

# Nicht amerikanische Substanzwerte

## Die vergessene Assetklasse

### Autoren



Steven R. Gorham, CFA  
Portfoliomanager



David S. Shindler  
Portfoliomanager



Nicholas J. Paul, CFA  
Institutional Portfolio Manager

### Im Überblick

- Noch nie hatten Investoren so wenige nicht amerikanische Substanzwerte (Value) in ihren Portfolios wie zurzeit. Ein wichtiger Grund dafür ist, dass Aktien aus anderen Ländern aus der Mode gekommen sind. Das anhaltende Konzentrationsrisiko in den USA kommt verstärkend hinzu.
- US-Aktien, vor allem Technologie- und Wachstumswerte, sind seit über zehn Jahren sehr beliebt, aber jetzt scheint sich die Marktspitze zu verändern. Nicht amerikanische Aktien, insbesondere große Substanzwerte, haben sich 2025 und Anfang 2026 besser entwickelt als ihre US-Pendants. Ähnlich verhält es sich mit der Marktführerschaft aus der Stilperspektive. Hier kommt es früher oder später in der Regel zu einer Rotation. Tatsächlich könnte jetzt aber eine Verschiebung an den Märkten außerhalb der USA stattfinden. Seit Beginn der Zinserhöhungen Anfang 2022 haben sich hier Substanzwerte erheblich besser entwickelt als Wachstumswerte (Growth, Abbildung 1).
- Das aktuelle gesamtwirtschaftliche Umfeld (höhere Inflation, höhere Zinsen, US-Dollar auf Höchststand) und die Bewertungsunterschiede zwischen Substanzwerten aus den USA und anderen Ländern erinnern zusammen mit dem Konzentrationsrisiko in den US-Indizes an die letzte Phase, in der Value-Aktien von Nicht-US-Unternehmen längere Zeit vorn lagen.
- Investoren, die Diversifikationsvorteile nutzen wollen, könnten jetzt über Anlagen in Value-Large-Caps außerhalb der USA nachdenken. Die Sektorstruktur und die geringe Korrelation mit den US-Aktienmärkten machen die Assetklasse interessant.

Gut zehn Jahre lang bevorzugten Investoren angesichts sinkender Zinsen und Inflationserwartungen Anlagen in Growth-Aktien von Unternehmen, deren Gewinne weit in der Zukunft liegen, und ließen dabei die langfristigen Vorteile der Diversifikation außer Acht. Der gemessen am S&P 500 sehr technologielastige US-Markt hat in den letzten 15 Jahren (bis Dezember 2025) jährlich 14,1% Ertrag erzielt. Beim S&P-500-Technologiesektor, der heute 34% Anteil am Gesamtmarkt hat, waren es sogar 20,1%. Der MSCI EAFE Value Index, in dem Unternehmen aus wenig beliebten Sektoren wie Banking, Bergbau & Metalle sowie Öl stark vertreten sind, lag dagegen nur um 6,4% im Plus. Wenig überraschend wurde in diesem Zeitraum immer mehr in den wachstumsorientierten US-Markt investiert, sodass nicht amerikanische Aktien das Nachsehen hatten, vor allem große Substanzwerte (Abbildung 2).

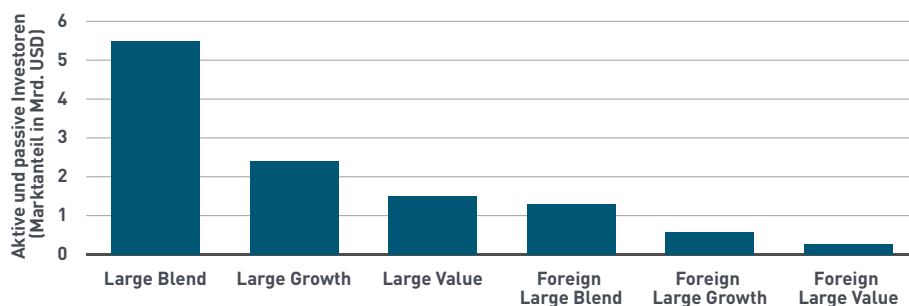


**Abbildung 1: MSCI EAFE Value erheblich besser als MSCI EAFE Growth seit Anfang 2022**



Quelle: FactSet SPAR. Tagesdaten vom 31. Dezember 2021 bis zum 31. Dezember 2025. Die Grafik zeigt den kumulierten Mehrertrag des MSCI EAFE Value Index gegenüber dem MSCI EAFE Growth Index. Nettogesamtertrag in US-Dollar. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse. Man kann nicht direkt in einen Index investieren.

