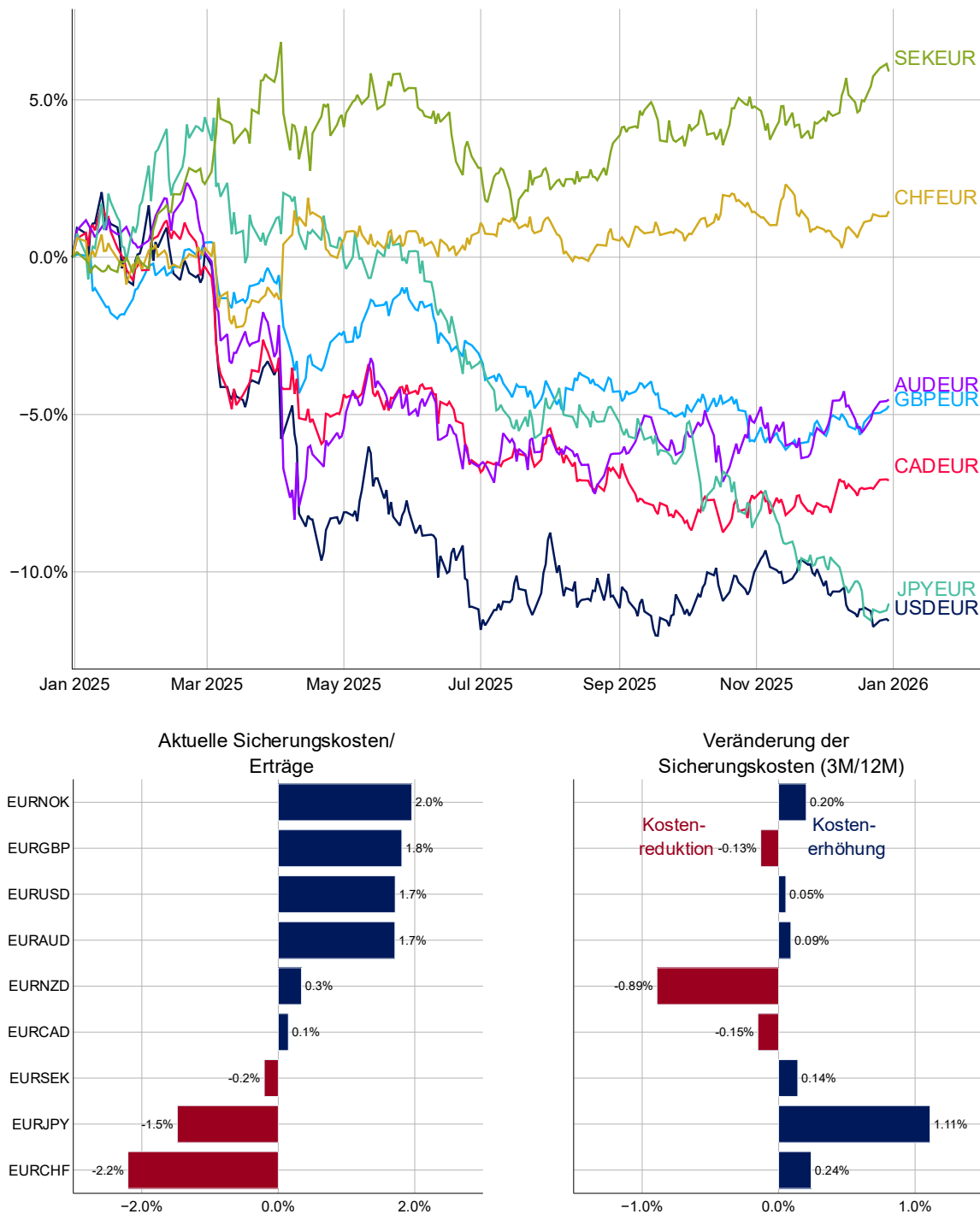
Das Pfund verliert trotz zeitweise deutlicher Zinsvorteile an relativer Attraktivität, da schwache Wachstumsperspektiven und ein unambitionierter fiskalischer Anpassungspfad den strukturellen Gegenwind verstärken. Mit der eingeleiteten Zinssenkung der Bank of England verschiebt sich der Fokus vom Zinsniveau zum Tempo der Zinssenkungen sowie Zielwert für den Leitzins – ein Umfeld, in dem das GBP anfälliger für Underperformance bleibt.

Japan

Der Yen bleibt im Spannungsfeld zwischen fiskalischer Unterstützung durch niedrige Zinsen und geldpolitischer Normalisierung: Die für Japan untypisch hohen Inflationsraten erhöhen die Wahrscheinlichkeit weiterer Zinserhöhungen der Bank of Japan, während steigende Zinsen auf langlaufende Staatsanleihen und fiskalische Sensitivität die Marktfragilität erhöhen. Damit nimmt das Risiko sprunghafter Yen-Aufwertungen zu, auch wenn der strukturelle Abwertungsdruck kurzfristig noch nicht vollständig aufgelöst ist.

1. Globale FX Märkte im Überblick

Abbildung 1: Indexierte Wechselkurse gegenüber dem Euro in den vergangenen 12 Monaten (Panel oben), annualisierte Sicherungskosten einer 3-Monatssicherung (Panel links unten) sowie die 12-Monatsänderung der annualisierten 3-Monatssicherung (Panel rechts unten)



(Quelle: Bloomberg)

Das Jahr 2025 markierte für die globalen Devisenmärkte einen strukturellen Übergang, der aus europäischer Sicht von besonderer Bedeutung ist. Mit dem Beginn der zweiten Präsidentschaft von Donald Trump haben geopolitische und geoökonomische Spannungen erneut an Bedeutung gewonnen. Handelspolitik, sicherheitspolitische Interessen und geldpolitische Rahmenbedingungen greifen stärker ineinander und prägen ein Marktumfeld, in dem Wechselkurse zunehmend als Ausdruck politischer, institutioneller und strategischer Divergenzen wirken – und weniger als reine Funktion klassischer Konjunktur-, Zins- oder Inflationsdifferenzen.

Vor diesem Hintergrund zeigte sich der Euro im Jahr 2025 bemerkenswert robust. Trotz einer schwachen Binnenkonjunktur und begrenzter geldpolitischer Flexibilität der EZB wertete die Gemeinschaftswährung gegenüber weiten Teilen des G10-Universums auf (vgl. Abbildung 1) oder stabilisierte sich zumindest. Diese Entwicklung ist weniger als Ausdruck relativer Wachstumsstärke zu interpretieren, sondern vielmehr als Resultat globaler Anpassungsprozesse: abnehmende Zinsdifferenzen, nachlassende US-Dollar-Dynamik infolge eines partiellen Vertrauensverlusts in US-Institutionen, stabile Leistungsbilanzpositionen sowie eine insgesamt geringere Risikoprämie des Euroraums.

Konjunkturell blieb das globale Umfeld im Jahr 2025 von einer ausgeprägten Asymmetrie geprägt. Während die US-Wirtschaft eine hohe Resilienz aufwies, getragen von fiskalischer Unterstützung, einem robusten Arbeitsmarkt und strukturellen Vorteilen im Dienstleistungs- und Technologiesektor, blieb das Wachstum in der Eurozone verhalten. Die europäische Konjunktur leidet weiterhin unter strukturellen Hemmnissen, einer schwachen Investitionsdynamik sowie einer nur schleppenden Erholung der Industrie oder gar einem Abbau dieser in Deutschland. In anderen G10-Regionen verlaufen die Konjunkturzyklen uneinheitlich: rohstoffnahe Volkswirtschaften reagieren sensibel auf globale Nachfrageimpulse, während exportorientierte Volkswirtschaften stärker von der Entwicklung der Welthandelsvolumina abhängen. Für die Devisenmärkte bedeutet dies, dass konjunkturelle Überraschungen zwar weiterhin relevant bleiben, ihre Wirkung auf Wechselkurse jedoch zunehmend durch strukturelle und politische Faktoren überlagert wird.

Gleichwohl verläuft die Euro-Stärke nicht homogen. Innerhalb Europas zeigen sich deutliche Differenzierungen, insbesondere gegenüber kleineren, stärker zyklisch geprägten Währungen. Die Aufwertung der skandinavischen Währungen (NOK, SEK) im Jahr 2025 lässt sich vor diesem Hintergrund auch als relative Flight-to-Quality-Bewegung interpretieren. Trotz einer weiterhin verhaltenen konjunkturellen Dynamik profitieren die nordischen Vermögenswerte von sehr soliden fiskalischen Fundamentaldaten, einer niedrigen Staatsverschuldung sowie hoher institutioneller Glaubwürdigkeit. In einem Umfeld zunehmender politischer und fiskalischer Heterogenität innerhalb Europas können diese Währungsräume damit punktuell als Qualitätsalternative zum Euro fungieren.

Parallel dazu hat sich die geldpolitische Landschaft der G10 weiter ausdifferenziert. Die Phase synchroner geldpolitischer Straffung ist endgültig beendet; an ihre Stelle ist eine ausgeprägte Asymmetrie der Reaktionsfunktionen mit unterschiedlichen Schwerpunktsetzungen getreten. Unterschiede in der Zusammensetzung der Inflation, in der Wachstumsresilienz, im fiskalischen Handlungsspielraum sowie in der institutionellen Glaubwürdigkeit der Notenbanken führen zu dauerhaft divergierenden Zinsniveaus und verstärken die Bedeutung relativer geldpolitischer Erwartungen für die Wechselkursbildung. Für 2026 ist mit einer deutlichen Zunahme des politischen Drucks auf die Federal Reserve Bank (Fed) zu rechnen mit der Konsequenz einer suboptimalen Geldpolitik und einer Politisierung der global wichtigsten Zentralbank. Dies hätte Effekte weit über die USA hinaus.

