



FX Marktbericht

Q1 2026

Währungen intelligent navigieren

torca
ASSET MANAGEMENT AG

Autoren



Jasper Dux

CIO

Jasper Dux ist Mitgründer von 7orca Asset Management und Mitglied des Vorstands. In seiner Funktion als Chief Investment Officer verantwortet er die Entwicklung, Umsetzung und Performance der Investment- und Risikomanagementstrategien des Unternehmens. In seine Ressortverantwortung fallen die Bereiche Portfolio Management, Exposure Management und Quantitative Research. Darüber hinaus steuert er die Weiterentwicklung der Investmentprozesse.



Maximilian Kühl

Head of Research

Maximilian Kühl ist Head of Research bei 7orca Asset Management. In dieser Funktion verantwortet er die Forschungsaktivitäten im Bereich Quantitative und Economic Research. Sein Schwerpunkt liegt auf der Weiterentwicklung quantitativer Modelle, Analysen und systematischer Investmentprozesse.

Ansprechpartner



Sven O. Müller

Head of Relationship Management

Sven O. Müller ist als Head of Relationship Management für den Aufbau und die Pflege der Kundenbeziehungen von 7orca verantwortlich und steuert die Aktivitäten gegenüber institutionellen Investoren und Anbietern von institutionellen Investmentprodukten.

- E-Mail: sven.mueller@7orca.com
- Telefon: +49 40 33 460 4613

Unternehmen

7orca Asset Management AG
Am Sandtorkai 77
20457 Hamburg
www.7orca.com

Inhalt

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

Highlights

Globale FX Märkte

Das erste Quartal 2026 ist durch eine weitere Verschiebung der Treiberstruktur im FX Markt gekennzeichnet. Im Kontext der Eskalation im Mittleren Osten gewinnen geopolitische Faktoren weiter an Bedeutung und überlagern zunehmend klassische makroökonomische Einflussgrößen. Daraus ergeben sich unmittelbare Rückkopplungen auf Inflationserwartungen, geldpolitische Pfade und Wechselkursentwicklungen.

Europa und die USA

Der EUR/USD wird zunehmend durch geopolitische Risiken geprägt. Der US-Dollar profitiert kurzfristig von Safe-Haven-Strömen, wird jedoch durch fiskalische Belastungen und eine potenziell stärkere politische Einflussnahme auf die Geldpolitik relativiert. Die Entkopplung von Zinsdifferenzen und Wechselkursen dürfte sich fortsetzen. Insgesamt ergibt sich ein zweigeteiltes Bild: kurzfristige USD-Stärke, aber strukturelle Abwärtsrisiken bei anhaltender Unsicherheit.

Rohstoffwährungen

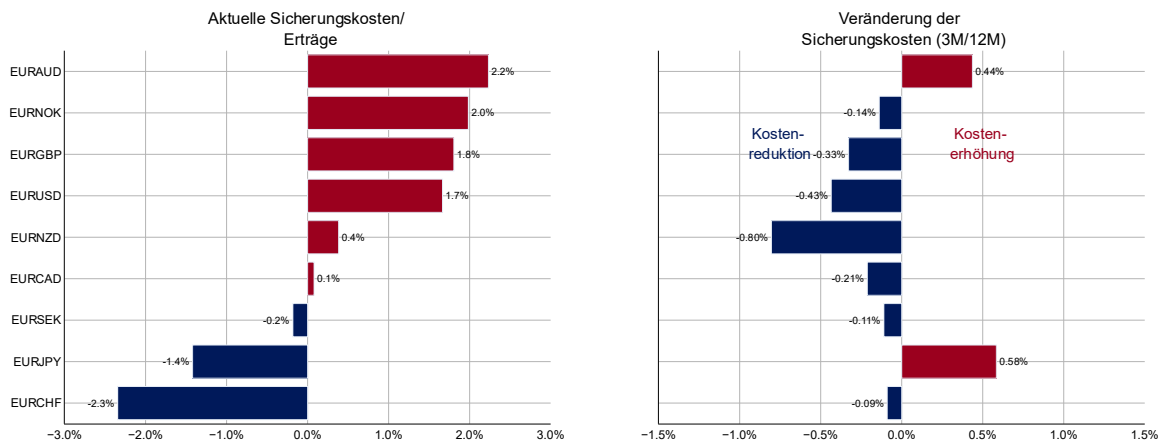
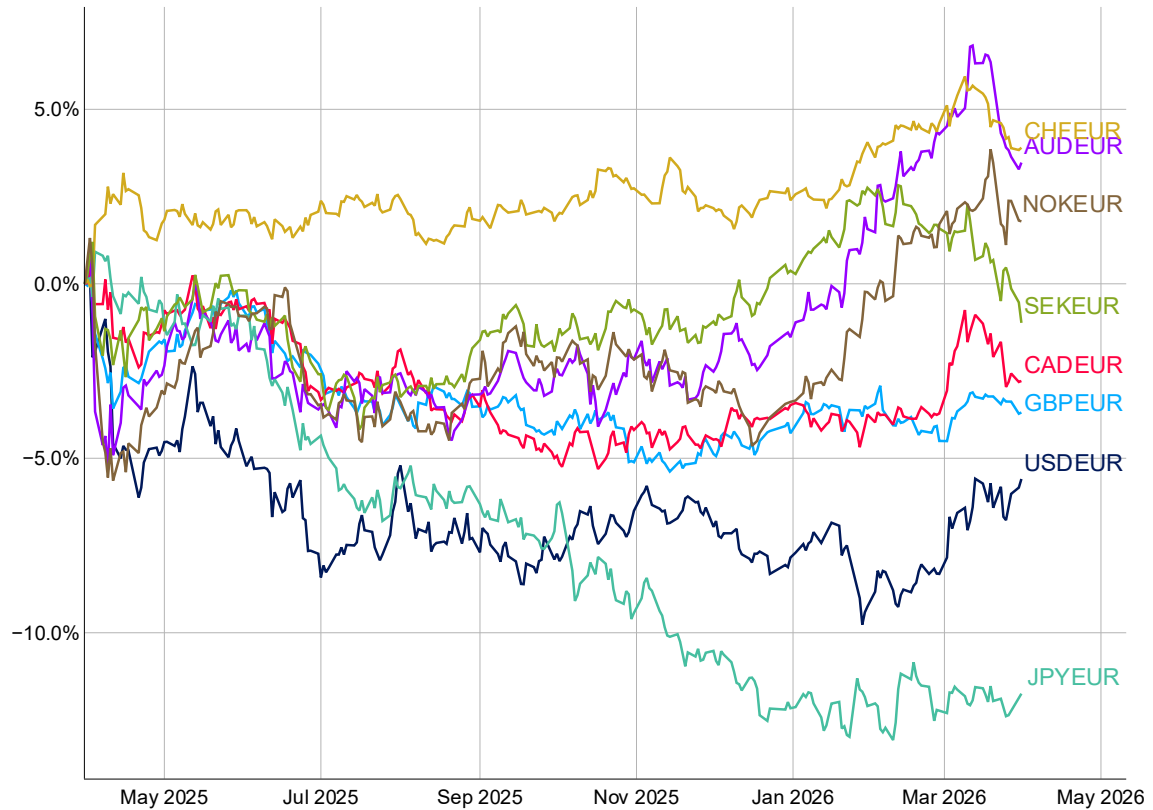
Rohstoffwährungen wie CAD, NOK und AUD werteten im ersten Quartal zeitweise signifikant auf. Trotz dieser Stärke zeigen die zugrunde liegenden Zusammenhänge eine ausgeprägte Asymmetrie: Wechselkurse reagierten deutlich sensibler auf fallende als auf steigende Rohstoffpreise. Wir analysieren exemplarisch die Eigenschaften von Rohstoffwährungen und zeigen Implikationen für Sicherungsstrategien auf.

Japan

Der Yen konnte seine Safe-Haven-Rolle zuletzt nicht ausspielen. Belastend wirken eine nach der Neuwahl von Sanae Takaichi erwartete expansivere Fiskalpolitik, ein partielles Auspreisen weiterer Zinserhöhungen sowie eine hohe Energieimportabhängigkeit. Gleichzeitig sprechen Unterbewertung und ein enger werdendes Zinsdifferential weiterhin für eine asymmetrische Risikokonstellation mit Potenzial für abrupte Aufwertungsbewegungen.

1. Globale FX Märkte im Überblick

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



(Quelle: Bloomberg, Torca – eigene Darstellung)

Zu Beginn des Jahres 2026 hat sich die Eurostärke aus dem Jahr 2025 umgekehrt (vgl. Abbildung 1, oberes Schaubild). Sowohl die Safe-Haven-Währungen CHF und US-Dollar als auch zyklische Währungen wie AUD, NOK und CAD werteten gegenüber dem Euro auf. Letztere profitierten insbesondere im Kontext der Eskalation im Mittleren Osten, die mit einem Preisanstieg für Öl, LNG, Helium sowie ausgewählte Industriemetalle und Agrarrohstoffe einherging. Rohstoffwährungen tendieren in solchen Phasen zu einer gleichgerichteten Entwicklung mit den zugrunde liegenden Rohstoffpreisen, wodurch ihr zyklischer Risikocharakter temporär in den Hintergrund tritt.

