

The Independent Credit View – Highlights 2025 & Ausblick 2026

Dezember 2025

Ein kurzer Rückblick

2025 war geprägt von einer fortschreitenden geldpolitischen Normalisierung, einer schwachen europäischen Konjunktur und wieder zunehmenden geopolitischen Risiken. Die US-Zollpolitik unter Trump belastete das globale Handelssentiment und führte zu erhöhter Volatilität entlang der Zinskurven. Inflationsüberraschungen sorgten für heterogene Marktreaktionen und wiederholte Anpassungen der Zinserwartungen.

Trotz dieses Umfelds blieben die Kreditmärkte bemerkenswert stabil. Ein begrenztes Primärmarktangebot, solide Unternehmensbilanzen und anhaltende Renditesuche bei weiterhin hoher Liquidität führten zu Risikoprämien auf historischen Tiefstständen. Die ratingbezogene Spreaddifferenzierung engte sich im Verlaufe des Jahres zusätzlich ein, während sektorale Unterschiede eher zunahmen. Insgesamt zeigten die Kreditmärkte eine hohe Widerstandskraft bei leicht rückläufiger Fundamentaldynamik, weshalb sich unsere Prognose vom letzten Jahr für steigende Kreditrisikoprämien im 2025 als nicht zutreffend erwiesen hat. Die kritische Bilanz unserer fundamentalen Erwartungen für 2025 sieht wie folgt aus:

I-CV Prognose 2025	Realität 2025
 Steigende Kreditrisikoprämien in Europa	<input checked="" type="checkbox"/> Sinkend bzw. seitwärts auf sehr tiefen Niveaus, Ausweitung im April 2025 war nur von kurzer Dauer
 Überdurchschnittliche Ausfallraten	<input checked="" type="checkbox"/> Überdurchschnittlicher & hartnäckiger Ausfallzyklus
 Zuversichtliche Sektorausblicke	<input checked="" type="checkbox"/> Anfangs divergierende, aber überwiegend konstruktive Sektorausblicke, ab April 2025 wegen US-Zollhammer vorsichtiger. Unternehmen zeigen aber erstaunliche Widerstandskraft. Wir werden je länger, je skeptischer
 Verschärfung der Staatsschuldenkrise	<input checked="" type="checkbox"/> USA: Als letzte Agentur entzieht Moody's das AAA Rating (I-CV seit 2014 im AA Bereich); Frankreich: Im 2H25 folgen uns Fitch & S&P in den A Bereich (I-CV seit 2011), Moody's bleibt noch im Aa3 (Ausblick negativ)
 Top I-CV Rating Views	<input checked="" type="checkbox"/> Barry Callebaut (I-CV bestätigt IG, klare Preiserholung seit April), Carpenter Technology (Rising Star), FMC, Warner Bros. Discovery, Nissan Motor (Fallen Angel), Meyer Burger (Insolvent; seit 2014 bei I-CV mit «no go» eingestuft), Reno di Medici (I-CV empfiehlt Abbau anfangs Mai 2025, Preis damals fast 85; mittlerweile <50)
 Flop I-CV Rating Views	<input checked="" type="checkbox"/> Braskem (I-CV seit 2022 Non-IG während Fitch & S&P IG; aber weitere negative Entwicklung unterschätzt); Orsted (Downgrade auf BBB); Viatris, Temenos (positive Entwicklung unterschätzt)

Sieben kritische Anlagethesen für 2026 – Warum das sorglose Marktnarrativ kippt

In diesem Jahresbrief beleuchten wir sieben kreditrelevante Thesen, die uns 2026 beschäftigen werden und zum kritischen Nachdenken anregen sollen.

1. Die Gefahr steigender Zinsen wird in Europa unterschätzt

Nach der schnellen Zinswende in Europa hat die EZB den Lockerungszyklus faktisch beendet und verfolgt einen abwartenden, datenabhängigen Kurs. Die Renditeanstiege im langen Laufzeitenbereich im Jahr 2025 spiegeln anhaltende Inflationsrisiken sowie wachsende Zweifel an Schuldenträgerfähigkeit und Reformbereitschaft einzelner Staaten wider. Entsprechend dürfte das Zinsniveau auch 2026 hoch bleiben, mit dem Risiko weiterer Anstiege, sollte die Inflation negativ überraschen oder Investoren angesichts ausufernder Staatsfinanzen höhere Risikoaufschläge fordern.

