

# FX Hotspot

14. Februar 2017

## Politische Unsicherheit: Die schwere Last der SNB

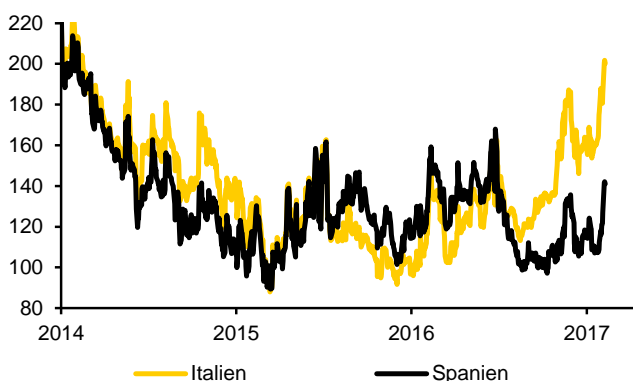
Derzeit wird der Devisenmarkt verstärkt durch politische Ereignisse getrieben. Die Unsicherheit rund um die zukünftige Handels- und Außenpolitik des neuen US Präsidenten ist groß. Gleichzeitig steigt die Sorge um den politischen Zusammenhalt in Europa. Entsprechend ist der Schweizer Franken als sicherer Hafen wieder gefragt – und macht der SNB das Leben schwer. Wir erwarten, dass EUR-CHF in den kommenden Monaten langsam abwärts tendiert.

Seit der Wahl Donald Trumps zum neuen US Präsidenten sind die Märkte Spielball der Weltpolitik. Die zukünftige Handels-, Finanz- und Außenpolitik Trumps und ihre Folgen für die heimische Konjunktur und Weltwirtschaft sind ungewiß. Anfangs hoffte der Markt, dass das zu Beginn seiner Amtszeit angekündigte große Fiskalprogramm zu mehr Wirtschaftsaktivität, steigenden Preisen, steigenden US Zinsen und einem stärkeren Dollar führen würde. An dieser Trumpflation-Story sind mangels stichhaltiger Details von der Regierung zuletzt Zweifel aufgekommen. Auch die Federal Reserve möchte erst einmal abwarten, was die neue Regierung liefert, bevor sie den Leitzins erneut anhebt. Außerdem hat sich Trump für einen schwächeren Dollar ausgesprochen (siehe hierzu auch [FX Insight: „Politik des schwachen Dollar“](#)) und einige Länder der Währungsmanipulation bezichtigt. Die Unsicherheit über die weitere Vorgehensweise Trumps und die möglichen Konsequenzen für Konjunktur und Finanzmärkte ist groß.

Gleichzeitig steigen aber auch die Sorgen um den politischen Zusammenhalt in Europa. Neben dem nur schwer einschätzbaren Brexit-Prozess belasten Sorgen um euro-skeptische Bewegungen in der EU und der Eurozone den EUR. Präsidentschaftskandidatin Marine Le Pen droht bei einem Wahlsieg mit einem Referendum zum Frexit, in den Niederlanden liegt für die Parlamentswahl die Partei Geert Wilders in den Umfragen vorne, außerdem sind Sorgen um die Verschuldung Griechenlands wieder hochgekocht. Die Rendite-Spreads haben entsprechend reagiert und preisen diese Risiken verstärkt ein (Abb. 1). Auch die Volatilität in EUR-USD ist zuletzt erneut gestiegen, nachdem sie infolge des Wahlsiegs von Trump bereits angezogen hatte (Abb. 2).

ABB. 1: Rentenmarkt preist Unsicherheit um die Eurozone ein...

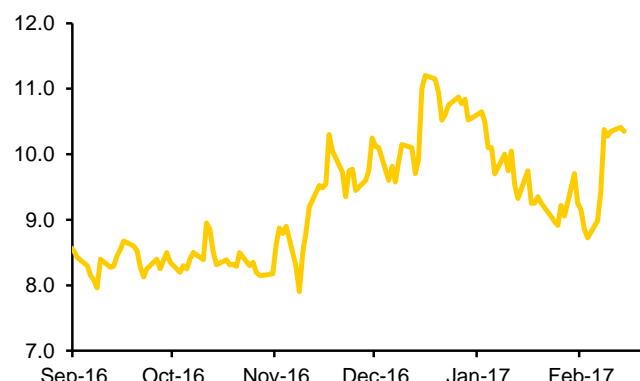
Renditedifferenz 10-jähriger Staatsanleihen Italiens und Spaniens ggü. entsprechenden Bundesanleihen, in Basispunkten.



