



STRATEGIE UPDATE

JUNI 2026





RÜCKBLICK

DIE FINANZMÄRKTE IM MAI

Die Entwicklung der globalen Aktienmärkte im vergangenen Monat wirkt auf den ersten Blick widersprüchlich. Während die Schlagzeilen von geopolitischen Spannungen, Kriegen und politischen Unsicherheiten geprägt sind, setzen die Börsen ihren Aufwärtstrend unbeirrt fort. Für viele Beobachter stellt sich daher die Frage: Wie passt das zusammen?

Eine naheliegende Erklärung ist die starke Performance des Technologiesektors. Doch selbst dieser Hinweis greift zu kurz. Die eigentlichen Treiber der aktuellen Marktdynamik liegen deutlich tiefer – und sie sind wesentlich konzentrierter, als es der breite Markt vermuten lässt.

Ein Blick auf die Zahlen macht dies deutlich: Der MSCI All Country World Index, der die größten börsennotierten Unternehmen weltweit abbildet, hat seit Jahresbeginn um 11,9% zugelegt. Bemerkenswert ist jedoch die Verteilung dieser Wertschöpfung: Allein die zehn größten Gewinner innerhalb des Index tragen rund 6,3 Prozentpunkte zur Gesamtperformance bei – also mehr als die Hälfte.

Dabei handelt es sich nahezu ausschließlich um Unternehmen aus dem Halbleitersektor. Insbesondere Produzenten und Zulieferer von Hochleistungschips – etwa für KI-Anwendungen – stehen im Zentrum dieser Entwicklung. Die Marktdynamik wird somit von einem sehr engen Segment getrieben, während große Teile des Marktes deutlich weniger beitragen. Noch eindrücklicher zeigt sich diese Konzentration am Beispiel Südkoreas: Der Leitindex KOSPI ist seit Jahresbeginn um rund 96% gestiegen. Doch auch hier ist die Rallye alles andere als breit abgestützt. Rund zwei Drittel dieser Entwicklung lassen sich auf lediglich zwei Unternehmen zurückführen – Samsung Electronics und SK Hynix.

Die aktuelle Marktphase ist damit weniger ein breit getragener Aufschwung als vielmehr das Resultat einer extrem fokussierten Wertschöpfung. Unter der Oberfläche verstärkt sich ein oft unterschätzter Mechanismus: die Wechselwirkung zwischen Aktien- und Optionsmarkt. Bei den 35 größten S&P-500-Unternehmen zeigen sich deutliche Spannungen: Titel mit sehr hoher impliziter Volatilität (über 50) machen 8,7% des Index aus, weisen damit erwartete tägliche Schwankungen von über $\pm 4,2\%$ auf – ein Niveau, das man eher von spekulativen Nebenwerten kennt als von Unternehmen mit durchschnittlich 735 Milliarden US-Dollar Marktkapitalisierung. Gleichzeitig entfallen rund 32,5% des Index auf Mega-Caps mit impliziten Volatilitäten zwischen 30 und 50. Diese Unternehmen – im Schnitt über 2 Billionen US-Dollar schwer – preisen tägliche Bewegungen von etwa $\pm 2,4\%$ ein. Was normalerweise Stressphasen vorbehalten ist, wird hier zum Normalzustand.

Besonders extrem: Micron Technology mit einer impliziten Volatilität von rund 91 bei einer Marktkapitalisierung von 875 Milliarden US-Dollar. Der Optionsmarkt bewertet das Risiko dieses Schwergewichts damit ähnlich wie das eines hochspekulativen Wachstumswerts. Diese Dynamik wirkt zurück auf den Aktienmarkt. Hohe Optionsvolumina erzwingen laufende Absicherungen durch Market Maker und verstärken so Kursbewegungen zusätzlich. Es entsteht ein Kreislauf: Der Optionsmarkt treibt den Aktienmarkt – und umgekehrt. In einem ohnehin stark konzentrierten Markt erhöht dieser Mechanismus die Fragilität deutlich. Die Indizes wirken stabil, sind aber anfälliger für abrupte Bewegungen, als es die Oberfläche vermuten lässt.

