



STRATEGIE UPDATE

AUGUST 2026





RÜCKBLICK

DIE FINANZMÄRKTE IM JULI

Der Juli ist wegen der Sommerferien normalerweise ein ruhiger Börsenmonat. Doch die alte Weisheit «Sell in May and go away, but remember to come back in September» bewahrheitete sich einmal mehr — von Sommerloch keine Spur. Zwei Themen hielten die Märkte in Atem: die erneute Eskalation im Nahen Osten und die wachsende Angst, dass die KI-Investitionen und -Bewertungen zu hoch gegriffen sind. Beide sind nicht neu, beide bleiben ungelöst — und genau deshalb sorgten sie für kräftige Ausschläge.

Die Feuerpause vom Juni hielt ungefähr so lange wie ein durchschnittlicher Sommerurlaub. Nachdem Iran wochenlang Handelsschiffe in der Strasse von Hormus bedrängt hatte, um Gebühren und Kontrolle über die Meerenge zu erzwingen, wurden Anfang Juli drei Schiffe angegriffen — für Präsident Trump das Ende des Waffenstillstands. Parallel drohten die vom Iran unterstützten Huthi, mit dem Bab al-Mandeb auch die zweite grosse Öl-Schlagader zu blockieren, und griffen Schiffe im Roten Meer an.

Die Folge an den Energiemärkten war ein Lehrstück in Sachen Fragilität: Notierte Brent am 1. Juli noch bei rund 72 US-Dollar, kletterte der Preis bis zum 23. Juli erstmals seit Mai wieder über 100 US-Dollar — fünf Handelstage Anstieg am Stück. Ende Monat nun eine erneute «Feuer-Pause. Wir sind jedoch weiterhin weit entfernt von einer nachhaltigen Lösung des Konflikts. Für die zweite grosse Bewegung sorgte kein Krieg, sondern ein Sprachmodell. Am World Artificial Intelligence Congress in Shanghai präsentierte das chinesische Startup Moonshot Mitte Juli sein Modell «Kimi K3» — das grösste je offen verfügbare KI-Modell, das laut eigenen Angaben an die Spitzenmodelle von Anthropic und OpenAI heranreicht, und das zu einem Bruchteil

der Kosten. Die Reaktion war brutal: Innerhalb weniger Tage verloren die weltweiten Halbleiteraktien rund 3,3 Billionen US-Dollar an Wert. Der Philadelphia Semiconductor Index rutschte über 20 Prozent unter sein Juni-Hoch und damit in einen Bärenmarkt — der schlimmste Wocheneinbruch für Chiphersteller seit dem DeepSeek-Schock von Anfang 2025. Nvidia büsste zwischenzeitlich den Titel des wertvollsten Unternehmens der Welt an Apple ein.

Dieser «Fun Fact» erinnert daran, dass die Branche trotz aller Milliarden noch in den Kinderschuhen steckt.: Unabhängige Tests bescheinigten dem Wundermodell «Kimi K3» eine Halluzinationsrate von rund 51 Prozent — grob gesagt ist also jede zweite Antwort frei erfunden.

Die Anleger fragen sich zunehmend, ob sich die gigantischen KI-Ausgaben je auszahlen. Als Alphabet seine Investitionen für 2026 auf 205 Milliarden US-Dollar an hob und erstmals seit dem Börsengang einen negativen freien Cashflow auswies, brach die Aktie um sieben Prozent ein — trotz eines Cloud-Wachstums von über 80 Prozent.

Zum Schluss eine gute Nachricht — ausgerechnet aus dem Zollstreit. Nachdem der oberste US-Gerichtshof im Februar Trumps reziproke Zölle für illegal erklärt hatte, zahlt Washington zurück: seit April über 86 Milliarden US-Dollar weltweit. Auch Schweizer Firmen, die zeitweise 10 bis 39 Prozent berappen mussten, profitieren — und das Geld fliesst überraschend schnell, oft innert vier Wochen. Breitling etwa meldet eine Rückerstattung von 100 Prozent. Ein Wehrmutstropfen bleibt: Das entgangene Geschäft holt niemand zurück. Swissmem schätzt die zollbedingten Exportverluste 2025 auf rund eine Milliarde Franken. Das Geld kommt zurück, die Kundschaft nicht immer.