**Abbildung 2: Extreme Übergewichtung von US-Aktien gegenüber nicht amerikanischen Aktien**



Quelle: Morningstar, Inc., Stand 31. Dezember 2025.

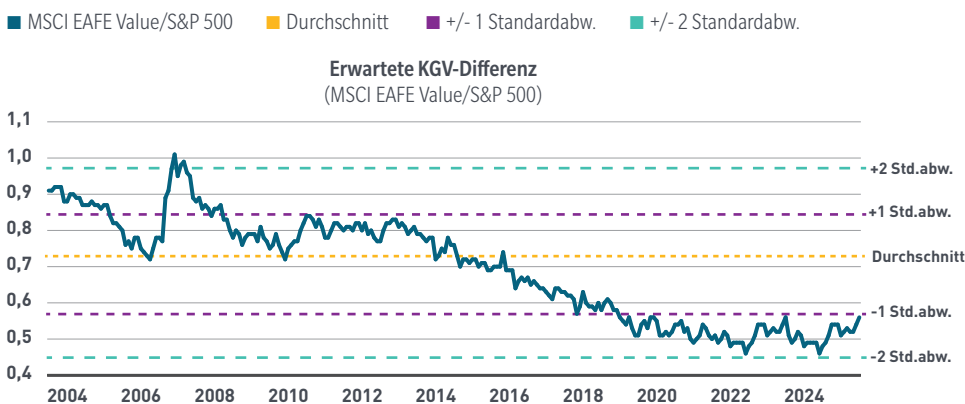
Angesichts des Hypes um US-Aktien, vor allem um Technologietitel, scheinen Investoren vergessen zu haben, dass es mehrere längere Phasen gab, in denen nicht amerikanische Substanzwerte bevorzugt wurden. Zu Beginn einer dieser Phasen hatte der US-Dollar um 40% aufgewertet, der S&P 500 hatte den EAFE Value Index in den vorangegangenen zehn Jahren um 7,2 Prozentpunkte p.a. übertroffen, und boomende Technologiewerte hatten einen großen Anteil am US-Aktienmarkt. In genau dieser Phase lag die Rendite 10-jähriger Treasuries bei 5,25% und die weltweite Inflation bei 3,4%, was der heutigen Lage mehr entspricht als die Welt ohne Inflation und mit Nullzinsen in den zehn Jahren nach der internationalen Finanzkrise. US-Aktien wurden mit einem KGV von 24 (auf Basis der Gewinnerwartungen für die nächsten 12 Monate) gehandelt, nachdem die Bewertungen am extrem konzentrierten, technologielastigen US-Markt massiv gestiegen waren. Kommt Ihnen das bekannt vor? Nein, wir sprechen nicht von heute, sondern von Januar 2001. Wir alle wissen, was als Nächstes geschah: Die Dotcom-Blase in den USA platzte.



Am 31. Dezember 2025 hatte der US-Dollar um 26% aufgewertet, und der S&P 500 lag um 9,7 Prozentpunkte p.a. vor dem EAFE Value (über die vorangegangenen 15 Jahre). Die Rendite 10-jähriger Treasuries lag bei 4,1%, die weltweite Inflation betrug nach den zu diesem Zeitpunkt jüngsten Daten 3,0%, und der US-Markt war mit einem KGV von 22 (auf Basis der Gewinnerwartungen für die nächsten 12 Monate) bewertet.\* Außerdem sind seit dem Ende des letzten „KI-Winters“ über 30 Jahre vergangen, und Investoren setzen nun auf große Sprachmodelle (Large Language Models), eine Form von KI, die sich zu etwas von nahezu unschätzbarem Wert entwickelt hat. Man darf aber keinesfalls verschweigen, dass die heutigen Technologie-Mega-Caps, die von exzessiven Investitionen in generative KI profitieren, meist Qualitätsunternehmen sind – nicht vergleichbar mit den „Pets.coms“ und den „eToys“ der Dotcom-Ära. Wenn aber die Gewinne und Margen, die mit den rekordhohen Investitionen in diesen kleinen Marktbereichen erzielt werden sollen, die in ihren Kursen enthaltenen hohen Erwartungen enttäuschen, und wenn die KGV sinken, könnten die vergleichsweise günstig bewerteten nicht amerikanischen Aktien eine enorme Chance sein. Das gilt vor allem für Value-Aktien.