Marktüberblick 28.05.2026		Wertentwicklung		
		Aktueller Wert	Mai	YTD
Währungen	EUR/CHF	0.91	-0.35	-1.87
<i>Performance in %</i>	USD/CHF	0.78	0.33	-1.09
	EUR/USD	1.16	-0.68	-0.81
	USD/JPY	159.29	1.69	1.61
Geldmarkt - Zinsen	CHF Saron 3M	0.0	0.01	0.04
<i>Differenz Zinsen</i>	EUR Euribor 3M	2.2	0.03	0.21
	USD SOFR 3M	3.7	0.00	0.01
Staatsanleihen - Zinsen	CH Govt 10Y	0.4	0.03	0.11
<i>Differenz Zinsen</i>	DE Govt 10Y	3.0	-0.08	0.11
	US Govt 10Y	4.4	0.08	0.28
Unternehmensanleihen - Zinsen	EU Corp	3.5	-0.10	0.28
<i>Differenz Zinsen</i>	US Corp	5.2	0.01	0.34
Spreads	US Zinsgefälle (10Y-2Y)	0.43	-0.08	-0.27
	EU Zinsgefälle (10Y-2Y)	0.40	0.01	-0.33
	CH Zinsgefälle (10Y-2Y)	0.33	0.11	-0.04
	Kreditaufschlag Italien (zu DE)	0.72	-0.10	0.02
Aktien	SMI	13'580	3.10	4.78
<i>Performance in %</i>	SPI Extra	6'343	2.07	4.62
	EuroStoxx 50	6'079	3.95	6.72
	DAX	25'104	3.29	2.46
	S&P 500	7'564	5.03	11.00
	NASDAQ 100	30'224	10.17	20.01
	TOPIX	3'957	4.69	15.72
	MSCI EM	1'725	7.98	23.76
Rohstoffe	GOLD	4'514.9	-2.65	4.07
<i>Performance in %</i>	Erdöl WTI	87.5	-15.39	54.82
Gehandelte Volatilität	VIX (Volatilitätsindex S&P 500)	15.8	-6.81	5.28

NAME	Gewicht im Index	Total Return (YTD)	Contribution (YTD)
iShares MSCI ACWI	100.0	11.9	
ALPHABET	2.0	24.7	0.9
MICRON TECHNOLOGY	0.5	223.7	0.8
NVIDIA	4.8	14.9	0.7
TAIWAN SEMICONDUCTOR	1.6	48.5	0.6
APPLE	4.1	15.2	0.6
SK HYNIX	0.4	239.9	0.6
SAMSUNG ELECTRONICS	0.7	141.7	0.6
ADVANCED MICRO DEVICES	0.4	141.9	0.5
AMAZON.COM	2.3	18.7	0.5
INTEL	0.3	227.6	0.4
	17.2		6.3



AUSBLICK

RALLYE AUF DÜNNEM EIS: ENERGIE, INFLATION UND VIEL OPTIMISMUS

Der Markt setzt aktuell auf eine schnelle politische Entspannung rund um den Persischen Golf und preist gleichzeitig eine rasche Normalisierung der Energiepreise ein; beides zusammen ist die Grundlage der gegenwärtigen Risikoanreize. Diese Annahme ist verletzlich, denn entscheidend ist nicht die Rhetorik, sondern der reale Energiefluss. Solange zentrale Korridore fragil bleiben, erhöht sich das Risiko wiederkehrender Angebotsengpässe, die Preise stützen oder erneut nach oben treiben können.

Die Terminkurve für Erdöl (WTI) zeigt eine erwartete Abwärtsbewegung Richtung mittlerer zweistelliger USD-Beträge, doch historische Vergleiche machen deutlich: schnelle, nachhaltige Rückgänge nach großen Schocks sind selten und oft mit hohen Unsicherheiten verbunden. Parallel dazu erscheint das, was die Zinsmärkte aktuell signalisieren, nicht vollständig konsistent: die implizite Erwartung von Zinsanpassungen variiert zwischen Regionen, und ein erneuter Energieschock würde diese Erwartungen rasch verschieben – mit spürbaren Folgen für Bewertungen und Carry-Strategien.