Market Review as of 28.07.2026		Performance (in local CCY)		
		actual Price	July	YTD
Currencies Performance in %	EUR/CHF	0.9337	1.02	0.21
	USD/CHF	0.8194	1.32	3.34
	EUR/USD	1.1364	-0.31	-3.06
	USD/JPY	163.5200	0.80	4.56
Money Market - Yields Yield Trend	CHF Saron 3M	0.0	0.00	0.04
	EUR Euribor 3M	2.4	0.12	0.42
	USD SOFR 3M	3.8	0.10	0.18
Government Bond - Yields Yield Trend	CH Govt 10Y	0.4	0.12	0.09
	DE Govt 10Y	3.1	0.24	0.25
	US Govt 10Y	4.6	0.14	0.44
Corporate Bond - Yields Yield Trend	EU Corp	3.7	0.22	0.45
	US Corp	5.4	0.21	0.60
Spreads	US Yield Spreads (10Y-2Y)	0.32	0.03	-0.37
	EU Yield Spreads (10Y-2Y)	0.36	0.02	-0.38
	CH Yield Spreads (10Y-2Y)	0.29	0.06	-0.08
	Credit Markup Italy (to GE)	0.80	0.03	0.10
Equities Performance in %	SMI	14553	2.66	13.05
	SPI Extra	6517	-0.59	8.29
	EuroStoxx 50	6251	-0.49	11.14
	DAX	25369	1.87	3.98
	S&P 500	7429	-0.88	9.21
	NASDAQ 100	27763	-8.28	10.34
	TOPIX	3974	-0.78	17.66
	MSCI EM	1583	-7.81	14.18
Commodities Performance in %	GOLD	4094	0.54	-6.71
	Erdöl WTI	82	14.04	38.04
Traded Volatility	VIX (Volatility S&P 500)	18	10.70	21.81





AUSBLICK

EIN MARKT, DER DIE RISIKEN SCHON ABGEHAKT HAT

Der Juli lieferte ein seltenes Bild: Gleich zwei Nadelöhre der Weltwirtschaft sind verstopft. Die Strasse von Hormus bleibt blockiert — und im Roten Meer greifen die Huthi jene Tanker an, die eigentlich die Ausweichroute wären. Dass beide Öl-Adern gleichzeitig betroffen sind, gab es seit Jahrzehnten nicht — normalerweise dient die eine Route als Notausgang für die andere. Man würde Aufruhr erwarten. Das Gegenteil ist der Fall — und genau das macht uns nachdenklich.

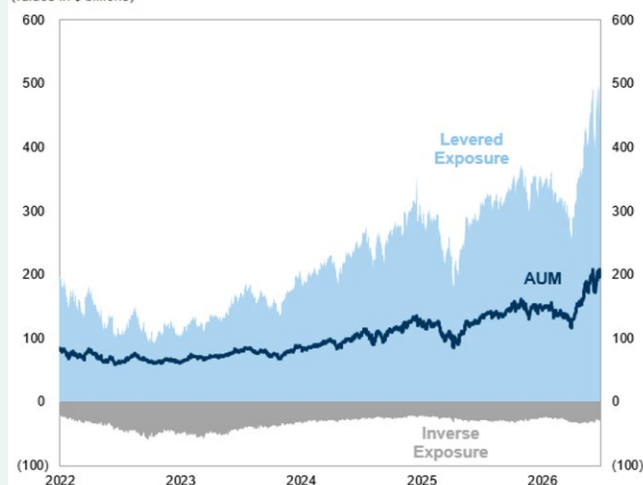
Denn dass es nicht bloss um Schlagzeilen geht, bestätigt der physische Markt: Über den ganzen Rohstoffkomplex wird ein Aufpreis für sofortige gegenüber späterer Lieferung bezahlt, angeführt von der Energie. Wer heute ein Fass liefern kann, wird dafür extra entlohnt — die klassische Handschrift echter Knappheit, nicht von Spekulation. Und solange die Nadelöhre eng bleiben, bleibt auch dieser Aufpreis.