So weit – so gut. Wir wollen uns auf die Zeit nach der Dotcom-Blase konzentrieren, denn die Investorserträge hängen von den nächsten zehn Jahren ab, nicht von den letzten. Im Geschäftszyklus der 2000er-Jahre (von Januar 2000 bis Dezember 2007) ist der MSCI EAFE Value Index um 8,2% p.a. gestiegen – fast fünfmal so stark wie der S&P 500, der nur um 1,7% zulegte, weil der Technologiesektor um 7,7% einbrach. Verantwortlich für die schwachen US-Aktienerrträge war der Einbruch des KGV des S&P 500 um 41%. Der annualisierte Ertrag nicht amerikanischer Substanzwerte von 8% war unterdessen ausschließlich Gewinnen und Dividenden zu verdanken. In diesem Zusammenhang sollte man die Marktstrukturen des S&P 500 und des MSCI EAFE Value Index betrachten. Sie könnten kaum unterschiedlicher sein. Der vielleicht augenfälligste Unterschied ist – abgesehen davon, dass die Bewertungen noch immer um mehr als 1 Standardabweichung niedriger sind als die des S&P 500 –, dass der EAFE Value Index, an dem zyklische Sektoren mit zeitnahen Gewinnen wie Finanzen, Grundstoffe, Industrie und Energie einen großen Anteil haben, erheblich diversifizierter ist als der technologieelastige S&P 500 (Abbildungen 3a und 3b). Wichtig ist dies, weil Technologie zwar nach wie vor spannende Investmentchancen bietet, wir aber überzeugt sind, dass weitere Sektoren und Branchen gut aufgestellt sind, um von künftigen Unternehmensgewinnen zu profitieren.

### Abbildung 3a: Seit 2016 sind die Bewertungen nicht amerikanischer Substanzwerte immer attraktiver geworden

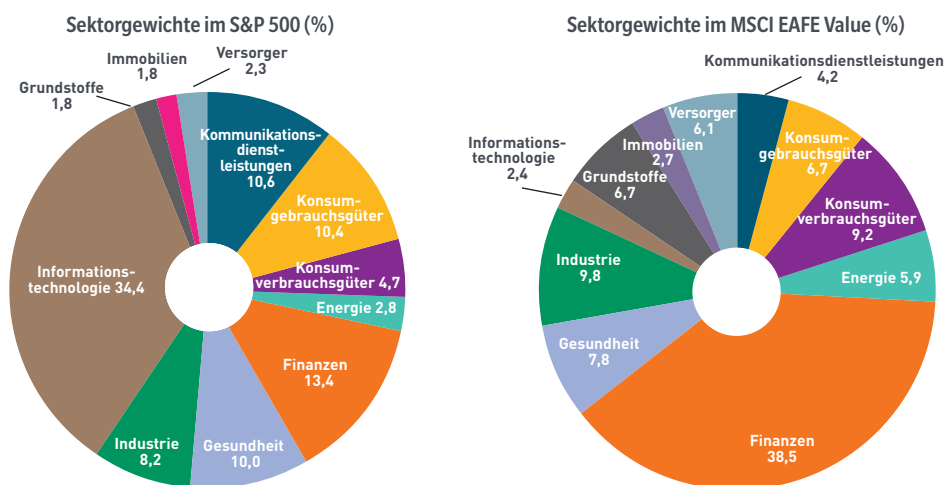


\* Die Inflation, gemessen am Verbraucherpreisindex, gibt die jährliche prozentuale Veränderung der Kosten eines Korbs aus für Verbraucher relevanten Produkten und Dienstleistungen an, der unveränderlich sein oder in bestimmten Intervallen (z.B. jährlich) angepasst werden kann. Dieser Indikator misst die prozentuale Veränderung zu konstanten Preisen (Basisjahr 2015) gegenüber dem jeweiligen Vorjahreswert in US-Dollar. International Financial Statistics Database, Internationaler Währungsfonds (IWF), 31. Dezember 2025.