In diesem Umfeld gewinnen Wechselkurse weiter an strategischer Bedeutung für die Portfoliosteuerung. Sie sind nicht nur Träger von Volatilität, sondern spiegeln strukturelle Unterschiede zwischen den großen Währungsräumen wider. Die folgenden Kapitel beleuchten vor diesem Hintergrund die maßgeblichen Treiber und Perspektiven der wichtigsten G10-Währungen aus Euro-Sicht und ordnen deren Implikationen für Investoren im Jahr 2025 und perspektivisch ein.

Abbildung 2: US-Dollar Index (DXY) vs. Torca FX Volatility Index¹



(Quelle: Eigene Berechnungen, Bloomberg)

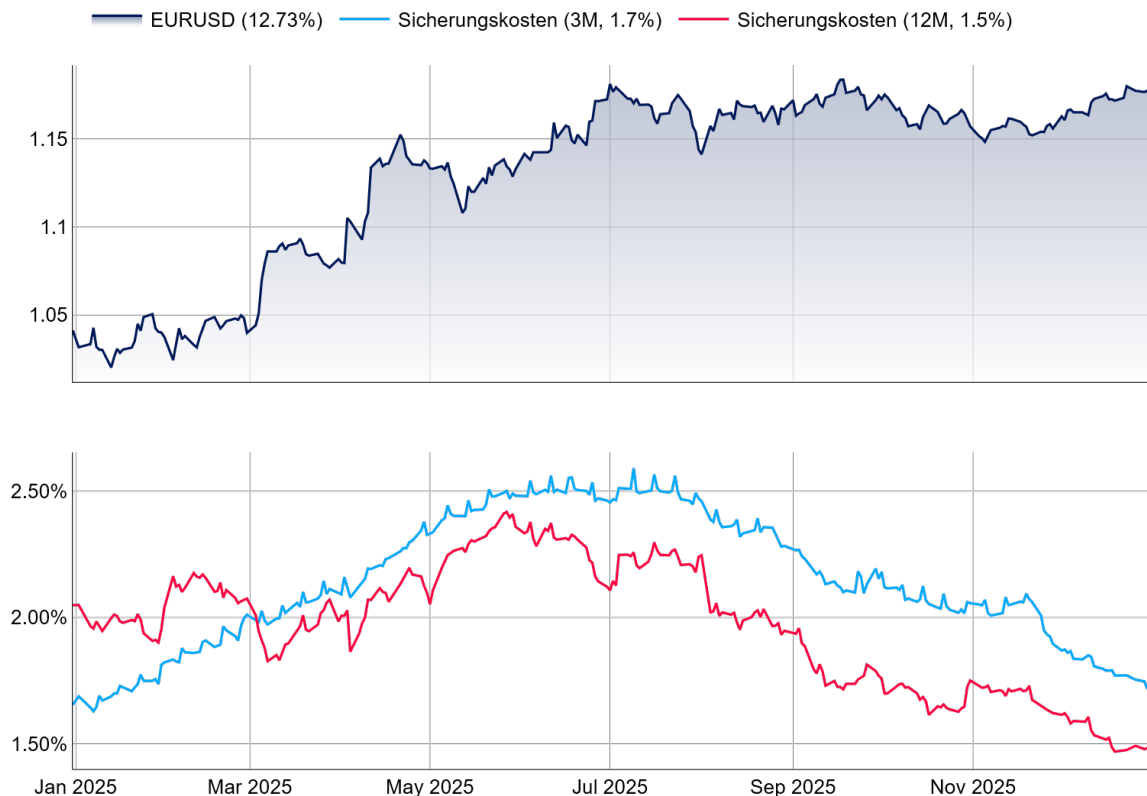
¹ Der Torca FX Volatility Index approximiert den "fairen" Wert eines Variance-Swaps, durch die Replikation eines Plain Vanilla-Optionsportfolios am G10-Währungsmarkt. Aus den resultierenden Indizes wird der Durchschnitt gebildet. Ein höherer Wert ist mit höheren Schwankungen am Devisenmarkt zu interpretieren.

2. Europa und die USA

“It’s really tariffs that are causing most of the inflation overshoot,” Fed Chair Jerome Powell said following the latest FOMC meeting, adding that the impact on inflation is likely a “one-time price increase.” (Jerome Powell, FOMC-Meeting, 10.12.2025)

2.1 Geldpolitik & Wechselkursentwicklung

Abbildung 3: EUR/USD-Wechselkurs und -Sicherungskosten



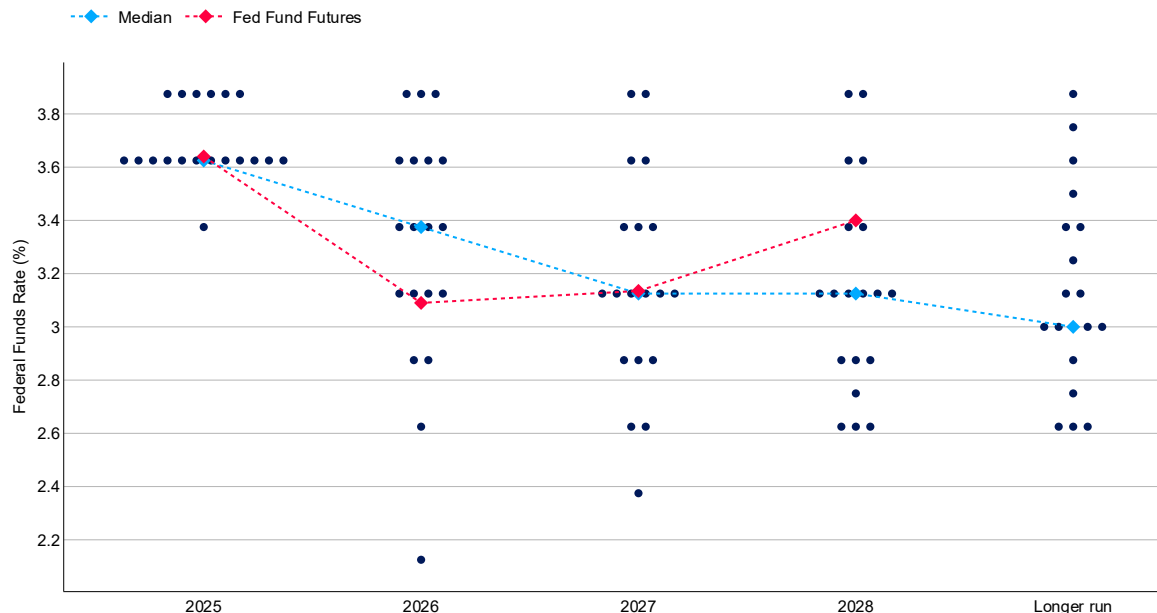
(Quelle: Bloomberg)

Der Euro wertete im Jahresverlauf 2025 deutlich gegenüber dem US-Dollar auf. Innerhalb des G10-Universums verzeichnete der US-Dollar damit die höchsten relativen Werteinbußen gegenüber dem Euro. Parallel zu dieser Wechselkursentwicklung gingen die Sicherungskosten spürbar zurück. Entlang der Sicherungsstruktur bis zu einem Jahr reduzierten sich diese von einem unterjährigen Höchststand von rund 2,5 % auf zuletzt etwa 1,5 % auf dem 12-Monats-Tenor (vgl. Abbildung 3).

Diese Entwicklung reflektiert die Markterwartung einer deutlich lockeren US-Geldpolitik bei gleichzeitig weitgehend stabiler geldpolitischer Ausrichtung in der Eurozone. Der Ausblick für die US-Geldpolitik ist dabei jedoch mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Aus ökonomischer Sicht stehen sich zwei zentrale Argumentationslinien gegenüber: Einerseits wird auf eine zunehmende Abkühlung des US-Arbeitsmarktes verwiesen, die – vor dem Hintergrund des dualen Mandats der Federal Reserve – geldpolitischen Handlungsspielraum eröffnen könnte. Andererseits sprechen eine zuletzt wieder erhöhte Inflationsdynamik sowie schwer quantifizierbare Preiseffekte aus Handelspolitik und Migration für einen vorsichtigeren Kurs.

Über diese ökonomischen Abwägungen hinaus gewinnt die politische Dimension der Geldpolitik in den USA an Bedeutung. Die Bandbreite der in der jüngsten Summary of Economic Projections abgebildeten Zinserwartungen verdeutlicht eine zunehmende Heterogenität innerhalb des FOMC (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4: Dot-Plots der Summary of Economic Projection der Fed.