Umso erstaunlicher ist, wie gelassen der Markt darüber hinwegsieht. Die Öl-Terminkurve preist eine rasche Rückkehr zu tieferen Preisen ein — eine Annahme, keine Prognose, denn historisch sind schnelle, saubere Rückgänge nach einem echten Angebotsschock die Ausnahme, nicht die Regel. Dasselbe Bild am Anleihenmarkt: Die gehandelten Inflationserwartungen bewegen sich kaum. Unseres Erachtens spiegeln sie weniger den Glauben an tiefe Inflation als das Vertrauen in die Notenbank — bequem, bis dieses Vertrauen bricht. Der Zinsmarkt erwartet für die nächsten zwölf Monate wieder leicht steigende Zinsen. So viel zur Skepsis — fairerweise gibt die Gewinnsaison den Optimisten vorerst recht. Die US-Gewinne steigen weiter, und quer über die Sektoren übertreffen deutlich mehr Firmen

die Erwartungen, als sie verfehlen. Auch die Schätzungen für 2027 werden laufend nach oben revidiert. Der Haken: Von höheren Energiekosten ist darin nichts zu sehen. Korrigieren wird jemand — die Analysten oder der Kurs. Hinzu kommt, dass sich Bewertung und Zins entkoppelt haben. Aktien sind teuer, obwohl die Zinsen gestiegen sind. Die zusätzliche Rendite fürs Aktienrisiko — die Risikoprämie — ist auf beinahe null geschrumpft. Allerdings ist ein Vergleich der Bewertungen über die Zeit immer schwieriger, da der Index nicht mehr derselbe ist. Die grössten US-Konzerne sind heute margenstärker, kapitalärmer und weniger energieintensiv als vor 25 Jahren. Das rechtfertigt durchaus eine höhere Bewertung — schafft das Risiko aber nicht ab, sondern verschiebt es von der Bilanz in die Bewertung. Was uns bei alledem vorsichtig stimmt, ist das Fundament dieser Zuversicht: Sie ist zunehmend auf Pump gekauft. Das Volumen fremdfinanzierter Aktien-ETFs erreicht Rekordstände. Hebel ist im Aufwärtstrend wunderbar und im Rücksetzer gnadenlos — er macht den Puffer für die erste Enttäuschung dünn.

Das Gesamtbild ist damit klar: Die Knappheit ist real, der Markt preist sie als Episode, das Polster ist dünn und geliehen. Wir sehen keinen Grund, Aktien den Rücken zu kehren — die Gewinne sind echt, und die Unternehmensqualität ist real gestiegen. Aber die Risikoprämie bezahlt nicht mehr für die Risiken auf dem Tisch. Für uns heisst das: investiert bleiben, aber selektiv; reale Werte und Inflationsschutz behalten; und Absicherung als das behandeln, was sie ist — eine günstige Versicherung in einem Markt, der die Risiken so preist, als seien sie bereits gelöst.

