

MEINUNG

Korrelation des Monats: Wer gewinnt den Financial Ryder Cup 2026?

Die Risikoprämien für Unternehmensanleihen sind in den USA und Europa so niedrig wie letztmals vor der Finanzkrise. Ein Vergleich der wichtigsten Bonitätskennzahlen soll zeigen, ob die niedrigen Spreads und deren fast perfekter Gleichlauf gerechtfertigt sind.

Jürg Lutz

11.02.2026, 04.12 Uhr

Spielen Sie, werte Leserin, werter Leser, **hobbymässig Golf?** Ich hätte da was Interessantes für Sie, aber zunächst dies: Sie haben es wahrscheinlich gehört, die Risikoaufschläge («Spreads») von Unternehmens- zu Regierungsanleihen sind so niedrig wie letztmals kurz vor der Grossen Finanzkrise. Nicht nur der Zinsspezialist, **auch der Aktieninvestor sollte diese Grösse im Auge behalten**, ist sie doch ein ausgezeichneter Kurzvorbereiter für das Geschehen an den Börsen.

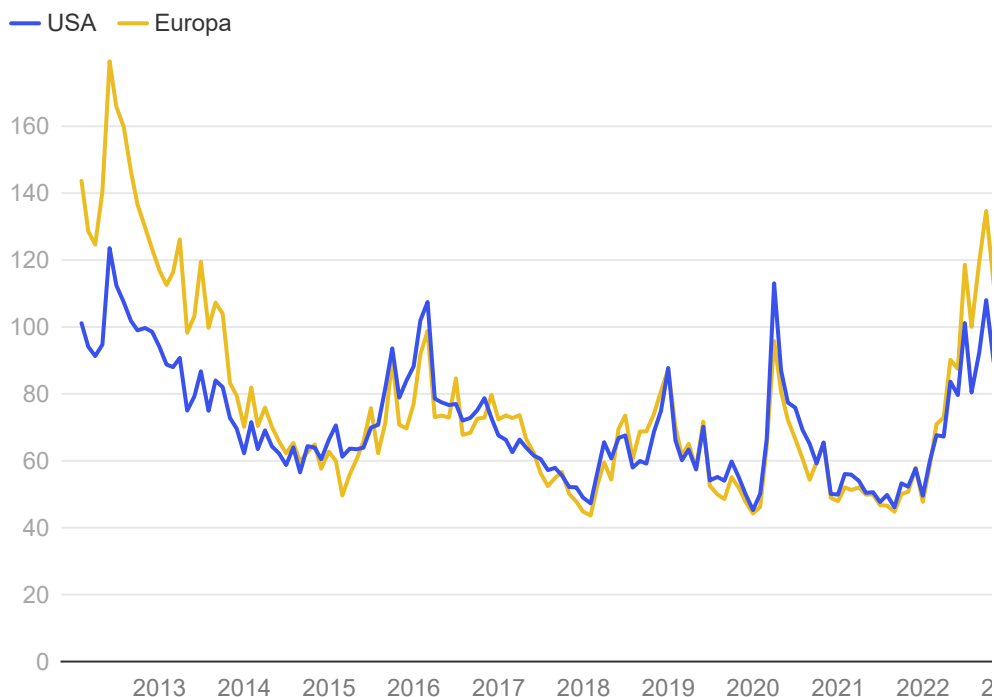
Niedrige Spreads bedeuten **hohe Risikotoleranz** und mithin gute Aktienmärkte. Die Gründe für die derzeit tiefen Spreads sind mannigfaltig. Da ist einerseits die unersättliche Nachfrage des Marktes, der auch astronomische Emissionsbeträge locker absorbiert, dann sicherlich der Umstand, dass die Spreads sich auf die Differenz der Zinsen von Unternehmens- zu Regierungsanleihen beziehen und in einigen Ländern doch

erhebliche Zweifel an der Bewältigung der Verschuldungsproblematik bestehen.