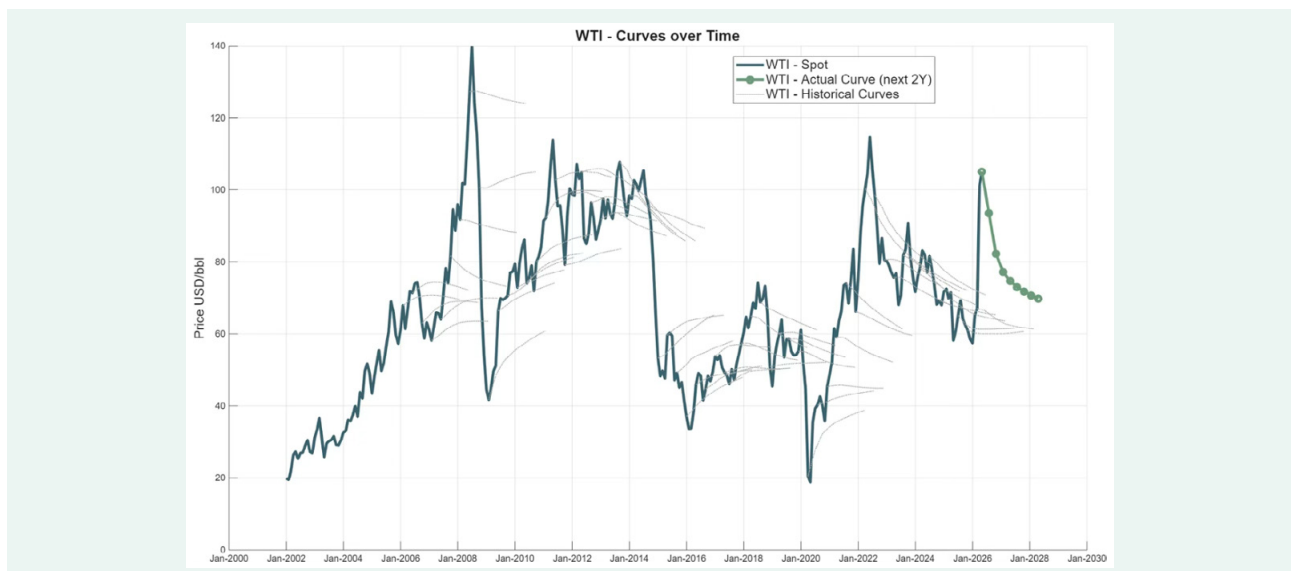
Ein zweiter, weniger beachteter Kanal läuft über die Sekundäreffekte: Energie treibt Produktions- und Transportkosten, was unmittelbar Agrarpreise und damit Lebensmittelkosten nach oben zieht. Agrarkomponenten haben bislang jedoch kaum auf die steigenden Energiepreise reagiert und Korrelationen zu Energiepreisen sind zuletzt gar deutlich gefallen – das erhöht die Gefahr hartnäckiger Inflation, auch wenn die Spot-Ölkurse kurzfristig fallen. Ein anhaltender Inflationsimpuls würde entweder längere oder höhere reale Zinsen erzwingen, was die Risikoprämien anheben und

die relative Attraktivität von wachstumsorientierten Risikoanlagen mindern würde.

Gleichzeitig verläuft die Marktbreite konträr zur Indexentwicklung: Umsatzerwartungen und Gewinne konzentrieren sich auf wenige Gewinner, insbesondere im Bereich AI-Infrastruktur und Halbleiter. Die AI-Ökonomie ist sehr selektiv – Monetarisierung und Kostenvorteile treten nur in bestimmten Anwendungsfällen und bei wenigen Playern deutlich zutage. Das macht die Rallye fragiler, weil sie auf enge Themen und wenige Titel fokussiert ist.

- ♦ Kurzfristig: Märkte bleiben abhängig von Nachrichten über geopolitische Deeskalation und Energiemarktdaten; Volatilität bleibt erhöht.
- ♦ Zinsen & Duration: Wenn Energieprobleme bleiben, steigt die Wahrscheinlichkeit höherer Zinsen; Long-Duration-Positionen sind anfälliger, falls sich die Normalisierung verzögert.
- ♦ Rohstoffe/Inflation: Rohstoff- und Agrar-Exposure sowie Gold behalten taktischen Wert als Inflationschutz.
- ♦ Hedging: Tail-Hedges sind kostspielig, doch in einem Umfeld mit konzentrierten Risiko-Treibern und unklaren Energiemärkten erhöhen sie das asymmetrische Schutzprofil.