US-Listed Levered/Inverse ETFs: Total Assets vs. Exposure
(values in \$ billions)



10Y US Treasury - Earnings Yield (Shiller PE)





FOKUS

WIE CLOs IM AKTUELLEN MARKTUMFELD INVESTORENPORTFOLIOS PASSEN

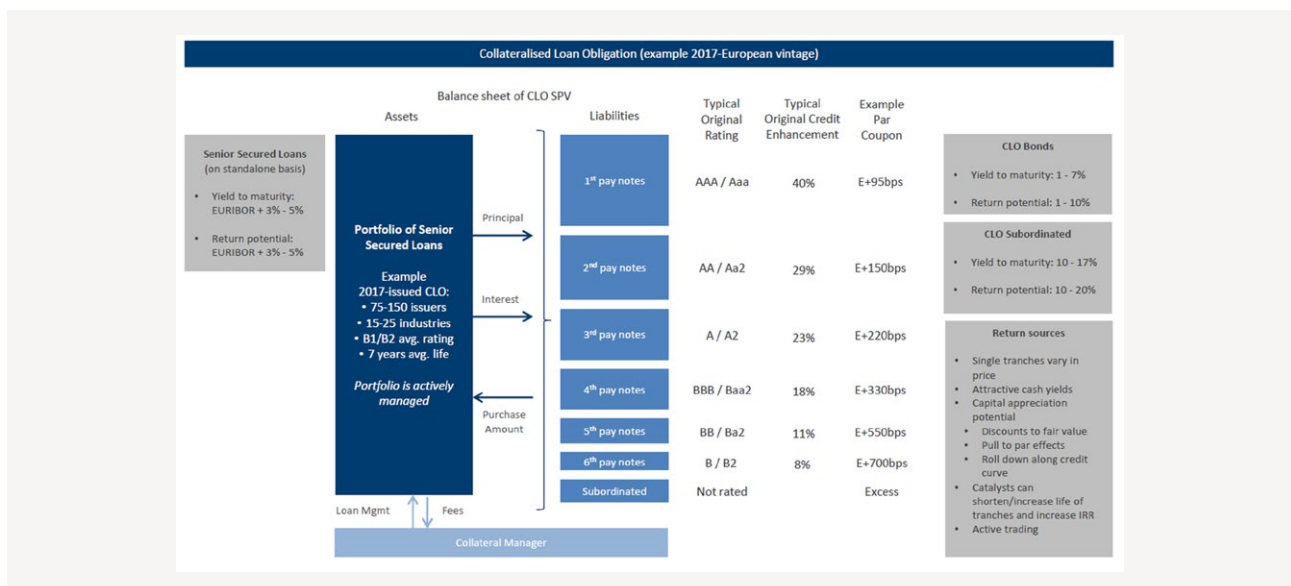
GASTBEITRAG VON YMER: Strukturierte Kredite gehörten über Jahre zu den am stärksten stigmatisierten Ecken der Kreditmärkte — und das, obwohl sie über viele Jahre und in ganz unterschiedlichen Kreditumfeldern hervorragend abgeschnitten haben. 2008 wurde das Wort «CDO» zum Sinnbild für alles, was in der strukturierten Finanzierung schiefgelaufen war. Achtzehn Jahre später hat das Instrument, das am häufigsten mit ihm verwechselt wird — der CLO —, dank starker Performance, stabiler struktureller Merkmale und sorgfältiger Kreditselektion still und leise durch mehrere Marktschocks hindurch Rendite erwirtschaftet. Unseres Erachtens sollten die Daten das letzte Wort haben, nicht die Schlagzeile.

SCHLAGZEILEN

Unter nicht spezialisierten Investoren herrscht oft die Vorstellung, CDOs und CLOs seien dasselbe. Die CDOs, die 2008 in Schwierigkeiten gerieten, waren grösstenteils Pools aus Subprime-Hypothekenanleihen — hoch korreliert, häufig mehrfach verbrieft und für die haltenden Investoren weitgehend intransparent. Der Auswahl der geeigneten Sicherheiten hinter diesen Anleihen wurde oft nur wenig Aufmerksamkeit geschenkt. Ein CLO ist etwas grundlegend anderes: Er bietet einen diversifizierten Pool von über 150 erstrangig besicherten

