






The Independent Credit View – Highlights 2024 & Ausblick 2025

Dezember 2024

Das Wesentliche

2024 bewegten sich die Finanzmärkte im Spannungsfeld zwischen Inflationsrisiken, konjunktureller Abkühlung und geopolitischen Brandherden. Zu den prägenden Ereignissen gehörten das Einläuten der Zinswende der Notenbanken, die Regierungskrise in Frankreich, das unerwartete Aufflammen von Rezessionsorgen in den USA im August sowie die Turbulenzen rund um die US-Wahlen. All dies spiegelte sich in einer volatilen Entwicklung der Zinskurven sowie Risikoprämien wider. Dennoch erreichten die Kreditrisikoprämien überraschend historische Tiefststände. Insgesamt geht damit ein ereignisreiches Jahr zu Ende, was einen idealen Zeitpunkt darstellt, um eine kritische Bilanz unserer ursprünglichen fundamentalen Erwartungen für 2024 zu ziehen:

	Ausfallraten: Der prognostizierte Anstieg der Ausfallraten über die historischen Durchschnitte ist sowohl in Europa als auch den USA eingetreten	✓
	Sektor-Ausblicke: Die Mehrheit der Sektoren hat sich wie prognostiziert entwickelt. Unsere frühzeitige Skepsis ggü. dem Auto-Sektor sowie konsumnahen Branchen hat sich bewahrheitet. Gleichzeitig war unsere konstruktive Sicht auf Banken, Immobilien und Versicherungen korrekt. Demgegenüber war die antizipierte Stabilisierung in Sub-Segmenten gewisser zyklischer Sektoren (Chemie, Kapitalgüter, Verpackungen) verfrüht	✓
	Zinsen: Seit Ende 2023 waren wir weniger euphorisch als der Markt, was potenzielle Zinssenkungen im Jahre 2024 anbelangte. Gleichzeitig wiesen wir auf strukturell höhere Zinsniveaus hin. Beides hat sich bewahrheitet, liess die Märkte aber unbeeindruckt	✓
	Risikoprämien: Wir sind von einem Anstieg der Risikoprämien ausgegangen, doch waren Spread-Ausweitungen nur kurzlebig. Der Markt blendet alle fundamentalen Risiken aus. Die Risikoprämien sind historisch tief	✗
	Wirtschaft: Wir haben ein deutlich schwächeres Wirtschaftsumfeld erwartet. Die USA schlägt sich aber klar besser. Bei der EU lagen wir zwar richtig, doch haben wir einen drastischeren Abschwung antizipiert	✗

1

Mit unseren Analysen und themenspezifischen Credit Insights haben wir auch dieses Jahr die für Bondinvestoren relevanten Ereignisse und Entwicklungen adressiert. Besonders hervorzuheben ist die I-CV Länderstudie 2024, in der wir erneut die Problematik der ausufernden Staatsschulden aufgegriffen haben. Mittlerweile scheint auch der Markt unsere seit 2011 deutlich konservativere Bonitätseinschätzung Frankreichs gegenüber den Ratingagenturen zu teilen.

Zu den grossen Gewinnern im 2024 gehörten angesichts der erwarteten Zinssenkungen sicherlich die Immobiliengesellschaften, für die wir bereits Ende 2023 konstruktivere Handlungsempfehlungen ausgesprochen haben. Auch unsere optimistische Sicht auf europäische und US-amerikanische Grossbanken hat sich als richtig erwiesen. Mit Blick auf die Unternehmen sind wir im laufenden Jahr tendenziell weniger pessimistisch geworden, weil sich die Mehrheit der Schuldner im I-CV Corporate Universum in einem anspruchsvollen Umfeld widerstandsfähiger als erwartet erwiesen hat.

Demgegenüber turbulent ging es im Schweizerischen Spitalsektor zu, wo der überraschende Zahlungsausfall des GZO Wetzikon zu einer Neubewertung der Anleihen für öffentliche Spitäler in der Schweiz geführt hat. Gleichzeitig gewinnt damit unsere praktizierte stand-alone Betrachtung von öffentlich-rechtlichen Emittenten an Bedeutung.

Ereignisreich war das 2024 auch für uns als Independent Credit View. Wir freuen uns, dass wir im Kerngeschäft unser erfahrenes Analystenteam mit jungen und talentierten Kräften verstärken konnten. Ein besonderes Highlight war auch die Durchführung der 11. Ausgabe des Swiss Bond Congress. Ausserdem haben wir zukunftsweisende Projekte im Bereich künstliche Intelligenz initiiert, um Ihre Kundenbedürfnisse künftig noch zielgerichteter und effizienter zu erfüllen.

Unser Credo fürs 2025 lautet: Diversifikation, Selektivität und Qualität vor Risiko. Zwar sind die absoluten Renditen bzw. der «Carry» weiterhin attraktiv (CHF ausgenommen), doch bieten die historisch niedrigen Kreditrisikoprämien in diesem Umfeld keinen ausreichenden Schutz mehr. Insgesamt erwarten wir eine Ausweitung der Kreditrisikoprämien sowie steigende Volatilität. Umso wichtiger ist deshalb eine profunde Kreditanalyse, denn nur wer seine Kreditrisiken genau kennt und überwacht, kann sich gegen Marktverwerfungen und Ausfälle schützen. Gleichzeitig wird das Marktumfeld 2025 aber auch spannende Opportunitäten für aktive Anleihenanleger bieten. Entscheidend bleibt die Emittentenauswahl!

Wir wünschen Ihnen viel Vergnügen beim Lesen unserer umfangreichen Ausführungen zu den Schlüsselereignissen im 2024, unseren konkreten Handlungsempfehlungen sowie des Ausblicks für 2025.

Schlüsselereignisse im 2024 & Handlungsempfehlungen fürs 2025

	<p>Länder: Das Jahr war geprägt von (geo-)politischer Eskalation (Nahe Osten, Regierungskrisen in Deutschland, Frankreich oder Südkorea, Präsidentschaftswahlen in den USA), schwachen Wachstumswahlen sowie ausufernden Staatsschulden. Es gelingt nur wenigen Staaten, die hohen Schuldenquoten nachhaltig zu senken. Die massive Schuldenlast und steigende Zinsaufwendungen erhöhen den Ratingdruck und engen den Finanzspielraum ein. Besorgniserregend bleibt die Schuldendynamik bei den grossen Volkswirtschaften USA, China sowie im Kern Europas. Wir bevorzugen Staaten mit hoher Fiskaldisziplin und positivem Schuldentrend. Vorsicht geboten ist bei Industrie- und Schwellenländern mit hohen Defiziten und niedrigem Wachstum.</p>
	<p>Banken: Europäische und US-amerikanische Grossbanken befinden sich weiterhin in einer guten Verfassung. Die erfreuliche Dynamik von operativen Erträgen und Ergebnissen vor Risikoversorge per 9M24 lässt für 2024 Jahresabschlüsse erwarten, die mit den guten Ergebnissen des Vorjahres mithalten können. Trotz moderat schwächeren Kreditrisikokennzahlen bleibt die Kreditqualität insgesamt intakt. Gewerbeimmobilienfinanzierungen sind vor allem ein Stressfaktor für eng definierte Geschäftsmodelle als für breit diversifizierte Banken. Insgesamt empfehlen wir unverändert, marktführenden, breit diversifizierten Banken mit robusten Geschäfts- und Finanzrisikoprofilen den Vorzug zu geben.</p>
	<p>Unternehmen: Die Mehrheit der Schuldner im I-CV Corporate Universum zeigt sich widerstandsfähig. Problematisch bleiben konsumabhängige Sektoren (Einzelhandel, Konsumgüter, etc.) sowie der Automobilsektor. Die strukturelle Transformation hin zu Elektroautos stellt gerade für europäische Schuldner eine grosse operative und finanzielle Herausforderung dar. Darauf haben wir frühzeitig hingewiesen, was sich mit der Lawine an Gewinnwarnungen im 2H24 bestätigte. Immerhin verfügen die meisten Automobilhersteller über stärkere Kreditprofile als während der Finanzkrise, was gewissen Spielraum für die notwendige Transformation bietet. Trotzdem erwarten wir, dass sich der Ratingdruck im Auto-Sektor in den nächsten zwei Jahren verschärft. Wir bevorzugen Emittenten mit zukunftsgerichteten Geschäftsmodellen und gesunden Bilanzen. Aus Relative Value Sicht bieten die zurzeit erhöhten Risikoprämien in diesem Sektor selektive Opportunitäten.</p>
	<p>Immobilien: Bereits Ende 2023 haben wir mit Blick auf die erwarteten Zinssenkungen für den Sektor eine konstruktivere Sicht eingenommen. Regional zeigten sich unterschiedliche Entwicklungen, zum Beispiel geriet der US-Büromarkt viel stärker unter Druck als in Europa. Obwohl wir weitere Stabilisierungstendenzen an den Immobilienmärkten beobachten und auch eine Stabilisierung der Finanzprofile für 2025 plausibel erscheint, bleibt der Sektor anfällig. Denn trotz sinkender Zinsen bleiben die Refinanzierungskosten für einige Emittenten zu hoch respektive sind die Kapitalisierungssätze zu tief. Damit besteht weiterhin Abwertungsdruck bei Immobilien-Portfolios in Europa und der Schuldendienst bleibt herausfordernd. Zurzeit präferieren wir qualitativ hochwertige Emittenten und empfehlen Hybridanleihen angesichts der Preiserholung im laufenden Jahr nur risikofreudigen Investoren.</p>
	<p>Schweizer Spitäler: Die überraschende Ablehnung eines Finanzierungsgesuchs des Spitals GZO Wetzikon (GZO) durch den Kanton Zürich führte zu einem der wenigen Zahlungsausfälle im CHF-Anleihenmarkt. Dies hat zu einer Neubewertung der Anleihen für öffentliche Spitäler in der Schweiz geführt. Etablierte Analyseansätze bezüglich Unterstützung für Schweizer Spitäler durch die öffentliche Hand werden grundsätzlich in Frage gestellt. Dabei zeigt sich, dass die von uns praktizierte stand-alone Betrachtung von öffentlich-rechtlichen Emittenten an Bedeutung gewinnt.</p>
	<p>Swiss Bond Congress 2024: Ein Highlight war die Durchführung der 11. Ausgabe des Swiss Bond Congress am 19. September 2024 in Zürich. Für die rund 120 Gäste aus der gesamten DACH-Region beleuchteten wir im Rahmen eines abwechslungsreichen Programms mit hochkarätigen Keynote-Sprechern die Chancen und Risiken an den Anleihenmärkten. Wir freuen uns bereits jetzt, Sie am nächsten Swiss Bond Congress im September 2026 in Zürich begrüßen zu dürfen.</p>
	<p>Künstliche Intelligenz @ I-CV: Wir sind tagtäglich bestrebt unsere Dienstleistungen kontinuierlich zu verbessern, um die Bedürfnisse unserer Kunden noch effizienter abzudecken. Dazu gehört auch das Potenzial neuer Technologien auszuloten. Dies gilt auch für den Einsatz künstlicher Intelligenz (KI). Neben der Unterstützung im analytischen Bereich sehen wir ebenfalls konkrete Anwendungsmöglichkeiten im Rahmen von Übersetzungen. In einer ersten Phase werden wir selektive Analysen von Emittenten im Swiss Bond Index zusätzlich auf Englisch anbieten. Bei der Erstellung der Analysen bleiben jedoch das menschliche Wissen und die Erfahrung immer im Vordergrund.</p>

Weitere Informationen sowie Termine zu Veranstaltungen und Analysen finden sich auf unserem [I-CV Research Portal](#)

2025 – Diversifikation, Selektivität und Qualität vor Risiko

Der Markt zeigt sich hoffnungsvoll hinsichtlich der globalen Konjunktur. Zwar wird für 2025 eine leichte Abschwächung prognostiziert, doch sind wir weit weg von einem Rezessionsszenario. Zweckoptimismus herrscht vor allem für Europa, wengleich viele Katalysatoren ausserhalb der europäischen Kontrolle liegen (Entwicklung China, möglicher Frieden Russland/Ukraine etc.). Gleichzeitig sind die strukturellen Probleme in den Hauptmärkten Deutschland und Frankreich erheblich, weshalb wir skeptisch bleiben. Immerhin sind angesichts des anspruchsvollen Wirtschaftsumfelds Zinssenkungen seitens der EZB zu erwarten. Weitaus weniger klar hingegen ist die zukünftige US-Zinspolitik – was Raum für Überraschungen schafft. Alles in allem identifizieren wir für 2025 folgende Risiken, die Einfluss auf unser Analyseuniversum haben könnten:

- **Politische Störfeuer:** Regierungswechsel und Neuwahlen (Deutschland: Scholz, Frankreich: Macron, USA: Trump) bergen Überraschungspotential und können in einer stärkeren Volatilität an den Finanzmärkten münden. In den USA würden die Beschränkung von Handel (höhere Zölle) und Migration (Arbeitskräfteverknappung) zu einer starren oder sogar höheren Inflation führen, falls die Massnahmen wie angekündigt umgesetzt werden. Demgegenüber wirken weitere Handelsbarrieren dämpfend für die ohnehin reformbedürftige europäische Wirtschaft
- **Geopolitik:** Eskalation von kriegerischen Handlungen in der Ukraine/Russland, im Mittleren Osten (Israel, Iran, Libanon, Syrien) oder China/Taiwan
- **Konjunkturelle Überraschungen:** Das Wachstum in China fällt schwächer aus als erwartet (u.a. unzureichendes Stimulus-Programm); in den USA bleibt das Zinsniveau hoch; steigende Inflation in der EU oder den USA
- **Asymetrische Downside-Risiken:** Die Schuldenkrise bei den Staaten verschärft sich (Frankreich, USA); anhaltend hohe Zinsen sorgen für Verwerfungen im illiquiden Schattenbankenmarkt (Private Credit) oder führen zu Refinanzierungsproblemen bei schwachen Non-IG Schuldnern; steigende M&A-Transaktionen

Während die absoluten Renditen bzw. der «Carry» weiterhin attraktiv sind (CHF ausgenommen), bieten die historisch niedrigen Kreditrisikoprämien in diesem Umfeld keinen ausreichenden Schutz mehr. Besonders bei der Risikodifferenzierung zwischen den Ratingkategorien erscheint uns der Markt zu sorglos. Wir erwarten eine Ausweitung der Kreditrisikoprämien sowie steigende Volatilität. Daher lautet unser Credo für 2025: Diversifikation, Selektivität und Qualität vor Risiko. Letzteres bedeutet, dass höhere Kreditqualitäten grundsätzlich zu bevorzugen sind, etwa EUR A Corporates versus BBBs. Zudem favorisieren wir defensive Sektoren wie Pharma, Versorger, oder Telcos, und bleiben vorsichtig bei Konsumgütern und zyklischen Sektoren (z.B. Auto, Einzelhandel, Konsum- und Luxusgüter; siehe Abbildung 1 auf Seite für ausgewählte Sektorausblicke). Andererseits wird das Marktumfeld 2025 für aktive Anleihenleger spannende Opportunitäten bieten, ähnlich wie wir dies im laufenden Jahr im Auto-, Immobilien- oder Spitalsektor gesehen haben. Entscheidend bleibt die Emittentenauswahl. Wir unterstützen Sie gerne weiterhin dabei, die richtigen Investitionsentscheide zu treffen!

Wir bedanken uns für die angenehme Zusammenarbeit sowie Ihr Vertrauen im vergangenen Jahr und freuen uns darauf, Sie auch 2025 mit unserer Erfahrung und Expertise in der Bonitätsanalyse sowie regulatorischen Anforderungen zu unterstützen.

3

Wir wünschen Ihnen und Ihren Familien schöne Festtage und einen guten Start in ein erfolgreiches neues Jahr!

Ihr I-CV Analysten -Team



Abbildung 1: Ausgewählte Sektorenausblicke

Sektor	I-CV Fundamentals	Rating-entwicklung	Picks	Pans
Software & Services		positiv	Microsoft	Oracle
Versicherungen		positiv	Hannover Re	Achmea
Banken Amerika		stabil	JPMorgan	Toronto-Dominion
Banken Europa		stabil	ING	SocGen
Chemie		stabil	Givaudan	Huntsman
Energie		stabil	Shell	Pemex
Einzelhandel Lebensmittel		stabil	Avolta	Walgreens
Halbleiter		stabil	Broadcom	Intel
Immobilien		positiv	Digital Realty Trust	Alstria Office
Kapitalgüter		stabil	ABB	Rieter
Nahrungsmittel		stabil	Danone	Südzucker
Pharma		stabil	Novartis	Biogen
Rohstoffe		stabil	BHP	Trafigura
Telekommunikation		stabil	Deutsche Telekom	Telecom Italia
Versorger		stabil	ESB	Redexis Gas
Automobil		negativ	Toyota Motor	Nissan
Einzelhandel		stabil	Wesfarmers	Otto Group
Konsumgüter		stabil	LVMH	V.F.

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichung dieses Dokuments ist nicht gestattet.