Quelle: FactSet Market Aggregates. Monatsdaten vom 31. März 2005 bis zum 30. September 2025. Erwartetes Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) auf Sicht von 12 Monaten auf der Grundlage der durchschnittlichen Brokerschätzungen von FactSet.



Abbildung 3b: S&P 500 IT-lastig, EAFE Value nach zyklischen und Sektoren mit zeitnahen Gewinnen diversifiziert



Quelle: FactSet, Stand 31. Dezember 2025.

### Die Gewinnentwicklung dürfte vielen zugutekommen

Die Parallelen zwischen der aktuellen Lage und den frühen 2000ern – Inflation, Zinsen, Bewertungen, Konzentrationsrisiken, starker US-Dollar – sind unverkennbar. Wichtiger ist aber vermutlich, dass Technologie und Künstliche Intelligenz zwar eine wichtige Rolle in unserem Alltag spielen werden, wir aber der Ansicht sind, dass künftige Investmenttrends viel mehr Sektoren und Branchen zugutekommen werden als nur den technologieelastigen US-Unternehmen der letzten zehn Jahre. Die bewährten Vorteile der Diversifikation werden ab jetzt in Kundenportfolios an Bedeutung gewinnen.

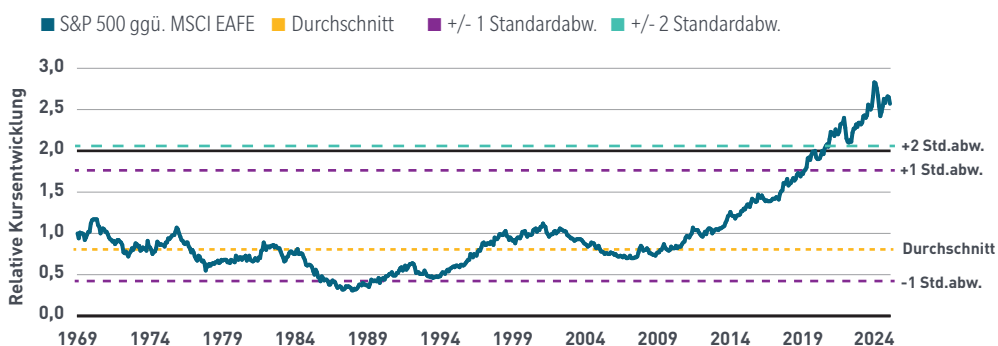
Zu diesen Trends zählen vermutlich höhere Investitionen (im Gegensatz zu technologiefokussierten Betriebsausgaben), Infrastrukturmodernisierungen, Energie und die Energiewende, Verteidigung und nationale Sicherheit sowie Repatriierung und Lokalisierung von Lieferketten, um nur einige zu nennen. Davon dürften viele US-Unternehmen profitieren, aber auch viele Firmen außerhalb der USA. Die USA sind zwar weltweiter Technologieführer, aber es wäre naiv zu glauben, dass alle Weltmarktführer in den vielen Sektoren und Branchen ihren Sitz in nur einem Land oder einer Region hätten. Und wenn die Inflation länger hoch bleibt als erwartet, könnten Banken weiter von höheren Zinsen profitieren – solange die Weltwirtschaft nicht in eine längere Rezession fällt. Dies gilt vor allem für nicht amerikanische Banken, die seit der Staatsschuldenkrise strengeren Regulierungen unterliegen und weniger Zinseinnahmen haben, sodass sie ihre Risiken deutlich abgebaut haben und erheblich weniger verschuldet sind. Zudem hat eine Konsolidierung stattgefunden. Trotz alledem sind viele von ihnen aus unserer Sicht nach wie vor attraktiv bewertet.