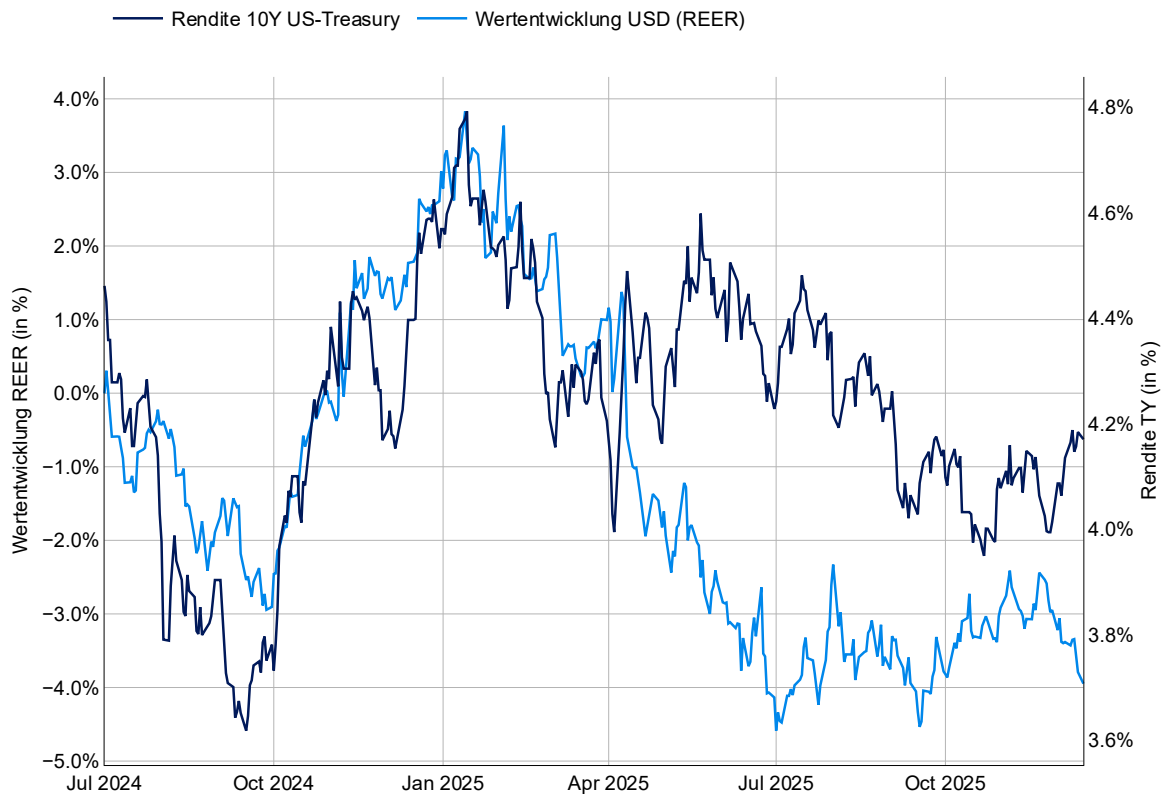
(Quelle: Fed, Bloomberg)

Während der Median weiterhin nur graduelle Zinssenkungen impliziert, liegen einzelne Projektionen deutlich darunter. Diese Spannweite von bis zu 2 Prozentpunkten unterstreicht die Unsicherheit über den künftigen geldpolitischen Pfad und erhöht die Sensitivität des US-Dollars gegenüber politischen und institutionellen Einflussfaktoren. Eine stärkere Berücksichtigung politischer Zielsetzungen würde tendenziell zusätzlichen Abwärtsdruck auf den US-Dollar ausüben und aus europäischer Perspektive mit weiter rückläufigen Sicherungskosten einhergehen.

Seit dem sogenannten „*Liberation Day*“ ist dabei ein bemerkenswertes Auseinanderlaufen zwischen den langfristigen US-Renditen und der Entwicklung des US-Dollar-Wechselkurses zu beobachten. Während die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen zuletzt nicht im gleichen Ausmaß nachgegeben haben, wertete der US-Dollar handelsgewichtet (USD-REER) deutlich ab (vgl. Abbildung 5). Diese Divergenz deutet darauf hin, dass der klassische Zinsdifferenz-Kanal für die Wechselkursbildung an Erklärungskraft verloren hat.

Stattdessen rücken nicht-zinssensitive Faktoren stärker in den Vordergrund. Die Entwicklung des US-Dollars reflektiert zunehmend eine Neubewertung politischer und institutioneller Risiken, Unsicherheiten über die künftige geldpolitische Unabhängigkeit sowie eine erhöhte Sensitivität gegenüber handelspolitischen Maßnahmen. In diesem Umfeld wirken steigende oder stabile Renditen nicht mehr automatisch stützend für den US-Dollar, sondern gehen mit einer erhöhten Risikoprämie einher. Für Investoren signalisiert dieses Auseinanderlaufen eine strukturelle Veränderung in der Wechselkursdynamik, bei der Vertrauen und institutionelle Glaubwürdigkeit stärker gewichtet werden als reine Zinsniveaus.

Abbildung 5: Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen (TY) vs. USD Real Effective Exchange Rate (REER)



(Quelle: Bloomberg)

Diese Entwicklung wird von einer weitgehend stabilen geldpolitischen Ausrichtung in der Eurozone kontrastiert. Im Gegensatz zur US-Geldpolitik ist der Ausblick für die EZB von einer geringeren politischen Unsicherheit geprägt, dafür jedoch von strukturellen ökonomischen Restriktionen bestimmt. Die schwache konjunkturelle Dynamik, eine nur graduelle Normalisierung der Kerninflation sowie die weiterhin fragile Investitionstätigkeit sprechen grundsätzlich für einen moderat akkommodierenden Kurs. Gleichzeitig begrenzen die institutionelle Ausgestaltung der Währungsunion und die ausgeprägte fiskalische Heterogenität der Mitgliedstaaten den geldpolitischen Handlungsspielraum der EZB. Diese Einschätzung wird durch die Entscheidung der EZB untermauert, den Leitzins seit nunmehr rund sechs Monaten unverändert bei 2 % zu belassen.

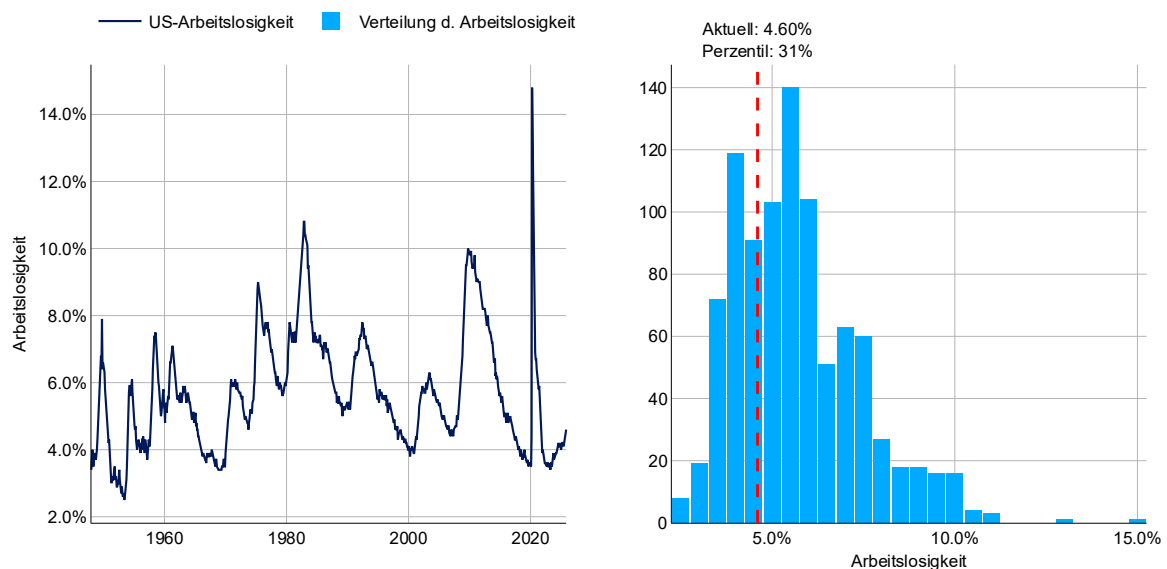
Im Unterschied zur Federal Reserve ist die geldpolitische Debatte im Euroraum weniger von divergierenden Zielprioritäten als vielmehr von der Frage des zeitlichen und graduellen Vorgehens geprägt. Die Kommunikation der EZB bleibt stark konsensorientiert, und die Bandbreite der Zinserwartungen innerhalb des EZB-Rates ist im Vergleich zur US-Seite deutlich enger. Dies reduziert kurzfristige Überraschungspotenziale, führt jedoch zugleich zu einer erhöhten Pfadabhängigkeit der Geldpolitik. Für den Euro resultiert daraus eine geringere Sensitivität gegenüber kurzfristigen heimischen politischen Einflussfaktoren, während Wechselkursbewegungen stärker durch externe Impulse, insbesondere relative Zinsdifferenzen, globale Kapitalflüsse und Handelsthemen bestimmt werden.

2.2 Konjunktur

Die konjunkturelle Entwicklung und die strukturelle Verfassung der US-Wirtschaft bleiben in der Gesamtschau außerordentlich robust. Die Arbeitslosenquote befindet sich trotz der aktuellen geldpolitischen Diskussionen weiterhin auf einem historisch niedrigen Niveau (vgl. Abbildung 6). Wenngleich der jüngste Anstieg der Arbeitslosigkeit Gegenstand intensiver FOMC-Debatten ist, bewegt sich der US-Arbeitsmarkt insgesamt weiterhin nahe an der Vollbeschäftigung. In über 70 % der beobachteten historischen Datenpunkte lag die Arbeitslosenquote oberhalb des aktuellen Wertes von 4,6 %, was die derzeitige Stärke des Arbeitsmarktes unterstreicht. Der jüngste Anstieg ist unter anderem auf eine erhöhte Anzahl an Entlassungen von Staatsbediensteten zurückzuführen.