Der Konflikt entfaltet zunehmend auch geldpolitische Implikationen. Steigende Rohstoffpreise sowie anhaltende Störungen globaler Lieferketten dürften sich sukzessive in höheren Verbraucherpreisen niederschlagen. Die Inflationwirkung nimmt dabei mit der Dauer des Konflikts und einer möglichen Einschränkung zentraler Handelsrouten wie der Straße von Hormus überproportional zu.

Diese Entwicklung spiegelt sich bereits in den Zinsmärkten wider: Für die EZB werden aktuell 1–2 Zinserhöhungen im Jahresverlauf eingepreist, während sich in den USA die Erwartungen an Zinssenkungen von zuvor zwei auf einen Schritt bis Jahresende reduziert haben.

In Australien wurden vor dem Hintergrund erhöhter Inflationsraten bereits zwei Zinserhöhungen zu je 25 Basispunkten im laufenden Jahr umgesetzt. In der Folge weist EUR/AUD mit rund 2,2 % aus Euro-Perspektive aktuell die höchsten Sicherungskosten innerhalb der G10-Währungen auf (vgl. Abbildung 1, linkes Schaubild unten).

In einem anhaltenden Konfliktumfeld dürften verbleibende Zinssenkungserwartungen weiter ausgepreist werden, während sich insbesondere für rohstoffimportierende Volkswirtschaften zunehmend Zinserhöhungsperspektiven ergeben.

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



(Quelle: Bloomberg, Torca – eigene Darstellung und Berechnung)

Parallel dazu zeigt der US-Dollar nach einem schwachen Jahr 2025 und zunehmenden Zweifeln an der institutionellen Stabilität in den USA im Zuge der Eskalation des Iran-Konflikts wieder seine Safe-

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.

Haven-Eigenschaft. Der US-Dollar-Index (DXY) legte in diesem Umfeld um mehr als 2 % im Wert zu, während die Volatilität an den Währungsmärkten spürbar anstieg (vgl. Abbildung 2). Diese Dynamik entspricht grundsätzlich dem erwartbaren Verhalten einer Safe-Haven-Währung.

Gleichzeitig wird die Entwicklung durch strukturelle Faktoren unterstützt: Als Energieexporteur sind die USA von den aktuellen Lieferengpässen weniger stark betroffen als viele andere Volkswirtschaften. Zwar ist auch hier über höhere Weltmarktpreise ein Inflationseffekt zu erwarten, dieser dürfte jedoch im relativen Vergleich deutlich geringer ausfallen als in Europa oder Südostasien.

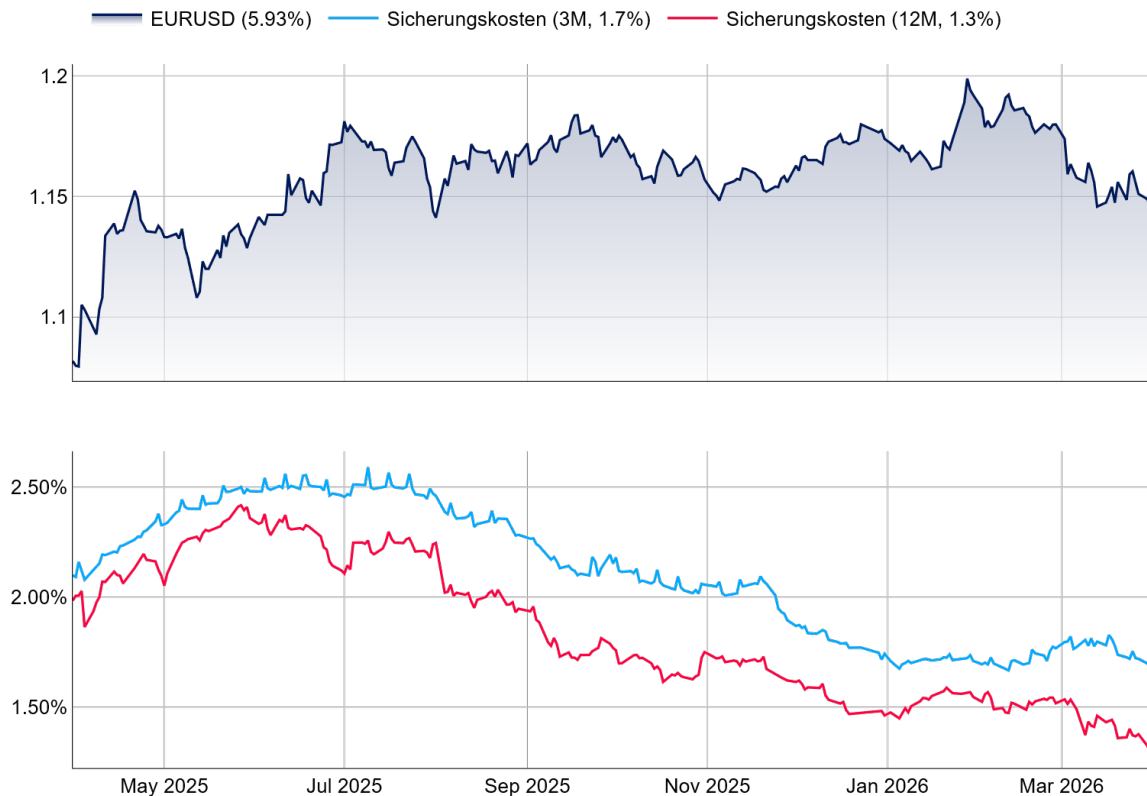
Mit der Nominierung von Kevin Warsh als Nachfolger des Fed-Vorsitzenden Jerome Powell wurden Bedenken hinsichtlich einer stärkeren Politisierung der US-Geldpolitik teilweise reduziert. Seine Amtszeit dürfte in einem volatilen geopolitischen Umfeld beginnen, in dem deutliche Zinssenkungen vor dem Hintergrund eines anhaltenden Energiepreisschocks nur eingeschränkt kommunizierbar erscheinen. Dies spiegelt sich auch in den aktuellen Dot Plots (Zinserwartungen der Notenbank) wider, die aktuell nur noch von einem Zinssenkungsschritt im Jahr 2026 ausgehen.

2. Europa und die USA

“The implications of developments in the Middle East for the U.S. economy are uncertain... nobody knows.“ Jerome Powell (18.03.2026)

2.1 Geldpolitik & Wechselkursentwicklung

Abbildung 3: EUR/USD-Wechselkurs und -Sicherungskosten



(Quelle: Bloomberg, Torca – eigene Darstellung)

Der US-Dollar wertete gegenüber dem Euro nach einem schwachen Jahr 2025 im ersten Quartal 2026 spürbar auf. Parallel dazu stiegen die kurzfristigen Sicherungskosten leicht an, da Zinssenkungserwartungen für die Fed teilweise zurückgenommen wurden. Diese Entwicklung steht im Zusammenhang mit der erhöhten Unsicherheit im Zuge der Eskalation im Mittleren Osten, deren makroökonomische Auswirkungen sich sukzessive in den Markterwartungen widerspiegeln. Am langen Ende der Sicherungsstruktur (12M) kam es hingegen zu einem Rückgang der Sicherungskosten, was auf gestiegene Zinserwartungen in der Eurozone hindeutet.

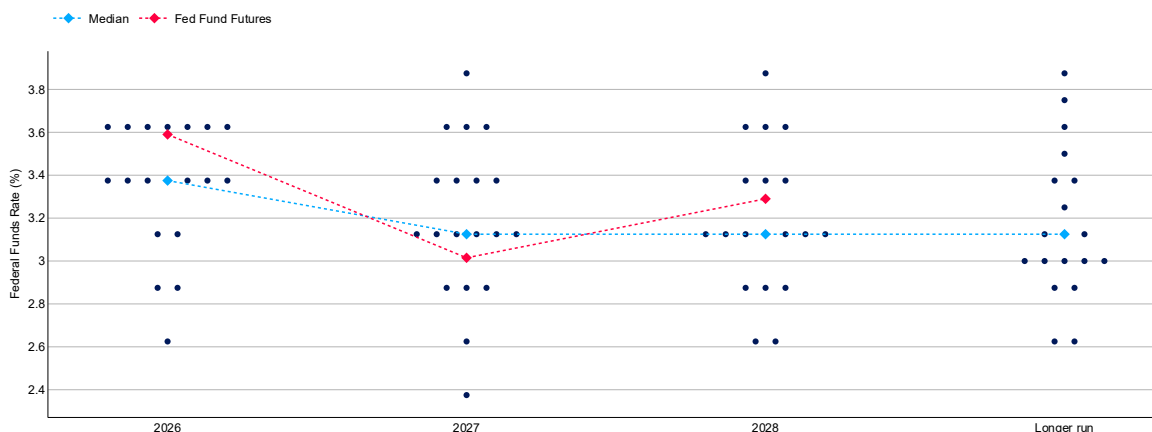
Die institutionelle Unabhängigkeit der Federal Reserve wurde derweil durch die Nachbesetzung des Vorsitzes mit dem Fixed-Income-Spezialisten Kevin Warsh tendenziell gestärkt. Anstelle eines potenziell stärker politisierten Kurses ist von einem pragmatischen Ansatz mit Fokus auf strukturelle geldpolitische Fragestellungen auszugehen.