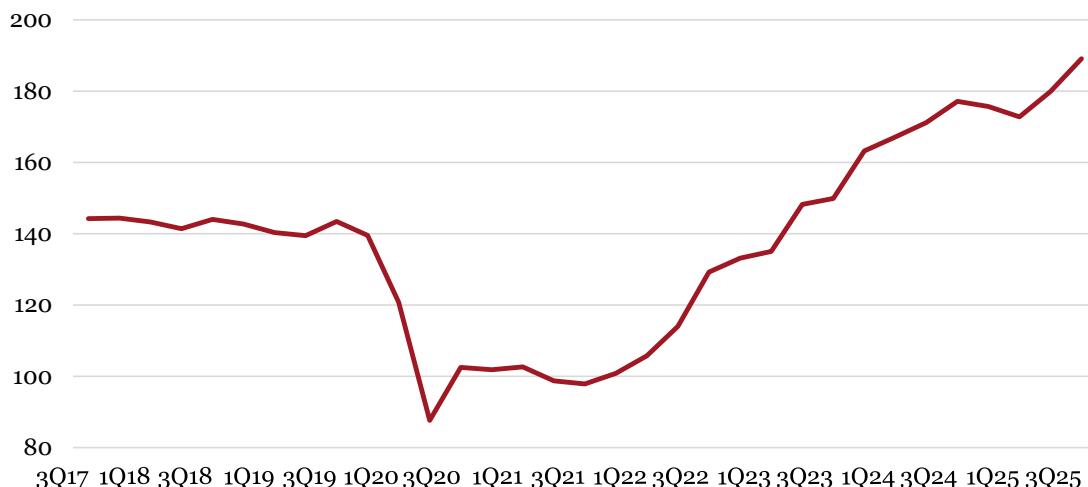
Strukturelle Preistreiber bleiben Deglobalisierung, angespannte Arbeitsmärkte, demografischer Wandel und steigende Rohstoffkosten. Zudem verharren die Inflationsraten in mehreren EU-Ländern, insbesondere in Osteuropa, hartnäckig auf hohem Niveau, während Frankreich mit rund 1% die aggregierte Euroraum-Rate verzerrt. Der Markt blendet das Risiko erneuter Zinsanstiege derzeit weitgehend aus, u.E. eine trügerische Einschätzung.

2. Ein rascher Rückgang der europäischen Ausfallraten ist unwahrscheinlich

Die optimistischen Prognosen der Ratingagenturen für einen schnellen Rückgang der Ausfallraten 2026 erachten wir als wenig überzeugend. Je nach Datenbasis entsteht ein anderes Bild: High-Yield-Manager verweisen auf tiefe Ausfallraten in den Referenzindizes, besseren Ratingmix und bekannte Problemfälle – doch diese Sicht greift zu kurz. Breitere Marktindikatoren zeigen anhaltenden Gegenwind: Aktuelle S&P-Daten inklusive Leveraged Loans weisen weiterhin erhöhte Ausfallraten aus und die Eurostat-Insolvenzen für 3Q25 steigen deutlich (siehe Abbildung 1). Gleichzeitig häufen sich Warnsignale aus dem intransparenten Private-Credit-Segment. Fälle wie Degag, First Brands oder Tricolor dürften nur die sichtbare Spitze sein; viele Ausfälle werden in offiziellen Statistiken gar nicht erfasst.

Auch strukturelle Stressindikatoren zeigen eine Verschlechterung. Der Anteil von Payment-in-Kind-Finanzierungen und Debt-to-Equity-Swaps nimmt spürbar zu – ein Hinweis auf Liquiditätsengpässe und Refinanzierungsdruck. Das konjunkturelle Umfeld bleibt herausfordernd, während Zinsen und Finanzierungskosten auf erhöhtem Niveau verharren. Die Ausfallraten dürften 2026 hartnäckig über dem langfristigen Durchschnitt bleiben.

Abbildung 1: Insolvenzwelle rollt durch Europa (Insolvenzen Eurozone; 2021=100)



Quelle: Eurostat, I-CV

3. Widerstandsfähige Unternehmen auch im 2026? Ja, aber...

Die Unternehmen im I-CV Corporate Universum zeigten 2025 trotz anspruchsvoller Rahmenbedingungen eine bemerkenswerte Resilienz. Das Bild bleibt jedoch sektorale uneinheitlich: Kapitalgüterbereiche mit langen Investitionszyklen (Luftfahrt, Verteidigung, Schiene) profitieren von solider Nachfrage, während kurzyklische Industrien wie Maschinenbau und Automobilzulieferer weiterhin unter einer schwachen Konjunktur leiden.

Für 2026 bleiben die Belastungsfaktoren bestehen: verhaltene Wachstumsaussichten, unsichere Konsumenten sowie anhaltend hohe Zins- und Finanzierungskosten. Auch auf der Margenseite erwarten wir Druck – u.a. durch voll wirksame Zolleffekte, verstärkten Wettbewerb aus China, steigende Kosten der Deglobalisierung sowie umfangreiche KI-Investitionen mit unklarem Ertrag. Parallel nimmt seit 2H25 die Zahl strategischer Unternehmensmaßnahmen (u.a. M&A) zu, was zusätzliche Bonitätsrisiken mit sich bringt und eine laufende, differenzierte Analyse erfordert. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Sektorausblicke angepasst. Wir bevorzugen defensive Bereiche und bleiben in konsumnahen sowie zyklischen Branchen (Automotive, Chemie, Einzelhandel, Freizeit, Konsumgüter, Maschinenbau, Verpackung) zurückhaltend – wenngleich sich selektiv attraktive Opportunitäten ergeben können.

Unsere aktuellen I-CV Sektor Views mit ausgewählten Emittentenempfehlungen finden Sie auf dem I-CV Research Portal ([Link](#)).

4. Das Platzen der Schuldenblase grosser westlicher Volkswirtschaften ist aufgeschoben, nicht aufgehoben!

Nach den Turbulenzen rund um Frankreichs eskalierende Haushaltspolitik hat sich die Lage an den Märkten zuletzt beruhigt; die Spreads gegenüber Bund sind rückläufig. Doch Entwarnung ist fehl am Platz. Das Marktvertrauen bleibt fragil. Die grossen westlichen Volkswirtschaften – insbesondere die USA und Frankreich – verharren in einer strukturell verfestigten Defizitpolitik. Die Zinslast steigt, die Refinanzierungsrisiken ebenfalls, während Wachstumsfantasien begrenzt bleiben. Die Schuldentragfähigkeit gerät in den Fokus, Zweifel an der Reformfähigkeit der Politik nehmen zu, und der «Safe-Haven»-Status einiger Kernstaaten bröckelt. Angesichts dieses Vertrauensverlusts verlangen Investoren höhere Risikoauschläge – mit der Folge steilerer Zinskurven und noch stärker strapazierter Staatsbudgets. Diese Dynamik wird früher oder später auf die Realwirtschaft übergreifen und führt zu steigendem Ratingdruck. Vor diesem Hintergrund bevorzugen wir europäische Länder mit solider und disziplinierter Fiskalpolitik, darunter Dänemark, Irland, Niederlande, Norwegen, Schweden und die Schweiz.

5. Asymmetrische Risiken – KI als Kreditfalle?

Der KI-Boom weist Blasencharakter auf. Die globalen Investitionspläne für 2025-28 sind enorm. Expertenschätzungen sprechen von rund USD 3'000 Mrd., mit steigender Tendenz. Ein erheblicher Teil dürfte fremdfinanziert werden. Dies steht im Kontrast zu weiterhin unklaren Ertragsperspektiven. Der Hype erfasst längst nicht mehr nur klassische Tech-Konzerne wie Nvidia, OpenAI oder Oracle, sondern wirkt sektorübergreifend – von Energieversorgern über Kapitalgüter bis hin zu Immobilien. Gleichzeitig entsteht ein zirkulärer Wertschöpfungskreislauf, in dem Angebot und Nachfrage von den gleichen Akteuren getrieben werden. Bricht ein Element weg, droht ein Kaskadeneffekt. Parallelen zur Dotcom-Blase sind erkennbar.

Zwar verfügen viele grosse Player über profitable Kerngeschäfte und solide Bilanzen, die als notwendiger Puffer für die gewaltigen Vorabinvestitionen dienen. Doch gilt dies nicht für alle. Das asymmetrische Risiko-Rendite-Profil mahnt insbesondere Anleihegläubiger zur Vorsicht. Unternehmen mit einseitigem Geschäftsmodell, schwacher Profitabilität, belasteter Bilanz oder aggressiver Finanzpolitik sollten gemieden werden. Vor diesem Hintergrund stuften wir das US-Softwareunternehmen Oracle Anfang November 2025 auf BB+ herab.

Wir analysieren derzeit im Rahmen eines Credit Insights zum KI-Boom, wie die hohen Investitionen entlang der Wertschöpfungskette fliessen und welche Risiken sich für einzelne I-CV Emittenten ergeben.

6. Was, wenn der Zusammenbruch von First Brands und Tricolor erst der Auftakt war?

Der wachsende Stress im Private-Credit-Segment birgt das Potenzial, eine Kettenreaktion mit systemischen Risiken auszulösen. Die zentrale Problematik bleibt die Intransparenz sowie die enge Verflechtung zwischen Schattenbanken und traditionellen Instituten. Banken verlagern Kreditrisiken in Private-Credit-Vehikel, finanzieren zugleich deren Transaktionen oder stellen Kreditlinien bereit. Dadurch bleibt unklar, wo die Risiken letztlich liegen und wie hoch sie tatsächlich sind. Der Fall First Brands Ende September 2025 hat diese strukturellen Schwächen offengelegt. Offiziell geht es um ausstehende Verbindlichkeiten von rund USD 10 Mrd., während Schätzungen aufgrund ausserbilanzieller Konstrukte von bis zu USD 50 Mrd. ausgehen. Ein einzelner Ausfall wäre verkraftbar. Sollte sich dieses Muster jedoch als systemisch erweisen, drohen Vertrauensverlust, Liquiditätsengpässe und Refinanzierungsdruck – mit entsprechenden Turbulenzen für die globalen Finanzmärkte.