Aus fundamentaler Sicht ist der Ausblick zwiespaltig: strukturelle Risiken (Energie, Zweitrundeneffekte, Zinsinkonsistenzen) stehen gegen ein fokussiertes Wachstums-/AI-Thema, das kurzfristig weiter tragen kann. Für Investoren bedeutet das: selektiv investieren und Absicherung nicht vernachlässigen.





FOKUS

DER KASKADENEFFEKT: WENN PRIVATE CREDIT CRASHT, STERBEN 30'000 PRIVATE-EQUITY-FONDS MIT

Künstliche Intelligenz verändert die Welt in atemberaubendem Tempo – und viele Anleger haben plötzlich Angst, dass sie ihre Private-Credit-Investitionen verlieren könnten. Massive Rücknahmeanträge bei grossen Fonds, Redemptions-Beschränkungen und ein plötzlicher Einbruch der Kapitalzuflüsse lassen die Befürchtung aufkommen, der Markt könnte kollabieren.

AI VERÄNDERT DIE WELT

Künstliche Intelligenz verändert die Welt in atemberaubendem Tempo – und das merken nun auch Investoren in Private-Debt-Fonds. Diese Fonds vergeben Darlehen vor allem an Unternehmen im Besitz von Private-Equity-Investoren. Die Kredite sind meist illiquide und kaum an den Börsen handelbar.

Mit dem rasanten Vormarsch von KI stellen Investoren plötzlich die Zukunft ganzer Software-Businessmodelle infrage: Wird AI diese Firmen überholen? Was passiert, wenn sie ihre Darlehen nicht mehr zurückzahlen können? Dieses Szenario verbreitet Angst – und viele Anleger haben daraufhin begonnen, ihre Positionen in Private-Debt-Fonds abzubauen.

Die Folgen sind messbar: Bei grossen, scheinbar liquiden Private-Credit-Fonds drehen die Kapitalflüsse deutlich um. Blue Owl sah bei einem seiner grossen Retail-Fonds Rücknahmeanträge von rund 22% der Anteile in einem Quartal – ein massiver Druck auf die Liquidität. Gleichzeitig sind die monatlichen Neuzufüsse bei Blue Owl im Vergleich zu vor einigen Monaten um etwa 90–95% eingebrochen.

Apollo und KKR reagieren an ähnlichen Stellen mit Redemptions-Beschränkungen und schützen ihre Fonds vor einem plötzlichen Cash-Abfluss.

SEMI-LIQUIDE FONDS

Aber halt – Private-Debt-Fonds investieren in illiquide Kredite. Warum sollte man seine Anteile daran jederzeit verkaufen können?

Genau hier liegt eines der Kernprobleme: ein klassischer Liquiditätsmismatch. Illiquide Anlagen werden durch Financial Engineering in eine vermeintlich semi-liquide Struktur verpackt. Das Versprechen an Investoren lautet: Zugang zu attraktiven Private-Market-Renditen – bei gleichzeitig verfügbarer Liquidität. Doch dieses Versprechen steht auf wackligem Fundament.

Wie wir bereits im November in der Finanz und Wirtschaft aufgezeigt haben, wächst der Markt für semi-liquide Private-Market-Fonds rasant. Bis 2030 werden Volumina von rund 4 Billionen US-Dollar erwartet. Asset Manager treiben diese Entwicklung aktiv voran – nicht zuletzt aufgrund hoher Gebühren und der Erschliessung neuer Investorengruppen. Das strukturelle Problem bleibt jedoch ungelöst: Investoren können ihre Anteile oft monatlich zurückgeben, während das zugrunde liegende Kapital über 7 bis 10 Jahre gebunden ist. Gleichzeitig sind Bewertungen wenig transparent, und das Verhalten dieser Produkte in echten Stressphasen ist bislang kaum getestet.

Die Semi-Liquidität ist heute nicht nur ein Strukturmerkmal, sondern ein Risikofaktor.

