



Thomas Roth
Berater Private Banking
Mitglied der Direktion

Viel Risiko, viele Chancen und hohe Komplexität im KI-Boom

Die rasanten Fortschritte im Bereich der Künstlichen Intelligenz dürften Wirtschaft, Gesellschaft und Kapitalmärkte in den kommenden Jahren ähnlich stark prägen wie einst die industrielle Revolution. Wir erleben eine Transformation, die das geopolitische Machtgefüge verschiebt und finanzielle Dimensionen sprengt. Für uns als Vermögensverwalter geht es dabei längst nicht mehr um die Technologie selbst, sondern auch um deren Auswirkungen auf die Kapitalmärkte.

Die Entwicklung bewegt sich in atemberaubendem Tempo: von heutigen Sprachmodellen (LLMs) über autonome KI-Agenten, die bis 2030 komplexe Unternehmensprozesse steuern sollen, bis hin zur hypothetischen Artificial General Intelligence (AGI). Diese technologische Roadmap ist die fundamentale Rechtfertigung für die aktuelle globale Aktienhausse. Während die technologische Revolution real ist, baut sich auf der Finanzierungsebene im Hintergrund ein hochkomplexes Finanzierungs-Karussell auf. Es ist dieses unsichtbare Netz aus Hebeln und Garantien, das den Markt zunehmend anfällig für einen abrupten Deleveraging-Schock macht.

Das "Manhattan-Projekt"

Um die Dynamik zu verstehen, müssen zwei Ebenen getrennt werden: der unternehmerische Wettbewerb der Tech-Konzerne und die staatliche Geopolitik. Auf der unternehmerischen Ebene erleben wir ein gnadenloses Tech-Rennen zwischen den grossen Technologiekonzernen um die besten Modelle. Viel fundamentaler ist aber

die staatliche Ebene. Das Duell zwischen dem Westen (USA) und China gleicht technologisch wie strategisch dem Manhattan-Projekt des Zweiten Weltkriegs. Es geht um die absolute technologische Vormachtstellung. Wer die fortgeschrittenste Künstliche Intelligenz kontrolliert, bestimmt künftig die globalen Standards für Wirtschaft und Sicherheit. Aus diesem Grund ist der aktuelle Investitionszyklus völlig losgelöst von kurzfristigen Rentabilitätsüberlegungen.

Die Entstehung der "Bank of Nvidia"

Um das KI-Wettrüsten zu finanzieren, nutzen die Beteiligten die sogenannte Vendor-Finanzierung (Lieferantenkredit) – an der Wall Street als „Bank of Nvidia“ bekannt. Das Modell erinnert stark an die historischen Vendor-Finanzierungen von Boeing und GE im Flugzeugmarkt. Bei dieser Finanzierung unterstützt der Flugzeugbauer seine Kunden, den Kauf von Flugzeugen abzuwickeln, wenn der Zugang zu klassischen Bankkrediten oder dem Kapitalmarkt erschwert ist. Das primäre Ziel ist kein Bankgeschäft zur Gewinnerzie-

Marktmeinung:

- Das Wiederaufflammen des Iran-Kriegs treibt die Energiepreise nach oben und schürt globale Inflations-sorgen. Als Reaktion darauf haben Fed und EZB ihre Leitzinsen um jeweils 25 Basispunkte angehoben.
- Die US-Wirtschaft bleibt trotz geopolitischer Turbulenzen robust. Wenn-gleich der Arbeitsmarkt stabil ist, bleibt die Inflation für die Konsumenten das dominierende Thema.
- Die höheren Zinsen reflektierten primär das solide wirtschaftliche Fundament. Das Gewinnwachstum der Unternehmen sollte die gestiegenen Finanzierungskosten auch künftig gut verkraften. Mit den anstehenden Quartalszahlen (Q3) erwarten wir eine Fortsetzung dieser Entwicklung und erneut solide Unternehmensberichte.
- Geldpolitisch ist eine weitere Zinserhöhung in den USA erst im Dezember denkbar. Während die EZB den Straffungskurs fortsetzt, wird sich die SNB in den kommenden Monaten zurückhalten. Für den Schweizer Export ist das positiv: Aufgrund der ausgeweiteten Zinsdifferenz dürfte sich der EUR/CHF auf höherem Niveau einpendeln.