Sei es, wie es ist, dies ist nicht die Thematik dieser **Korrelation des Monats**, vielmehr ein Kuriosum, das mir zu denken gibt. Schauen Sie sich mal diese Grafik an:

Die Risikoprämien bewegen sich fast Hand in Hand

CDS-Spreads zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen (in Basispunkten)



Was **verblüfft**, ist die **hohe Korrelation** (0,91) zwischen europäischen und amerikanischen Risikoaufschlägen von Unternehmensanleihen über die Zeit, ja die fast komplette **Deckungsgleichheit** in diesen zwei Märkten, die doch von komplett unterschiedlichen Unternehmen charakterisiert werden: hier die Verkörperung des Raubtierkapitalismus, dort die Inkarnation der Regulierungswut, um es unseriös zusammenzufassen. Wie kommt das? Gibt es keinen Unterschied in der Bonität der beiden Unternehmensgruppen?

Wir wollen es wissen und veranstalten einen Financial Ryder Cup zwischen den USA und Europa:

Der Golfprofi unter Ihnen weiss es, der Ryder Cup wird alle zwei Jahre ausgetragen und ist ein mehrtägiges Matchplay zwischen den besten Golfern der USA und Europas. Wir belassen es hier bei den jeweils am dritten Tag stattfindenden **zwölf Singles**; statt je zwölf Golfcracks bündeln wir je 120 grosse Bond-Emittenten dies- und jenseits des Atlantiks, **Team Europa** von A wie Accor bis W wie WPP, **Team USA** von A wie Abbott bis W wie Walt Disney, die Grössten der Grossen, die Renommiertesten der Renommierten. Wie es sich für einen Ryder Cup gehört.

Welche Region verfügt über die Unternehmen mit der besseren Bonität?

Wie am Ryder Cup lassen wir die beiden Teams in **zwölf Singles gegeneinander antreten**, deren Motto die Bausteine unserer Bonitätsanalyse von Unternehmensemittenten darstellen. Die studierten Statistiker unter Ihnen bitte ich um Nachsicht, dass die Methodologie in diesem Ryder Cup nicht über alle Zweifel erhaben ist (für meine Uni-Prüfung in Statistik hatte ich damals nur so viel Stoff gelernt, um eine 3,5 zu erhalten, das weiterführende Material war deutlich zu komplex für mich). Der Wettstreit erfolgt somit, hoffe ich, mit einem Augenzwinkern.

Zum Wettkampf. Ich habe Ihnen eine Broschüre zusammengestellt, die den Wettstreit detaillierter behandelt, weshalb ich mich hier auf die Resultate und Folgerungen fokussiere.

Wie im Ryder Cup üblich gibt's leider keine Gewinnprämie, es geht um die Ehre!

Vor dem Match: Dopingprobe

Der Start ist nicht gut, beide Teams bestehen die Dopingprobe nicht; wir fahnden nach Akquisitions-Goodwill (AGW) in den Bilanzen der Teams. Wenn eine Firma eine andere zu einem über dem Buchwert des Eigenkapitals liegenden Preis kauft, aktiviert sie mit aus unserer Sicht fadenscheinigen Argumenten oft die Differenz als Aktivum, also als Vermögen. Geht die Firma pleite, erweist sich dieses «Vermögen» allzu oft als heisse Luft, als «Fake Equity». Wichtig hier: Der Gebrauch von AGW ist dies- und jenseits des grossen Teichs sowohl endemisch als auch in der Höhe schockierend, wir kommen auf diesen Punkt zurück.

Da beide Teams gleichermassen betroffen sind, drückt die Jury ein Auge zu und lässt den Cup starten.

Match 1: Umsatzwachstum – USA 0,5 : Europa 0,5

Um absolute Zahlen wie den Umsatz vergleichen zu können, transformieren wir sie in einen **Trend** («Z-Score») und ermitteln den Median der 120 Firmen pro Team. Der Median deshalb, um Ausreisser in den Samples zu neutralisieren. Die Trends der beiden Teams vergleichen wir. Und ja, der Median ist nicht notwendigerweise repräsentativ für das Sample, «ex medio totum iudicari not potest» (frei übersetzt: Das Ganze kann nicht von der Mitte aus beurteilt werden) hätte der Lateiner gesagt, hätte es vor 2000 Jahren den Median schon gegeben. Die USA verfügen zwar über ein leicht höheres Wachstum, aber die

Trends sind fast deckungsgleich: unentschieden bzw. «tied» in Golfersprache.