The Alternative Asset Managers Leading in Semiliquid Funds

Firm	Semiliquid Fund Assets (USD Billions)	Semiliquid Market Share	No. Funds
Blackstone	66	19%	3
Cliffwater	31	9%	3
Blue Owl Capital	21	6%	4
Partners Group	16	5%	3
Apollo Global Management	16	5%	5
Ares Management	11	3%	5
HPS Investment Partners	9	3%	2
Alkeon Capital Management	9	3%	1
Affiliated Managers Group	5	2%	4
Pimco	5	2%	7

Net Flows Into the 10 Largest Semiliquid Funds by Asset Class





In der Finanzkrise 2008 stiegen zuerst die Ausfallraten, teils auf über 10 Prozent, erst dann setzte der Rückzug aus der Anlageklasse ein. Heute ist es umgekehrt: Die Gelder fließen bereits ab, bevor die tatsächlichen Ausfälle überhaupt voll durchschlagen.

Auslöser ist nicht ein einzelner Schock, sondern ein abrupter Anstieg der Ausfallerwartungen. Die Erwartung, dass die Private-Credit-Märkte auf die Probe gestellt werden, treibt Investoren dazu, sich hastig ein enges Liquiditätsfenster zu sichern, das sich womöglich bald schließt. Noch vor wenigen Monaten lag der Markt in vielen Schätzungen unter 2 Prozent, inzwischen bewegen sich die Erwartungen je nach Fonds und Segment eher zwischen 5 und 8 Prozent. Eine belastbare Gesamtmarktzahl gibt es kaum, denn der Private-Credit-Markt ist intransparent und öffentlich nur bruchstückhaft erfasst. Wer die Lage verstehen will, muss die grossen Fonds einzeln betrachten. Genau dort zeigt sich: Die Spreizung ist gross – und nicht alle Vehikel sind gleich robust.

WACHSTUM

Der Private-Credit-Markt hat in den vergangenen Jahren eine bemerkenswerte Expansion erlebt. Im Vergleich zu 2008 ist das Marktvolumen heute rund acht- bis neunmal grösser. Für 2025 werden die verwalteten Vermögen auf etwa 1.8 Billionen US-Dollar geschätzt (Daten

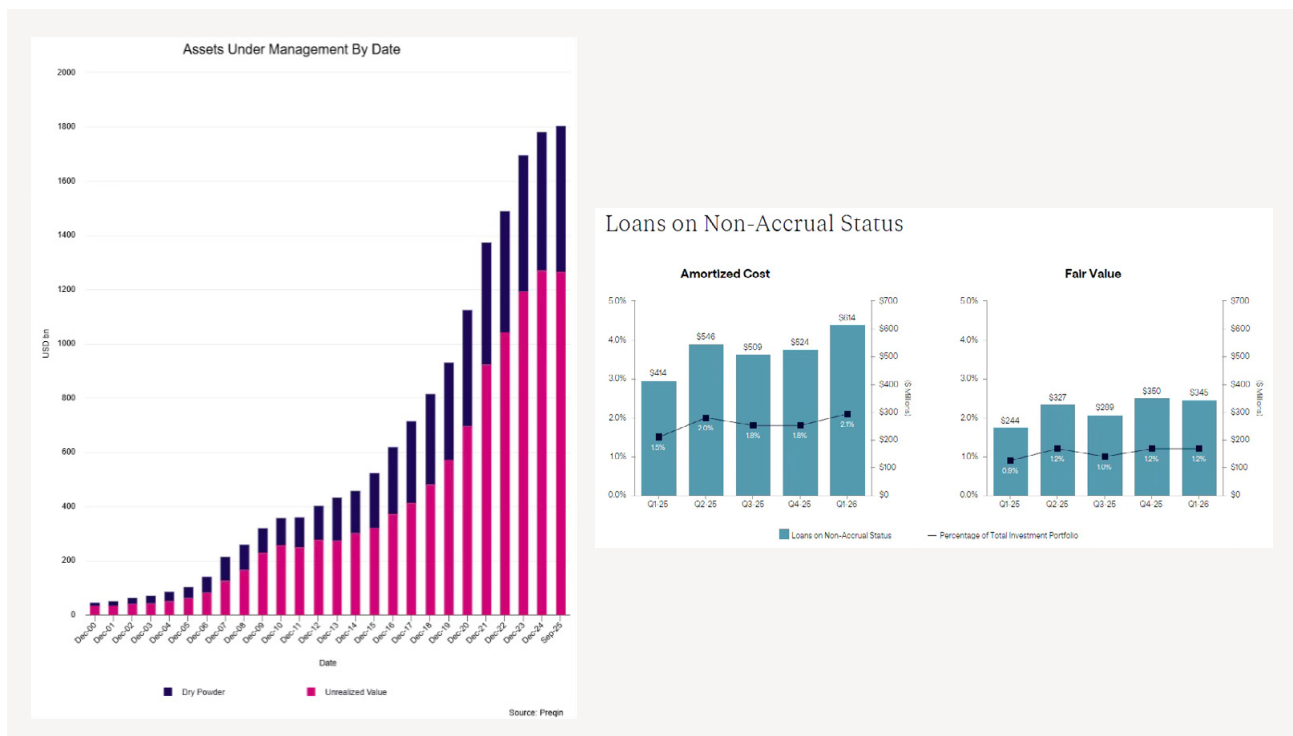
von Preqin). Rund 65% davon sind in den USA investiert, weitere 27% in Europa – der Rest verteilt sich auf andere Regionen.