Vergleich: Damals vs. Heute

Merkmal	Das originale Manhattan-Projekt (1942)	Das neue Manhattan-Projekt (21. Jahrhundert)
Gegenspieler	USA vs. Nazi-Deutschland	USA vs. China
Schlüsseltechnologie	Kernspaltung / Atombombe	EUV-Lithografie, Halbleiter & KI
Hauptakteure	Militär & akademische Wissenschaft	Tech-Konzerne (Huawei, Microsoft, Nvidia etc.) & Staat
Strategisches Ziel	Den 2. Weltkrieg militärisch beenden	Technologische Unabhängigkeit & KI-Souveränität

lung, sondern die Unterstützung des Verkaufs. Wenn die Finanzierung steht, kann die Flugzeugproduktion ausgelastet und der Verkauf der Jets gesichert werden. Neu sind das Ausmass und die Höhe der Finanzierungspakete. Damit Nvidias Umsätze bei Finanzierungsengpässen der Kunden nicht einbrechen, hilft das Unternehmen beim Stemmen der astronomischen Kosten. So stellt Nvidia mit Vermögensverwaltern wie BlackRock, KKR, Brookfield und Goldman Sachs gigantische Finanzierungspakete von über USD 500 Mrd. auf die Beine. Andere Tech-Giganten wie Microsoft, Google, Amazon oder Meta investieren zwar ebenfalls Hunderte Milliarden in Rechenzentren und Labore (wie Microsoft in OpenAI), leihen Partnern Geld oder Rechenleistung jedoch meist direkt. Wie die Financial Times aufdeckte, hat Alphabet eines der grössten Infrastruktur-Finanzierungsprogramme der Geschichte orchestriert. Das Finanzierungsnetzwerk verbindet Verträge im Gesamtwert von rund USD 200 Mrd. (rund 17% des gesamten BIP der Schweiz!), um Anthropic mit KI-Prozessoren zu versorgen.

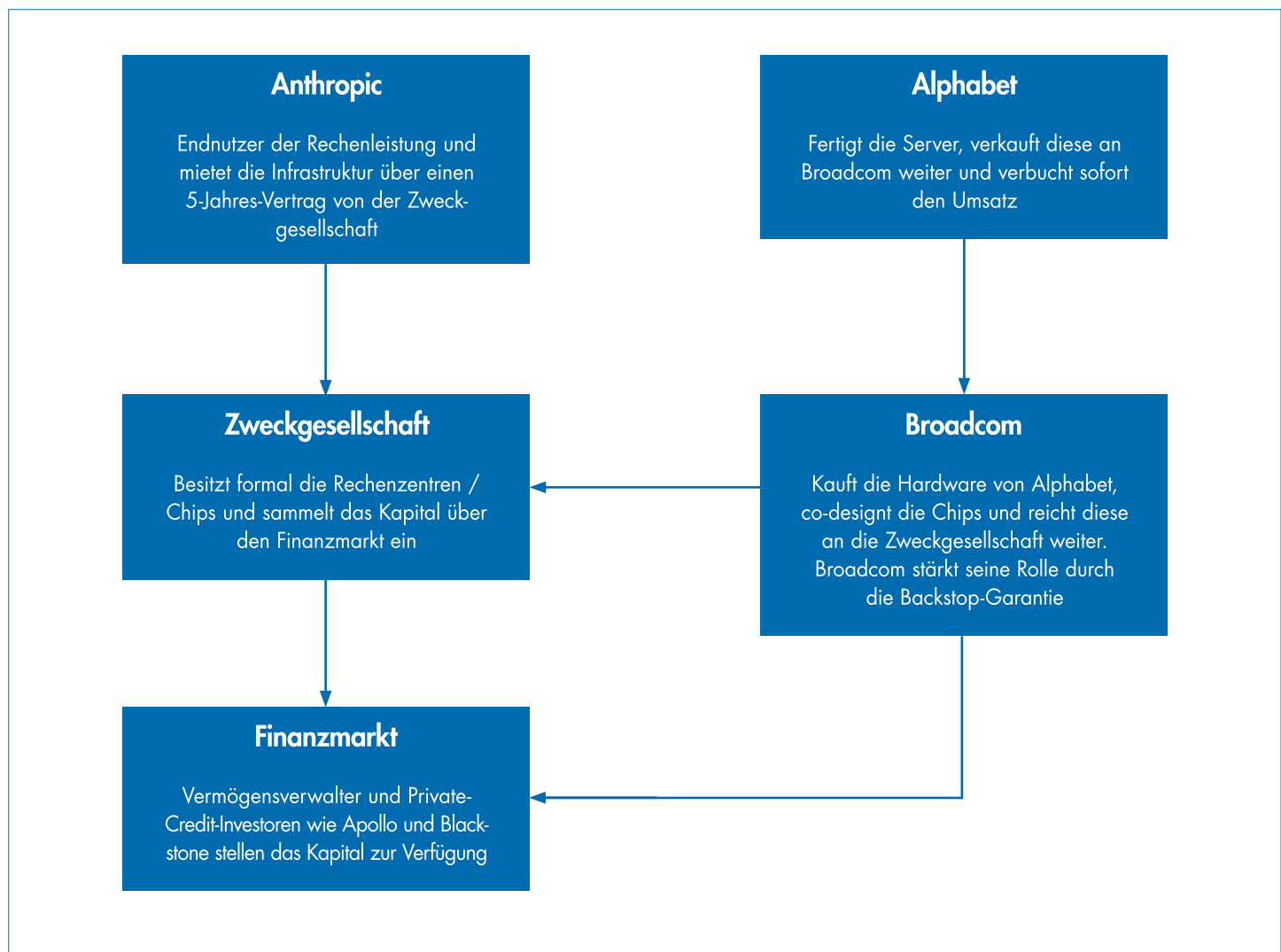
Weder Alphabet noch der Chip-Partner Broadcom wollen diese immensen Summen auf ihren eigenen Bilanzen tragen, weshalb die Wall Street einspringt.

