

# Gewinne lügen nicht: Was wir vom EAFE Index lernen können

## Autor



**Robert M. Almeida**  
Portfoliomanager  
und Global Investment Strategist

## Im Überblick

- Analysten schreiben gerne, dass der MSCI EAFE seit der internationalen Finanzkrise hinter dem S&P 500 zurückliegt. Das stimmt zwar, hilft uns aber nicht weiter.
- Entscheidend für die Performance sind die Unternehmensgewinne.
- Wenn Ausgaben und Preise jetzt nachhaltig steigen, könnte der EAFE Index wieder vorn liegen.

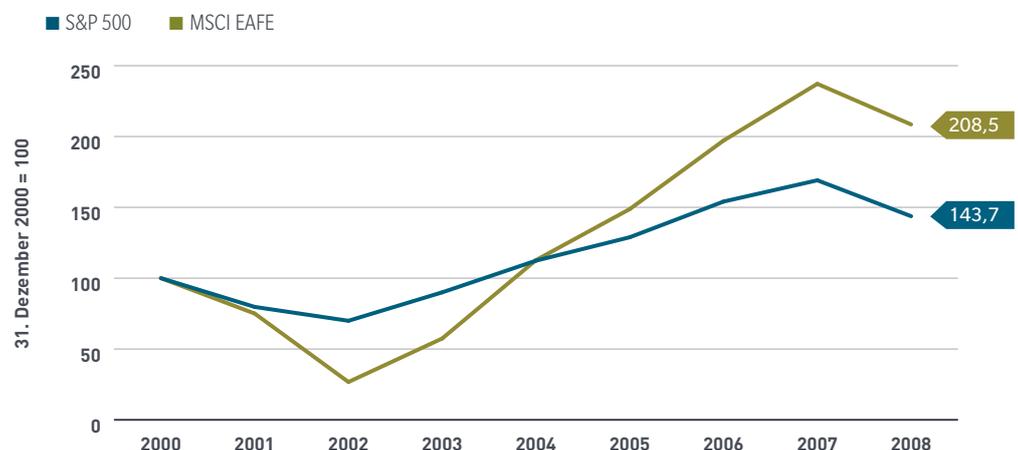
Wissen ist eine Ansammlung von Fakten – und Verstand ist die Fähigkeit, sie zu vereinfachen. „Knowledge is knowing a tomato is a fruit; wisdom is knowing not to put it in a fruit salad“, sagt man in den USA. Der Unterschied zwischen Wissen und Verstand ist heute wichtiger denn je. Informationen im Überfluss führen dazu, dass man einfache Wahrheiten oft nicht mehr erkennt.

Zuletzt las man oft, dass der MSCI EAFE Index letztmals vor der internationalen Finanzkrise 2008 vor dem US-Markt lag. Das stimmt zwar, wird aber oft falsch interpretiert – und hilft uns isoliert betrachtet auch nicht weiter. Wenn Regionen, Assetklassen, Branchen und Einzelwerte zurückfallen, hat das nichts mit früheren Mehrerträgen zu tun. Wissen bedeutet, das Ausmaß der Performanceunterschiede zu kennen. Wer aber die Gründe verstehen und mögliche Änderungen prognostizieren will, braucht Verstand.

## Die Wahrheit liegt in den Gewinnen

Von 2000 bis 2008 ließ der MSCI EAFE den S&P 500 deshalb hinter sich, weil das Gewinnwachstum in der EAFE-Region höher war als in den USA (Abbildung 1). Da eine Aktie ein Anspruch auf die Aktiva und Cashflows eines Unternehmens ist, führte der stärkere Anstieg der Gewinne je Aktie zu Mehrerträgen gegenüber dem S&P 500.

**Abbildung 1: Kumulierte Veränderung der Gewinne je Aktie, 2000–2008**

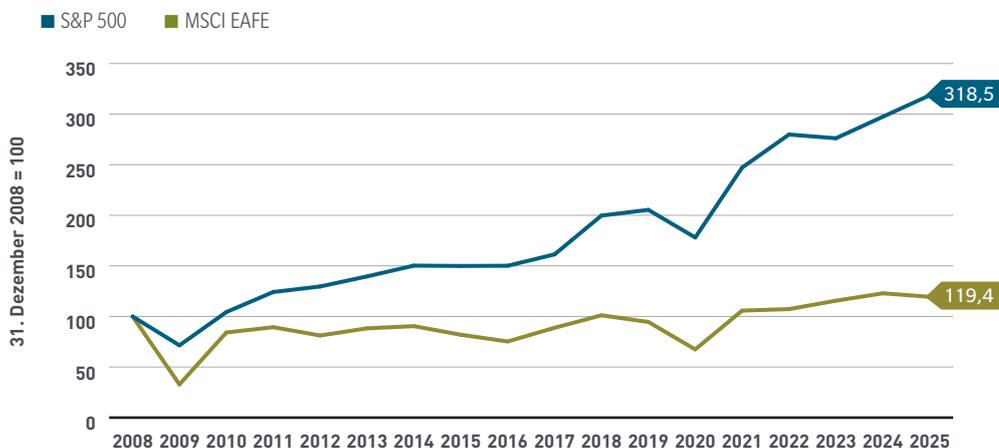


Quelle: Bloomberg. Jahresdaten vom 31. Dezember 2000 bis zum 31. Dezember 2008. Gewinne je Aktie in den letzten zwölf Monaten.



