



STRATEGIE UPDATE

OKTOBER 2026





RÜCKBLICK

DIE FINANZMÄRKTE IM SEPTEMBER

Der September hat eine Frage beantwortet, die die Märkte seit Monaten umtreibt: Ist die Inflation vorübergehend oder hartnäckig? Den Auftakt machte Tokio. Am ersten Handelstag des Monats stieg die Rendite zehnjähriger japanischer Staatsanleihen auf 3 Prozent, erstmals seit 1996. Damit ist der letzte grosse Anker der tiefen Zinsen gelöst. Jahrzehntlang bildete Japan den Boden der globalen Zinslandschaft (neben der Schweiz), nun gibt es diesen Boden nicht mehr. Die Folgen spürte der ganze Globus: Anleihenrenditen stiegen von Tokio über London und Frankfurt bis Washington.

Die Europäische Zentralbank erhöhte am 10. September ihren Leitzins um einen Viertelprozentpunkt, bereits zum zweiten Mal seit Ausbruch des Konflikts im Nahen Osten. Sechs Tage später zog die Fed nach: Erstmals seit Sommer 2023 hob sie den Leitzins an, einstimmig, auf 3,75 bis 4 Prozent. Kevin Warsh begründete den Schritt mit einer starken Wirtschaft, einer Inflation, die nicht sinkt, und zunehmenden geopolitischen Spannungen. Ob weitere Schritte folgen, liess er offen – ausgeschlossen hat er sie nicht. Einzig die Schweizerische Nationalbank blieb bei null Prozent. Bei einer Teuerung von deutlich unter einem Prozent kann sie sich das leisten, der in letzter Zeit schwächere Franken hilft ihr dabei zusätzlich.

Der Anleihenmarkt war den Notenbanken allerdings längst voraus. Die zehnjährige US-Rendite kletterte über 5,2 Prozent, so hoch wie zuletzt 2007, die dreissigjährige zeitweise auf über 5,5 Prozent. Amerikanische Haushalte müssen sich auf «härtere» Zeiten vorbereiten: Hypotheken mit 30 Jahren Laufzeit, welche in Amerika am weitesten verbreitet ist, kosten wieder mehr als 7 Prozent, so viel wie seit fast zwei Jahren nicht mehr.

Wer heute ein Haus kauft, zahlt für denselben Kredit spürbar mehr Zins als noch vor zwei Jahren.

Treiber des hartnäckigen Preisdrucks bleibt die Energie. Die Strasse von Hormus ist weiterhin nicht verlässlich offen, die Gespräche zwischen Washington und Teheran stecken fest. Die Erdölsorte Brent verteuerte sich weiter und liegt über 100 US-Dollar, mehr als 60 Prozent über dem Niveau zu Jahresbeginn. Die US-Regierung gab erneut Öl aus den strategischen Reserven frei, was den Preis zwar dämpft, das Problem aber nicht löst.

Die Aktienmärkte zeigten sich erstaunlich robust. Der S&P 500 liegt nur knapp unter seinem Rekord und seit Jahresbeginn über 12 Prozent im Plus. Unter der Oberfläche war das Bild aber deutlich gespalten: Nur Technologie, Kommunikation und Gesundheit legten zu, acht von elf Sektoren verloren. Der Markt wird also nicht breiter, sondern schmaler – und hängt noch stärker an wenigen Technologiewerten.

Wie gut es den Technologieunternehmen geht, zeigt sich am Aktienrückkaufprogramm von Nvidia. Ende September genehmigte der Verwaltungsrat eine Aufstockung um 150 Milliarden US-Dollar – das grösste Rückkaufprogramm der amerikanischen Geschichte. Möglich macht das eine Gewinnmaschine, die ihresgleichen sucht: Der Nettogewinn soll sich im laufenden Geschäftsjahr auf rund 230 Milliarden US-Dollar mehr als verdoppeln – mehr, als alle SMI-Unternehmen zusammen verdienen. Während die Hyperscaler für den Ausbau zunehmend Schulden aufnehmen, schütet der wichtigste Schaufelverkäufer sein Geld an die Aktionäre aus. Grosse Rückkäufe gelten allerdings oft auch als Merkmal reifer Unternehmen mit nachlassendem Wachstum, und die Aktie hat 2026 tatsächlich an Schwung verloren.