Quellen: Bloomberg, Commerzbank Research

ABB. 2: ...und auch die Volatilität in EUR-USD zieht an

EUR-USD 3-Monats ATM Volatilität, in Prozent



Quellen: Bloomberg, Commerzbank Research

In dieser Gemengelage die Währung herauszufinden, die letztendlich der Gewinner sein wird, ist schwierig. Aber eine Währung kristallisiert sich bereits als sicherer Hafen heraus: der Schweizer Franken. Seit November steht er unter verstärktem Aufwertungsdruck (Abb. 3). Die Schweizer Nationalbank (SNB) hat in den letzten Monaten oft zum Mittel der Inter-

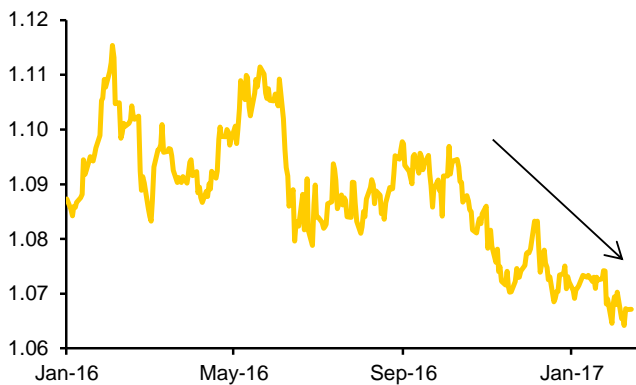
**Bitte beachten Sie die rechtlichen Hinweise auf Seite 3 und 4.**

[research.commerzbank.com](http://research.commerzbank.com) / Bloomberg: CBKR / Research APP verfügbar

Analystin  
**Antje Praefcke**  
 +49 69 136 43834  
 antje.praefcke@commerzbank.com

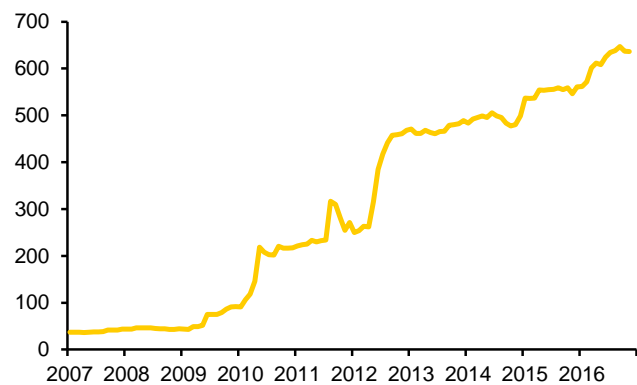
vention ge-griffen, um den Aufwärtsdruck auf den CHF abzufedern. Ihre Bilanzsumme bläht sich aufgrund der Devisenkäufe im Zuge der FX Interventionen weiter auf (Abb. 4). Obwohl sie doch gerade die ungewünschte Ausweitung der Bilanz im Januar 2015 als Grund nannte, weshalb sie die Untergrenze bei 1,20 in EUR-CHF aufgab. Dennoch wird sie aufgrund des Aufwärtsdrucks auf den Franken als sicherer Hafen an ihrer Strategie festhalten. Ihr bleibt letztendlich kaum etwas Anderes übrig. Zwar ist die Inflation wieder in den positiven Bereich gestiegen, aber der unterliegende Trend bleibt negativ. Das könnte die SNB im Zweifelsfall noch tolerieren und die weitere Entwicklung erst einmal genau beobachten, bevor sie agiert. Schließlich ist absehbar, dass die EZB gegen Ende des Jahres die Grenzen ihres QE-Programms erreicht und der EUR deshalb wieder gegenüber dem CHF aufwerten könnte. Aber leider lässt ihr die politische Unsicherheit keine Wahl. Eine starke Aufwertung des Franken in seiner Funktion als sicherer Hafen könnte die Inflation wieder drücken und das Problem einer drohenden Deflation erneut aufwerfen. Das wird die SNB nicht riskieren wollen. Sie wird letztendlich dazu gezwungen, an ihrer Strategie festzuhalten, indem sie mittels Interventionen am Devisenmarkt versucht, den Aufwertungsdruck auf den Franken zu dämpfen. Gleichzeitig wird sie eine weitere Ausweitung ihrer Bilanz akzeptieren müssen. Die politische Unsicherheit bleibt eine schwere Last für die SNB.

