



- US-Zinsnormalisierung schreitet voran
- Seilziehen um italienisches Budget belastet
- Fokus: Aufgehelltes Umfeld für US-Hochzinsanleihen

Datum	Zeit	Land	Ereignis/Indikator		Vorwert	Kons.	Kommentar
30.09.	03:45	CN	Caixin Einkaufsmanagerindex	Sep	50.6	50.5	Graduelle Abschwächung
01.10.	09:30	CH	Einkaufsmanagerindex	Sep	64.8		Schweizer Wirtschaft wächst stark
01.10.	16:00	US	Einkaufsmanagerindex	Sep	61.3	60.3	Leichter Rückgang von 14-Jahreshoch
05.10.	09:15	CH	Konsumentenpreise, yoy	Sep	1.2%		Öl und EUR fördern Inflation
05.10.	14:30	US	Neugeschaffene Stellen, ex. Landw.	Sep	201k	188k	Arbeitsmarkt in sehr guter Verfassung

Die Zinsnormalisierung in den USA bleibt auf Kurs. In der ausgehenden Woche hat die US-Notenbank bereits den dritten Zinsschritt in diesem Jahr vollzogen. Damit liegt der Leitzins bei 2.0% bis 2.25% und somit nur noch wenig unter einem „neutralen“ Niveau, das wir um 3.0% schätzen. Mit dieser weiteren Normalisierung bezeichnet die US-Notenbank neu die zinspolitische Ausrichtung nicht mehr als „accommodativ“, sprich locker. Das heisst aber keinesfalls, dass bereits eine Pause im Zinserhöhungszyklus eingelegt wird. Die Entscheidung für einen Anstieg im September fiel einstimmig und auch für Dezember erwarten 12 von 16 FOMC-Mitgliedern nochmals höhere Zinsen. Noch im Juni hatten erst 8 Mitglieder auch für Dezember einen Zinsschritt erwartet. Eine Fortsetzung ohne Pause ist unseres Erachtens aufgrund der starken Wirtschaftsdynamik und der guten Arbeitsmarktverfassung auch angebracht. 2019 dürfte es zunächst im gleichen Tempo weitergehen, mit einer Zinserhöhung pro Quartal. Wenig begeistert über diese Entwicklung zeigte sich US-Präsident Trump und bezeichnete sich als „Tiefzins-Person“, was die US-Notenbank aber nicht von ihrem Plan bezüglich Normalisierung abbringen wird.

Mit den auch 2019 steigenden Zinsen in den USA und Zurückhaltung in Europa ist eine weitere Ausweitung der Zinsdifferenz zu erwarten. Seitens der Schweizerischen Nationalbank erwarten wir eine erste Zinserhöhung nach wie vor erst im September 2019.

Erwartungsgemäss bleibt auch das Seilziehen um das italienische Budget für 2019 im Marktfokus und verunsichert die Aktien- und Obligationenmärkte. Eine geplante Budgetdebatte in Italien von gestern Donnerstag wurde durch die Forderung von höheren Ausgaben seitens Lega um 5 Stelle gestört. Sie sehen ihre Wahlversprechen in den geplanten Ausgaben für nächstes Jahr zu wenig berücksichtigt. Bis zu einem von allen Seiten akzeptierten Budget ist es noch ein langer Weg, was in den kommenden Tagen etwas auf italienische Aktien und den Euro drücken könnte.

In der kommenden Woche erwarten wir konjunkturseitig weiterhin gute Vorlagen für die Finanzmärkte. Das starke Wirtschaftsbild, das die US-Notenbank diese Woche gezeichnet hatte, dürfte durch den US-Einkaufsmanagerindex bestätigt werden. Im Vormonat erreichte der Index den höchsten Wert seit über 14 Jahren und auch für September erwarten wir ein ähnlich starkes Ergebnis. Höhere Zinsen und die Handelskonflikte beeindrucken die Einkaufsmanager (noch) nicht. Der entsprechende Index für die Schweizer Industrieunternehmen liegt ebenfalls deutlich über 60 Punkte (20-Jahresdurchschnitt: 54.2 Punkte) und signalisiert einen starken Wirtschaftsverfassung.

Die brummende Wirtschaft ist sicherlich ein Argument für den erneut höheren Ölpreis. Entscheidender ist aktuell aber die Sorge um das Angebot, wenn durch die US-Sanktionen täglich rund 1 Mio. Fass Öl weniger aus dem Iran exportiert werden. Die anderen Ölproduzenten können diesen Rückgang nicht kompensieren, womit wir erwarten, dass der Ölpreis hoch bleibt.