Statt dass Anthropic Milliarden für KI-Chips ausgibt, kauft eine Zweckgesellschaft (SPV) die Hardware über Kredite von Blackstone und Apollo und vermietet diese für 5 Jahre an Anthropic. Diese Verträge sind durch Milliardengarantien von Google und Broadcom abgesichert. Anthropic bedient die laufenden Leasinggebühren an die Zweckgesellschaft, die daraus die Investoren bezahlt. Fällt Anthropic jedoch aus, greift die Garantiezusage von Broadcom. Dabei muss Broadcom den verbleibenden Fehlbetrag der Investoren decken, sobald die Chips am Zweitmarkt verwertet wurden.

Die Chancen und Risiken

Das Positive am Konstrukt ist der enorme Wachstumsschub. Anthropic erhält sofortigen Zugriff auf gigantische Rechenleistung, ohne massenhaft neue Aktien ausgeben zu müssen. Zudem müssen weder Alphabet

noch Broadcom die Hardware-Schulden von Anthropic in ihren eigenen Bilanzen aufweisen, was die Kredit-Ratings schont. Weil Alphabet mit seiner enormen Finanzkraft im Hintergrund für die Rechenzentren garantiert, sinken die Finanzierungskosten und für Grossinvestoren bietet die Struktur attraktive Renditen. Das Hauptrisiko liegt in einer möglichen Zahlungsunfähigkeit von Anthropic. Erwirtschaftet Anthropic nicht genug KI-Umsätze, kollabiert das Modell. Als erstes muss Broadcom für die Kredit-schäden geradestehen und Alphabet haftet für ungenutzte Mietverträge für Rechenzentren. Für die Backstop-Garantie nimmt Broadcom die KI-Chips zurück, welche höchstwahrscheinlich veraltet sind. Können die Chips nicht weiterverkauft werden, drohen massive Abschreibungen. Zusammengefasst heisst das, dass Alphabet über Ecken seinen Kunden finanziert, damit dieser seine Produkte kauft. Der Umsatz ist zwar real, das Ausfallrisiko wird aber künstlich verschoben. Es bleibt eine Ringfinanzierung, bei der Alphabet an die Qualität von Anthropic glauben muss!



Wer bezahlt am Ende die Rechnung?