ABB. 3: **Franken wertet zusehends auf...**  
EUR-CHF Kassakurs, Tagesdaten



Quellen: Bloomberg, Commerzbank Research

ABB. 4: **...und die Devisenreserven steigen weiter**  
Devisenreserven der SNB, in Mrd. CHF



Quellen: SNB, Commerzbank Research

Unsere EUR-CHF-Prognose preist diese Entwicklung ein: der Franken wird in den kommenden Monaten allmählich aufwerten. Zum Jahresende 2017 sehen wir EUR-CHF bei der Parität.

	Mrz. 17	Jun. 17	Sep. 17	Dez. 17	Mrz. 18	Jun. 18	Sep. 18	Dez. 18
<b>EUR-CHF</b>	1.06	1.05	1.04	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
<b>USD-CHF</b>	1.01	1.02	1.00	0.96	0.97	0.98	1.00	1.01

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 14.02.2017 17:19 CET fertiggestellt und am 14.02.2017 17:20 CET verbreitet wurde.

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung sind der Bereich Firmenkunden der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank verantwortlich.

**Sofern diese Ausarbeitung eine Analyse eines oder mehrerer Beteiligungspapiere enthält, sei darauf hingewiesen, dass die Verfasser bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigenen Einschätzungen genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird. Der (bzw. die) in dieser Ausarbeitung genannte(n) Analyst(en) ist (sind) nicht bei der FINRA als Research-Analysten registriert/qualifiziert. Solche Research-Analysten sind möglicherweise keine assoziierten Personen der Commerz Markets LLC und unterliegen daher möglicherweise nicht den Einschränkungen der FINRA Rule 2241 in Bezug auf die Kommunikation mit einem betroffenen Unternehmen, öffentliche Auftritte und den Handel mit Wertpapieren im Bestand eines Analysten.**

Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden. Wenn nicht anders angegeben, beziehen sich die Kurse der in diesem Dokument erwähnten Wertpapiere auf den Schlusskurs oder Spread des letzten Handelstages, die Schwankungen unterliegen können.

#### Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers. Es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder irgendeiner anderen Handlung beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Anleger sollten sich unabhängig und professionell beraten lassen und ihre eigenen Schlüsse im Hinblick auf die Eignung der Transaktion einschließlich ihrer wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit und Risiken sowie ihrer Auswirkungen auf rechtliche und regulatorische Aspekte sowie Bonität, Rechnungslegung und steuerliche Aspekte ziehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind öffentliche Daten und stammen aus Quellen, die von der Commerzbank als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Die Commerzbank übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Commerzbank hat keine unabhängige Überprüfung oder Due Diligence öffentlich verfügbarer Informationen im Hinblick auf einen unverbindlichen Referenzwert oder -index durchgeführt. Alle Meinungsäußerungen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinungen der Commerzbank wider. Die Commerzbank ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Diese Ausarbeitung kann Handelsideen enthalten, im Rahmen derer die Commerzbank mit Kunden oder anderen Geschäftspartnern in solchen Finanzinstrumenten handeln darf. Die hier genannten Kurse (mit Ausnahme der als historisch gekennzeichneten) sind nur Indikationen und stellen keine festen Notierungen in Bezug auf Volumen oder Kurs dar. Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. Eine Gewähr für den zukünftigen Kurs, Wert oder Ertrag eines in diesem Dokument genannten Finanzinstruments oder dessen Emittenten kann daher nicht übernommen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass Prognosen oder Kursziele für die in diesem Dokument genannten Unternehmen bzw. Wertpapiere aufgrund verschiedener Risikofaktoren nicht erreicht werden. Hierzu zählen in unbegrenztem Maße Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurater Informationen und/oder die Tatsache, dass sich die von der Commerzbank oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen.