Match 2: Bruttogewinne – USA 1,5 : Europa 0,5

Team USA geht in Führung. Der Vorteil beim Ebitda-Trendwachstum ist überdeutlich. Die Trends sind zwar ähnlich, das Wachstumstempo in den USA ist aber höher.

Match 3: Freier Cashflow – USA 1,5 : Europa 1,5

Team Europa gleicht aus. In der Tendenz monetarisiert Team Europa das Wachstum besser als Team USA.

Match 4: Kapitalrendite – USA 2,5 : Europa 1,5

Team USA geht erneut in Führung, sein Sample verfügt über einen deutlich besseren ROIC-Trend (Return on Invested Capital). Bedenklich ist der Umstand, dass das hohe Wachstum von Umsatz und Gewinn nicht mit einer Verbesserung der Rendite einhergeht, weder in Europa noch in den USA.

Match 5: Ökonomischer Mehrwert – USA 3,5 : Europa 1,5

Team USA baut die Führung aus. Wir vergleichen die Trends der Differenz von Kapitalrenditen (ROIC) und Kapitalkosten (WACC, Weighted Average Cost of Capital) und sehen einen deutlichen Vorsprung beim Team USA. Allerdings sind die Trends beider Teams auch hier wenig inspirierend.

Match 6: Eigenkapitalisierung – USA 3,5 : Europa 2,5

Dieser Punkt geht an Europa. Die Eigenkapitalisierung des Medianunternehmens ist in Europa ungleich höher als in den USA. Das gilt auch, wenn mit dem Akquisitions-Goodwill die heisse Luft vom Eigenkapital und den Total Assets abgezogen wird. Frappant ist das **tiefe harte Eigenkapital in beiden Teams**. Befreit vom Ballast der heissen Luft verfügt das Medianunternehmen im Team Europa aktuell über knapp 25% Eigenkapital, im Team USA sind es hauchdünne 15%. Und der Median maskiert den zerrütteten Zustand eines grossen Anteils der Firmen in beiden Samples, die oft wenig oder gar **negatives hartes Eigenkapital aufweisen**.

Match 7: Operating Leverage – USA 3,5 : Europa 3,5

Gleichstand! Der Leverage-Trend (Net Debt/Ebitda) ist in den USA klar ungünstiger, der Punkt geht an Europa. Dieses Leverage-Mass ist das am meisten verwendete, wenn es um die Beurteilung der «Bilanzstärke» geht. In unseren Augen ist es allerdings weitgehend wertlos, da manipulierbar, unterkomplex und ein Folge- statt ein vorlaufender Faktor.

Match 8: «Leverage²» – USA 3,5 : Europa 4,5 («The Miracle at Medinah II»?)

Europa überholt die USA, es ist ein Comeback ähnlich wie 2012 in Medinah im US-Bundesstaat Illinois, als sich das Team Europa aus scheinbar aussichtsloser Lage in den Cup zurückkämpfte und diesen schliesslich gewann. Wir vereinen den operativen und den Bilanz-Leverage zu einer einzigen Zahl, die sowohl die Bilanz als auch die Erfolgsrechnung

berücksichtigt und die Frage des Eigenkapitals mit einschliesst. Hier ist der Trend des Teams Europa besser.

Match 9: Aktivität – USA 4 : Europa 5

Hier gibt es keinen Gewinner. Aktivität (Umsatz/Vermögen) ist ein einfaches Mass, gibt uns aber einen enormen Mehrwert, da es die Agilität der Unternehmen beschreibt und in der Einzelanalyse ein wichtiges Warnsignal liefern kann. Der Quotient zeigt, wie effizient ein Unternehmen die Assets in Umsatz wandelt. Erstaunlich ist die hohe Korrelation und der unbefriedigende Trend in beiden Teams.