Marktüberblick 29.09.2026		Wertentwicklung		
		Aktueller Wert	September	YTD
Währungen	EUR/CHF	0.95	0.71	1.61
	Performance in %	0.83	3.17	5.22
	USD/CHF	1.13	-2.98	-3.44
	USD/JPY	156.99	-1.53	0.37
Geldmarkt - Zinsen	CHF Saron 3M	0.0	0.02	0.04
	Differenz Zinsen	2.6	0.00	0.57
	EUR Euribor 3M	4.1	0.27	0.42
Staatsanleihen - Zinsen	USD SOFR 3M	0.6	0.17	0.29
	Differenz Zinsen	3.6	0.30	0.77
	CH Govt 10Y	5.2	0.49	1.07
Unternehmensanleihen - Zinsen	DE Govt 10Y	4.3	0.47	1.11
	Differenz Zinsen	6.0	0.54	1.22
	US Corp	0.36	-0.05	-0.33
Spreads	US Zinsgefälle (10Y-2Y)	0.33	-0.06	-0.40
	EU Zinsgefälle (10Y-2Y)	0.28	-0.02	-0.09
	CH Zinsgefälle (10Y-2Y)	0.99	0.16	0.29
	Kreditaufschlag Italien (zu DE)	14'009	-2.48	8.09
Aktien	SMI	6'588	0.01	8.80
	Performance in %	6'356	-1.47	11.85
	SPI Extra	25'568	-3.27	3.71
	EuroStoxx 50	7'671	-0.10	13.00
	DAX	30'339	3.06	20.72
	S&P 500	4'109	-1.93	21.04
	NASDAQ 100	1'702	-0.84	23.29
Rohstoffe	TOPIX	4'195.4	-5.75	-3.17
	MSCI EM	89.4	4.22	55.66
Gehandelte Volatilität	GOLD	15.9	7.51	7.29
	Erdöl WTI			
	VIX (Volatilitätsindex S&P 500)			





AUSBLICK

DIE BILLIONEN-WETTE WIRD TEURER

Seit Monaten beschreiben wir an dieser Stelle einen Markt, der zwei Preise für dieselbe Zukunft handelt. Die Aktienseite feiert Rekordgewinne, das lange Ende der Zinskurve preist Knappheit, Defizite und hartnäckige Inflation ein. Im September hat sich diese Divergenz nicht aufgelöst, sie hat eine neue Qualität bekommen: Die Notenbanken haben sich auf die Seite des Anleihemarkts gestellt.

Für Anleger ist das eine Zäsur. Jahrelang galt das Muster: Wird es ernst, senkt die Notenbank die Zinsen. Diese Absicherung gibt es vorerst nicht mehr. Solange Hormus nicht verlässlich offen ist, bleibt Energie teuer, und solange Energie teuer ist, bleibt die Inflation erhöht. Die Terminkurve rechnet weiterhin mit einer raschen Normalisierung des Ölpreises. Historisch sind schnelle, saubere Rückgänge nach einem echten Angebotschock aber die Ausnahme, nicht die Regel. Wir leben wieder in einer Welt, in der Kapital etwas kostet.

Genau das trifft den Kern des aktuellen Aufschwungs: die Investitionen in künstliche Intelligenz. Wie wir in unserem Fokusthema zeigen, geben die grossen Technologiekonzerne dieses Jahr 700 bis 800 Milliarden US-Dollar für Rechenzentren aus, 2027 erstmals über eine Billion. Bisher wurde das weitgehend aus eigenen Gewinnen bezahlt. Das ändert sich gerade: Rund ein Drittel der Ausgaben stammt inzwischen aus Fremdkapital, dazu kommen Leasingverpflichtungen von rund 1,2 Billionen US-Dollar ausserhalb der Bilanz. Jeder Prozentpunkt höhere Zinsen macht diese Wette teurer. Gleichzeitig bleiben die Erträge weit hinter den Ausgaben zurück, und die grosse Abschreibungswelle auf die bereits gekauften Chips steht erst bevor. Genau jenes Element, dessen Fehlen Howard Marks jahrelang gegen

die Blasenthese ins Feld führte – hohe Verschuldung –, ist damit da.