In den letzten 15 Jahren war es dann umgekehrt. Jetzt wuchsen die Gewinne des MSCI EAFE schwächer, und der Index fiel hinter den S&P 500 zurück (Abbildung 2).

### Abbildung 2: Kumulierte Veränderung der Gewinne je Aktie, seit 2009



Quelle: Bloomberg. Jahresdaten vom 31. Dezember 2008 bis zum 31. Dezember 2024, Stand 31. Juli 2025. Gewinne je Aktie in den letzten zwölf Monaten.

Wir verwenden enorm viel Zeit darauf, Indexkonzentration, Duration und Erträge zu analysieren und mit den Vergangenheitswerten zu vergleichen. Dabei ist die Wahrheit so einfach: Auf die Gewinne kommt es an. Indexkonzentration und Marktzyklen sind die Folgen der Gewinnentwicklung – und nicht etwa deren Ursachen.

Warum die Zeit bis 2008 so anders war als die Jahre danach, mag für die Gegenwart irrelevant sein. Die Analyse liefert aber interessante Erkenntnisse:

- **2003 bis 2008 – der Wachstumsmotor der Welt:** In dieser Zeit ist die Weltwirtschaft stark gewachsen, vor allem wegen des Aufstiegs Chinas sowie anderer Emerging Markets und der anschwellenden Preisblase am amerikanischen Immobilienmarkt. Entsprechend hoch war die Nachfrage nach Kapital, Arbeitskräften und Rohstoffen, von der EAFE-Unternehmen überdurchschnittlich profitierten. Ihre Umsätze reagieren stärker auf das Wirtschaftswachstum als die Umsätze von US-Unternehmen – und ihre Gewinne wegen der höheren Fixkostenquote erst recht. Wenn das Wachstum nachlässt, wird der Vorteil aber zum Nachteil. Es ist ähnlich wie bei Substanz- und Wachstumswerten: Bei steigendem Wirtschaftswachstum legen die Gewinne je Aktie von Substanzwerten stärker zu. Oft sind es reifere Unternehmen mit konjunktursensitiveren Umsätzen, während Wachstumsfirmen etablierten Firmen Marktanteile abnehmen wollen. Weil EAFE-Unternehmen US-Unternehmen hinter sich gelassen haben, entwickelten sich die Aktienkurse entsprechend.
- **Seit 2008 – langfristige Stagnation:** Nach der Rezession 2008 vergaben internationale Banken weniger Kredite, und die Verbraucher schnallten ihre Gürtel enger. Die Industrieländerunternehmen gaben weniger Geld aus und verlagerten die Produktion nach Asien. In China und den Emerging Markets ließ die Konjunktur nach. All das zusammen führte zu einem so schwachen Wachstum wie seit über 100 Jahren nicht mehr. Profitiert haben davon Unternehmen, die weniger konjunktursensitiv sind, vor allem US-Technologiefirmen. Ihnen gelang es, in der Krise Marktanteile zu gewinnen. Oligopole, Monopole und Monopsonie entstanden. Sie waren sehr erfolgreich und steigerten trotz Stagnation den Gewinn.



### Ausblick: Gewinne im Wandel

Wir glauben, dass die Zeit jetzt reif für einen erneuten Paradigmenwechsel ist.

Das BIP-Wachstum hängt letztlich von Ausgaben und Preisen ab. Beides ist heute höher als von 2009 bis 2020. Dabei dürfte es bleiben, da auch künftig mehr Investitionsbedarf bestehen dürfte als in den 2010ern. Damals wurden die internationalen Lieferketten optimiert, um Effizienz und Ertrag zu steigern. Doch dann führten Corona, der Ukrainekrieg, die Eskalation im Nahen Osten und zuletzt auch die US-Zollpolitik dazu, dass Stabilität wieder wichtiger wurde als Kostenminimierung. Für zusätzlichen Kapitalbedarf sorgen unter anderem KI, steigende Energienachfrage und höhere Verteidigungsausgaben.

Zugleich ist die Zeit des Überangebots vorbei. Alle Produktionsfaktoren – Kapital, Arbeit und Vorprodukte – sind heute teurer als in den Jahren nach 2008.