Krediten (Senior Secured Loans) an reale und oft namhafte, profitable und leistungsfähige operative Unternehmen aus Dutzenden von Branchen — vom ersten Tag an aktiv verwaltet innerhalb strenger Konzentrations- und Qualitätslimiten. Alle Kredite in einem CLO müssen an mittelgrosse und grosse Unternehmen vergeben sein und einzeln von einer oder zwei Ratingagenturen wie Moody's, S&P oder Fitch bewertet werden. Die einem CLO zugrunde liegenden Kredite sind zudem breit syndiziert und verfügen über einen aktiven Sekundärmarkt, der Transparenz bei der Preisbildung schafft. Ein europäischer CLO ist überdies über die Länder diversifiziert, in denen die Unternehmen tätig sind. Die beiden Produkte teilen sich ein Akronym — doch bei der Kreditexponierung, die die Performance wirklich treibt, verbindet sie sonst fast nichts.

Der Leistungsausweis belegt dies eindrücklich. Laut S&P Global Ratings ist in der gesamten Geschichte des Marktes seit 1996 noch nie eine Senior-CLO-Tranche (in der Regel AAA-geratet) ausgefallen — eine Zeitspanne, die die Globale Finanzkrise («GFC») selbst, die europäische Staatsschuldenkrise, den COVID-Schock, den Zinserhöhungszyklus von 2022 und weitere umfasst. Der globale CLO-Markt ist inzwischen auf ein ausstehendes Volumen von über 1,3 Billionen US-Dollar angewachsen.





WEITERENTWICKLUNG

Die historische Performance von CLOs war solide. Darüber hinaus hat der CLO-Markt aus dem anhaltenden Stresstest gelernt und begonnen, noch konservativere Transaktionen aufzulegen. Die heute begebenen CLOs haben insofern von der GFC profitiert, als die Generation nach der Krise — am Markt als CLO 2.0 bekannt — weniger strukturellen Hebel, mehr Subordination unter jeder gerateten Tranche, kürzere Wiederanlageperioden (Reinvestment Periods) und deutlich strengere Tests für Sicherheitenqualität und Diversifikation aufweist.

Nach der GFC eingeführte Risk-Retention-Regeln zwingen die Manager, selbst investiert zu bleiben («skin in the game»), und richten ihre Interessen unmittelbar an jenen der Anleihehalter aus. Das Ergebnis: Über nahezu 19'000 von S&P zwischen 2010 und 2024 geratete Tranchen fiel BB-geratetes CLO-Fremdkapital mit einer durchschnittlichen jährlichen Rate von lediglich 0,04 % aus, B-geratetes mit 0,16 % — weit unter den Ausfallraten vergleichbar gerateter Unternehmensanleihen im selben Zeitraum.

STABILE CASHFLOWS

Die zugrunde liegenden Sicherheiten in CLOs sind erst-rangige, besicherte Kredite (First-Lien, Senior Secured), die zuoberst in der Kapitalstruktur eines Kreditnehmers stehen — vor unbesicherten Anleihen, vor nachrangigem Fremdkapital, vor dem Private Equity. Historisch hat sich

die grosse Mehrheit der First-Lien-Kredite gut entwickelt. Mit der Zeit ist zu erwarten, dass bei CLOs einzelne Kredite in Schwierigkeiten geraten und in manchen Fällen sogar ausfallen. Genau dann steckt das Eigenkapital im Unternehmen — also das Private-Equity-Investment — in ernststen Schwierigkeiten und muss einen grossen Verlust hinnehmen oder wird vollständig abgeschrieben. Selbst dann, wenn eine kleine Minderheit der Kredite in solche Probleme gerät, haben besicherte erstrangige Kredite nach einem Ausfall historisch rund 65–70 % des investierten Kapitals zurückgewonnen. Investoren sollten sich vor Augen halten, dass CLOs Vehikel sind, die zeitweise Kredite mit Abschlag erwerben können; diese Fähigkeit wirkt als Gegengewicht zu Phasen der Volatilität. Der Nettoeffekt aus Kreditverlusten einerseits und dem Kauf von Krediten mit Abschlag andererseits ist es, der die Performance des CLO-Equity-Investments treibt.