Gleichzeitig zeigt sich eine interessante Verschiebung auf der Angebotsseite: Die Anzahl der Fonds, die aktiv Kapital einwerben, ist deutlich zurückgegangen. Während 2022 mit 509 Vehikeln einen Höhepunkt markierte, waren es 2025 nur noch 221 Fonds. Das insgesamt eingesamelte Kapital ist im gleichen Zeitraum jedoch weniger stark gesunken.

Diese Entwicklung deutet auf eine zunehmende Konzentration hin: Weniger Fonds vereinen einen grossen Teil der Kapitalzuflüsse auf sich – und wachsen entsprechend schneller. Die durchschnittliche Fondsgrösse steigt, ebenso wie die Marktmacht der führenden Anbieter.

KONZENTRATION

Die zunehmende Marktkonzentration verschärft ein zentrales strukturelles Problem: Weniger, aber deutlich grössere Fonds müssen immer mehr Kapital investieren. Der Druck steigt kontinuierlich. Während das sogenannte „Dry Powder“ vor zehn Jahren noch bei rund 202 Milliarden US-Dollar lag, sind es heute über 537 Milliarden US-Dollar, die in absehbarer Zeit in Kredite fließen müssen.





Damit verändert sich das Investitionsverhalten. Kleinere Transaktionen verlieren an Bedeutung, da sie den Investitionsstau grosser Fonds kaum abbauen. Gleichzeitig sinkt die Selektivität: Grosse Manager sind zunehmend gezwungen, Kapital auch in weniger attraktive Opportunitäten zu allozieren – und übernehmen damit de facto eine Market-Maker-Rolle im Private-Credit-Markt.

Hinzu kommt eine auffällige Homogenität in den Portfolios der führenden Anbieter wie Ares, Main Street, Blackstone oder Blue Owl. Die Kapitalallokation konzentriert sich stark auf Software und Services, gefolgt von Gesundheitswesen, Finanzdienstleistungen und Konsumsektoren. Auch die Strukturen ähneln sich: Der Nettoverschuldungsgrad liegt häufig bei rund 45% des Unternehmenswerts (Net LTV).

AUSFÄLLE

Die Ausfallraten scheinen ihren Höhepunkt erreicht zu haben: In den USA (Leveraged Loan Markt) liegt die Rate aktuell bei rund 5,1% (nach einem Peak von 7,4%), in Europa deutlich tiefer bei etwa 3,3%.

Doch unter der Oberfläche hat sich die Natur von Ausfällen verändert. Rund 70–90% aller Defaults erfolgen heute über sogenannte Liability Management Exercises (LMEs) – also aussergerichtliche Restrukturierungen. Diese erhalten kurzfristig den Wert, führen jedoch in rund 50% der Fälle zu erneuten Ausfällen innerhalb weniger Jahre. Der Default wird damit nicht gelöst, sondern zeitlich verschoben.