Die Commerzbank und/oder ihre verbundenen Unternehmen dürfen als Market Maker in den(m) Instrument(en) oder den entsprechenden Derivaten handeln, die in unseren Research-Studien genannt sind. Mitarbeiter der Commerzbank oder ihrer verbundenen Unternehmen dürfen unseren Kunden und Geschäftseinheiten gegenüber mündlich oder schriftlich Kommentare abgeben, die von den in dieser Studie geäußerten Meinungen abweichen. Die Commerzbank darf Investmentbanking-Dienstleistungen für in dieser Studie genannte Emittenten ausführen oder anbieten.

Weder die Commerzbank noch ihre Geschäftsleitungsorgane, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, die ggf. aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen.

Die Aufnahme von Hyperlinks zu den Websites von Organisationen, die in diesem Dokument erwähnt werden, impliziert keineswegs eine Zustimmung, Empfehlung oder Billigung der Informationen der Websites bzw. der von dort aus zugänglichen Informationen durch die Commerzbank. Die Commerzbank übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Websites oder von dort aus zugängliche Informationen oder für eventuelle Folgen aus der Verwendung dieser Inhalte oder Informationen.

Dieses Dokument ist nur zur Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Es darf weder in Auszügen noch als Ganzes ohne vorherige schriftliche Genehmigung der Commerzbank auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Art und Weise, wie dieses Produkt vertrieben wird, kann in bestimmten Ländern, einschließlich der USA, weiteren gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten.

Mit Annahme dieses Dokuments stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.

#### Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:

**Deutschland:** Die Commerzbank AG ist im Handelsregister beim Amtsgericht Frankfurt unter der Nummer HRB 32000 eingetragen. Die Commerzbank AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn, Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main und der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland.

**Großbritannien:** Dieses Dokument wurde von der Commerzbank AG, Filiale London, herausgegeben oder für eine Herausgabe in Großbritannien genehmigt. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und von der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt nur in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority. Einzelheiten über den Umfang der Genehmigung und der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority erhalten Sie auf Anfrage. Diese Ausarbeitung richtet sich ausschließlich an „Eligible Counterparties“ und „Professional Clients“. Sie richtet sich nicht an „Retail Clients“. Ausschließlich „Eligible Counterparties“ und „Professional Clients“ ist es gestattet, die Informationen in dieser Ausarbeitung zu lesen oder sich auf diese zu beziehen. Commerzbank AG, Filiale London bietet nicht Handel, Beratung oder andere Anlagedienstleistungen für „Retail Clients“ an.

**USA:** Die Commerz Markets LLC („Commerz Markets“) hat die Verantwortung für die Verteilung dieses Dokuments in den USA unter Einhaltung der gültigen Bestimmungen übernommen. Wertpapiertransaktionen durch US-Bürger müssen über die Commerz Markets, Swaptransaktionen über die Commerzbank AG abgewickelt werden. Nach geltendem US-amerikanischen Recht können Informationen, die Commerz Markets-Kunden betreffen, an andere Unternehmen innerhalb des Commerzbank-Konzerns weitergegeben werden. Sofern dieses Dokument zur Verteilung in den USA freigegeben wurde, ist es ausschließlich nur an "US Institutional Investors" und "Major Institutional Investors" gerichtet, wie in Rule 15a-6 unter dem Securities Exchange Act von 1934 beschrieben. Commerz Markets ist Mitglied der FINRA und SIPC. Die Commerzbank AG ist bei der CFTC vorläufig als Swaphändler registriert.