Gleichzeitig mehrten sich jedoch Anzeichen einer graduellen Abkühlung. Die Zahl der neu geschaffenen Stellen, die langfristig bei rund 150.000 pro Monat liegt, blieb seit Mai kontinuierlich unter diesem Niveau und fiel in drei Monaten sogar negativ aus. Diese Entwicklung deutet auf eine beginnende Lockerung des Arbeitsmarktes hin, ohne bislang eine ausgeprägte konjunkturelle Schwäche zu signalisieren.

Abbildung 6: Historische US-Arbeitslosigkeit (l. Panel) und Verteilung d. US-Arbeitslosigkeit (r. Panel)



(Quelle: Fed St. Louis)

Die konjunkturelle Stärke der US-Wirtschaft wird aktuell durch den Q3-Nowcast der Federal Reserve Bank of Atlanta untermauert, der das annualisierte reale BIP-Wachstum zuletzt bei rund 3,5 % verortet. Getragen wird diese Dynamik weiterhin maßgeblich vom privaten Konsum, der mit einem Beitrag von etwa 1,9 Prozentpunkten den größten Einzelimpuls liefert. Dies reflektiert die anhaltende Robustheit der Binnenwirtschaft, gestützt durch einen weiterhin eher engen Arbeitsmarkt, stabile Realeinkommen und eine weiterhin hohe Konsumbereitschaft der privaten Haushalte.

Darüber hinaus leistet aktuell auch der Außenhandel einen positiven Wachstumsbeitrag, was auf eine Kombination aus robuster Exportdynamik und moderater Importentwicklung hindeutet. Ergänzend tragen die Bruttoinvestitionen positiv zum Wachstum bei. Insgesamt signalisiert der Nowcast damit eine weiterhin über dem langfristigen Potenzial liegende Wachstumsrate der US-Wirtschaft. Gleichzeitig deutet die Zusammensetzung der Wachstumsbeiträge darauf hin, dass sich die Dynamik

im Jahresverlauf stärker diversifiziert hat und nicht mehr ausschließlich konsumgetrieben ist. Für das kommende Jahr erwartet die Fed in ihren Projektionen weiterhin ein reales Wachstum von rund 2,3 %, was aus ökonomischer Perspektive gegen rasche und umfangreiche Zinssenkungsschritte spricht.

Dem robusten konjunkturellen Bild der USA steht im Euroraum weiterhin eine deutlich verhaltenere Wachstumsdynamik gegenüber. In den jüngsten Eurosystem-Projektionen vom 18. Dezember 2025 erwartet die EZB für den Euroraum zwar ein positives reales BIP-Wachstum, dieses bleibt jedoch klar unter dem US-Niveau und signalisiert lediglich eine graduelle Normalisierung nach der Schwächephase der vergangenen Jahre. Der Wachstumspfad ist dabei weniger breit abgestützt und strukturell fragiler als in den USA.

Zwar profitiert auch der Euroraum von einer schrittweisen Erholung des privaten Konsums, jedoch bleibt die Investitionstätigkeit gedämpft. Hohe Unsicherheit, eine nur verhaltene Kreditnachfrage sowie strukturelle Faktoren, wie demografische Gegenwinde, regulatorische Restriktionen und eine fragmentierte Fiskalpolitik begrenzen die Wachstumsdynamik. Im Unterschied zur US-Wirtschaft fehlt bislang ein vergleichbar starker, binnenwirtschaftlich getriebener Wachstumsimpuls.

Auch aus externer Sicht bleibt das Wachstum des Euroraums anfällig. Die Projektionen unterstellen nur eine moderate Belebung des Welthandels, wodurch positive Außenhandelsimpulse begrenzt bleiben. Gleichzeitig erhöht die stärkere Abhängigkeit von globalen Nachfrage- und Finanzierungsbedingungen die konjunkturelle Sensitivität gegenüber externen Schocks.

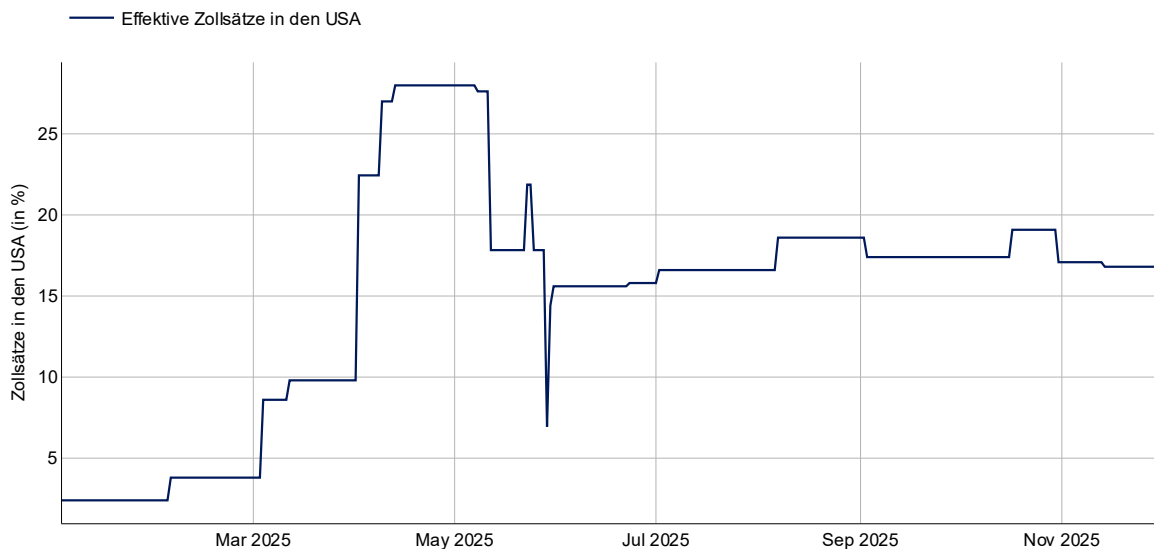
In der relativen Betrachtung unterstreichen die EZB-Projektionen damit eine anhaltende konjunkturelle Divergenz zwischen den USA und dem Euroraum. Während die US-Wirtschaft weiterhin nahe oder oberhalb ihres Potenzialwachstums expandiert, verharrt der Euroraum in einem Umfeld niedriger Trendwachstumsraten. Diese strukturelle Wachstumsücke stellt einen zentralen makroökonomischen Unterschied zwischen beiden Wirtschaftsräumen dar und prägt maßgeblich die mittel- bis langfristige ökonomische und finanzielle Positionierung Europas.

2.3 Preisentwicklungen

Die Inflationsentwicklung in den USA hat sich im Jahresverlauf 2025 insgesamt weiter moderiert, zeigt jedoch am aktuellen Rand erneut eine erhöhte Volatilität. Während die Gesamtinflation zeitweise wieder oberhalb der Markterwartungen lag, setzte sich der disinflationäre Trend in zentralen Kernkomponenten fort. Insbesondere der Dienstleistungsbereich – und hier vor allem die mietbezogenen Komponenten – verzeichnete eine graduelle Abschwächung der Preisdynamik, was auf die verzögerte Wirkung der geldpolitischen Straffung der vergangenen Jahre hindeutet.

Vor diesem Hintergrund rückte der Einfluss der handelspolitischen Maßnahmen erneut in den Fokus. Die im Jahresverlauf eingeführten bzw. ausgeweiteten Zölle trugen zu einem messbaren, aber bislang begrenzten Preisanstieg bei. Der durchschnittliche effektive Zollsatz liegt dabei deutlich unter den anfänglich befürchteten Niveaus (vgl. Abbildung 7). Entsprechend wird der zollbedingte Inflationseffekt von der Fed – wie von Fed Chair Jerome Powell betont – überwiegend als einmaliger Preiseffekt interpretiert, der das Preisniveau anhebt, ohne eine dauerhafte Beschleunigung der Inflationsdynamik auszulösen.

Abbildung 7: Durchschnittliche effektive Zollsätze in den USA im Jahresverlauf



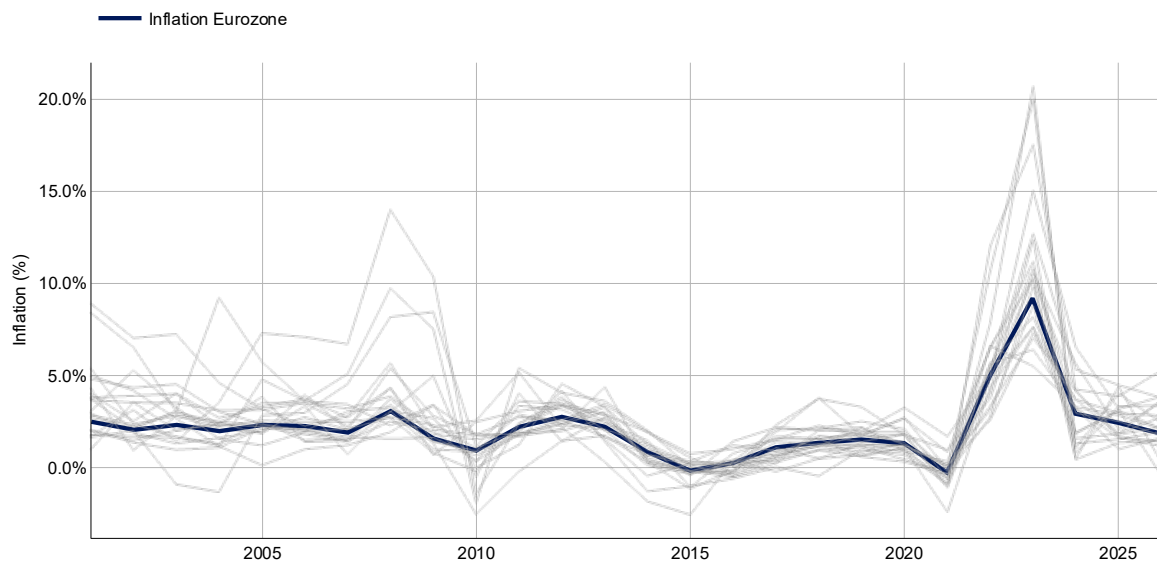
(Quelle: Yale Budget Lab)

Diese Einschätzung wird dadurch gestützt, dass sich bislang keine breit angelegten Zweitrundeneffekte in Löhnen oder inflationären Erwartungen abzeichnen. Die längerfristigen Inflationserwartungen, gemessen an marktbasierten und umfragebasierten Indikatoren, bleiben weitgehend verankert, wenngleich auf leicht erhöhtem Niveau um die 2,5 %. Gleichzeitig limitiert die nur moderate Weitergabe höherer Importpreise an die Endverbraucherpreise den potenziellen Inflationsimpuls aus dem Außenhandel.