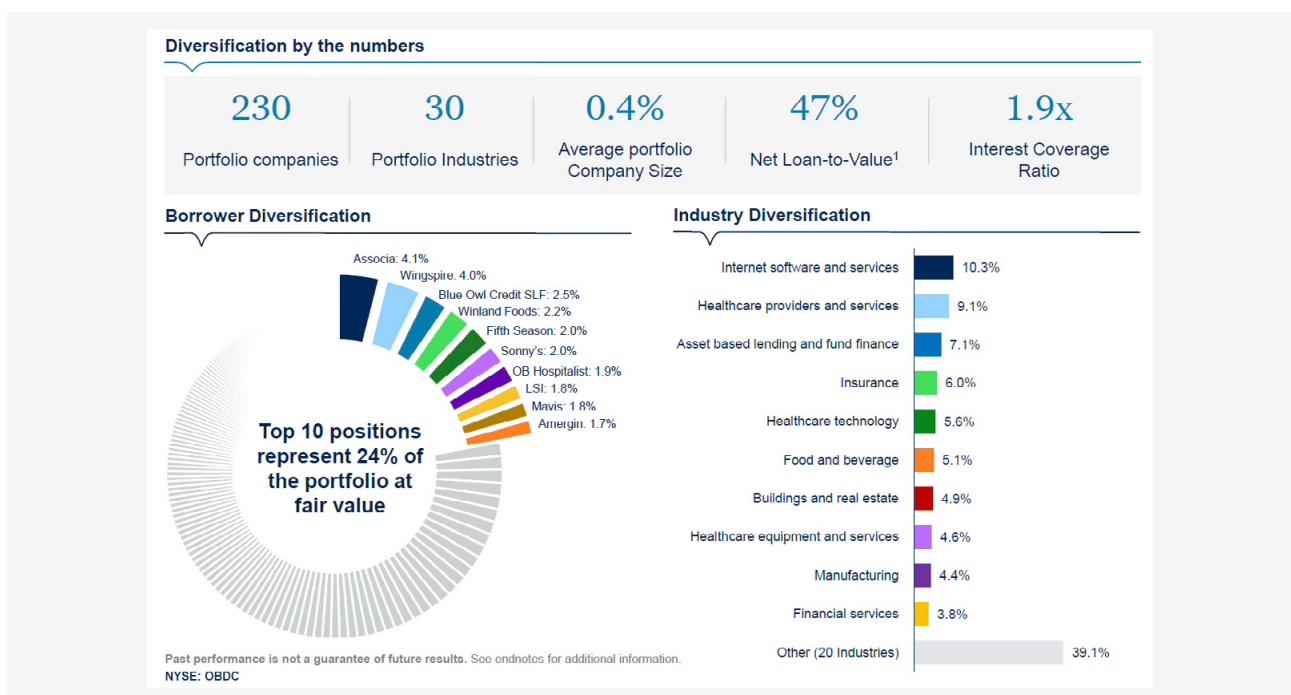
Auffällig ist jedoch: Die aktuell viel diskutierte KI-Disruption im Softwaresektor spiegelt sich bislang kaum in den tatsächlichen Ausfällen wider. Diese konzentrieren sich weiterhin auf klassische zyklische Branchen wie Industrie und Konsum. Dennoch bleibt Software ein zentraler Risikofaktor – weniger durch reale Defaults, sondern durch Bewertungsdruck und steigende Unsicherheit.

FAZIT

Die meisten grossen Anbieter von Direct Lending bzw. Fonds im Private-Credit-Bereich betreiben BDCs. Eine Business Development Company (BDC) ist eine börsennotierte US-Investmentgesellschaft, die Kapital in kleine und mittlere Unternehmen investiert – hauptsächlich durch Direktkredite (Direct Lending). BDCs gelten als guter Proxy für den Private-Credit-Markt, da sie denselben oder ähnlichen Unternehmen Kredite gewähren. Im Gegensatz zu Private-Credit-Fonds sind BDCs täglich handelbar und müssen vierteljährlich der SEC Bericht erstatten, was die Transparenz deutlich erhöht.

Insbesondere in Bezug auf Software-Risiken stellen BDCs einen guten Proxy dar: In den USA sind deutlich mehr Software-Unternehmen vorhanden, was dazu führt, dass alle Aussagen für Europa tendenziell besser aussehen – aufgrund des geringeren Software-Exposures.

Der grösste BDC ist jener von Ares Capital mit einem Gesamtvermögen von rund 28 Mrd. USD.