Frühere Aussagen von Warsh deuten darauf hin, dass insbesondere die Zusammensetzung der Notenbankbilanz sowie ein zurückhaltender Einsatz quantitativer Lockerungsmaßnahmen im Vordergrund stehen dürften. In diesem Kontext erscheint eine Reduktion des Anteils hypothekenbesicherter Wertpapiere (MBS) zugunsten kürzer laufender Staatsanleihen plausibel.

Eine solche Anpassung der Bilanzstruktur der Fed könnte über eine geringere Nachfrage nach Duration zu einem Anstieg des Renditeaufschlags für langfristige Anleihen (Term-Prämie) am langen Ende der US-Zinskurve beitragen. Dies sollte ein gradueller Prozess und kein disruptives Ereignis sein.

Am aktuellen Rand hält die Federal Reserve, trotz des politischen Drucks aus dem Weißen Haus, an seiner vorsichtigen Linie fest und hält den Leitzins erneut konstant bei 3,5 % – 3,75 %. Im Rahmen der „Summary of Economic Projections“, gehen die Zentralbanker im Median nur noch von einem Zinsschritt im Jahr 2026 und einem weiteren Schritt im Jahr 2027 aus (vgl. Abbildung 4).

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



(Quelle: Fed, Bloomberg, Torca – eigene Darstellung)

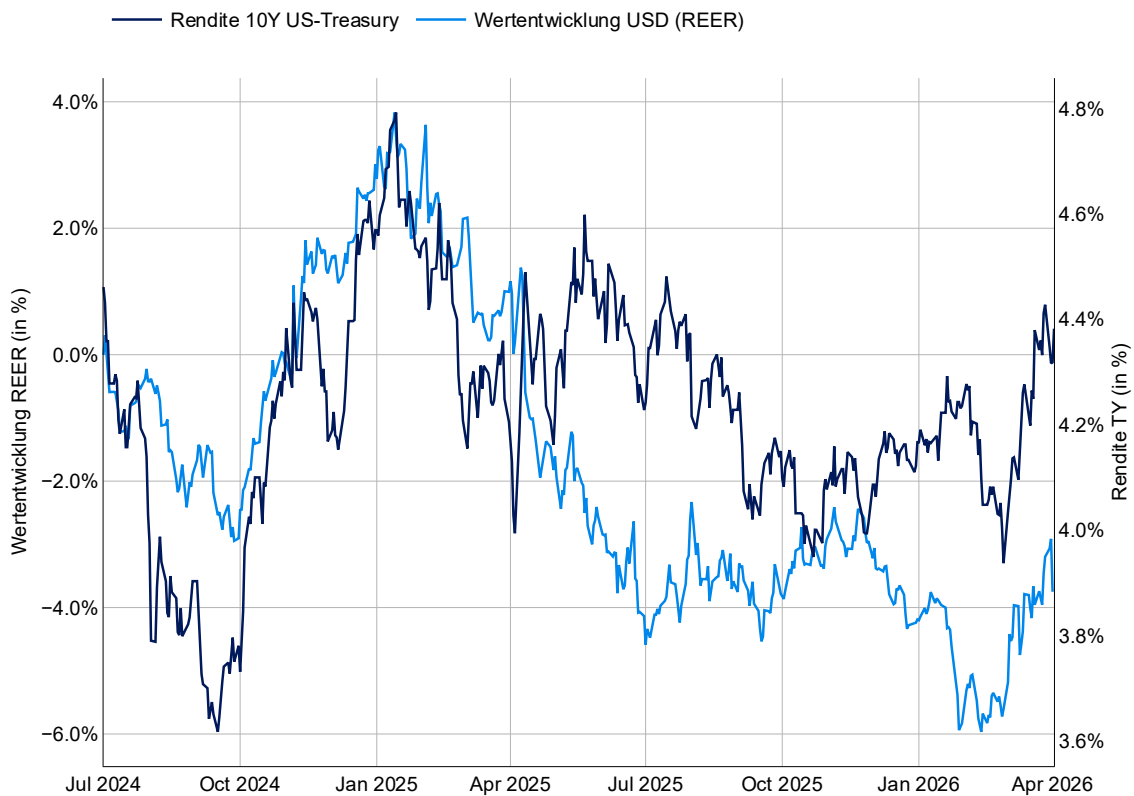
Diese vorsichtige Haltung ist in den weiterhin hohen Inflationsraten, der soliden konjunkturellen Entwicklung, dem eher robusten Arbeitsmarkt und der aktuell unsicheren geopolitischen Lage zu begründen. Sollten sich hohe Energiepreise und eine Störung der globalen Lieferketten in höheren Verbraucher- und Produzentenpreisen niederschlagen, wäre auch eine Streichung der letzten vorgesehenen Zinssenkung denkbar. Dies wird vom Markt derzeit nicht eingepreist.

Die Entwicklung des US-Dollars im vergangenen Jahr verdeutlicht, dass der Zusammenhang zwischen Zinsniveau und Wechselkurs zuletzt weniger stabil war als in früheren Phasen (vgl. Abbildung 5). Trotz zwischenzeitlich deutlich gestiegener Renditen am langen Ende der US-Zinskurve wertete der Dollar in real effektiver Betrachtung über weite Strecken ab.

Dies deutet darauf hin, dass klassische Zinsdifferenzen als alleiniger Treiber der Wechselkursentwicklung zunehmend an Erklärungskraft verlieren und durch andere Faktoren überlagert werden. Insbesondere geopolitische Risiken, fiskalische Entwicklungen sowie Veränderungen in der globalen Kapitalallokation gewinnen an Bedeutung.

Erst mit der jüngsten Zuspitzung der geopolitischen Lage zeigt sich wieder ein stärkerer Gleichlauf von steigenden US-Renditen und einer Aufwertung des Dollars. Dies unterstreicht die aktuell zweigeteilte Dynamik: Während strukturelle Faktoren den Zusammenhang zwischen Zinsen und Wechselkurs lockern, dominieren in Stressphasen weiterhin klassische Safe-Haven-Mechanismen.

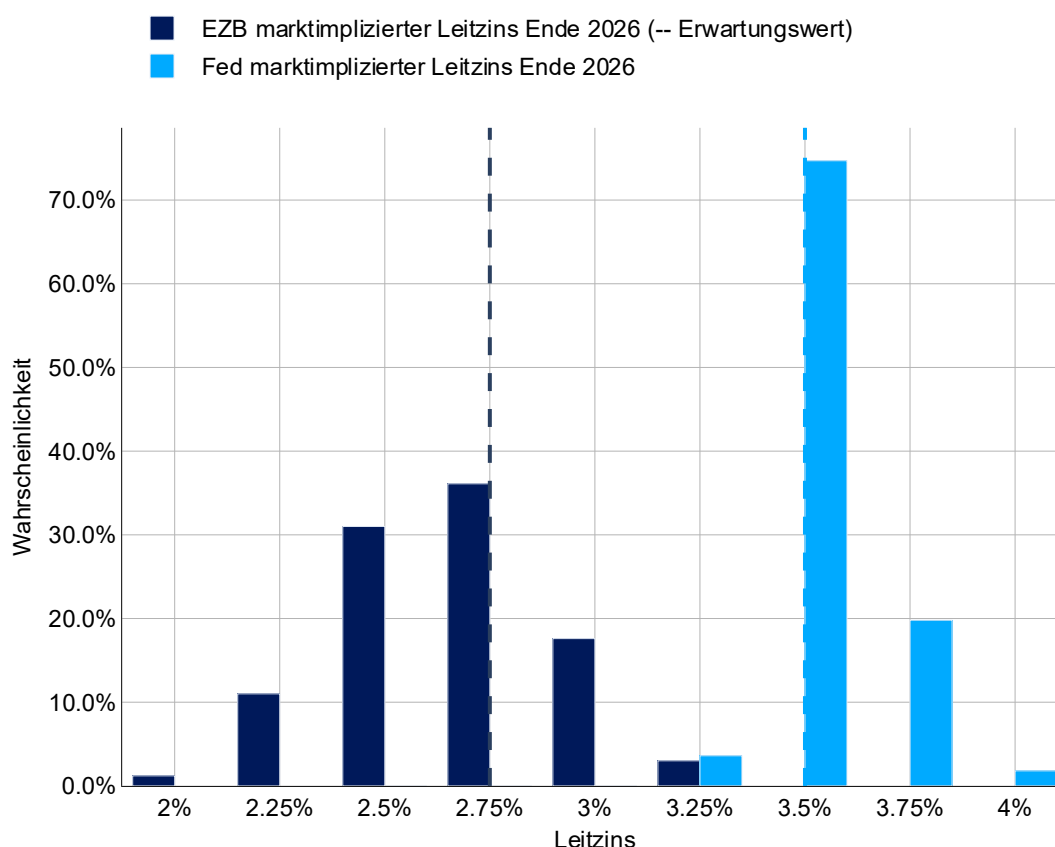
Abbildung 5: Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen (TY) vs. USD Real Effective Exchange Rate (REER)



(Quelle: Bloomberg, Torca – eigene Darstellung)

Abbildung 6 verdeutlicht die zunehmende Divergenz in den geldpolitischen Erwartungen zwischen der Eurozone und den USA. Während für die EZB mittlerweile eine hohe Wahrscheinlichkeit weiterer Zinserhöhungen eingepreist wird, konzentrieren sich die Erwartungen in den USA auf ein höheres, aber weitgehend stabiles Zinsniveau. Diese Verschiebung reflektiert die unterschiedliche Betroffenheit beider Volkswirtschaften durch den aktuellen Energiepreisschock sowie die daraus resultierenden Inflationsrisiken. Insbesondere in der Eurozone deutet die Marktpreisbildung auf einen restriktiveren geldpolitischen Pfad hin, während die Federal Reserve aufgrund des erhöhten Inflationsdrucks eine vorsichtiger Haltung einnimmt.

Abbildung 6: Marktimplizierter Zinssatz in der Eurozone und in den USA



(Quelle: Bloomberg, Torca – eigene Darstellung)

2.2 Konjunktur

Die konjunkturelle Entwicklung in den USA zeigt sich weiterhin robust, jedoch zunehmend von gegenläufigen Kräften geprägt. Die aktuellen Projektionen der Federal Reserve deuten für das Jahr 2026 auf ein moderates Wachstum bei gleichzeitig weiterhin erhöhter Inflation hin.

Gleichzeitig verdeutlicht die jüngste Entwicklung der aktuellen Daten die Unsicherheit in der konjunkturellen Einschätzung. So wurde das Wachstum im ersten Quartal 2026 zunächst deutlich höher eingeschätzt, unter anderem durch das „GDPNow-Modell“ der Atlanta Fed, das zwischenzeitlich ein Wachstum von deutlich über 2 % signalisierte. Im Zuge schwächerer eingehender Daten wurde diese Einschätzung jedoch sukzessive nach unten revidiert, sodass die aktuelle Wachstumsrate in der zweiten Schätzung bei rund 0,7 % liegt.

Während der Konsum und fiskalische Impulse weiterhin stützend wirken, zeigen sich erste Abschwächungstendenzen insbesondere in der industriellen Aktivität und in Teilen des Arbeitsmarktes.

Die Eskalation im Mittleren Osten verstärkt diese Spannungen zusätzlich. Steigende Energiepreise wirken wie ein negativer Angebotsschock: Sie erhöhen die Produktionskosten und belasten gleichzeitig die reale Kaufkraft der Haushalte. Damit steigt das Risiko, dass sich die Wachstumsdynamik weiter abschwächt, während der Inflationsdruck gleichzeitig hoch bleibt.

Für die Eurozone stellt sich die Situation strukturell herausfordernder dar. Als Nettoimporteur von Energie ist sie stärker von steigenden Öl- und Gaspreisen betroffen. Die Terms-of-Trade² verschlechtern sich unmittelbar, was sowohl die industrielle Produktion als auch die Konsumnachfrage belastet. Gleichzeitig erhöht der Preisdruck die Inflationsraten, ohne dass eine entsprechende Wachstumsdynamik entsteht – ein Umfeld mit zunehmenden stagflationären Tendenzen.

In der Gesamtschau ergibt sich damit eine divergierende konjunkturelle Ausgangslage: Während die US-Wirtschaft kurzfristig durch Binnenstärke gestützt bleibt, nimmt die Verwundbarkeit gegenüber inflationsgetriebenen Schocks zu. In der Eurozone wirken die Energiepreise hingegen unmittelbarer wachstumsdämpfend, was die geldpolitische Reaktionsfunktion zusätzlich erschwert.

2.3 Preisentwicklungen

Trotz der Rolle als Energieproduzent bleiben die USA in zweifacher Hinsicht direkt von einem globalen Energiepreisschock betroffen.

Erstens spielt Erdgas eine zentrale Rolle im US-Energiesystem. Mit einem Anteil von rund einem Drittel an der Energieerzeugung stellt es die wichtigste einzelne Energiequelle dar. Die Nachfrage wird strukturell durch den Ausbau energieintensiver Sektoren wie Rechenzentren und KI-Infrastruktur zusätzlich gestützt. Diese hohe und weiter steigende Inlandsnachfrage ist zunehmend mit dem globalen Energiemarkt verknüpft, insbesondere durch den Ausbau von LNG-Exportkapazitäten. In der Folge wirken sich steigende Weltmarktpreise auch auf den US-Inlandmarkt aus und werden zumindest teilweise an Endverbraucher weitergegeben.

Zweitens ist die Weitergabe von Energiepreisschocks in den USA unmittelbarer als in vielen anderen Volkswirtschaften, insbesondere im Vergleich zur Eurozone. Dies ist unter anderem auf die geringere Besteuerung fossiler Energieträger zurückzuführen. Dies führt dazu, dass Energiepreisschocks in den USA trotz heimischer Produktion einen spürbaren Einfluss auf die Inflationsdynamik entfalten. Gleichzeitig erhöht die stärkere Durchleitung in die Endverbraucherpreise den politischen Druck, insbesondere in einem Umfeld hoher Energiepreise und sensibler Konsumentenerwartungen. So zeigt eine aktuelle YouGov-Umfrage, dass rund 60 % der US-Bevölkerung einen negativen Ausblick für die heimische Wirtschaft haben. Auffällig ist dabei insbesondere der gestiegene Anteil republikanischer Wähler mit pessimistischer Einschätzung, was den politischen Handlungsdruck auf die Administration zusätzlich erhöht.

Diese Entwicklung ist vor dem Hintergrund eines weiterhin erhöhten Inflationsniveaus zu sehen. Trotz Fortschritten bei der Inflationsreduktion liegt die Teuerung weiterhin oberhalb des 2 %-Ziels der Federal Reserve. Gleichzeitig haben sich die Produzentenpreise als vorlaufender Indikator zuletzt wieder beschleunigt und lagen im Februar mit 3,4 % auf dem höchsten Stand seit rund einem Jahr und über den Markterwartungen.

Die zuvor beschriebenen Entwicklungen spiegeln sich zunehmend auch in den marktbasieren Inflationserwartungen wider. Auf Basis sogenannter „Zero Coupon Inflation Swaps“ implizieren die Märkte aktuell deutlich erhöhte Inflationsraten über einen Zwei-Jahres-Horizont (vgl. Abbildung 7). In den USA haben sich die impliziten Inflationserwartungen auf Niveaus nahe den Höchstständen der vergangenen Jahre erhöht. In der Eurozone fällt die Dynamik noch ausgeprägter aus: Mit aktuell nahezu 3 % preist der Markt ein deutliches und anhaltendes Verfehlen des Inflationsziels ein.

² Terms-of-Trade sind das Verhältnis aus Export- zu Importpreisen. Erhöhen sich Exportpreise bei gleichbleibenden Importpreisen verbessern sich die Terms-of-Trade.

Diese Entwicklung unterstreicht, dass der jüngste Energiepreisschock nicht als temporäres Phänomen interpretiert wird, sondern zunehmend in persistente Inflationserwartungen übergeht. Damit steigt der Druck auf die Zentralbanken, eine restriktivere Geldpolitik länger aufrechtzuerhalten, selbst wenn sich die konjunkturelle Dynamik abschwächt.

Für den Währungsmarkt ergibt sich daraus eine zentrale Implikation: Inflationserwartungen entwickeln sich zunehmend zu einem eigenständigen Treiber von Wechselkursbewegungen, der über klassische Zinsdifferenzen hinausgeht und die Divergenz der geldpolitischen Reaktionsfunktionen verstärkt.

Abbildung 7: Marktgepreiste Inflationsraten in den USA und der Eurozone (2-Jahres Horizont)



(Quelle: Bloomberg, Torca – eigene Darstellung)

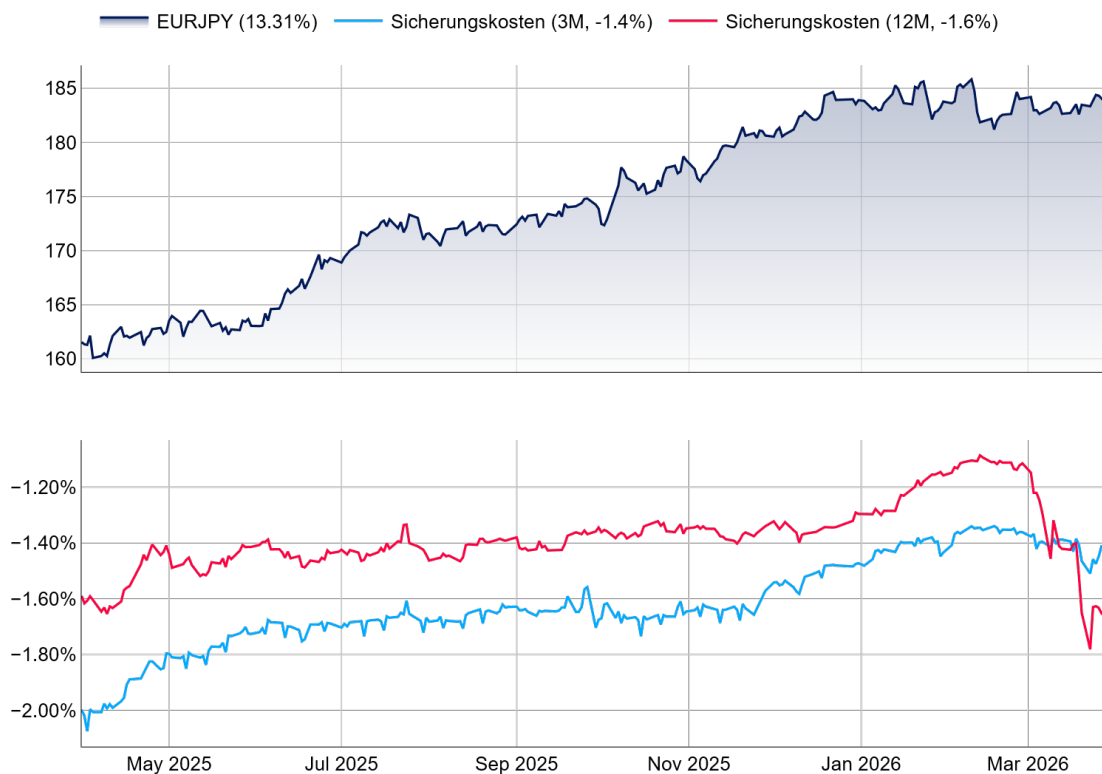
2.4 Gesamtschätzung EUR/USD

Der USD zeigt aktuell seine Safe-Haven-Eigenschaft wieder, eine zunehmend volatile geopolitische Landschaft könnte den USD in seinem Wert erneut beflügeln. Eine bedachte Fed dürfte in dem Umfeld eher vorsichtig agieren und das Zinsdifferential zum Euro eher breit bleiben. Auch dies spricht eher für eine Aufwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro.

3. Japan

3.1 Geldpolitik & Wechselkursentwicklung

Abbildung 8: EUR/JPY-Wechselkurs und -Sicherungskosten



(Quelle: Bloomberg, Torca – eigene Darstellung)

Der japanische Yen stabilisierte sich im ersten Quartal 2026 nach einem anhaltend schwachen Jahr 2025. Über die vergangenen fünf Jahre verlor er gegenüber dem Euro rund ein Drittel seines Wertes.

Die Entwicklung der Sicherungskosten spiegelt dabei eine zweigeteilte Dynamik wider. Während frühere Zinserhöhungserwartungen an die Bank of Japan temporär zu einer Einengung des Zinsdifferentials führten, hat sich dieser Trend zuletzt umgekehrt (vgl. Abbildung 8, unteres Schaubild).

Aktuell preisen die Märkte eine restriktivere Geldpolitik in der Eurozone ein, während sich die Erwartungen an weitere Zinserhöhungen in Japan vor dem Hintergrund sinkender Inflationsdynamik und einer eher expansiven fiskalpolitischen Ausrichtung unter der neuen Regierung abschwächen. In der Folge weitet sich das Zinsdifferential auf dem 12M-Tenor erneut aus, was sich in steigenden Sicherungserträgen und einer flachen Sicherungsstruktur widerspiegelt und die Attraktivität von Carry-Strategien zulasten des Yen erhöht.

Diese Entwicklung zeigt sich auch am japanischen Anleihemarkt. Nachdem die Renditen 10- und 30-jähriger Staatsanleihen (JGBs) im Januar zwischenzeitlich Höchststände erreicht hatten, sind sie zuletzt wieder deutlich zurückgegangen – um rund 20 Basispunkte im 10-jährigen Bereich und bis zu 50 Basispunkte am langen Ende.

In der Folge hat sich die Zinsstrukturkurve abgeflacht, was als Hinweis auf eine temporäre Entspannung zuvor erhöhter fiskalischer Risiken interpretiert werden kann.

Trotz des weiterhin schwachen Yen sieht die Bank of Japan derzeit keinen unmittelbaren Interventionsbedarf. Die Währungsreserven sind auf den höchsten Stand seit 2022 gestiegen, und im vierten Quartal 2025 fanden keine Interventionen zur Stützung des Yen statt. Auch auf eine moderate Anhebung des Leitzinses wurde verzichtet, was zu dem Zeitpunkt der Entscheidung mit gesunkenen Inflationserwartungen und erhöhten geopolitischen Unsicherheiten begründet wird.

Gleichzeitig bleibt die Zinsdifferenz im historischen Vergleich moderat und damit anfällig für abrupte Anpassungen bestehender Carry-Positionen. In Kombination mit einer weiterhin ambitionierten Bewertung des Euros gegenüber dem Yen ergibt sich ein asymmetrisches Downside-Risiko für EUR/JPY.

3.2 Konjunktur

Die konjunkturelle Entwicklung in Japan zeigt sich aktuell stabil, jedoch strukturell fragil und zunehmend von externen Faktoren geprägt. Das Wachstum wird primär durch den privaten Konsum sowie staatliche Impulse getragen, während die industrielle Dynamik verhalten bleibt.

Die exportorientierten Sektoren stehen dabei vor einem herausfordernden Umfeld. Neben geopolitischen Spannungen und gestiegenen Inputkosten belasten insbesondere Unsicherheiten in den globalen Lieferketten die Produktionsperspektiven, vor allem in energieintensiven Industrien.

Der schwache Yen wirkt grundsätzlich unterstützend für die Exportwirtschaft, da er die preisliche Wettbewerbsfähigkeit verbessert. Dieser Effekt wird jedoch teilweise durch höhere Importkosten kompensiert, die insbesondere bei Energie und Vorleistungen die Margen belasten.

Die Binnennachfrage bleibt uneinheitlich. Zwar stabilisierte sich der private Konsum zuletzt, jedoch bleibt die Dynamik insgesamt moderat. Reallohnzuwächse sind trotz steigender nominaler Löhne weiterhin begrenzt, was die Kaufkraftentwicklung dämpft.

Die Eskalation im Mittleren Osten verstärkt diese Verwundbarkeit zusätzlich. Steigende Energiepreise wirken wie ein negativer Angebotsschock, der sowohl die Produktionskosten erhöht als auch die reale Nachfrage belastet.

In der Gesamtschau ergibt sich damit ein Umfeld mit zunehmend stagflationären Tendenzen: Eine moderate, aber fragile Wachstumsdynamik trifft auf ein erhöhtes Risiko steigender Importpreise, was die geldpolitische Steuerung zusätzlich erschwert.

3.3 Preisentwicklungen

Die aktuelle Eskalation im Mittleren Osten wirkt sich besonders negativ auf Volkswirtschaften mit hoher Energieimportabhängigkeit aus. Japan zählt in besonderem Maße zu dieser Gruppe.

Rund 95 % der japanischen Ölimporte stammen aus der Region, während der Gasverbrauch nahezu vollständig über LNG-Importe gedeckt wird. Zwar erfolgt die LNG-Versorgung zu einem erheblichen Teil über Australien (rund 40 %) und nur in geringerem Umfang direkt aus der Golfregion (etwa 11 %), jedoch führen die gestiegene globale Nachfrage und angespannte Lieferketten auch hier zu höheren Preisen.