In der Gesamtschau spricht die aktuelle Datenlage dafür, dass die jüngsten Inflationsüberschreitungen weniger Ausdruck eines erneuten strukturellen Inflationsregimes sind, sondern vielmehr auf temporäre Faktoren zurückzuführen sind. Für die Geldpolitik bedeutet dies, dass zwar Vorsicht im Hinblick auf den Zeitpunkt erster Zinssenkungen geboten bleibt, eine erneute Inflationsbeschleunigung jedoch derzeit nicht das Basisszenario darstellt. Damit bleibt die Inflation ein zentraler, aber nicht dominanter Risikofaktor im makroökonomischen Umfeld der USA.

In der Eurozone stellt die Preisentwicklung derzeit weder einen zentralen noch dominanten Risikofaktor dar. Die Inflation liegt seit Beginn 2025 leicht über dem Ziel von 2 %, was in der aktuellen Lage de facto als Zielerreichung eingeordnet werden kann. Auch die Streuung innerhalb der Mitgliedstaaten hat abgenommen und liegt tendenziell eher am unteren Rand des Inflationsziels (vgl. Abbildung 8). Insbesondere Frankreich (0,9 %) und Italien (1,1 %) tragen als große Volkswirtschaften unterdurchschnittlich zur Gesamtinflation bei, während Deutschland mit 2,3 % leicht überdurchschnittlich zur Teuerung beiträgt. Insgesamt erscheint der Preisausblick in der Eurozone derzeit stabiler als in den USA, was auch im Kontext der schwächeren Konjunkturdynamik zu interpretieren ist.

Abbildung 8: Inflation der Eurozone und ihrer Mitgliedsstaaten



(Quelle: Internationaler Währungsfonds)

2.4 Gesamteinschätzung EUR/USD

Der EUR/USD wird aktuell weniger durch klassische Zinsdifferenzen als durch Unterschiede in geldpolitischer Glaubwürdigkeit und institutioneller Stabilität geprägt. Die Euro-Stärke im Jahr 2025 reflektiert vor allem eine erhöhte Unsicherheit auf US-Seite, während die EZB mit einem stabilen und konsensorientierten Kurs kurzfristige Volatilität begrenzt. In der Gesamtschau bleibt das Risiko asymmetrisch zulasten des US-Dollar, bei zugleich begrenztem Aufwertungspotenzial des Euro aufgrund der konjunkturellen und geopolitischen Schwäche.

3. Großbritannien

3.1 Geldpolitik & Wechselkursentwicklung

Abbildung 10: EUR/GBP-Wechselkurs und -Sicherungskosten



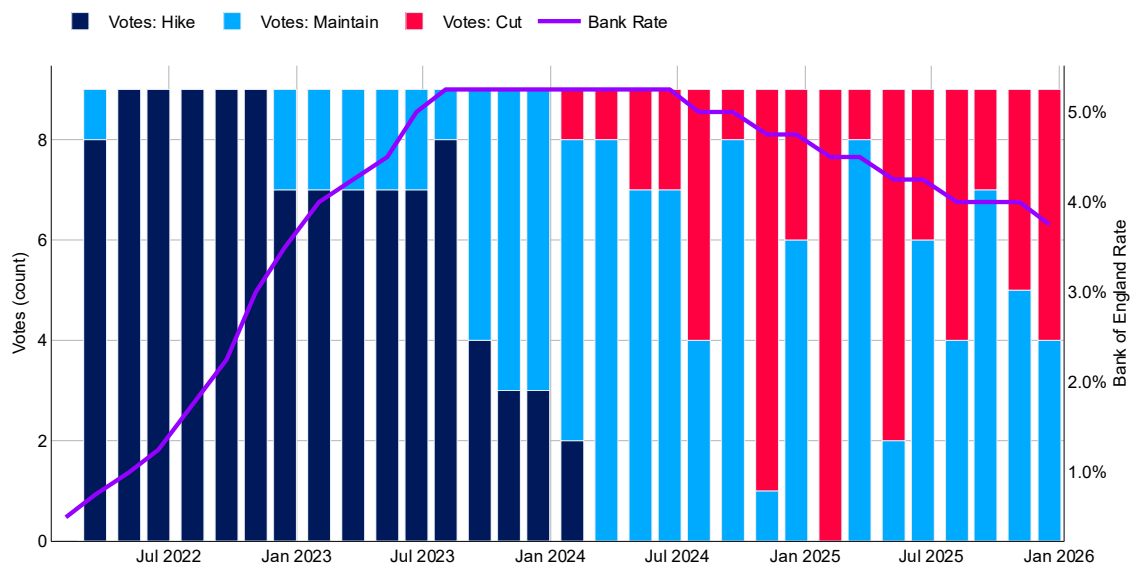
(Quelle: Bloomberg)

Das britische Pfund wertete im Jahr 2025 deutlich gegenüber dem Euro ab. Dies ist insofern bemerkenswert, als die Zinsdifferenz aus Euro-Sicht über weite Teile des Jahres zu den höchsten im G10-Universum zählte, bis zur Jahresmitte weiter anstieg und über längere Phasen oberhalb von 2 % lag. Die Wechselkursentwicklung unterstreicht damit, dass der Zinsvorteil des Pfunds nicht ausreichte, um strukturelle und makroökonomische Belastungsfaktoren zu kompensieren.

Mit der zuletzt spürbar nachlassenden Inflationsdynamik im Vereinigten Königreich haben sich die Zinserwartungen zum Jahresende 2025 deutlich nach unten verschoben. Für 2026 preisen die Märkte inzwischen mindestens zwei Zinssenkungen der Bank of England ein. Damit verliert das Pfund einen wesentlichen Stabilisierungsfaktor, was den relativen Abwärtsdruck gegenüber dem Euro zusätzlich erhöht.

Das Abstimmungsverhalten im Monetary Policy Committee stützt diese Entwicklung. Die Dissensbreite hat sich am aktuellen Rand verringert und die Stimmenmehrheit verschiebt sich sukzessive in Richtung eines akkommodierenderen Kurses. In der jüngsten Entscheidung wurde eine Zinssenkung mit erhöhter Zustimmung getragen, was die gestiegene Zuversicht in einen nachlassenden Inflationsdruck und einen weniger restriktiven geldpolitischen Pfad reflektiert.

Abbildung 11: Abstimmungsverhalten der Bank of England

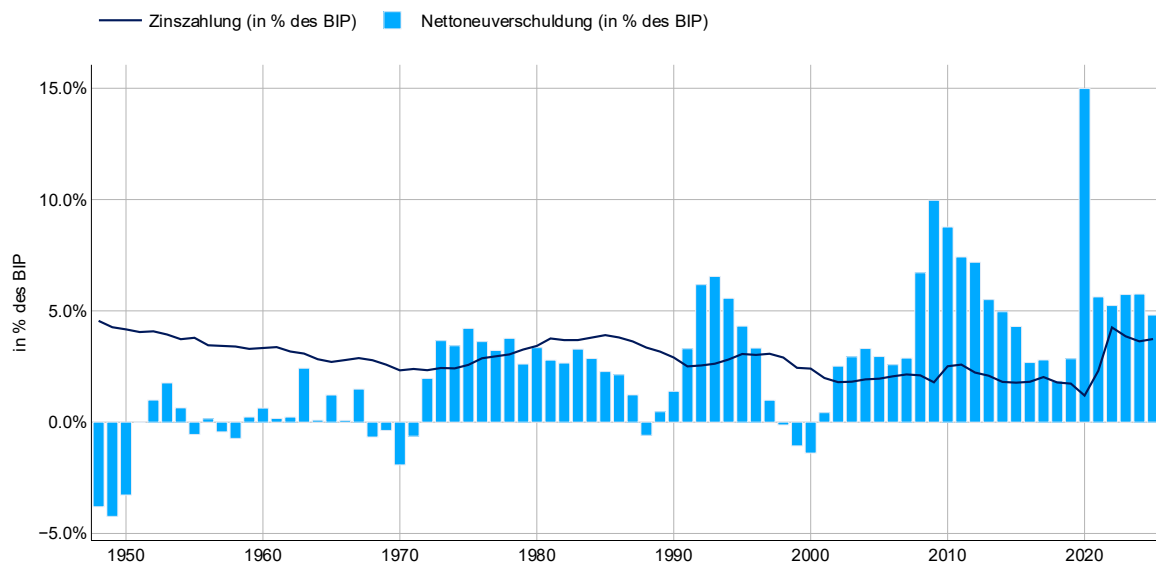


(Quelle: Bank of England)

3.2 Konjunktur

Die aktuelle fiskalische Situation des Vereinigten Königreichs ist weniger durch einen aktiven Gestaltungsanspruch als vielmehr durch fiskalische Defensive und begrenzte politische Ambition gekennzeichnet, was sich deutlich in den in Abbildung 12 dargestellten Kennzahlen widerspiegelt.

Abbildung 12: Fiskalische Situation im Vereinigten Königreich.



(Quelle: Office for Budget Responsibility)

Zwar zeigten Defizit und Schuldenquote zuletzt eine gewisse Stabilisierung, doch erfolgte diese auf einem strukturell erhöhten Niveau und primär durch implizite Konsolidierungseffekte, nicht durch wachstumsfördernde Reformen. Abbildung 12 verdeutlicht, dass der fiskalische Anpassungspfad

flach verläuft und kaum Spielraum für eine nachhaltige Verbesserung der öffentlichen Finanzen eröffnet.

Vor diesem Hintergrund ist das letzte "Autumn Budget" einzuordnen, das von vielen Marktteilnehmern als unambitioniert wahrgenommen wurde. Anstatt die schwache Produktivitätsentwicklung und die geringe Investitionsdynamik gezielt zu adressieren, beschränkt sich die Fiskalpolitik weitgehend auf die Sicherung kurzfristiger Haushaltsstabilität, etwa durch das Fortschreiben bestehender Steuerparameter und eine implizite Belastung der privaten Haushalte über fiskalische Effekte (kalte Progression).

Die in Abbildung 12 sichtbare Entwicklung legt nahe, dass die Konsolidierung weniger das Ergebnis struktureller Reformen als vielmehr eines passiven Abwartens ist, bei dem fiskalische Nachhaltigkeit über Kaufkraftverluste und begrenzte Ausgabenflexibilität erkaufte wird.

Für das britische Pfund ist diese Konstellation problematisch: Zwar reduziert der Verzicht auf expansive Fiskalimpulse kurzfristig das Risiko fiskalischer Verwerfungen, gleichzeitig fehlt jedoch ein überzeugender Wachstumspfad, der das Vertrauen in die mittel- bis langfristige Ertragskraft der britischen Volkswirtschaft stärken könnte. In der Konsequenz bleibt der GBP fundamental anfällig, da fiskalische Glaubwürdigkeit zwar erhalten wird, jedoch ohne eine klare Wachstumsstrategie keine strukturelle Unterstützung für die Währung entsteht. Abbildung 12 unterstreicht damit, dass die aktuelle Fiskalpolitik zwar Stabilität suggeriert, jedoch kaum geeignet ist, die bestehenden strukturellen Schwächen zu überwinden oder dem britischen Pfund einen nachhaltigen fundamentalen Rückenwind zu verleihen.

3.3 Preisentwicklungen

Die jüngste Zinssenkung der Bank of England reflektiert den klar disinflationären Trend der vergangenen Quartale und markiert den Übergang von einer restriktiven zu einer normalisierenden Geldpolitik. Die Inflation ist seit ihrem Hoch deutlich zurückgegangen und hat sich zuletzt auf ein Niveau abgeschwächt, das eine Lockerung rechtfertigt, ohne die geldpolitische Glaubwürdigkeit zu gefährden. Entscheidend ist dabei weniger das aktuelle Inflationsniveau (3,2 % im November) als die zugrunde liegende Dynamik: Der Preisdruck hat sich in der Breite verlangsamt, auch wenn einzelne dienstleistungsnahe Komponenten weiterhin erhöhte Raten aufweisen. Vor diesem Hintergrund ist die Zinssenkung nicht als Start eines aggressiven Lockerungszyklus zu interpretieren, sondern als erster Schritt in einem vorsichtigen, datenabhängigen Anpassungsprozess. Für das britische Pfund bedeutet diese Konstellation kurzfristig eine Entlastung von übermäßiger geldpolitischer Restriktion, zugleich aber eine begrenzte strukturelle Unterstützung, da das verbleibende Inflationsrisiko und die schwache Wachstumsdynamik den Spielraum für schnelle weitere Senkungen einengen.

3.4 Gesamteinschätzung EUR/GBP

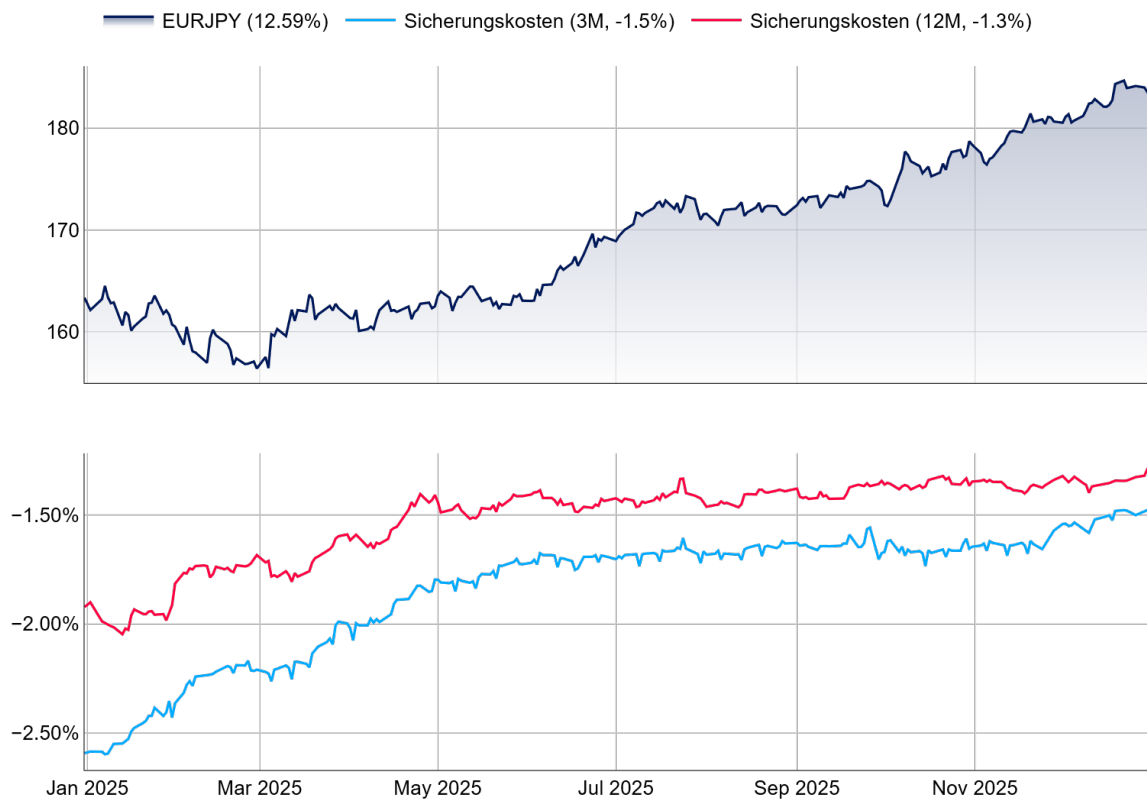
Der EUR/GBP-Wechselkurs wird zunehmend durch unterschiedliche makroökonomische Anpassungspfade und die daraus resultierende geldpolitische Normalisierung geprägt. Mit der eingeleiteten Zinssenkung verliert das britische Pfund einen wesentlichen Stützpfeiler, während der geldpolitische Kurs der EZB durch hohe Pfadstabilität kurzfristige Wechselkurs-Schwankungen begrenzt. Insgesamt bleibt das Chancen-Risiko-Profil asymmetrisch zulasten

des Pfunds, bei zugleich begrenztem Aufwertungsspielraum des Euro vor dem Hintergrund der eigenen konjunkturellen Schwäche.

4. Japan

4.1 Geldpolitik & Wechselkursentwicklung

Abbildung 13: EUR/JPY-Wechselkurs und -Sicherungskosten



(Quelle: Bloomberg)

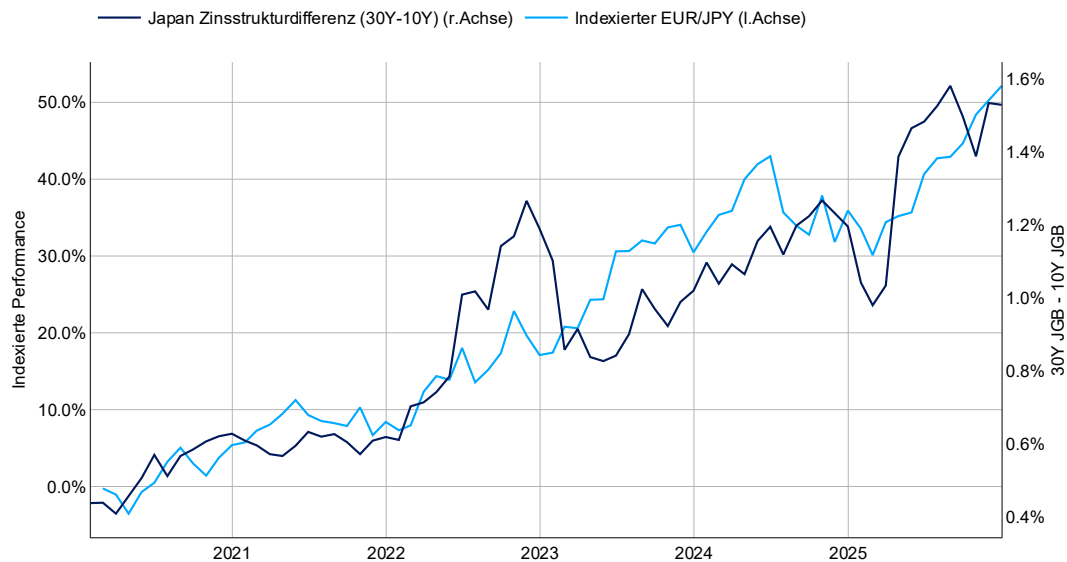
Der japanische Yen wertete im Jahr 2025 erneut deutlich gegenüber dem Euro ab. In den vergangenen fünf Jahren verlor die Währung nahezu ein Drittel ihres Wertes. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem die anhaltend hohen Zinsdifferenzen sowie die daraus resultierende Attraktivität von Carry-Trade-Strategien, die den Abwertungsdruck strukturell verstärkten.

Am aktuellen Rand mehrten sich jedoch Anzeichen einer Überdehnung dieses Trades, vergleichbar mit der Situation im Sommer 2024. Der Yen ist auf historischer Basis günstig bewertet, während sich die Sicherungskosten weiter eingengt haben. Gleichzeitig hat sich das Inflationsumfeld in Japan nachhaltig verändert und liefert eine zunehmend tragfähige ökonomische Grundlage für weitergehende Zinserhöhungen der Bank of Japan. In der Gesamtschau deutet dies auf eine asymmetrische Risikolage hin, bei der das Abwertungspotenzial begrenzt erscheint, während die Sensitivität gegenüber geldpolitischen Anpassungen zugenommen hat.

Währenddessen preisen die Märkte vor dem Hintergrund der hohen Staatsverschuldung sowie erhöhter Inflations- und Zinserwartungen einen zunehmend ausgeprägten Risikoaufschlag am langen Ende der japanischen Zinsstrukturkurve ein. Der Spread zwischen 30-jährigen und 10-jährigen japanischen Staatsanleihen (JGBs) beläuft sich aktuell auf rund 1,5 Prozentpunkte (vgl. Abbildung 13), erklärt einen signifikanten Teil der Yen-Abwertung und liegt deutlich oberhalb dem vergleichbarer

Länder, denen ebenfalls fiskalische Belastungen zugeschrieben werden. So beträgt der entsprechende Laufzeitaufschlag im Vereinigten Königreich bei Gilts vergleichbarer Restlaufzeiten lediglich rund 0,75 Prozentpunkte und fällt damit etwa halb so hoch aus.

Abbildung 14: Indexierter EUR/JPY-Wechselkurs versus Zinsdifferenz zwischen 30-jährigen und 10-jährigen japanischen Staatsanleihen (JGBs)



(Quelle: Bloomberg)

Diese Entwicklung wird zusätzlich dadurch verstärkt, dass die Renditen 30-jähriger JGBs mit rund 3,3 % ein historisch hohes Niveau erreicht haben. Seit der erstmaligen Emission langlaufender Staatsanleihen im Jahr 1999 waren die Finanzierungskosten für den japanischen Staat am ultralangenden Ende der Kurve nie höher. Damit steigen nicht nur die laufenden Zinsausgaben, sondern auch die Sensitivität des Staatshaushalts gegenüber weiteren Renditeanstiegen deutlich an.

Der fiskalische Ausblick verschärft diese Gemengelage zusätzlich. Die ehemalige Wirtschaftsministerin Sanae Takaichi beschloss jüngst ein zusätzliches Defizitpaket in Höhe von rund EUR 100 Mrd., was etwa 2,5 % des japanischen Bruttoinlandsprodukts entspricht, und äußerte zugleich wiederholt Kritik an den bisherigen Zinserhöhungen der Bank of Japan. Diese politische Konstellation erhöht die Unsicherheit über die mittelfristige fiskalische Disziplin und nährt Zweifel an der Bereitschaft, höhere Zinsen dauerhaft zu akzeptieren.

In der Gesamtschau ergibt sich damit eine Konstellation aus steigenden Zinsen, einer abwertenden Währung und zunehmenden Laufzeit- beziehungsweise Term-Prämien. Dieses Muster weist Parallelen zur britischen Episode unter der Regierung Truss auf, wenn auch unter anderen institutionellen Rahmenbedingungen und mit einer deutlich stärkeren heimischen Investorenbasis. Gleichwohl deutet die Marktreaktion darauf hin, dass fiskalische Glaubwürdigkeit und geldpolitische Verankerung zunehmend eingepreist werden.

Zugleich besteht ein impliziter Anreiz, den hohen Schuldenstand real zu entwerten. In den vergangenen fünf Jahren ist die japanische Staatsschuldenquote von rund 260 % auf etwa 235 % des Bruttoinlandsprodukts gesunken, was wesentlich auf nominales Wachstum und Inflation zurückzuführen

ist. Eine anhaltend erhöhte Inflationsrate würde diesen Entschuldungseffekt verstärken, ginge jedoch mit erheblichen Risiken für Wechselkursstabilität und Kapitalmarktfunktionalität einher.

Vor diesem Hintergrund könnte sich die Bank of Japan zunehmend gezwungen sehen, aktiv gegenzusteuern. Neben weiteren Zinserhöhungen, die Gouverneur Ueda zuletzt als zunehmend wahrscheinlich bezeichnete, steht grundsätzlich auch der Einsatz der umfangreichen Währungsreserven in Höhe von rund USD 1,3 Billionen im Raum, um einer ungeordneten Yen-Abwertung entgegenzuwirken. Sollte eine glaubwürdige geldpolitische Straffung ausbleiben, droht die aktuelle Abwertungs-spirale an Dynamik zu gewinnen und sich zu einem strukturellen Stabilitätsrisiko für die japanischen Kapitalmärkte auszuweiten.

4.2 Konjunktur & Geopolitik

Neben den geld- und fiskalpolitischen Spannungsfeldern rücken zunehmend geopolitische Risiken als Belastungsfaktor für die japanische Konjunktur in den Vordergrund. Nachdem die japanische Politikerin Sanae Takaichi zuletzt öffentlich die Verteidigungsbereitschaft Taiwans unterstrich, reagierte China mit deutlich verschärfter Rhetorik sowie ersten wirtschaftspolitischen Maßnahmen. Die Eskalation verdeutlicht die wachsende Verwundbarkeit Japans an der Schnittstelle zwischen sicherheitspolitischen Positionierungen und ökonomischen Abhängigkeiten.

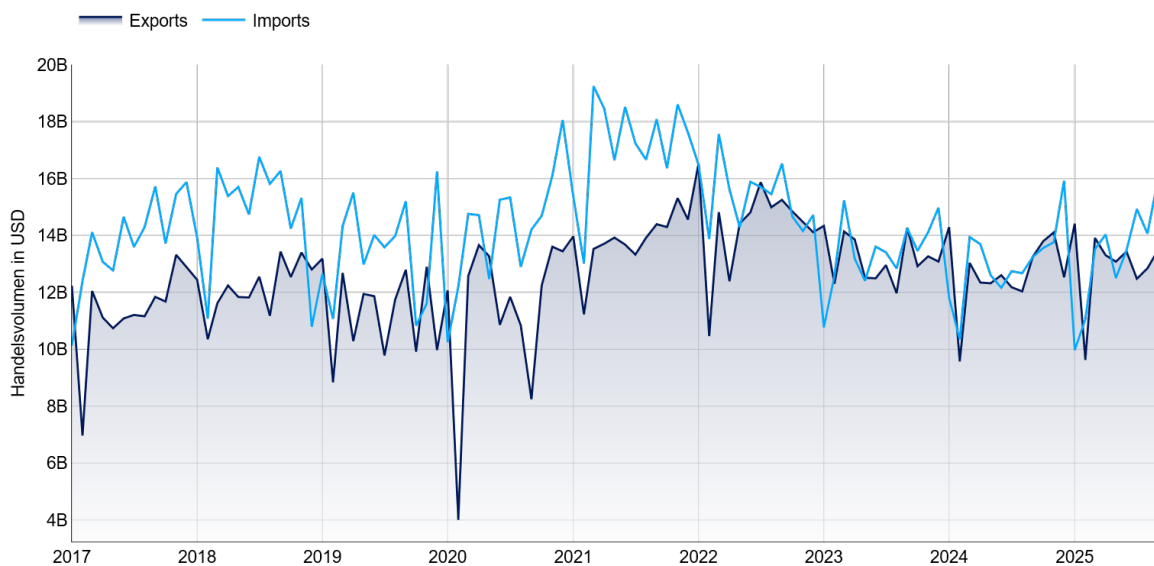
Konkret hat China de facto eine Reisewarnung für Japan ausgesprochen. Die daraus resultierenden wirtschaftlichen Kosten werden von Nomura Research auf rund USD 10 Mrd. geschätzt. Darüber hinaus wurde der Import japanischer Meeresfrüchte ausgesetzt. Dieses Segment macht rund 22 % der japanischen Exporte in diesem Bereich aus, was einem Volumen von etwa USD 5 Mrd. entspricht. Für einzelne Regionen und Branchen stellt dies eine substanzielle Belastung dar und verstärkt die ohnehin fragile konjunkturelle Lage.