Das Wirtschaftswachstum kann überall nachlassen – aus vielen Gründen. Aber neue Investitionszyklen in unterschiedlichen Branchen, höhere Faktorkosten und neue Unternehmen, die Marktanteile gewinnen wollen, könnten den Unternehmen in den USA stärker schaden als in den EAFE-Ländern. All das spricht unserer Ansicht nach geradezu mustergültig für Mehrertrag von EAFE-Aktien, die noch dazu günstiger bewertet sind.

### Fazit

Die Analyse früherer Konjunkturzyklen zeigt uns, dass es letztlich auf die Gewinne ankommt. Wenn sich die Rahmenbedingungen ändern, holen manche Aktien auf, und andere fallen zurück. Anleger können davon unserer Ansicht nach am stärksten profitieren, wenn sie Fundamentalanalysen nutzen – und wenn ihnen ein großes Researchteam zur Seite steht, das aus der wachsenden Informationsflut das herausfiltert, was am Markt wirklich zählt. ▲

Der **MSCI EAFE (Europe, Australia, Far East) Index (Net. Div.)** ist ein kapitalisierungsgewichteter Index, der die Aktienmarktentwicklung der Industrieländer mit Ausnahme der USA und Kanadas abbilden soll.

Der **Standard & Poor's 500 Stock Index** ist ein kapitalisierungsgewichteter Index aus 500 wichtigen Aktien, der die Wertentwicklung am US-Markt abbilden soll.

Quelle der Indexdaten: MSCI. MSCI gibt keinerlei Garantien oder Gewährleistungen und übernimmt keinerlei Verantwortung 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.

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 die Massachusetts Financial Services Company (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.

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung zum Kauf von Wertpapieren, Aufforderung 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 Investment Management; **Lateinamerika:** MFS International Ltd.

**Bitte beachten Sie, dass dieses Dokument in Europa und der Pazifikregion nur für die Weitergabe an professionelle Investoren und institutionelle Kunden bestimmt ist. In Kanada ist das Dokument nur für die Weitergabe an institutionelle Kunden bestimmt. In Katar ist dieses Dokument ausschließlich erfahrenen Anlegern und vermögenden Privatpersonen vorbehalten.**

**Hinweis für Anleger in Kanada:** Herausgegeben in Kanada von 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. +352 282 612 800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. 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) 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 (Hong Kong) 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 abschließen 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 registrierte 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 Mitglied 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 Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen. **Für Anleger in Saudi-Arabien, Kuwait, Oman und den Vereinigten Arabischen Emiraten (ohne DIFC und ADGM). In Katar ausschließlich für erfahrene Anleger und vermögende Privatpersonen. In Bahrain nur für erfahrene Institutionen: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind ausschließlich für professionelle Anleger bestimmt.** Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen kein Angebot, keine Einladung oder keinen Vorschlag zur Abgabe eines Angebots, keine Empfehlung zur Beantragung oder eine Meinung oder Beratung zu einem Finanzprodukt, einer Finanzdienstleistung und/oder einer Finanzstrategie dar und sollten auch nicht als solches ausgelegt werden. Obgleich wir davon ausgehen, dass diese Informationen korrekt sind, übernimmt MFS keine Garantie oder Gewährleistung dafür, dass sie frei von Fehlern, Irrtümern oder Auslassungen sind, oder für auf dieser Grundlage erfolgte Handlungen. Die Informationen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. MFS übernimmt keine Haftung für direkte oder indirekte Verluste oder Folgeschäden, die aus der Verwendung dieses Dokuments oder dem Vertrauen darauf entstehen. Dieses Dokument darf (ganz oder in Teilen) ohne die ausdrückliche Zustimmung von MFS International (U.K.) Ltd (MIL UK) nicht vervielfältigt, weiterverbreitet und verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen nur zur Information. Es ist nicht für die Öffentlichkeit bestimmt und sollte nicht öffentlich verteilt oder verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können Aussagen enthalten, die nicht vergangenheitsbezogen, sondern zukunftsgerichtet sind. Hierzu zählen unter anderem Projektionen, Prognosen und Schätzungen des laufenden Ertrags. Diese zukunftsgerichteten Aussagen basieren auf bestimmten Annahmen, von denen einige in anderen einschlägigen Dokumenten oder Materialien beschrieben sind. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren. Bitte beachten Sie, dass alle vom Herausgeber (MIL UK) gesendeten Materialien elektronisch aus dem Ausland gesendet wurden. **Südafrika:** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind nicht als öffentliches Wertpapierangebot in Südafrika gedacht, stellen kein solches Angebot dar und sollten daher auch nicht als solches ausgelegt werden. Dieses Dokument ist nicht für die allgemeine öffentliche Verbreitung in Südafrika bestimmt. Dieses Dokument wurde nicht von der Financial Sector Conduct Authority genehmigt. Weder MFS International (U.K.) Limited noch die einzelnen Fonds sind in Südafrika für den öffentlichen Vertrieb zugelassen.