Match 10: Altman Z-Score – USA 5 : Europa 5

Hole-in-one für Team USA: Das Altman Z-Score verbindet Kapitalstruktur, Profitabilität, Liquidität, Eigenkapitalisierung und Marktsignale zu einer Bonitätszahl, die in den USA deutlich höher liegt als in Europa. Erstaunlich ist auch hier die hohe Korrelation der Z-Scores, der Trend der beiden Unternehmensgruppen ist also ähnlich, das Niveau in den USA aber markant höher.

Match 11: Financial Engineering – USA 5 : Europa 6

Financial Engineering umfasst für uns alles, was der **Gläubiger** nicht will: Dividenden, Aktienrückkäufe, Erhöhung des Akquisitions-Goodwills, Erhöhung der Schulden und Reduktion des Eigenkapitals. Wir kumulieren diese Massnahmen über die Zeit und vergleichen sie zum (ebenfalls kumulierten) Umsatz. Das Bild ist klar: Team USA hantiert mit deutlich mehr Financial Engineering als Team Europa.

Team Europa führt, es kommt zum Entscheidungsspiel: kann Team USA noch ausgleichen?

Match 12: Agency Darlings – USA 5,5 : Europa 6,5

Er ist das Lieblingskind der grossen Rating-Agenturen: der **Interest Coverage** (Ebit/Umsatz). Er ist zwar nicht unser präferiertes Mass, aber er wird so oft angewendet, dass wir ihn hier ebenfalls berücksichtigen. **FFO/Debt** (Mittelfluss aus Geschäftstätigkeit im Vergleich zur Verschuldung) steht ebenfalls im Fokus der Rating-Agenturen, bringt aber in unserer Analyse nicht wesentlichen Mehrwert. Interessanterweise ist der Median beider Masszahlen in beiden Samples zuletzt **fast identisch**. Allerdings ist der Trend verschieden, beim Team Europa zeigt er eher seitwärts, beim Team USA ist er eher negativ. Als faire Sportler verzichtet Team Europa generös auf diesen Sieg, er wäre eher billig zustande gekommen. Das ist aber kein Problem, Europa hat immer noch knapp die Nase vorn.

And the winner is: Team Europa!

Knapp zwar, aber immerhin. Beantwortet ist damit die eingangs geäusserte Frage nach dem Grund für die hohe Korrelation zwischen den Risikoaufschlägen in Europa und den USA: Die Vor- und Nachteile der beiden Regionen gleichen sich fast aus.

Der Bonitätsvergleich zwischen Europa und den USA zeigt zweierlei: es gibt zwar jeweils einen Gewinner, aber trotzdem keine klare Überlegenheit einer Region, und die USA und Europa unterscheiden sich fundamental. Die **USA** sind renditestärker, aber fragiler, mit höherem Umsatz- und Bruttogewinnwachstum, strukturell höheren Margen und

Kapitalrenditen, stärkerer Nutzung von Financial Engineering und höherem ökonomischen Leverage, aber einer weniger hohen harten Eigenkapitalbasis.

Europa scheint substanzstärker, aber weniger dynamisch zu sein, mit schwächerem Wachstum, aber besserer Konversion des freien Cashflows, mit deutlich höherer Eigenkapitalisierung und geringerem Einsatz bilanzieller Hebelmechanismen.

Für beide Regionen gilt: Der Einsatz von Akquisitions-Goodwill ist hoch und verzerrt die ausgewiesene Eigenkapitalqualität, Wachstum führt nicht zu proportionaler Verbesserung von Margen, Mehrwert oder Kapitalisierung, die Unternehmen werden renditeorientierter, die Bilanzen aber schwächer und damit abhängiger vom Kapitalmarkt. Die grossen Trends sind, gelinde gesagt, nicht überaus positiv.

USA ist ein Rennwagen, Europa ist ein Diesel.

Welches Fazit lässt sich ziehen, wenn die Unternehmen in den beiden Teams einzeln angeschaut werden?

Mit unserem Ansatz, die Bonität von Unternehmen zu analysieren, der in dieser Broschüre erklärt wird, erhalten wir ein **valables Prognose-Tool** für die Einschätzung der grossen Rating-Agenturen. Die gute Nachricht: Ohne Berücksichtigung des Goodwills verfügt ein stattlicher Teil der Unternehmen über einen Bonitätstrend, der uns keine Sorgen macht. Allerdings ist der Gebrauch von Akquisitions-Goodwill endemisch und hat viele Bilanzen zerrüttet.