## Diversifikation

Nachdem wir wichtige Parallelen zwischen den Jahren vor dem Zyklus der 2000er und heute gezogen haben, sollten wir das große Ganze nicht vergessen: die langfristigen Vorteile der Diversifikation. Die ausgedehnte Phase mit Mehrertrag von US-Aktien gegenüber dem EAFE Value Index über gleitende 5-Jahres-Zeiträume (Stand 31. Dezember 2024) war bis 2025 die längste der letzten 40 Jahre. Obgleich nicht amerikanische Aktien im Jahr 2025 sehr erfolgreich waren, haben US-Aktien noch nie so viel besser abgeschnitten als Titel von Unternehmen außerhalb der USA, was uns bei den aktuellen Kursen gelinde gesagt extrem überzogen erscheint (Abbildung 4). Früher oder später dürfte die Entwicklung kippen – das war schon immer so. Dann werden Investoren von den Vorteilen der Diversifikation profitieren.

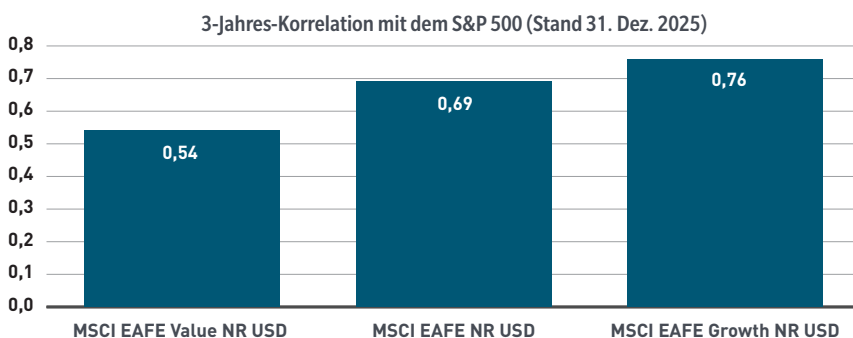
**Abbildung 4: Im langfristigen Vergleich erscheinen US-Aktien zu weit vorn**



Quelle: FactSet. Monatsdaten des S&P 500 Kursindex (US-Aktien) und des MSCI EAFE Kursindex (Nicht-US-Aktien) vom 30. Dezember 1969 bis zum 31. Dezember 2025. Indexentwicklung in US-Dollar. Bei einer Standardabweichung über 1,0 schneidet der S&P 500 Index langfristig besser ab.

Neben der guten Wertentwicklung für langfristige Investoren im letzten Jahr kann eine Anlage in nicht amerikanische Value-Aktien die US-Positionen in einem Aktienportfolio gut diversifizieren. Die bisherigen Vorteile der Diversifikation sind für Investoren nichts Neues. Heute bieten nicht amerikanische Substanzwerte nicht nur mehr Vielfalt (auch im Vergleich zu Nicht-US-Core- und -Growth-Titeln). Das Ausmaß der Diversifikation ist relativ betrachtet so groß wie noch nie und in den letzten Jahren sogar noch gestiegen (Abbildungen 5a und 5b).

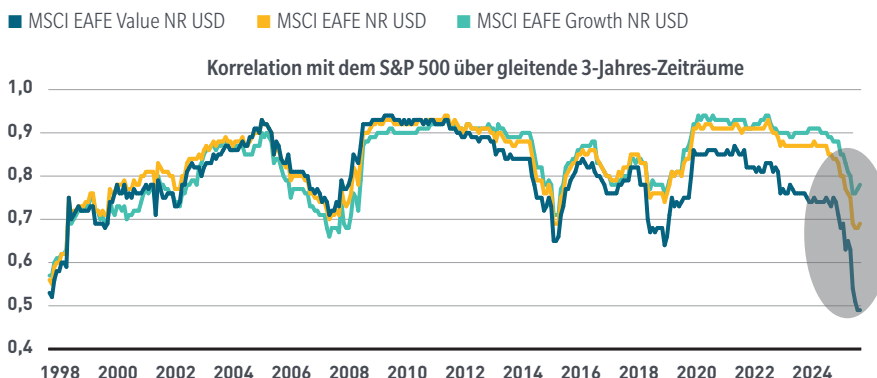
**Abbildung 5a: Nicht amerikanische Substanzwerte sind weniger mit US-Aktien korreliert als Nicht-US-Core- und -Growth-Titel**



Quelle: Morningstar Direct, Stand 31. Dezember 2025.