Gleichzeitig ist die handelspolitische Ausgangslage zwischen China und Japan differenziert zu bewerten. In den vergangenen zwölf Monaten wies China gegenüber Japan ein Handelsbilanzdefizit auf, was auch auf den deutlich abgewerteten Yen zurückzuführen ist. Das gesamte chinesische Exportvolumen nach Japan belief sich zuletzt auf rund USD 160 Mrd., während die Importe aus Japan bei etwa USD 150 Mrd. lagen (vgl. Abbildung 14). China verfügt damit zwar über handelspolitischen Einfluss, befindet sich jedoch nicht in einer einseitig dominanten Position, da Gegenmaßnahmen ebenfalls mit ökonomischen Kosten verbunden wären.

Dennoch bestehen erhebliche Eskalationsrisiken. Mögliche weitere Schritte Chinas umfassen politischen Druck auf Drittstaaten zur Einschränkung des Handels mit Japan oder die Einführung gezielter Exportkontrollen, beispielsweise bei strategisch relevanten Vorprodukten wie seltenen Erden. Solche Maßnahmen würden die geopolitische Risikoprämie weiter erhöhen und könnten sowohl die Investitionstätigkeit als auch die Wechselkursentwicklung zusätzlich belasten.

In der Gesamtschau verschärft das geopolitische Umfeld damit die bereits bestehenden makroökonomischen Herausforderungen Japans. Die Kombination aus fiskalischem Druck, geldpolitischer Unsicherheit und zunehmenden außenpolitischen Spannungen erhöht die Anfälligkeit der Konjunktur gegenüber externen Schocks und verstärkt die strukturellen Abwärtsrisiken für den Yen.

Abbildung 15: Handelsvolumen aus China gegenüber Japan



(Quelle: Bloomberg)

4.3 Preisentwicklungen

Das Inflationsumfeld in Japan hat sich in den vergangenen Quartalen weiter von der langjährigen Deflationslogik gelöst und liefert der Bank of Japan eine zunehmend tragfähige Grundlage für eine graduelle Normalisierung der Geldpolitik. Zwar bleibt die japanische Teuerung im internationalen Vergleich moderat, jedoch mit zuletzt knapp 3 % inzwischen eine längere Zeit über dem selbstgesteckten 2 % Ziel. Entscheidend ist auch die Persistenz: Preisimpulse sind nicht mehr ausschließlich import- und energiegetrieben, sondern breiten sich stärker über Kernkomponenten und insbesondere über den Dienstleistungsbereich aus. Gleichzeitig wirkt die anhaltende Yen-Schwäche als struktureller Verstärker der Importpreisinflation und erhöht die Sensitivität der Preisentwicklung gegenüber Wechselkursschwankungen. In der Konsequenz entsteht für die BoJ ein schwieriger Zielkonflikt: Ein zu zögerlicher Kurs riskiert eine Verfestigung der Inflation und eine weitere Währungsabwertung, ein zu schneller Kurs könnte dagegen in einem fragilen Wachstumsumfeld die Finanzierungsbedingungen abrupt verschärfen.

4.4 Gesamteinschätzung EUR/JPY

Der EUR/JPY wird im aktuellen Umfeld primär durch die asymmetrische Geldpolitik und die daraus resultierende Kapitalflusssdynamik geprägt, wobei die strukturelle Yen-Schwäche zuletzt zunehmend durch Risikoaspekte am japanischen Anleihemarkt überlagert wird. Die Euro-Seite bleibt trotz verhaltener Konjunktur durch einen stabilen, institutionell verankerten Policy-Rahmen gekennzeichnet, während Japan vor dem Spagat zwischen Inflationsnormalisierung und hoher fiskalischer Sensitivität gegenüber steigenden Renditen steht. In der Gesamtschau bleibt das Risiko für den Yen asymmetrisch: Das Abwertungspotenzial erscheint bei fortgesetzter Normalisierung zwar begrenzter als in den Vorjahren, zugleich nimmt jedoch die Wahrscheinlichkeit sprunghafter Gegenbewegungen zu, falls die BoJ glaubwürdiger strafft oder Marktspannungen eine Neubewertung von Carry-Positionen auslösen.

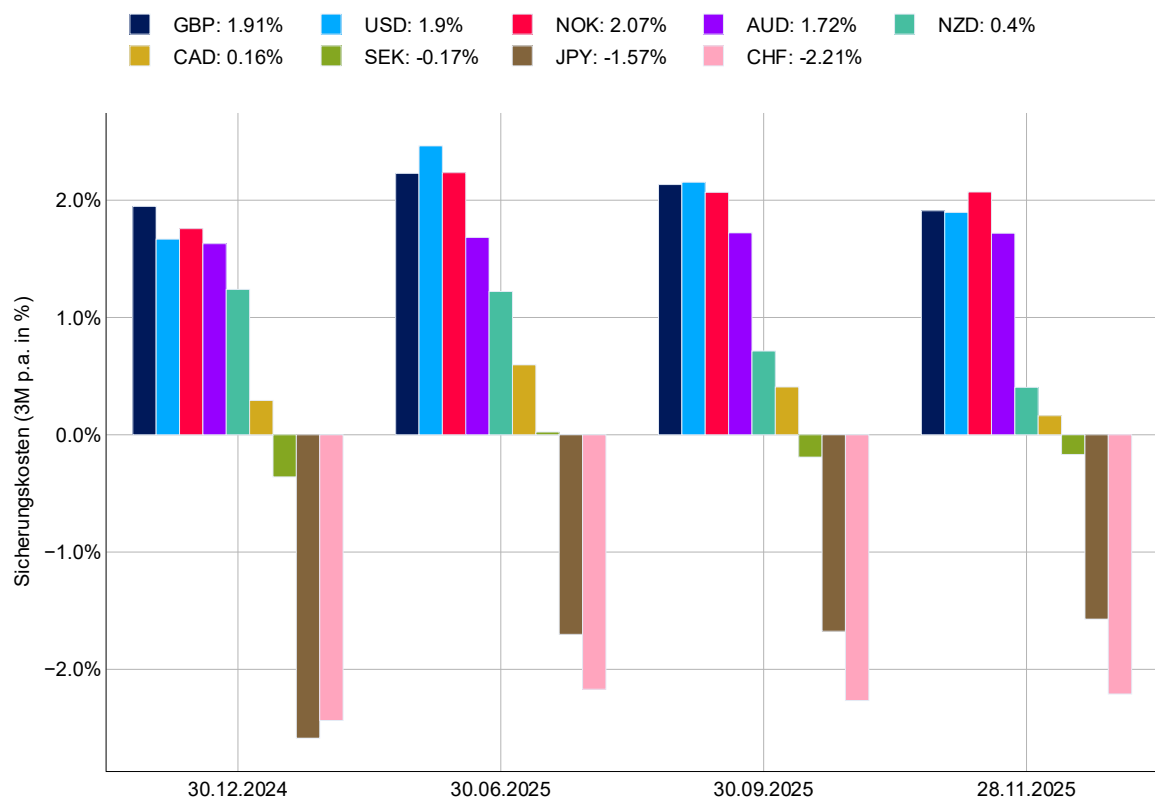
5. Datenübersicht

Abbildung 16: Übersicht der Wertentwicklung gegenüber dem Euro zu verschiedenen Stichtagen

	1Y	6M	3M	1M
JPY	-10.24%	-5.64%	-5.27%	-1.58%
CHF	1.46%	4.39%	0.95%	0.49%
CNY	-7.43%	-5.09%	1.64%	-0.63%
SEK	6.21%	5.06%	2.3%	1.59%
NOK	0.31%	-3.35%	-0.77%	-0.5%
NZD	-8.97%	-13.01%	-0.0%	-0.08%
AUD	-4.6%	-8.25%	1.25%	0.96%
CAD	-6.81%	-8.69%	1.47%	0.78%
GBP	-4.79%	-2.59%	0.38%	0.51%
USD	-11.35%	-8.71%	-0.24%	-1.83%

(Quelle: Bloomberg)

Abbildung 17: Übersicht der Sicherungskostenentwicklung gegenüber dem Euro zu verschiedenen Stichtagen



(Quelle: Bloomberg)



Disclaimer

Die dargestellten Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und richten sich ausschließlich an professionelle Anleger im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG). Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung und nicht um eine Finanzanalyse, Anlageempfehlung oder Anlagestrategieempfehlung.

Die bereitgestellten Informationen wurden mit angemessener Sorgfalt auf Grundlage der der Torca Asset Management AG zum jeweiligen Zeitpunkt zugänglichen Daten erstellt. Die Angaben beruhen auf Quellen, die als zuverlässig eingeschätzt werden; für deren Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität wird jedoch keine Gewähr übernommen.

Einschätzungen und Bewertungen geben die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt der Erstellung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Eine Verpflichtung zur Aktualisierung der enthaltenen Informationen besteht nicht.

Die Inhalte stellen keine Anlageberatung, keine Anlageempfehlung; insbesondere keine individuelle Währungs-, Absicherungs- oder FX Overlay Empfehlung dar und kein Angebot oder eine Aufforderung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten.

Die Torca Asset Management AG übernimmt keine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit der bereitgestellten Informationen.

Stand: 31.12.2025