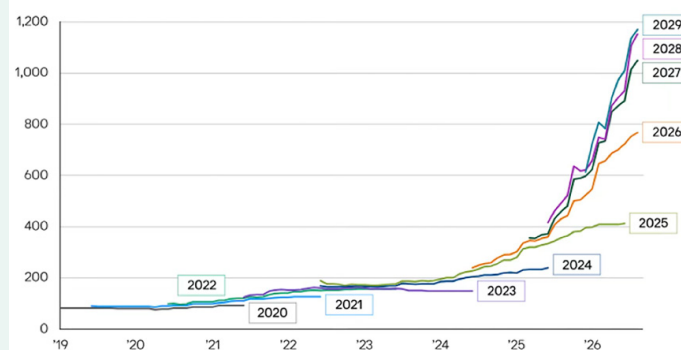
Wachstumstitel sind besonders zinsempfindlich, weil ihr Wert zu einem grossen Teil auf Gewinnen in ferner Zukunft beruht. Steigen die Zinsen, sind diese künftigen Gewinne heute weniger wert. Dass die Technologiewerte im September trotzdem zulegten, zeigt, wie viel Zuversicht bereits eingepreist ist. Und die zehn grössten Unternehmen machen fast 40 Prozent des amerikanischen Aktienmarkts aus. Wer einen breiten Indexfonds besitzt, hält damit zu einem grossen Teil eine einzige Wette – finanziert zunehmend mit geliehenem Geld, zu steigenden Zinsen.

Fairerweise geben die Zahlen den Optimisten bisher recht: Die Gewinne sind echt, und die grössten Konzerne sind margenstärker und kapitalkräftiger als vor 25 Jahren.

Das rechtfertigt eine höhere Bewertung. In den Gewinn-schätzungen für 2027 fehlen jedoch drei Kosten, die längst real sind: teure Energie, teures Geld und steigende Abschreibungen. Früher oder später passt sich beides an – meist zuerst der Kurs, dann die Schätzungen. Bei AI-Investments lohnt sich der Blick auf die Bilanz. Wer den Ausbau aus eigenen, stabilen Gewinnen bezahlt, ist in einem Umfeld steigender Zinsen deutlich besser aufgestellt als jene, die ihn zunehmend mit Anleihen finanzieren. Wer über breite Indizes investiert, sollte wissen, wie gross sein AI-Klumpen tatsächlich ist, und bewusst gegensteuern. Reale Werte und Inflationsschutz erachten wir weiterhin als attraktiv. Und Absicherung behandeln wir als das, was sie ist – eine günstige Versicherung in einem Markt, der die Risiken so preist, als seien sie bereits gelöst.

Exhibit 1: US hyperscalers' rising capex is weighing on free cash flow

Hyperscaler capex consensus estimates by year
USD billions



Source: FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Data as of 17 August 2026.



FOKUS

DIE 1000 MILLIARDEN-WETTE

Noch nie floss so viel Geld so schnell in eine einzige Technologie. Rechenzentren schiessen aus dem Boden, Chiphersteller melden Rekorde, und die amerikanische Wirtschaft hängt zunehmend an einem einzigen Investitionszyklus. Doch hinter den eindrücklichen Zahlen stehen unbequeme Fragen: Wer verdient eigentlich daran? Rechnet sich das Ganze? Und was passiert, wenn die Bagger abziehen? Wir zeigen, warum der AI-Boom real ist – und die Risiken ebenso.

DIE DIMENSION

Die grossen Technologiekonzerne, die sogenannten Hyperscaler – Amazon, Microsoft, Alphabet, Meta und Oracle – investierten 2022 zusammen rund 150 Milliarden US-Dollar in ihre Infrastruktur. Für 2026 rechnet der Markt mit 700 bis 800 Milliarden, für 2027 erstmals mit mehr als einer Billion US-Dollar. In einem einzigen Jahr. Eine Billion ist eine Zahl, bei der das Vorstellungsvermögen kapituliert. Wer jeden Tag eine Million US-Dollar ausgibt, braucht rund 2.700 Jahre, um auf eine Billion zu kommen. Man hätte also zur Zeit der alten Griechen anfangen müssen – und Sokrates hätte das Ergebnis nie erlebt.