CLO EQUITY VS. PRIVATE EQUITY

Professionelle Investoren vergleichen CLO Equity beim Aufbau ihrer Alternativen-Allokation häufig mit Private Equity. Die zugrunde liegenden Exponierungen sind nicht vergleichbar, doch beide Anlageklassen zielen auf ähnliche Netto-Renditeprofile (tiefe bis mittlere Zehnerprozente), und die CLOs zugrunde liegenden Kredite gehen oft an PE-eigene Unternehmen. Die strukturellen Unterschiede sind jedoch fundamental und haben erhebliche Auswirkungen auf Cash-Management, Liquiditätsplanung und Portfoliokonstruktion.

Original Rating Category	CLO 1.0		CLO 2.0		Default %	
	Original Rating Count	Default Count	Original Rating Count	Default Count	CLO 1.0	CLO 2.0
AAA	1,540	0	5,210	0	0%	0%
AA	616	1	3,996	0	0%	0%
A	790	5	3,349	0	1%	0%
BBB	783	9	3,394	0	1%	0%
BB	565	22	2,497	13	4%	1%
B	28	3	486	12	11%	2%
Total	4,322	40	18,932	25		

Source: S&P (May 2025)



CLO Equity ist kein Versprechen auf eine Wertsteigerung, die irgendwann beim Exit realisiert wird. Es ist von Beginn weg ein cash-generierendes Instrument. CLO-Equity-Halter erhalten vierteljährliche Ausschüttungen, gespeist aus dem Excess Spread — der Differenz zwischen dem, was das Kreditportfolio verdient, und dem, was die eigenen Verbindlichkeiten des CLO kosten. Historisch übersetzt sich dies in eine annualisierte Cash-Rendite im hohen Zehnerprozentbereich.

Europäisches CLO Equity hat seit 2014 im Schnitt 4,3 % an vierteljährlichen Cash-on-Cash-Ausschüttungen geliefert — bzw. 17,2 % jährlich, in EUR auf den Nennwert (Par) des CLO Equity gezahlt — und liegt damit vor den durchschnittlich 3,6 % des US-Marktes im gleichen Zeitraum (entsprechend 14,4 % jährlich in USD). In 42 der letzten 49 Quartale hat Europa höhere Ausschüttungen geliefert als der US-Markt. Nach unserer Erfahrung hat das durchschnittliche europäische CLO Equity in einer Primärtransaktion historisch 100 % des investierten Kapitals innerhalb des fünften Investitionsjahres zurückgezahlt.

Über die gesamte Geschichte des europäischen CLO-2.0-Marktes lag die mediane realisierte IRR zurückgezahlter Transaktionen bei rund 10 %, wobei 93 % aller Deals eine positive Rendite lieferten und etwa jeder fünfte über 15 % hinauskam.

Anders als Private Equity oder Private Credit benötigt CLO Equity weder einen Käufer noch ein IPO-Fenster noch den Segen eines Sponsors, um Kapital zurückzuführen. Für den geduldgigen Investor liquidiert sich die Struktur von selbst, während die zugrunde liegenden Kredite amortisiert und zurückgezahlt werden. CLO Equity kennt strukturell weder eine Rücknahme-Warteschlange (Redemption Queue) noch einen Gate-Mechanismus — ein Unterschied, der immer deutlicher zutage tritt, während die Alternativen unter Druck geraten.

STIGMA BLEIBT BESTEHEN

Wir halten die Reputationslast nicht für irrational — nur für überholt. Über fünfzehn Jahre CLO-2.0-Performance hätten die Marktteilnehmer eigentlich davon überzeugen sollen, dass CLOs eine interessante Anlageklasse sind, die Investoren attraktive risikoadjustierte Renditen bieten kann.