**Kanada:** Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Prospekt, Anzeige, öffentliche Emission oder Angebot bzw. Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere in Kanada oder einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium beabsichtigt. Angebote oder Verkäufe der beschriebenen Wertpapiere erfolgen in Kanada ausschließlich im Rahmen einer Ausnahme von der Prospektpflicht und nur über einen nach den geltenden Wertpapiergesetzen ordnungsgemäß registrierten Händler oder alternativ im Rahmen einer Ausnahme von der Registrierungspflicht für Händler in der kanadischen Provinz bzw. dem kanadischen Territorium, in dem das Angebot abgegeben bzw. der Verkauf durchgeführt wird. Die Inhalte dieses Dokuments sind keinesfalls als Anlageberatung in einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium zu betrachten und nicht auf die Bedürfnisse des Empfängers zugeschnitten. In Kanada sind die Inhalte dieses Dokuments ausschließlich für Permitted Clients (gemäß National Instrument 31-103) bestimmt, mit denen Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler Geschäfte treibt. Soweit die Inhalte dieses Dokuments sich auf Wertpapiere eines Emittenten beziehen, der nach den Gesetzen Kanadas oder einer kanadischen Provinz bzw. eines kanadischen Territoriums gegründet wurde, dürfen Geschäfte in solchen Wertpapieren nicht durch Commerz Markets LLC getätigt werden. Keine Wertpapieraufsicht oder ähnliche Aufsichtsbehörde in Kanada hat dieses Material, die Inhalte dieses Dokuments oder die beschriebenen Wertpapiere geprüft oder genehmigt; gegenteilige Behauptungen zu erheben, ist strafbar.

**Europäischer Wirtschaftsraum:** Soweit das vorliegende Dokument durch eine außerhalb des Europäischen Wirtschafts-raumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine Neuausgabe für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London.

**Singapur:** Dieses Dokument wird in Singapur von der Commerzbank AG, Filiale Singapur, zur Verfügung gestellt. Es darf dort nur von institutionellen Investoren laut Definition in Section 4A des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“) gemäß Section 274 des SFA entgegengenommen werden.

**Hongkong:** Dieses Dokument wird in Hongkong von der Commerzbank AG, Filiale Hongkong, zur Verfügung gestellt und darf dort nur von „professionellen Anlegern“ im Sinne von Schedule 1 der Securities and Futures Ordinance (Cap.571) von Hongkong und etwaigen hierin getroffenen Regelungen entgegengenommen werden.

**Japan:** Dieses Dokument und seine Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) dar und sind nicht als solche auszulegen. Dieses Dokument darf in Japan ausschließlich an „professionelle Anleger“ gemäß Section 2(31) des FIEA und Section 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Section 2 of the FIEA durch die Commerzbank AG, Tokyo Branch, verteilt werden. Die Commerzbank AG, Tokyo Branch, war jedoch nicht an der Erstellung dieses Dokuments beteiligt. Nicht alle Finanz- oder anderen Instrumente, auf die in diesem Dokument Bezug genommen wird, sind in Japan verfügbar. Anfragen bezüglich der Verfügbarkeit dieser Instrumente richten Sie bitte an die Commerzbank AG, Tokyo Branch. [Commerzbank AG, Tokyo Branch] Eingetragenes Finanzinstitut: Director of Kanto Local Finance Bureau (Tokin) Nr. 641 / Mitgliedsverband: Japanese Bankers Association.

**Australien:** Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank gemäß Class Order 04/1313 verteilt. Die Commerzbank AG wird durch die BaFin nach deutschem Recht geregelt, das vom australischen Recht abweicht.

© Commerzbank AG 2017. Alle Rechte vorbehalten. Version 9.26

#### Commerzbank Firmenkunden

##### Frankfurt

Commerzbank AG  
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus  
Mainzer Landstraße 153  
60327 Frankfurt

Tel: + 49 69 136 21200

##### London

Commerzbank AG  
PO BOX 52715  
30 Gresham Street  
London, EC2P 2XY

Tel: + 44 207 623 8000

##### New York

Commerz Markets LLC  
225 Liberty Street, 32nd floor,  
New York,  
NY 10281-1050

Tel: + 1 212 703 4000

##### Singapore

Commerzbank AG  
71, Robinson Road, #12-01  
Singapore 068895

Tel: +65 631 10000

##### Hong Kong

Commerzbank AG  
15th Floor, Lee Garden One  
33 Hysan Avenue,  
Causeway Bay  
Hong Kong

Tel: +852 3988 0988