Obwohl die aktuelle Aktienhausse grundsätzlich durch starke Unternehmensgewinne gestützt wird, haben sich zusätzliche Risiken durch Hedgefonds, gehebelte ETFs, Private-Credit, kreditfinanzierte Tech-Investitionen und schwer erkennbare Derivatepositionen aufgebaut. Besonders im KI-Sektor könnte die Finanzierung zum Problem werden. Viele Investitionen basieren auf der Annahme, dass teure KI-Chips ihren Wert über mehrere Jahre behalten. Da sich die Technologie jedoch sehr schnell weiterentwickelt, besteht das Risiko, dass diese Chips schneller an Wert verlieren als erwartet. Dadurch könnten die aufgeführten Finanzierungsmodelle unter Druck geraten und Verluste entstehen. Beim Beispiel mit Alphabet hat das Unternehmen umfangreiche Garantien für Rechenzentren übernommen. Sollte der KI-Boom nachlassen oder die Finanzierungsstruktur scheitern, könnte das Unternehmen mit Verpflichtungen von bis zu USD 44 Mrd. belastet werden.

Die eigentliche Gefahr ist nicht der erste Kursrückgang an den Märkten, sondern das, was danach passiert. Fällt der Markt beispielsweise um 8%, können stark gehebelte Anleger wie Hedgefonds gezwun-

gen sein, Positionen zu verkaufen. Diese Zwangsverkäufe verstärken den Abwärtsdruck und können aus einer normalen Korrektur schnell einen Rückgang von 15% oder mehr machen. Letztlich muss der KI-Boom durch echte Nachfrage finanziert werden. Die Investitionen können sich nur auszahlen, wenn Unternehmen und Privatkunden bereit sind, für KI-Anwendungen zu bezahlen und dadurch tatsächliche Produktivitätsgewinne erzielt werden. Das Geld muss letztlich vom Endkunden kommen. Nur wenn Unternehmen und Privatkunden bereit sind, für KI-Anwendungen zu bezahlen, können die KI-Anbieter ihre Verpflichtungen erfüllen und die Investoren entschädigen, die den Ausbau der Infrastruktur finanziert haben.

Konsequenzen für die Alpha RHEINTAL Bank

Der Technologiesektor bietet weiterhin attraktive Chancen. Gleichzeitig behalten wir die damit verbundenen Risiken genau im Blick. Mit unserem hauseigenen Risikokompass überwachen wir die Märkte laufend, um Veränderungen frühzeitig zu erkennen und angemessen darauf reagieren zu können. Kurzfristige Schwankungen gehören zum Anlagealltag und stehen für

uns nicht im Vordergrund. Entscheidend ist, Risiken rechtzeitig zu identifizieren und diszipliniert zu handeln.

Für unsere Kundinnen und Kunden bedeutet dies: Wir nutzen die Chancen des technologischen Wandels, ohne die Risiken aus den Augen zu verlieren. Unser Ziel bleibt ein langfristig ausgewogener Anlageprozess mit konsequentem Risikomanagement.

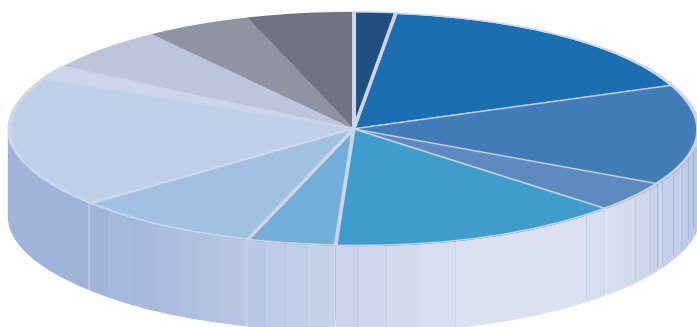
Ihr Thomas Roth

Alpha Vermögensverwaltungs-Muster-Portfolio

ANLAGESTRATEGIE **AUSGEWOGEN** REFERENZWÄHRUNG SCHWEIZER FRANKEN

Die Strategie richtet sich an Anleger mit einem Anlagehorizont von 5 bis 10 Jahren. Reales Kapitalwachstum und regelmässiges Einkommen stehen im Vordergrund. Ein Anleger mit dieser Strategie nimmt erhöhte Vermögensschwankungen in Kauf und ist risikobereit. Wir haben die Liquiditätsquote um 1% zu Gunsten der Aktienquote reduziert. Neu halten wir eine Aktienquote von 53%. Die Obligati-

onen-Quote bleibt bei 35%. Bei den alternativen Anlagen sind wir mit je 5% in Gold sowie in Immobilien investiert. Unsere CHF-Quote beträgt 87%, mit 6% sind wir in USD und mit 4% in EUR investiert, sowie mit 3% in diversen Währungen. **Aus dieser Strategie resultierte vom 01.01.2026 bis 30.08.2026 eine Bruttoperformance von 6.15%.**