WACHSTUMSMOTOR USA

Investitionen in Rechenzentren, Server und Netzwerke machen inzwischen rund 1,4 Prozent der amerikanischen Wirtschaftsleistung aus – doppelt so viel wie vor

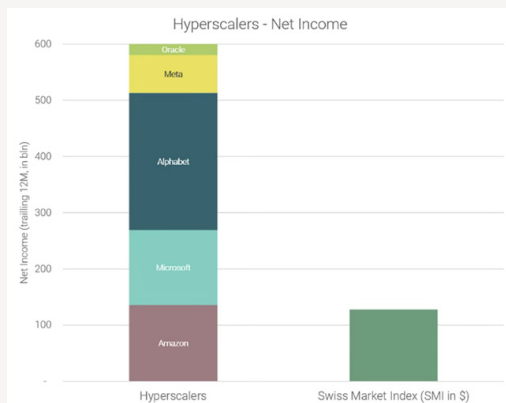
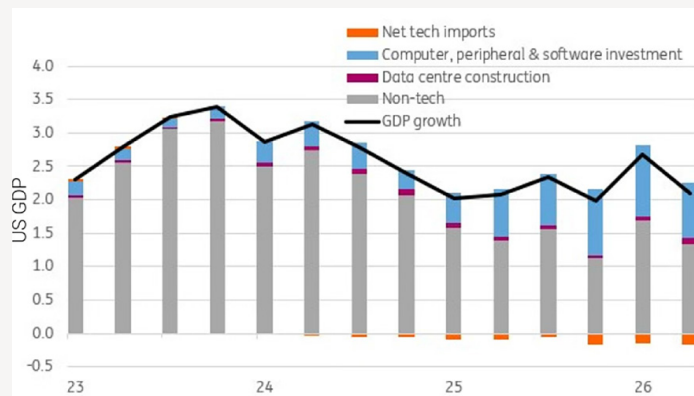
wenigen Jahren. Weil der Rest der Wirtschaft nur mässig wächst, liefern sie je nach Berechnung rund ein Drittel bis die Hälfte des gesamten US-Wachstums. Zugespitzt: Ohne den AI-Boom würde die grösste Volkswirtschaft der Welt heute nur halb so schnell wachsen.

Sichtbar wird das auf den Baustellen. Die Ausgaben für den Bau von Rechenzentren überschritten im Frühjahr 2026 erstmals 50 Milliarden US-Dollar pro Jahr, ein Plus von 28 Prozent. Inzwischen wird mehr Geld in Häuser für Server verbaut als in Büros für Menschen. Elektriker und Klimatechniker sind gefragt wie nie, die Löhne im Handwerk legten seit 2022 um rund 30 Prozent zu.

DIE GEWINNER

Bezahlt wird dieser Boom von einer Handvoll Konzernen, die es sich schlicht leisten können. Die fünf Hyperscaler verdienten in den letzten zwölf Monaten zusammen rund 600 Milliarden US-Dollar – fast fünfmal so viel wie alle Unternehmen im Swiss Market Index zusammen. Fairerweise: Ein Teil davon stammt aus Bewertungsgewinnen auf Beteiligungen an jungen AI-Firmen. Man verdient also auch daran, dass die eigenen Kunden teurer werden. Ein eleganter Kreislauf – solange er sich dreht.

Finanziert wird der Ausbau aus den Kerngeschäften. Bei Amazon macht die Cloud-Sparte AWS nur 18 Prozent des Umsatzes aus, liefert aber 57 Prozent des operativen Gewinns. Google bezahlt seine Rechenzentren mit dem Werbegeschäft, Microsoft mit Software und Cloud.