Energieimporte stellen damit einen zentralen makroökonomischen Risikofaktor dar. Insbesondere LNG spielt eine Schlüsselrolle, da zwischen 30 % und 40 % der Stromerzeugung auf diesem Energieträger basiert. Vor diesem Hintergrund ist die japanische Volkswirtschaft über die Terms-of-Trade besonders anfällig für Energiepreisschocks. In der Folge zeigt der Yen typischerweise eine negative Korrelation zu steigenden Energiepreisen (vgl. Abbildung 9). Dies erklärt maßgeblich, weshalb der Yen im aktuellen geopolitischen Umfeld seine klassische Safe-Haven-Funktion nicht voll entfalten kann und vielmehr seitwärts bis schwach tendiert.

Die aktuellen Preisdaten bestätigen dieses Spannungsfeld, sind jedoch noch überwiegend rückblickend zu interpretieren. Die zuletzt veröffentlichten Inflationszahlen zeigen eine Abschwächung der Dynamik und reflektieren primär die Normalisierung früherer Energiepreise. Diese Entwicklung ist jedoch zeitlich verzögert zu betrachten. Der jüngste Energiepreisschock dürfte sich erst in den kommenden Monaten sukzessive in den Verbraucherpreisen niederschlagen.

In der Gesamtschau ergibt sich damit ein asymmetrisches Inflationsrisiko: Während die aktuelle Datenlage kurzfristig Entlastung signalisiert, bleibt die japanische Volkswirtschaft strukturell anfällig für eine erneute Beschleunigung der Inflation. Dies erhöht die Unsicherheit über den geldpolitischen Pfad der Bank of Japan und verstärkt die Sensitivität des Yen gegenüber externen Schocks

3.4 Gesamteinschätzung EUR/JPY

In der Gesamtschau ergibt sich für EUR/JPY eine asymmetrische Risikokonstellation. Kurzfristig spricht die Kombination aus ausgeweiteten Zinsdifferenzen und attraktiven Carry-Erträgen weiterhin für eine strukturelle Schwäche des Yen.

Gleichzeitig nehmen jedoch die Risiken einer abrupten Gegenbewegung zu. Die hohe Energieimportabhängigkeit Japans, die damit verbundene Inflationssensitivität sowie die zunehmende Unsicherheit über den geldpolitischen Pfad der Bank of Japan erhöhen die Wahrscheinlichkeit abrupter Anpassungen. Historisch waren solche Bewegungen häufig durch schnelle Aufwertungen des Yen gekennzeichnet.

In Verbindung mit der ambitionierten Bewertung des Euros ergibt sich somit ein Umfeld, in dem die laufenden Carry-Erträge einer latenten Downside im EUR/JPY gegenüberstehen. Für Sicherungsstrategien impliziert dies eine erhöhte Relevanz asymmetrischer Ansätze, die die laufenden Erträge nutzen, gleichzeitig jedoch Schutz vor abrupten Yen-Aufwertungen bieten.

4. Rohstoffwährungen

4.1 Hypothese

In Phasen geopolitischer Spannungen rücken Rohstoffmärkte und deren Einfluss auf Wechselkurse verstärkt in den Fokus. Insbesondere Konflikte im Mittleren Osten führen regelmäßig zu deutlichen Preisbewegungen bei Öl und Gas. Vor diesem Hintergrund liegt eine intuitive Annahme nahe: Steigende Rohstoffpreise sollten zu einer Aufwertung rohstoffexportierender Währungen führen. Die empirische Evidenz zeigt ein differenzierteres Bild. Entscheidend ist zwar auch die grundsätzliche Richtung, aber insbesondere die Asymmetrie der Reaktion.

4.2 Definition

Im Zuge der Eskalation im Mittleren Osten werden die Eigenschaften sogenannter Rohstoffwährungen, insbesondere im Hinblick auf deren Implikationen für Sicherungsstrategien, wieder besonders relevant. Die Währungen der Energie-exportierenden Staaten im Mittleren Osten, die primär vom Konflikt betroffen sind, sind fast ausschließlich an den USD gekoppelt oder zumindest maßgeblich beeinflusst. Hierdurch ist über den US-Dollar bereits der Effekt von Rohstoffschocks auf diese Währungen erfasst, weshalb die Golfstaaten keine weitere Relevanz für diese Ausführungen aufweisen.

Die Analyse konzentriert sich daher auf den G10-Währungsraum, auch da sich hier der überwiegende Teil der FX Risiken institutioneller Portfolios befindet. Als Rohstoffwährungen lassen sich dabei solche Währungen definieren, deren:

- i) zugrunde liegende Volkswirtschaften signifikante Nettoexporteure relevanter Rohstoffe sind und
- ii) für die sich ein stabiler, empirisch messbarer Zusammenhang zwischen Wechselkurs- und Rohstoffpreisentwicklung beobachten lässt.

Vor dem Hintergrund des aktuellen Konflikts erscheint eine Fokussierung auf energiegetriebene Währungen sinnvoll, da die maßgeblichen Angebotsrisiken im Öl- und Gassektor liegen. In diesem Kontext zählen insbesondere die norwegische Krone (NOK), der kanadische Dollar (CAD) sowie in abgeschwächter Form der australische Dollar (AUD) zu den relevanten Kandidaten. Der US-Dollar nimmt eine Sonderrolle ein, da die USA zwar als Energieexporteur auftreten, die Währung jedoch primär durch ihre Funktion als globale Reserve- und Safe-Haven-Währung geprägt bleibt.

Die ökonomische Grundlage für die Einordnung von Rohstoffwährungen liegt primär in Terms-of-Trade-Effekten sowie den daraus resultierenden Kapitalflüssen. Steigende Rohstoffpreise verbessern für rohstoffexportierende Volkswirtschaften die Austauschverhältnisse gegenüber dem Ausland, erhöhen die Exporterlöse und wirken sich in der Regel positiv auf Leistungsbilanz und fiskalische Einnahmen aus.

Diese Entwicklung geht typischerweise mit einer erhöhten Nachfrage nach der jeweiligen Währung einher, sowohl über reale Handelsströme als auch über Kapitalzuflüsse. Letztere spiegeln sich insbesondere in einer verstärkten Allokation in rohstoffnahe Sektoren sowie in Staatsanleihen und anderen Vermögenswerten der exportierenden Volkswirtschaften wider.

Gleichzeitig entsteht eine asymmetrische Sensitivität gegenüber globalen Preisbewegungen: Während rohstoffexportierende Länder von steigenden Preisen profitieren, wirken diese für rohstoffimportierende Volkswirtschaften als negativer Terms-of-Trade-Schock, der über höhere

Importpreise und Inflation belastet. Gute Beispiele für letzteres sind asiatische Staaten wie Taiwan, Südkorea oder auch Japan.

Diese ökonomischen Überlegungen legen einen für Rohstoffwährungen grundsätzlich positiven Zusammenhang zwischen Rohstoffpreis und Wechselkurs nahe, lassen jedoch offen, ob sich dieser symmetrisch über verschiedene Marktphasen hinweg entfaltet.

4.3 Empirische Eigenschaften

Die empirische Einordnung der zuvor abgeleiteten ökonomischen Einordnung erfolgt über die Sensitivität der Wechselkurse gegenüber Rohstoffpreisbewegungen. Hierzu wird eine Beta-Matrix auf Basis monatlicher Wechselkursrenditen gegenüber Veränderungen des Ölpreises geschätzt (vgl. Abbildung 9).

Die Ergebnisse bestätigen die ökonomische Klassifikation aus Abschnitt 4.2. Währungen rohstoffexportierender Volkswirtschaften weisen signifikant positive Sensitivitäten gegenüber Ölpreisbewegungen auf. Besonders ausgeprägt ist dieser Zusammenhang für die norwegische Krone (NOK), die über nahezu alle betrachteten Währungspaare hinweg die höchsten positiven Ölpreis-Betas aufweist. Dies unterstreicht die Rolle Norwegens als stark ölpreisgetriebene Volkswirtschaft. Auch der kanadische Dollar (CAD) zeigt konsistent positive, wenngleich moderatere Sensitivitäten, was auf die größere Diversifikation der kanadischen Volkswirtschaft zurückzuführen ist. Der australische Dollar (AUD) weist ebenfalls positive Zusammenhänge auf, bleibt jedoch ebenfalls deutlich hinter der NOK zurück, was die geringere Relevanz von Energieexporten im Vergleich zu industriellen Rohstoffen widerspiegelt.

Abbildung 9: Regressionsbeta zwischen WTI-Preis und G10 Währungsmatrix

Base	AUD	0.000	0.025	0.095	0.066	0.050	0.122	-0.023	0.030	0.033	0.115
	CAD	-0.026	0.000	0.069	0.041	0.026	0.098	-0.048	0.005	0.008	0.091
	CHF	-0.098	-0.072	0.000	-0.030	-0.045	0.029	-0.121	-0.066	-0.065	0.021
	EUR	-0.067	-0.041	0.028	0.000	-0.016	0.058	-0.091	-0.036	-0.034	0.050
	GBP	-0.052	-0.026	0.045	0.014	0.000	0.073	-0.074	-0.022	-0.019	0.065
	JPY	-0.133	-0.105	-0.033	-0.063	-0.078	0.000	-0.154	-0.101	-0.098	-0.010
	NOK	0.023	0.048	0.116	0.088	0.074	0.146	0.000	0.053	0.055	0.138
	NZD	-0.031	-0.006	0.064	0.036	0.020	0.092	-0.054	0.000	0.002	0.085
	SEK	-0.033	-0.007	0.061	0.033	0.019	0.091	-0.056	-0.002	0.000	0.083
	USD	-0.121	-0.094	-0.022	-0.052	-0.067	0.008	-0.143	-0.089	-0.086	0.000
			AUD	CAD	CHF	EUR	GBP	JPY	NOK	NZD	SEK
		Quote									

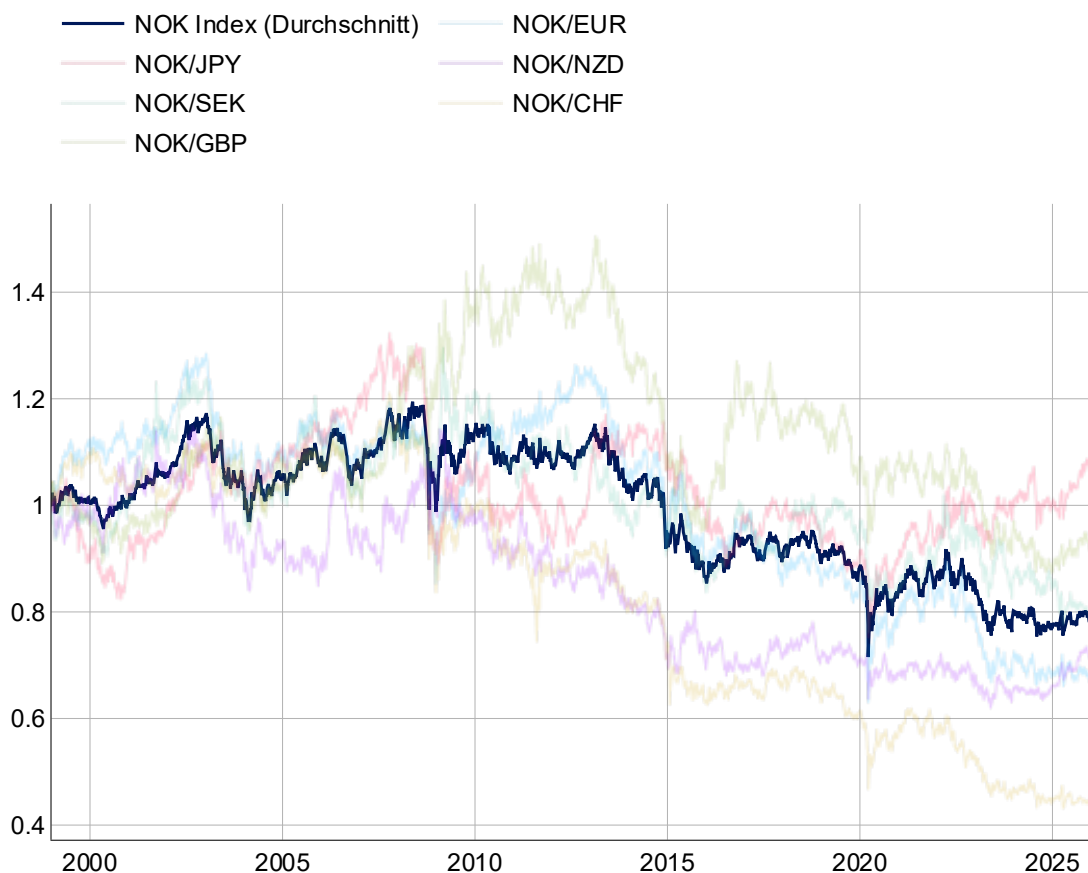
(Quelle: Torca – eigene Berechnungen und Darstellung, Zeitraum der Schätzung von 01.01.1999-31.03.2026)

Demgegenüber zeigen rohstoffimportierende Volkswirtschaften und klassische Safe-Haven-Währungen negative Sensitivitäten. Insbesondere der japanische Yen (JPY) reagiert deutlich negativ auf steigende Ölpreise, was die ausgeprägte Energieimportabhängigkeit Japans spiegelt.

Ähnliche, wenn auch weniger ausgeprägte Muster zeigen sich für den Euro (EUR) und den Schweizer Franken (CHF). Der US-Dollar nimmt eine intermediäre Rolle ein. Trotz der Position der USA als Energieexporteur zeigt der US-Dollar gegenüber klassischen Rohstoffwährungen wie NOK und CAD negative Sensitivitäten.

Dies deutet darauf hin, dass der US-Dollar in diesem Kontext weniger als Rohstoffwährung, sondern vielmehr als breit diversifizierte Reservewährung mit zusätzlichen Safe-Haven-Eigenschaften fungiert. In der Gesamtschau zeigt sich damit eine klare Clusterbildung entlang der Terms-of-Trade-Positionen der jeweiligen Volkswirtschaften. Die empirischen Ergebnisse stützen somit die konzeptionelle Einordnung von Rohstoffwährungen und liefern eine erste quantitative Grundlage für die weitere Analyse. Über diese linearen Sensitivitäten hinaus stellt sich die Frage, ob sich die Wechselkursbewegungen rohstoffnaher Währungen durch einen gemeinsamen Faktor beschreiben lassen und wie dieser bei starken Bewegungen wirkt. Zur weiteren Verdichtung der zuvor identifizierten Zusammenhänge wird exemplarisch für die norwegische Krone (NOK) ein aggregierter Rohstoffwährungsindex konstruiert (vgl. Abbildung 10). Dieser basiert ausschließlich auf Wechselkursen gegenüber nicht rohstoffexportierenden Volkswirtschaften, um Netting-Effekte zwischen Rohstoffwährungen zu vermeiden und den zugrunde liegenden Terms-of-Trade-Effekt isoliert abzubilden.

Abbildung 10: Indexkonstruktion der norwegischen Krone (NOK) auf Basis von Wechselkursen gegenüber nicht rohstoffexportierenden Währungen mittels Durchschnittsbildung



(Quelle: Torca – eigene Berechnungen und Darstellung)

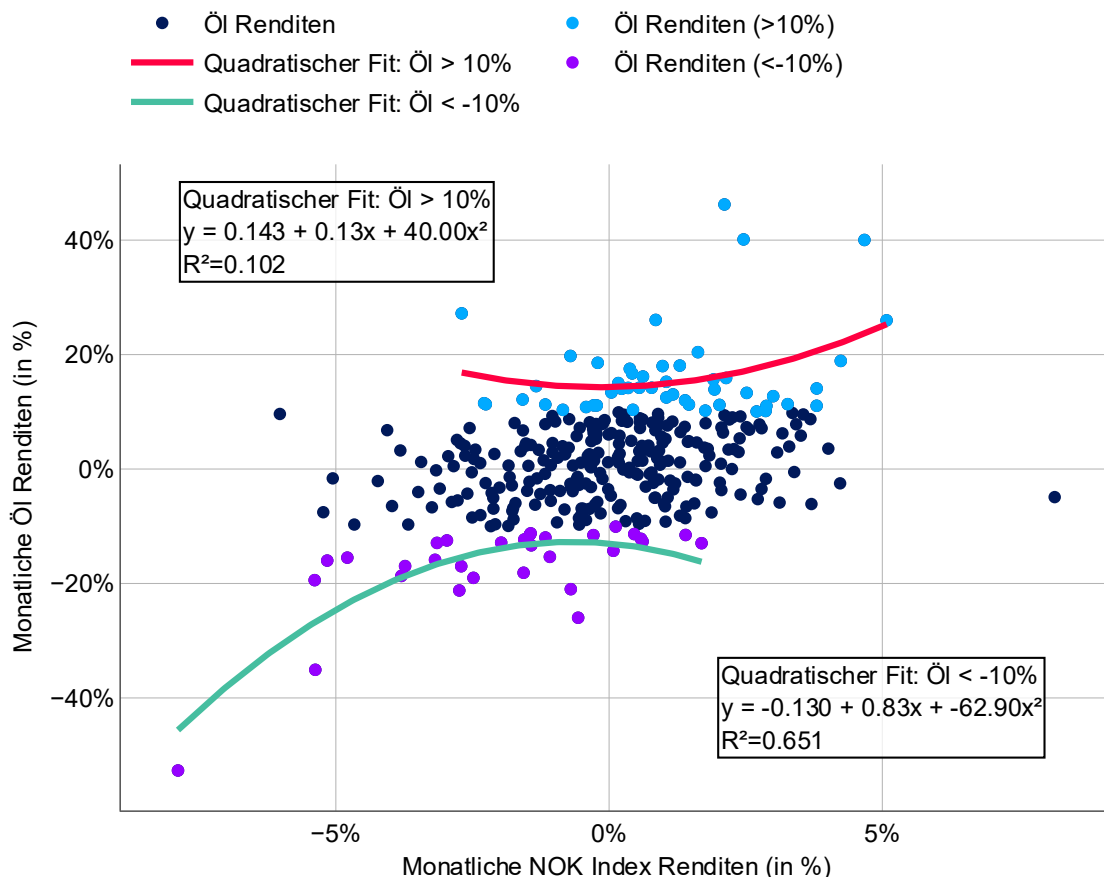
Bei der Interpretation der Ergebnisse ist zu berücksichtigen, dass aufgrund der Einführung des Euros eine konsistente Analyse der Wechselkursdynamik erst ab Ende der 1990er Jahre möglich ist.

Historische Ölpreisschocks, insbesondere aus den 1970er Jahren, sind daher nicht Bestandteil der betrachteten Daten.

Eine Einbeziehung dieser Periode wäre auch nur eingeschränkt sinnvoll. So war Norwegen zu diesem Zeitpunkt noch kein bedeutender Ölexporteur, der Ölmarkt war durch administrative Preisbildung geprägt und die globalen Wechselkursregime befanden sich im Übergang vom Bretton-Woods-System zu flexiblen Wechselkursen. Zudem war die Wechselkursentwicklung deutlich stärker durch direkte Interventionen und koordinierte Maßnahmen der Zentralbanken beeinflusst, wie etwa im Kontext des Plaza- und Louvre-Abkommens.

Vor diesem Hintergrund erscheint eine Fokussierung auf die jüngere Vergangenheit, insbesondere auf das 21. Jahrhundert mit marktbasierter Rohstoffpreisen und weitgehend frei floatenden Wechselkursen, für die Analyse der heutigen Wirkungsmechanismen ökonomisch und statistisch sinnvoll.

Abbildung 11: Nichtlinearer Zusammenhang zwischen Ölpreisveränderungen und NOK-Wechselkursbewegungen auf Basis des konstruierten Index, differenziert nach positiven und negativen Preisschocks über 10 %



(Quelle: Torca – eigene Berechnungen und Darstellung)

Zur Analyse nichtlinearer Effekte wird der Zusammenhang zwischen Ölpreisveränderungen und dem konstruierten Index differenziert nach Preisschocks betrachtet. Die Ergebnisse zeigen eine ausgeprägte Nichtlinearität (vgl. Abbildung 11).

Während steigende Ölpreise mit einer moderaten Aufwertung der NOK einhergehen, reagierten die Wechselkurse historisch auf fallende Ölpreise deutlich stärker und mit höherer Erklärungskraft (mehr als 6x stärker).

Diese asymmetrische Reaktion deutet darauf hin, dass negative Terms-of-Trade-Schocks schneller und stärker in Wechselkursbewegungen übersetzt werden als positive Preisschocks. Rohstoffwährungen weisen damit insbesondere auf der Abwärtsseite eine erhöhte Sensitivität auf, während Aufwertungen bei steigenden Rohstoffpreisen vergleichsweise begrenzt bleiben und nur verzögert in den Wechselkursen reflektiert werden. Dieses Muster erkennt man über alle Rohstoffwährungen hinweg und umso besser, je akkurater man die Terms-of-Trade nachbildet.

3.4 Konsequenzen für Sicherungsstrategien

Die zentrale Implikation ergibt sich direkt aus der beobachteten Asymmetrie: Rohstoffwährungen Rohstoffpreisrückgänge deutlich stärker ab als deren Aufwertung.

Für Investoren bedeutet dies:

- Ein rein opportunistischer Ansatz („Rohstoffe steigen → Währung wertet auf“) greift zu kurz
- Gleichzeitig besteht ein strukturell erhöhtes Risiko auf der Abwertungsseite

Vor diesem Hintergrund erscheint eine asymmetrische Sicherungsstrategie sinnvoll:

- tendenziell höhere Grundabsicherung, um die ausgeprägte Downside zu begrenzen
- gleichzeitig Flexibilität, um an Aufwertungsphasen partiell zu partizipieren

In der Praxis spricht dies für Strategien, die eine gesicherte Basisposition mit optionaler Upside-Komponente kombinieren. Dies ist, je nach Marktlage, über Optionsstrukturen oder mit linearen marktadaptiven Sicherungsstrategien (Anpassung der Sicherungsquote im Zeitverlauf) möglich.

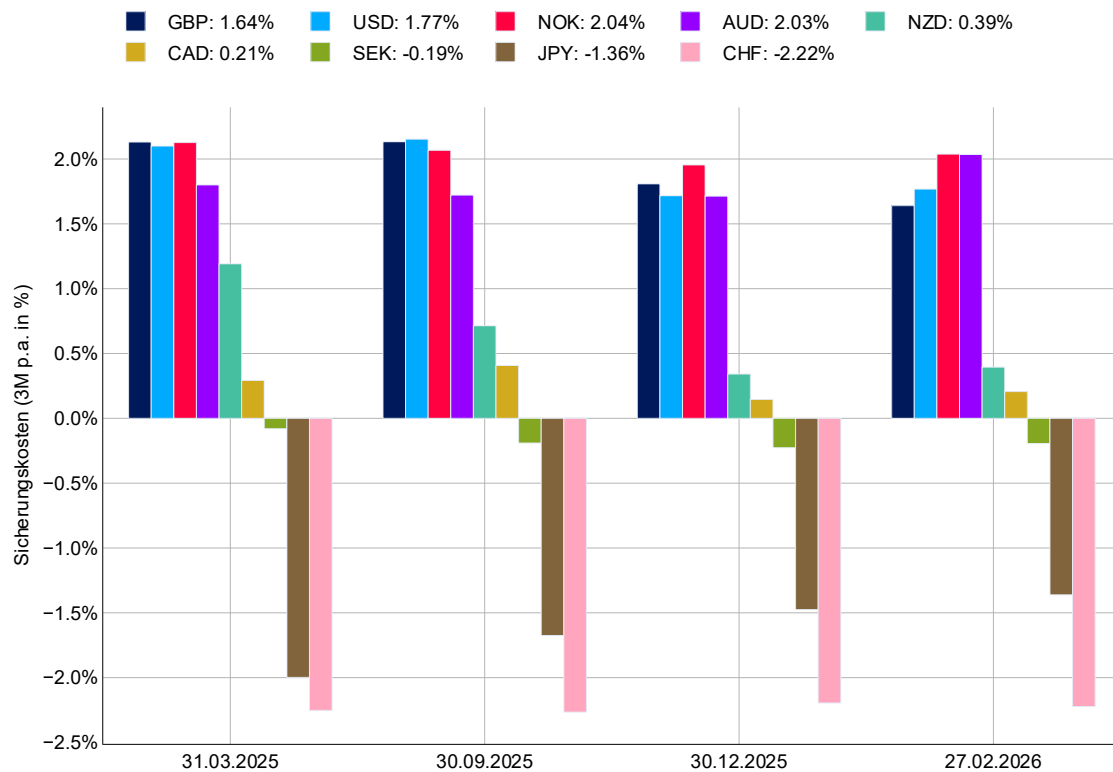
5. Datenübersicht

Abbildung 12: Übersicht der Wertentwicklung gegenüber dem Euro zu verschiedenen Stichtagen

	1Y	6M	3M	1M
JPY	-11.75%	-5.01%	0.27%	0.55%
CHF	3.9%	2.07%	1.11%	-0.67%
CNY	-0.87%	5.68%	3.98%	2.24%
SEK	-1.12%	0.84%	-1.43%	-2.66%
NOK	1.79%	4.59%	5.4%	0.08%
NZD	-5.32%	0.9%	0.9%	-1.88%
AUD	3.47%	6.25%	4.94%	-0.78%
CAD	-2.78%	2.33%	0.85%	0.97%
GBP	-3.69%	0.68%	0.3%	0.85%
USD	-5.59%	2.5%	2.75%	2.97%

(Quelle: Bloomberg, Torca – eigene Darstellung)

Abbildung 13: Übersicht der Sicherungskostenentwicklung gegenüber dem Euro zu verschiedenen Stichtagen



(Quelle: Bloomberg, Torca – eigene Darstellung)

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 7orca 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 7orca Asset Management AG übernimmt keine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit der bereitgestellten Informationen.

Stand: 31.03.2026

WÄHRUNGEN
INTELLIGENT
NAVIGIEREN.



7orca Asset Management AG
Am Sandtorkai 77
20457 Hamburg

Telefon 040 33 460 460
E-Mail info@7orca.com

www.7orca.com

© 7orca Asset Management AG