Jener von Blue Owl Capital, über den viel in den Medien berichtet wird, weist Vermögen in der Höhe von 15 Mrd. USD auf und ist damit Nummer 2.

Der Blue-Owl-BDC vergibt Kredite an 230 Unternehmen aus 30 verschiedenen Industrien. Die 10 grössten Darlehen verantworten rund 24% des Portfolios. Betrachtet man den Anteil der Unternehmen, welche seit mehr als 90 Tagen keine Zinsen mehr bezahlt haben (Non-Accrual), so liegt dieser per Ende März 2026 bei 1% (Fair Value).

Ähnlich sieht es bei Ares aus: Dort liegt der Anteil bei 1.2%. Interessant wird es, wenn man die aktuellen Zahlen etwas stresst. Der aktuelle Zins auf dem gesamten BDC von Blue Owl liegt bei rund 9,5%. In diesem Zins sind bereits Ausfallerwartungen enthalten – der Fair Value liegt bei 95,4%, also werden Ausfälle von rund 4,6% erwartet laut Bewertungsmethode. Gehen wir nun davon aus, dass darin kein Software-Unternehmen enthalten ist und diese On-Top dazu kommen. Da Blue Owl in diesem BDC mit rund 10% in Software-Unternehmen investiert ist, würden somit weitere Ausfälle von 10% hinzukommen. Somit würden die weiteren Ausfälle den gesamten Zins auffressen – mehr aber auch nicht.

Zudem wird ein Teil der Unternehmen eine Recovery Value enthalten. Klar, bei Software-Unternehmen ist dieser sicherlich nicht so hoch wie im Durchschnitt der letzten Jahre (60–70%), sondern deutlich tiefer. Nichtsdestotrotz würde jeglicher Recovery Value dazu führen, dass etwas Zins bleibt – resp. dass Verluste vermieden werden können, wenn man den langfristigen Schnauf hat und investiert bleibt.

Auch interessant: Viel wird über steigende Ausfallraten im Private-Credit-Bereich gesprochen, nicht aber über Totalverluste bei Private-Equity-Investitionen. Aus der Preqin-Datenbank geht hervor, dass von weltweit 77'000 mehr als 30'000 aktive Private-Equity-Fonds – also fast die Hälfte aller Fonds – in Teilen in die IT-Industrie investieren.

Wenn also die Private-Credit-Ausfallraten wegen Software ansteigen, dürften starke Verwerfungen innerhalb der Private-Equity-Industrie folgen. Die Assets under Management liegen laut Preqin bei rund 12,8 Billionen USD (inkl. Dry Powder). Dazu wirken die 1,8 Billionen USD des Private-Credit-Marktes sehr klein – doch die Hebelwirkung auf das deutlich grössere Private-Equity-Universum könnte erheblich sein.

KONTAKT



Eriya AG
Schiffplände 22, CH-8001 Zurich
info@eriya.ch
+41 43 544 11 90
www.eriya.ch

Disclaimer

Diese E-Mail kann vertrauliche und/oder schützenswerte Informationen enthalten. Sie ist ausschliesslich für die Aufmerksamkeit und den Gebrauch des vorgesehenen Empfängers bestimmt. Sollten Sie diese Nachricht irrtümlich erhalten haben, benachrichtigen Sie bitte den Absender per E-Mail und löschen Sie diese Nachricht sofort von Ihrem System. Jegliche unbefugte Vervielfältigung, Verteilung oder Weitergabe diese E-Mail oder der darin enthaltenen Informationen ist strengstens untersagt. Die Datenschutzerklärung der Eriya AG finden Sie unter www.eriya.ch. Diese E-Mail stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots für eine Investition oder Anlage dar. Es handelt sich hierbei weder um ein Angebot noch um Anlageberatung. Diese Nachricht wie auch die darin enthaltenen Informationen werden einzig zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt. Sie stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von dar. Die in dieser E-Mail enthaltenen Informationen ergeben aus allgemein zugänglichen Informationen aus als verlässlich erachteten Quellen oder wurden von diesen abgeleitet. Die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen können weder zugesichert noch garantiert werden. Die in dieser Nachricht angeführten Produkte qualifizieren als strukturierte Produkte und der Anleger sollte sich der mit diesen Produkten verbundenen Risiken, insbesondere Solvenz- und Kursrisiken bewusst sein.