Kurzfristig: Märkte bleiben abhängig von Nachrichten

über geopolitische Deeskalation und Energiemarktdaten; Volatilität bleibt erhöht.

- ♦ Besicherte erstrangige Sicherheiten: First-Lien-Kredite, vorrangig in der Unternehmens-Kapitalstruktur.
- ♦ Null AAA-Ausfälle: über jeden Jahrgang, jede Krise, seit der Entstehung des Marktes 1996.
- ♦ Hohe Cash-on-Cash-Rendite bei CLO Equity: annualisierte Ausschüttungen im mittleren bis hohen Zehnerprozentbereich, vierteljährlich gezahlt — nicht erst beim Exit versprochen.
- ♦ Keine Exit-Abhängigkeit: die Struktur liquidiert sich selbst; keine Mark-to-Market-Trigger, kein IPO-Fenster, kein Redemption Gate.
- ♦ Strukturell verbessert: die CLO-2.0-Reformen bedeuten, dass die heutigen Deals nicht die Deals von 2007 sind.

Bis heute bleibt CLO Equity ein Markt mit wenigen aktiven Teilnehmern — er verlangt Vertrautheit mit komplexer Dokumentation, den Aufbau proprietärer Daten zur Bewertung von Transaktionen und Marktexpertise, um die richtigen Deals zu beschaffen. Alpha fällt jenen Investoren zu, die über all diese verschiedenen Punkte hinweg gut ausführen können, aktiv Lösungen zur Optimierung der Verbindlichkeiten vorantreiben und über das richtige Kapital verfügen, um mit dem Produkt Phasen der Marktunsicherheit zu nutzen.

AKTUELLES UMFELD

Zwei unterschiedliche Schocks haben die Bewertungen (Marks) von CLO Equity Ende 2025 und im ersten Quartal 2026 komprimiert. Ängste vor einer KI-getriebenen Disruption lösten eine breite Neubewertung der Software- und Technologie-Kreditsektoren aus. In diesem Kontext trieb der darauffolgende Beginn der US-/israelischen Militäroperationen im Iran die Kreditaufschläge (Spreads) über die Risikoanlagen hinweg weiter auseinander.

Der Morningstar LSTA European Leveraged Loan Index fiel im ersten Quartal 2026 von einem Kurs von rund 96,66 auf etwa 94,48 und erzeugte damit Mark-to-Market-Volatilität im CLO-Equity-Segment. Für Investoren mit langem Horizont haben solche Bedingungen historisch attraktive Einstiegspunkte geschaffen, die die Outperformance nachfolgender Jahrgänge (Vintages) begründet haben.



Die Kombination aus der Spread-Ausweitung von 2025 und der Verwerfung im ersten Quartal 2026 hat die CLO-Equity-Bewertungen gegenüber dem komprimierten Umfeld von Ende 2024 deutlich neu bepreist. Wer zu tieferen Marks einsteigt, vereinnahmt sowohl den Abschlag als auch den sich normalisierenden Carry-Verlauf, während sich die Spreads erholen.

Da immer mehr Deals ihre Non-Call-Perioden verlassen — typischerweise 1,5 bis 2 Jahre nach Emission —, erhalten CLO-Equity-Halter Zugang zum Refinanzierungs-/Reset-Instrumentarium. Die AAA-Spreads auf der Passivseite haben sich zwar im ersten Quartal 2026 leicht ausgeweitet, erholen sich nun aber wieder, was gewisse Resets für die CLO-Equity-Halter wertsteigernd (accretive) macht.

Der Euribor liegt weiterhin nördlich von 2 % — ein relativ erhöhtes Niveau, das eine attraktive Basis für den Floating-Rate-Carry auf dem Sicherheitenpool bietet. Es ist ein konstruktives Umfeld mit begrenztem Kreditnehmer-Stress und anhaltenden CLO-Equity-Ausschüttungen.

KONTAKT



Eriya AG
Schifflande 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 dieser 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.