## Chart der Woche

Der Ölpreis ist weiter auf dem Vormarsch



Quelle: Bloomberg, Investment Office Raiffeisen Gruppe

[roland.klaeger@raiffeisen.ch](mailto:roland.klaeger@raiffeisen.ch)

# Fokus: Aufgehelltes Umfeld für US-Hochzinsanleihen

Beflügelt von Donald Trumps Steuerreform verzeichnen die amerikanischen Aktien immer neue Höhenflüge. Doch die Steuererleichterungen kommen nicht nur den Aktien zu Gute, sondern wirken auch als tatkräftige Unterstützung für die amerikanischen Hochzinsanleihen, so genannten High Yield (HY) Bonds. Denn

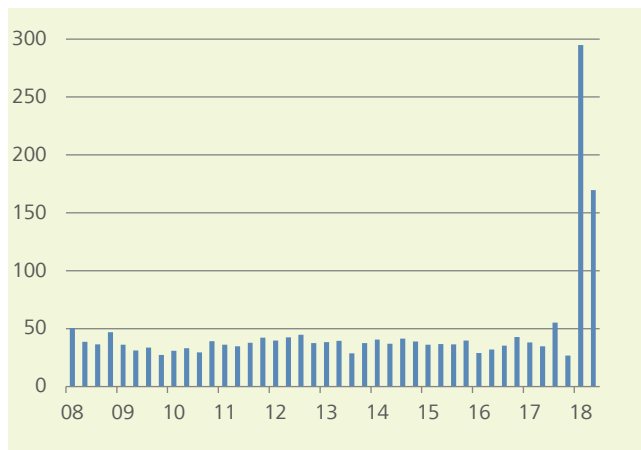
## «Die amerikanischen Konzerne machen von der neuen Möglichkeit zur günstigen Gewinnrückführung rege Gebrauch»

das seit Ende 2017 geltende neue Steuerregime erlaubt es den international tätigen US-Konzernen, ihre im Ausland parkierten Gewinne relativ günstig zurück in die USA zu überführen. Mussten vorher repatrierte Gewinne zu einem Satz von 35% versteuert werden, muss nun eine einmalige Steuer von 15.5% auf liquide Mittel, bzw. 8% auf weniger liquide Anlagen entrichtet werden. Zusätzlich zu diesen deutlich tieferen Besteuerungssätzen haben die Unternehmen relativ lange Zeit, die Steuer zu begleichen: Die fällige Summe muss innert acht Jahren überwiesen werden.

Die US-Konzerne machen von dieser günstigen Gelegenheit zur Gewinnrückführung rege Gebrauch (siehe Grafik). Wie das amerikanische Handelsministerium diese Woche bekannt gab, flossen im zweiten Quartal 169.5 Mrd. USD an im Ausland parkierte Gewinne zurück in die USA.

### Gewinnrepatriierung

In die USA repatrierte Gewinne von amerikanischen Konzernen, in mrd. USD



Quelle: BEA, Investment Office Raiffeisen Gruppe

Auch wenn diese Summe damit gegenüber jener vom ersten Quartal deutlich tiefer ausfällt, liegt sie damit deutlich über dem langfristigen Mittel – und das Potential ist riesig: Schätzungen

Aktien				Währungen / Rohstoffe				Zinsen			
	aktuell	%, 5 Tage	%, YTD		aktuell	%, 5 Tage	%, YTD		3M	10YR	bp, YTD
SMI	9099	1.1	-3.0	EURCHF	1.132	0.5	-3.2	CHF	-0.73	0.04	19
S&P 500	2914	-0.6	9.0	USDCHF	0.976	1.8	0.2	USD	2.39	3.04	63
Euro Stoxx 50	3427	-0.1	-2.2	EURUSD	1.160	-1.3	-3.4	EUR (DE)	-0.32	0.47	4
DAX	12353	-0.6	-4.4	Gold	1183	-1.3	-9.2	GBP	0.80	1.55	36
CAC	5525	0.6	4.0	Öl (Brent)	82.0	4.1	22.7	JPY	-0.04	0.13	8

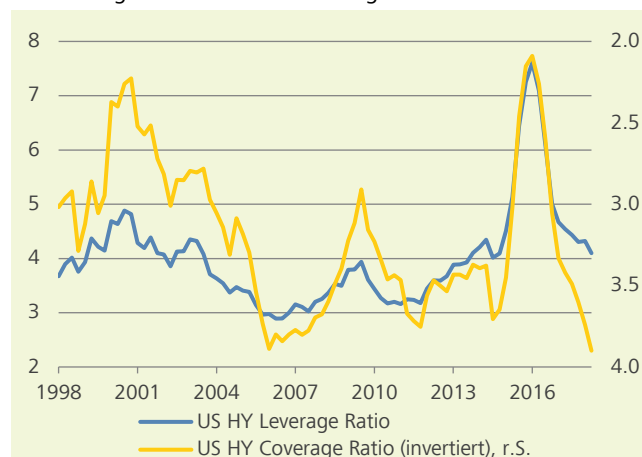
Quelle: Bloomberg  
28.09.2018 11:38

zufolge könnten bis zu 3 Bio. USD in die USA zurückgeführt werden – Bloomberg zufolge hortet alleine der Technologie-Konzern Apple rund 252 Mrd. USD an im Ausland parkierten Gewinnen.