Salopp gesagt: Jede Suchanfrage, jedes Office-Abo und jedes online bestellte Paket finanziert ein Stückchen Rechenzentrum mit. Die Hyperscaler stehen also auf mehreren Beinen. Wie lange diese die wachsende Last tragen, ist eine andere Frage. Ein zweiter Profiteur wird oft übersehen: die Energie. Rechenzentren verbrauchten 2023 rund 4 Prozent des amerikanischen Stroms, bis 2028 dürften es 7 bis 12 Prozent sein. Weltweit verdoppelt sich ihr Verbrauch bis 2030 auf so viel, wie ganz Japan heute verbraucht. Das eröffnet Chancen für Versorger und Netzbetreiber, markiert aber auch die erste harte Grenze des Booms: Chips lassen sich in Monaten bestellen, Kraftwerke brauchen Jahre.

WER VERDIENT WIRKLICH?

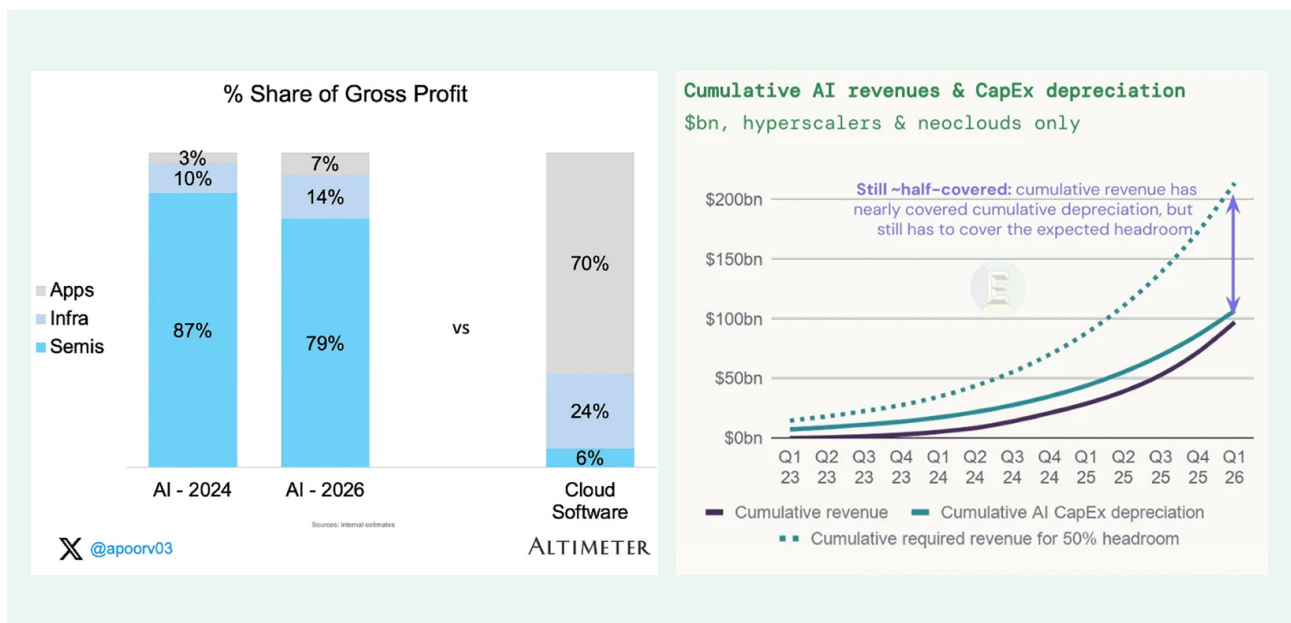
Die grosse Frage ist nicht, wer investiert, sondern wer daran verdient. Die Antwort ist eindeutig: die Chiphersteller. Rund 80 Prozent des gesamten Bruttogewinns im AI-Ökosystem landen bei den Halbleiterfirmen. Im klassischen Cloud-Software-Geschäft sind es gerade einmal 6 Prozent. Nvidia meldete im August einen Quartalsumsatz von 96 Milliarden US-Dollar – ein Plus von 106 Prozent bei einer Bruttomarge von 75 Prozent. Zahlen, bei denen selbst Luxusgüterhersteller neidisch werden. Es ist die alte Geschichte vom Goldrausch: Reich wurden nicht die Goldgräber, sondern die Händler, die ihnen Schaufeln und Jeans verkauften. Levi Strauss lässt grüssen. Die Goldgräber von heute heissen OpenAI, Anthropic und Co. OpenAI rechnet bis 2030 mit einem Mittelabfluss von rund 280 Milliarden US-Dollar, die AI-Sparte

von Elon Musk schrieb 2025 über 6 Milliarden Verlust. Ganz so sauber bleiben die Rollen allerdings nicht. Die Hyperscaler wollen nicht ewig Nvidias Margen bezahlen und entwickeln eigene Chips. Nvidia wiederum baut vom Chip nach oben – zuletzt mit der angekündigten Übernahme von Hugging Face, einer Art «GitHub für künstliche Intelligenz». Die wichtigsten Kunden von Nvidia sind damit zugleich seine gefährlichsten künftigen Konkurrenten. Man kauft beim Schaufelhändler ein – und baut im Hinterhof bereits an der eigenen Schaufelfabrik.

DIE RECHNUNG

Rechnet sich das alles überhaupt? Die ehrliche Antwort: noch nicht. Die AI-Umsätze decken zwar inzwischen die laufenden Abschreibungen auf der Hardware von Datacenters, aber erst rund die Hälfte der kumulierten Rechnung. Die Beratungsfirma Bain schätzt, dass bis 2030 jährlich rund 2 Billionen US-Dollar an AI-Umsätzen nötig wären, um den Ausbau zu rechtfertigen. Heute sind es je nach Abgrenzung 50 bis 150 Milliarden. Die Lücke ist nicht klein, sie ist gewaltig.

Dazu kommt eine Zeitbombe in der Buchhaltung. In den zwölf Monaten bis März 2026 investierten die grossen vier Hyperscaler rund 434 Milliarden US-Dollar, verbuchten aber nur rund 149 Milliarden an Abschreibungen. Die heutigen Gewinne zeigen also nur einen Bruchteil der tatsächlichen Kosten. Die Abschreibungswelle kommt – ob die Erträge mitziehen oder nicht.





AUF PUMP

Solange die Gewinne sprudeln, ist das kein Problem. Doch die Investitionen wachsen rund dreimal so schnell wie der operative Cashflow. Etwa im dritten Quartal 2026 kreuzen sich die beiden Linien – ab dann reicht das selbst verdiente Geld nicht mehr aus.

Der Ausbau geht zunehmend auf Pump. Zwischen 2020 und 2024 nahmen die fünf Hyperscaler im Schnitt rund 35 Milliarden US-Dollar pro Jahr an neuen Anleihen auf. 2025 waren es 93 Milliarden, 2026 bis Ende Juli bereits 132 Milliarden.

Alphabet gab sogar eine Anleihe mit 100 Jahren Laufzeit aus. Wer 2126 sein Geld zurückbekommt, wird sich vermutlich nicht mehr an ChatGPT erinnern. Hinzu kommen Leasingverpflichtungen für Rechenzentren von rund 1,2 Billionen US-Dollar, die gar nicht in der Bilanz stehen. Howard Marks argumentierte lange, einer echten Blase fehle die Verschuldung. Dieses Element ist nun da.

KLUMPENRISIKO

Die zehn grössten Unternehmen im S&P 500 machen inzwischen fast 40 Prozent des Index aus – so viel wie nie in der modernen Börsengeschichte. Wer einen breiten amerikanischen Indexfonds besitzt, glaubt diversifiziert zu sein, setzt in Wahrheit aber zu einem grossen Teil auf eine einzige Wette. Besonders exponiert ist ausgerechnet der grösste Gewinner: Nvidia erzielte zuletzt 89 von 96 Milliarden US-Dollar Umsatz im Rechenzentrumsgeschäft. Solange investiert wird, ist das ein

Geschäftsmodell der Träume. Wird gebremst, spürt es kaum jemand so direkt.