■ Liquidität CHF	2.0%	■ Aktien Europa	9.0%
■ Investment Grade CHF	17.0%	■ Aktien USA	18.0%
■ Investment Grade Global	14.0%	■ Aktien Global	2.0%
■ High Yield Global	4.0%	■ Aktien Schwellenländer	6.0%
■ Aktien CH Large Caps	14.0%	■ Immobilien CHF	5.0%
■ Aktien CH SmallMid Caps	4.0%	■ Gold	5.0%

Thema im Fokus

Der grosse Zeiteitenwechsel an den Kapitalmärkten

Die jüngste Zinserhöhung der US-Notenbank unter Kevin Warsh markiert den Beginn eines neuen Mini-Zinserhöhungszyklus. Die Wirtschaft zeigt sich davon jedoch unbeeindruckt und erweist sich als äusserst robust: Die Produktivität ist hoch, der US-Arbeitsmarkt präsentiert sich in bester Verfassung und das Gewinnwachstum der Unternehmen bleibt stark. Die restriktivere Geldpolitik wird in den kommenden Monaten für Stabilität am langen Ende der Zinskurve sorgen, da die Inflation – die sich nun seit über fünf Jahren über dem Zielband bewegt – endlich mit der notwendigen Entschlossenheit bekämpft wird. Diese höhere Visibilität an den Zinsmärkten wird aus unserer Sicht zyklische Vermögenswerte sowie die Aktienmärkte stützen, da der Fokus der Investoren wieder vermehrt auf das dynamische Gewinnwachstum gelenkt wird.

Wenn wir den Blick weiter nach vorne richten, stehen wir vor einer völlig neuen Ausgangslage, die wir bereits heute antizipieren müssen. Ohne unserem Jahresausblick 2027 zu viel vorwegzunehmen, möchten wir Sie schon jetzt auf die nächsten grossen tektonischen Verschiebungen am Markt vorbereiten.

Die neue Realität bei festverzinslichen Instrumenten

Am Anleihenmarkt hat sich ein historisches Fenster geöffnet: Wir können heute 10-jährige, hochgeratete USD-Anleihen kaufen, die eine Rendite auf Verfall (YTM) von über 6.5% pro Jahr abwerfen. Für Senior Unsecured Debt eines A-gerateten Emittenten aus dem stark regulierten US-Bankensektor entspricht dies einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV / P/E-Ratio) von nur 15.4 (=100/6.5). Selbst 5-jährige Anleihen derselben Kategorie bieten mittlerweile über 6% Rendite pro Jahr, was einem KGV von 16.7 entspricht. Seit fast 15 Jahren haben festverzinsliche Instrumente mit solch starken Fundamentaldaten keine derart attraktiven Renditen mehr erzielt. Die logische Konsequenz der vergangenen Nullzinsphase war eine Flucht institutioneller und privater Anleger in die Privatmärkte (Private Markets) – mangels liquider Alternativen.

Das Risiko bei Private Markets: Crowded, teuer und vor dem Renditeeinbruch

Dadurch stehen wir heute vor einer augenfälligen Zweiteilung des Marktes:

- **Private Markets: Eine Anlageklasse, die historisch teuer, stark von den vergangenen Tiefstzinsen verwöhnt und im Fachjargon „overowned“ sowie „crowded“ ist. Zudem leidet das Segment unter einer angeborenen Illiquidität.**

- **Anleihen (Fixed Income): Eine Anlageklasse, die über ein Jahrzehnt lang kaum Beachtung fand, heute fundamental günstig bewertet, im historischen Vergleich „underowned“, aber hochliquide ist.**

Ein Blick hinter die Kulissen der grossen Private-Equity-Häuser zeigt, dass die Fehlallokationen der Boom-Jahre 2019 bis 2021 nun unbarmherzig ans Licht kommen. Schätzungen führender Brancheninsider zufolge werden zwischen zwei Dritteln und 90% der in dieser Phase aufgelegten Private-Market-Fonds ihre ursprünglichen Renditeziele verfehlen. Die damals gezahlten, exzessiven Preise basierten auf unrealistischen Wachstumsprognosen im Tiefzinsumfeld. Die Realität sieht heute so aus, dass die ehemals anvisierten Renditen von knapp unter 20% vor Gebühren im Durchschnitt auf magere 7 bis 8% einbrechen dürften. Da die Fondsbetreiber wegen fehlender Käufer kaum noch Unternehmen veräussern können (Exits), fliesst zudem fast keine Liquidität mehr an die Investoren zurück. Die jährliche Ausschüttungsquote an die Anleger verharret seit nunmehr vier Jahren bei historisch tiefen Werten von unter 15% der Nettovermögenswerte – weit unter dem langjährigen Schnitt von 25%.