In die USA zurückgeführtes Geld kommt den amerikanischen Emittenten von HY-Anleihen insofern zugute, als dass sie die Mittel zur Schuldentilgung verwenden können. Gleichzeitig profitieren sie einerseits von der infolge der Steuerreform geringer ausfallenden Steuerbelastung und andererseits durch die weiterhin auf Hochtouren brummende US-Wirtschaft, welche auch im 2019 trotz sich abschwächender Dynamik auf einem robusten Wachstumspfad verbleiben sollte. Infolgedessen ist eine spürbare Verbesserung bei massgeblichen Kreditkennzahlen festzustellen (siehe Grafik), was sich entsprechend in der Attraktivität amerikanischer HY-Anleihen niederschlägt.

### Kennzahlen amerikanischer Hochzinsanleihen-Emittenten verbessern sich

HY-Leverage-Ratio\* und HY-Coverage-Ratio\*\*



Quelle: IMF, Investment Office Raiffeisen Gruppe

Vor diesem Hintergrund erachten wir gerade ein Engagement in Hochzinsanleihen innerhalb der strategischen und taktischen Portfoliovorgaben weiterhin als einen angezeigten Baustein zur Erfüllung der Bondquote.

[santosh.brivio@raiffeisen.ch](mailto:santosh.brivio@raiffeisen.ch)

**Herausgeber**

Investment Office Raiffeisen Gruppe  
Bohl 17  
9004 St. Gallen  
[investmentoffice@raiffeisen.ch](mailto:investmentoffice@raiffeisen.ch)

**Internet**

[www.raiffeisen.ch/anlegen](http://www.raiffeisen.ch/anlegen)

**Beratung**

Kontaktieren Sie Ihren Anlageberater oder Ihre lokale Raiffeisenbank  
[www.raiffeisen.ch/web/ihre+bank+vor+ort](http://www.raiffeisen.ch/web/ihre+bank+vor+ort)

**Weitere Publikationen**

Hier können Sie die vorliegende und auch weitere Publikationen von Raiffeisen abonnieren  
<https://www.raiffeisen.ch/rch/de/ueber-uns/publikationen/maerkte-und-meinungen/research-publikationen.html>

---

**Rechtlicher Hinweis****Kein Angebot**

Die in dieser Publikation veröffentlichten Inhalte werden ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie stellen also weder ein Angebot im rechtlichen Sinne noch eine Aufforderung oder Empfehlung zum Erwerb resp. Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die Publikation stellt kein Kotierungsinserat und keinen Emissionsprospekt gem. Art. 652a bzw. Art. 1156 OR dar. Die alleine massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu diesen Produkten sind in den jeweiligen rechtsverbindlichen Verkaufsdokumenten (z.B. Prospekt, Fondsvertrag) enthalten. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität oder Wohnsitz eines Staates, in dem die Zulassung von den in dieser Publikation beschriebenen Produkten beschränkt ist. Diese Publikation ist weder dazu bestimmt, dem Anwender eine Anlageberatung zukommen zu lassen, noch ihn bei Investmententscheiden zu unterstützen. Investitionen in die hier beschriebenen Anlagen sollten nur getätigt werden, nachdem eine entsprechende Kundenberatung stattgefunden hat, und/oder die rechtsverbindlichen Verkaufsdokumente studiert wurden. Entscheide, die aufgrund der vorliegenden Unterlagen getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Anlegers. Weiter verweisen wir auf die Broschüre «Besondere Risiken im Effektenhandel». Bei der aufgeführten Performance handelt es sich um historische Daten, auf Grund derer nicht auf die laufende oder zukünftige Wertentwicklung geschlossen werden kann. Für die Berechnung der Performancedaten wurden die bei der Ausgabe und gegebenenfalls bei der Rücknahme der Anteile erhobenen Kommissionen und Kosten nicht berücksichtigt.

**Keine Haftung**

Raiffeisen Schweiz unternimmt alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten zu gewährleisten. Raiffeisen Schweiz übernimmt aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Publikation veröffentlichten Informationen. Raiffeisen Schweiz haftet nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung dieser Publikation, deren Inhalt verursacht werden oder mit der Verteilung dieser Publikation im Zusammenhang stehen. Insbesondere haftet sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken. Es ist Sache des Kunden, sich über allfällige Steuerfolgen zu informieren. Je nach Wohnsitzstaat können sich unterschiedliche Steuerfolgen ergeben. In Bezug auf allfällige, sich durch den Kauf der Titel ergebende Steuerfolgen lehnen Raiffeisen Schweiz und die Raiffeisenbanken jegliche Haftung ab.

**Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse**

Die Publikation wurde von Raiffeisen Schweiz erstellt und ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Die "Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse" der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) finden demzufolge auf diese Publikation keine Anwendung.