Mit Berücksichtigung des Akquisitions-Goodwills wandelt sich das Bild komplett. Und zwar so sehr, dass gar der Aufbau eines diversifizierten Portfolios erschwert wird. Allerdings interessieren sich weder Moody's noch Standard & Poor's für das Thema Goodwill. Das überrascht wenig, verfügen beide doch selbst über Goodwill von 39% bzw. 58% der Assets (!) und haben kaum bzw. negatives hartes Eigenkapital. Für uns eröffnet sich in der Bond-Analyse damit ein «Free Lunch».

Vor Berücksichtigung des Akquisitions-Goodwills ist die Verteilung im Team Europa deutlich besser als in den USA, danach ebnet sich der Vorteil Europas fast komplett ein. Wer Akquisitions-Goodwill ab einer bestimmten Grösse als prohibitiv betrachtet, so wie wir das tun, muss einen Grossteil der Unternehmen als Investitionskandidaten ausschliessen.

Es stimmt, es gibt einige formidable Übernahmekünstler wie Danaher, LVMH oder Constellation Brands, die diese Logik erschüttern, und trotzdem glauben wir, dass exzessiver Gebrauch von Goodwill im Fall der Fälle das Recovery-Potenzial massiv einschränkt. So gesehen unterschätzt unsere Methode die Vertreter der wenig kapitalintensiven Compounders mit starker Marke und wertvollen Patenten, die hohe Kapitalrenditen erzielen und den Cashflow laufend in rentable Übernahmen investieren. Trotzdem können mit unserer Methode auch diese Unternehmen punkten.

Diese Art der Analyse, so sehr sie auch aussortiert, ist ein starkes Fundament für eine **gesunde Bond-Liste**, mit der Sie keine böse Überraschung erleiden werden.

Mit freundlichen Grüßen, Ihr Caddie

Jürg Lutz



Jürg Lutz ist Anleihenspezialist beim Schweizer Vermögensverwalter PK Assets, der auf die Anlage von Pensionskassengeldern spezialisiert ist. Er bezeichnet sich selbst als alten Hasen im Bondmarkt, was angesichts seiner mehr als dreissigjährigen Erfahrung in der Verwaltung von Anleihenportfolios nicht ganz abwegig ist. Vor geraumer Zeit hat er – gemäss eigenen Worten – nach einem dreijährigen Martyrium den CFA-Charterholder erworben. Der Bündner ist verheiratet und Vater von zwei Kindern. Er ist beseelt von der Vorstellung, bis zu seinem Ableben die Via Spluga, die entlang des alten Säumerpfades von Thusis ins italienische Chiavenna führt, mindestens hundert Mal zu wandern. Viel fehlt ihm bis zu diesem Ziel nicht mehr.

**MEINUNG****Korrelation des Monats: das perfekte Rezept für einen Melt-up-Boom an den Aktienmärkten**

In Ländern, in denen der Leidensdruck der hohen Staatsverschuldung am höchsten ist, könnte es schon bald zum denkbar drastischsten Eingriff in den Zinsmarkt kommen. Was das für die dortigen Aktien- und Anleiheninvestoren bedeutet.

Jürg Lutz 15.01.2026

**MEINUNG****Ein Weihnachtsmärchen der besonderen Art: wie die nächste Finanzkrise ablaufen könnte**

In wenig beachteten Nischen der Finanzmärkte laufen Trends, die unweigerlich zum grossen Knall führen, wenn ihnen nicht Einhalt geboten wird. Wir präsentieren ein mögliches Drehbuch der kommenden Krise.

Jürg Lutz 18.12.2025



**MEINUNG****Korrelation des Monats: Warum in den USA eine Zinskurvenkontrolle immer wahrscheinlicher wird**

Das Beispiel Japan zeigt, dass die Entschärfung des Schuldenproblems über eine Manipulation der Zinskurve nur mit enormen Begleiterscheinungen zu haben ist. Die japanischen Erfahrungen dürften eine Blaupause für den Westen sein.

Jürg Lutz 01.12.2025



Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.