Unsere klare Handlungsempfehlung

Nach unserer Juli-Ausgabe raten wir Ihnen deshalb nochmals eindringlich davon ab, weiter an Private-Market-Investitionen festzuhalten. Wir empfehlen, sich von sämtlichen Privatmarktanlagen (direkt oder indirekt) zu trennen, bevor diese weitaus attraktivere Alternative bei den festverzinslichen Anlagen so offensichtlich wird, dass der gesamte Markt gleichzeitig durch dieselbe enge Tür drängen will. Die Argumente für diesen Schritt sind mittlerweile so offensichtlich, dass sie sich nicht länger von der Hand weisen lassen. Als CHF- oder EUR-Investor mögen Sie einwenden, dass sich diese Dynamik primär im US-Dollar-Raum abspielt. Doch die globalen Kapitalströme werden nun mal im USD diktiert und sie werden zwangsläufig auch die Märkte in Euro und Schweizer Franken beeinflussen. Im grossen Anlageausblick für das Jahr 2027 werden wir detailliert auf diese und andere Handlungsempfehlungen eingehen. Aufgrund der jüngsten geldpolitischen Schritte in den USA und Europa war es uns jedoch ein Anliegen, Ihnen dieses wichtige strategische Update bereits heute mitzuteilen.

Unser Anlageteam berät Sie sehr gerne und freut sich auf Ihren Anruf unter Telefon +41 (0) 71 747 95 24

RECHTLICHE HINWEISE: Bei dieser Publikation handelt es sich um Werbung. Die Informationen in dieser Publikation stammen aus Quellen, welche wir für zuverlässig erachten. Trotzdem können wir weder für ihre Vollständigkeit noch Richtigkeit garantieren. Die unverbindlichen Richtkurse können je nach Marktlage rasch ändern. Wertentwicklungen der Vergangenheit lassen keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung eines Finanzinstruments zu. Für tagesaktuelle handelbare Volumen und Preise kontaktieren Sie bitte Ihren persönlichen Anlageberater. Diese Information ist weder ein Angebot noch eine persönliche Empfehlung. Diese Publikation kann nicht die persönlichen Anlageziele und finanziellen Verhältnisse des Anlegers berücksichtigen. Sollten Ihnen bei Entscheidungen, die auf Basis dieser Publikation gefällt werden, irgendwelche Zweifel aufkommen, wenden Sie sich bitte an Ihren persönlichen Anlageberater. Die vorliegende Publikation ist nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch Personen bestimmt, die Jurisdiktionen unterstehen, nach welchen die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Publikation rechtswidrig ist, namentlich zufolge Nationalität, steuerlichen Ansässigkeit oder Wohnsitz. Darüber hinaus darf in dieser Publikation erwähnte Finanzinstrumente nicht Personen angeboten, verkauft oder ausgeliefert werden, denen dies - insbesondere aufgrund ihrer Nationalität oder Ansässigkeit - nicht erlaubt ist. Um Interessenkonflikte zu vermeiden, können wir Sie zu den Aktien der Alpha RHEINTAL Bank AG nicht beraten. Ferner prüfen wir weder die Angemessenheit noch die Eignung dieser Aktien für Sie. Eine Haftung für allfällige Schäden, die direkt oder indirekt mit den vorliegenden Informationen zusammenhängen, ist ausgeschlossen. Wir weisen Sie darauf hin, dass es sich vorliegend um risikobehaftete Finanzinstrumente handelt, aus denen im schlimmsten Fall ein Totalverlust resultieren kann. Weitere Unterlagen (wie Risikobroschüre, Prospekte und/oder Basisinformationsblätter, sofern vorhanden) können Sie gerne bei uns beziehen.