

## Starke und teure Aktienmärkte

Der amerikanische S&P500 liegt gegenüber dem Jahresstart mit +20% im Plus, der DAX liegt bei +13% und der SMI bei ca. +8%. Seit Mitte Juli ist das nur unwesentlich höher bzw. beim SMI gar leicht tiefer.

Die Bewertungen der US Aktien sind weiter angestiegen. Das so genannte Shiller-PE, benannt nach dem Nobelpreisträger Robert Shiller, ist derzeit mehr als doppelt so hoch wie im historischen Schnitt. Nur in der Dotcom-Bubble um die Jahrtausendwende (mit nachfolgenden Kursverlusten um die 50%) und im bereits oben erwähnten temporären Höchst von Anfang 2022 waren die Bewertungen teurer als jetzt. Selbst im Vorfeld der grossen Depression der 1930er Jahre, als die amerikanischen Aktien innert knapp 3 Jahren mehr als 80% verloren, war das Shiller-PE etwas weniger atemberaubend hoch als derzeit.

## Analystenerwartungen unplausibel hoch

Die Börse soll ja bekanntlich die Zukunft reflektieren. Sind denn die Erwartungen der Analysten dermassen positiv, dass die extrem hohen Bewertungen gerechtfertigt sind?

Die Erwartungen der Analysten für die Umsätze liegen bei etwas weniger als +6% p.a. Wachstum bis Ende 2026 – positiv, aber nicht ausreichend. Anders sieht es bei den Gewinnen bzw. bei den Gewinnmargen aus. Sollten die Analysten recht bekommen, würden die Gewinnmargen auf noch nie gesehene Höhen von 18% (EBIT/Sales) ansteigen. Zum Vergleich: die Vor-Corona-Höchststände sind knapp 14%, **die Prognosen für die Gewinnmargen liegen also ca. 30% höher als die alten Höchststände!** Hat Corona oder die omnipräsente künstliche Intelligenz die marktwirtschaftliche Konkurrenz ausgeschaltet und ermöglicht nun dauerhaft wesentlich höhere Margen? Das erachten wir als nicht sehr wahrscheinlich, sprich die Gewinne dürften die hohen Erwartungen eher enttäuschen.

## Europa und Emerging Markets sind günstiger

Zum Glück sind nicht alle Märkte so extrem teuer wie die US Aktien. Günstiger als Europa und viel günstiger als die USA sind derzeit viele Emerging Markets.

Natürlich sind derzeit starke geopolitische Entwicklungen unübersehbar, die in der Tendenz obige Bewertungsunterschiede erklären können: Europa ist viel stärker vom Ukraine-Krieg negativ betroffen als die USA und hat auch weniger Firmen, die von der künstlichen Intelligenz profitieren. Und China seinerseits scheint von der Entkopplung und teilweise stattfindenden De-Globalisierung stärker betroffen zu sein. Dennoch sind wir der Ansicht, dass die Bewertungsschere zwischen den USA (teuer) und den anderen Märkten (fair bis günstig) zu gross geworden ist und in den kommenden Jahren sich wieder schliessen wird.