7. 2026 wird das Jahr sein, in dem Risiko wieder bepreist wird

Trotz volatiler Markttimmung liegen die Kreditrisikoprämien im EUR-Corporate-IG-Segment weiterhin rund eine Standardabweichung unter dem langjährigen Mittel. Das ist aus unserer Sicht im aktuellen Umfeld zu niedrig. Zudem findet kaum eine Risikodifferenzierung statt – bemerkenswert angesichts klarer fundamentaler Risiken: eine schwächernde Konjunktur in Europa, erhöhte Ausfallraten und heterogene Sektor-Verfassungen. Gleichzeitig bleibt die Visibilität fürs 2026 gering und das Umfeld fragil. Wir sehen mehrere Szenarien, die höhere Risikoauschläge in Europa wahrscheinlich machen: (1) Konjunkturabkühlung durch ausbleibende Impulse der Rüstungs- und Infrastrukturpakete, abschwächende US-Wirtschaft überträgt sich auf Europa, Verschärfung der strukturellen Wirtschaftsschwäche oder verzögerte Belastung der US-Handelsmassnahmen; (2) eine restriktivere Zinspolitik der EZB wegen unerwartetem Inflationsdruck mit steigenden Refinanzierungsrisiken; (3) exogene Schocks wie politische Instabilität, geopolitische Eskalationen, zusätzliche Handelskonflikte oder Rohstoffverknappung; sowie (4) ein Quasi-Stagflationsszenario, also die Kombination aus Wachstumsschwäche und anziehendem Preisdruck. Optimistischere Verläufe sind denkbar, aber schon volumnfähiglich in den Kreditrisikoprämien reflektiert. Der Grat ist schmal, der Spielraum für Fehler gering – wir erwarten, dass sich die Kreditrisikoprämien auf «normalisierte» Niveaus ausweiten.

Zum Abschluss noch einige Highlights in eigener Sache



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). Bei der Erstellung der Analysen bleiben jedoch das menschliche Wissen und die Erfahrung immer im Vordergrund.



Research Output: Im laufenden Jahr haben unsere 17 Kreditanalysten über 1'400 Analysen, Studien und Credit Insights für unsere Kunden erstellt. Dabei haben unsere Spezialisten an rund 220 Roadshows und Unternehmenskonferenzen teilgenommen. Interessierte Investoren konnten sich zudem anlässlich von 6 von uns durchgeführten Webinaren zu aktuellen Themen rund um die Anleihenmärkte informieren.



Research in Englisch: Seit Anfang Jahr übersetzen wir mit Hilfe künstlicher Intelligenz einen wesentlichen Teil unserer Analysen und News Alerts von Emittenten im Swiss Bond Index zusätzlich in die englische Sprache. Für 2026 wird unsere englische Abdeckung auch auf Studien, Sektor Views und Credit Insights sowie auf wichtige Emittenten im EUR-Bondmarkt ausgeweitet.



Swiss Bond Congress 2026: Reservieren Sie sich den **17. September 2026!** Die 12. Ausgabe des wichtigsten Bond-Events in der Schweiz verspricht wiederum viele Highlights. Wir freuen uns, für rund 120 ausgewählte Gäste aus der gesamten DACH-Region ein abwechslungsreiches Programm mit hochkarätigen Keynote-Sprechern zu bieten. Für den kommenden Anlass in Zürich konnten wir Prof. Dr. Jens Weidmann (ehem. Präsident der Deutschen Bundesbank und derzeit Vorsitzender des Aufsichtsrats der Commerzbank) als Referenten gewinnen. Ergreifen Sie die Gelegenheit, sich aus erster Hand über Chancen und Risiken an den Anleihenmärkten zu informieren und sich mit Emittenten, Investoren und Fachspezialisten auszutauschen. Bei Interesse an einer Teilnahme senden Sie bitte eine E-Mail an Marco Köpfli (koepfli@i-cv.ch).

Wir bedanken uns für die angenehme Zusammenarbeit sowie Ihr Vertrauen im vergangenen Jahr und freuen uns darauf, Sie auch 2026 mit unserer Erfahrung und Expertise in der Bonitätsanalyse sowie bei der Umsetzung regulatorischer Anforderungen zu unterstützen.

4

Wir wünschen Ihnen und Ihrer Familie besinnliche Festtage und einen guten Start in ein erfolgreiches neues Jahr!

Ihr I-CV Analysten-Team



Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigung 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 einzügig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.