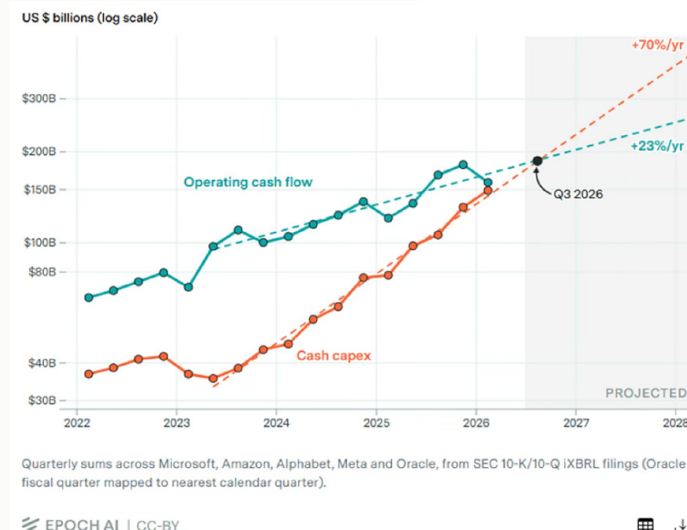
WENN DIE BAGGER ABZIEHEN

Der Job-Boom rund um die Rechenzentren findet auf den Baustellen satt. Im US-Bundesstaat Georgia arbeiten derzeit rund 28.350 Menschen auf Rechenzentrums-Baustellen, in den laufenden Rechenzentren sind aber nur 5.471 fest angestellt. Ein fertiges Rechenzentrum ist eben vor allem ein Gebäude, in dem Maschinen arbeiten. Die beschweren sich nicht, gehen aber auch nicht im Quartier einkaufen.

Von Januar bis August 2026 begründeten amerikanische Arbeitgeber über 116.000 angekündigte Stellenstreichungen mit AI – rund 22 Prozent aller angekündigten Stellenstreichungen. Endet die Aufbauphase, droht ein doppelter Effekt: Die Bauarbeiter gehen, und die Büros werden schlanker. Das träfe den amerikanischen Konsumenten, bisher der verlässlichste Pfeiler der Wirtschaft.

DIE ENTSCHEIDENDE FRAGE

Am Ende hängt alles an einer Frage: Macht AI uns tatsächlich produktiver? Nur dann rechnen sich die Billionen. Die Signale sind gemischt. Die Arbeitsproduktivität in den USA steigt kräftig, die Gesamtproduktivität, die echte Effizienzgewinne misst, dagegen kaum. Die Federal Reserve Bank of San Francisco schätzt die Wahrscheinlichkeit eines nachhaltigen Produktivitätsbooms je nach Messgrösse auf 57 Prozent – oder nur auf 21 Prozent.





Der Blick zurück macht Mut: Auch in den 1990er-Jahren zeigte sich zuerst nur die Arbeitsproduktivität, die echten Effizienzgewinne folgten Jahre später. Nur: Damals kam zwischendurch auch die Dotcom-Blase. Man kann recht haben mit der Technologie und trotzdem Geld verlieren mit dem Timing.

UND EUROPA?

Europa schaut weitgehend vom Spielfeldrand zu. Die USA verfügen über rund 75 Prozent der weltweiten AI-Rechenkapazität, die EU über weniger als 5 Prozent, und der Produktivitätsvorsprung der USA pro Arbeitsstunde hat sich seit 2018 mehr als verdoppelt.

Das ist Risiko und Chance zugleich: Europa trägt die Kosten des Booms kaum mit, profitiert aber auch weniger. Dabei muss Europa die Rechenzentren nicht selbst bauen, um von der Technologie zu profitieren – es muss sie nur nutzen.

FAZIT

Der AI-Boom ist real. Die Investitionen sind echt, die Gewinne der grössten Konzerne auch, und die Technologie wird die Wirtschaft verändern. Aber die Risiken sind es ebenso. Die Erträge hinken den Ausgaben weit hinterher, die Finanzierung verschiebt sich von soliden Bilanzen zu Schulden, und die Märkte hängen an immer weniger Namen. Für uns ist die AI-Infrastruktur deshalb keine Gewissheit, sondern eine Wette – eine sehr grosse. Das betrifft auch unsere Portfolios, in denen Microsoft, Alphabet und Nvidia vertreten sind. Wir achten deshalb genau darauf, wem es gelingt, neue Bereiche der AI-Wertschöpfung zu erobern, ohne die profitablen Kerngeschäfte zu gefährden, die den Ausbau erst bezahlen. Für Anleger heisst das: nicht aussteigen, aber auch nicht alles auf eine Karte setzen. Wer über breite Indizes investiert, sollte wissen, wie gross sein AI-Klumpen tatsächlich ist.

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.