**Abbildung 5b: Nicht amerikanische Substanzwerte: So vielfältig wie seit 25 Jahren nicht mehr**



Quelle: FactSet. Gleitende 3-Jahres-Korrelation auf Grundlage von Monatsdaten von Dezember 1997 bis Dezember 2025.

### Fazit

Zwei Phasen sind zwar niemals identisch, aber es gibt Parallelen zwischen heute und den acht Jahren ab den frühen 2000ern, als nicht amerikanische Substanzwerte erheblich besser abschnitten als ihre US-Pendants. Inflation, Zinsen, Wert des US-Dollar, Bewertungsunterschiede oder auch nur das erhöhte Konzentrationsrisiko in den US-Indizes – die Ähnlichkeiten sind verblüffend. Wichtiger noch ist aber vermutlich, dass nach einer langen Phase ohne Inflation und mit Nullzinsen, in der Diversifikation die Performance bremste, die enormen Diversifikationsvorteile von Anlagen in nicht amerikanische Substanzwerte in den nächsten Jahren von erheblichem Wert für Investoren sein könnten. ▲



## Wichtige Risikohinweise

Aufgrund einer ungünstigen Entwicklung von Währungen, Konjunktur, Branchen, der politischen Lage, aufsichtsrechtlichen Vorgaben, Weltpolitik oder anderen Faktoren können Anlagen in bestimmten Märkten mit größeren Risiken verbunden oder volatiler sein. Die Aktienmärkte und einzelne Aktien können aufgrund (tatsächlicher oder wahrgenommener) emittenten- und marktspezifischer, konjunktureller, sektorspezifischer, (welt)politischer, aufsichtsrechtlicher und anderer Risiken schwanken und stark fallen.

Standard & Poor's® und S&P® sind eingetragene Handelsmarken von Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P); Dow Jones ist eine eingetragene Handelsmarke von Dow Jones Trademark Holdings LLC (Dow Jones). S&P Dow Jones Indices LLC hat ihre Nutzung genehmigt, und MFS darf sie zu bestimmten Zwecken nutzen. Der S&P 500® ist ein Produkt von S&P Dow Jones Indices LLC. Das Unternehmen hat MFS die Nutzung des Index genehmigt. Die Produkte von MFS werden von S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P oder ihren Tochterunternehmen nicht gefördert, angeboten, vertrieben oder beworben. Weder S&P Dow Jones Indices LLC noch Dow Jones, S&P oder ihre Tochterunternehmen treffen eine Aussage darüber, ob diese Produkte empfehlenswert sind.

MSCI gibt keinerlei explizite oder implizite Garantien oder Gewährleistungen und übernimmt keinerlei Haftung für die hierin enthaltenen MSCI-Daten. Die MSCI-Daten dürfen weder weitergegeben noch als Grundlage für andere Indizes, Wertpapiere oder Finanzprodukte genutzt werden. Dieses Dokument wurde von MSCI weder erstellt noch genehmigt oder geprüft.

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf eines Wertpapiers oder als Anlageberatung verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

## GLOBALER DISCLAIMER

Sofern nicht anders angegeben, sind Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsnamen Marken von MFS® und den Tochtergesellschaften von MFS und können in manchen Ländern eingetragen sein.

Herausgegeben von: **USA:** MFS Institutional Advisors, Inc. (MFSI), MFS Investment Management und MFS Fund Distributors, Inc. (SIPC-Mitglied); **Lateinamerika:** MFS International Ltd.; **Kanada:** MFS Investment Management Canada Limited. **Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. **Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg, Tel. +352 2826 12800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren gemäß lokalen Bestimmungen. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde. **Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). **Australien/Neuseeland:** MFS International Australia Pty Ltd. (MFS Australia) (ABN 68 607 579 537) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hongkong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte tätigen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine regulierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan und der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen.