

Vanguard Wirtschafts- und Marktausblick 2025: Jenseits der Landung

Auch im Jahr 2025 werden die Zinsen weltweit voraussichtlich sinken, zumal sich die Inflation in den meisten Industrieländern inzwischen den Zielmarken der Zentralbanken nähert. Die US-Wirtschaft hat im vergangenen Jahr von einer glücklichen Kombination aus hoher Produktivität und steigendem Angebot am Arbeitsmarkt profitiert, andere Volkswirtschaften sind weniger glimpflich davongekommen. Ein wesentliches Risiko für unseren US-Ausblick geht von einem möglichen Abriss dieser angebotsseitigen Strömung aus, allerdings könnte eine expansive Finanzpolitik negative Auswirkungen auf die Konjunktur gegebenenfalls abfedern.

In unserem Vorjahresausblick haben wir von einer neuen Ära positiver Realzinsen gesprochen, und diese Ära hält aus unserer Sicht noch immer an. Allerdings wachsen an den Märkten die Spannungen zwischen Kursmomentum und Überbewertungen: Je besser die Fundamentaldaten, desto überzogener die Bewertungen und umgekehrt. Ob Momentum oder Bewertungen im neuen Jahr die Renditen prägen werden, hängt letztlich von der Entwicklung kurzfristiger wirtschaftlicher und politischer Risiken ab.

Weiterhin positive Realzinsen

Zwar steuern die Zentralbanken auf den neutralen Zinssatz zu; wir gehen jedoch weiterhin davon aus, dass sich die Zinsen auf höherem Niveau einpendeln werden als in den 2010er-Jahren. Dieses Umfeld schafft die Voraussetzungen für solide Anleiherenditen in der kommenden Dekade. **Seite 6.**

Robuste US-Konjunktur

Die US-Wirtschaft ist im Jahr 2024 dank steigendem Arbeitskräfteangebot und höherer Produktivität kräftig gewachsen. Im neuen Jahr wird es entscheidend darauf ankommen, wie sich diese Faktoren sowie die Nachfrage und staatliche Konjunkturimpulse entwickeln werden. **Seite 7.**

Die Anspannung am Markt wächst

Einerseits besteht die Möglichkeit, dass wir einen Produktivitätsboom erleben, der die Bewertungen stützt, andererseits das Risiko, dass die Konjunkturentwicklung aufdeckt, wie anfällig die überzogenen Bewertungen am Aktienmarkt sind. **Seite 17.**

Inhalt

3

Zusammenfassung

6

Wirtschaftsausblick

16

Marktausblick

Vanguard Wirtschaftsprognosen 2025

Land/Region	BIP-Wachstum		Arbeitslosenquote		Kerninflation	Geldpolitik		
	2025		2025		2025	Jahresende 2024	Jahresende 2025	Neutraler Zinssatz
	Vanguard	Trend	Vanguard	NAIRU	Vanguard			
USA	2,1%	2,7%	4,4%	4,5%	2,5%	4,5%	4,0%	3,5%
Euroraum	0,5%	1,2%	6,9%	6,5%–7%	1,9%	3%	1,75%	2%–2,5%
UK	1,4%	1,2%	4,4%	4%–4,5%	2,4%	4,75%	3,75%	3%–3,5%
China	4,5%	4,2%	5,1%	5%	1,5%	1,4%	1,2%	4,5%–5%
Japan	1,2%	1,0%	2,4%	2,5%–3%	2,1%	0,5%	1,0%	0%

Anmerkungen: Prognosen per 2. Dezember 2024. Für die USA ist das BIP-Wachstum definiert als die Veränderung des BIP im vierten Quartal gegenüber dem Vorjahresquartal, für alle anderen Länder und Regionen als die jährliche Veränderung der Gesamtwirtschaftsleistung im Prognosejahr gegenüber dem Vorjahr. Die Prognosen für die Arbeitslosenquote entsprechen dem Durchschnitt für das vierte Quartal 2025. NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) ist die inflationsneutrale Arbeitslosenquote, eine Kennzahl für das Arbeitsmarkt-Gleichgewicht. Die Kerninflation schließt die volatilen Lebensmittel- und Energiepreise aus. Für die USA, die Eurozone, das Vereinigte Königreich und Japan ist die Kerninflation definiert als die Veränderung im vierten Quartal gegenüber dem Vorjahr. Für China ist Kerninflation definiert als die durchschnittliche jährliche Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Für die USA basiert die Kerninflation auf dem Kernindex der persönlichen Konsumausgaben, für alle anderen Länder/Regionen auf dem Kernverbraucherpreisindex. Zur US-Geldpolitik: Die Vanguard Prognose bezieht sich auf das obere Ende des Zielbereichs des Offenmarktausschusses der US-Notenbank. Der Leitzins in China entspricht dem 7-Tages-Reverse-Repo-Satz. Der neutrale Zinssatz ist der Gleichgewichtszinssatz, der die Wirtschaft oder Finanzmärkte weder stimuliert noch bremst.

Quelle: Vanguard.

Hinweise zur Verteilung von Asset-Renditen

Die hier präsentierten Renditeverteilungen verschiedener Assetklassen stellen die Vanguard Einschätzung der möglichen Bandbreite von Risikoprämien innerhalb der nächsten zehn Jahre dar; aus derartigen langfristigen Prognosen sollten keine kurzfristigen Schätzungen abgeleitet werden. Die möglichen, langfristigen Renditen werden von dem Vanguard Capital Marktes Model® (VCMM) erstellt und stellen die Konsenseinschätzung der Investment Strategy Group dar. Die zu erwartenden Risikoprämien – und die mit diesen Erwartungen einhergehende Unsicherheit – sind eine von zahlreichen qualitativen und quantitativen Faktoren, die in die Vanguard Anlagemethodik und den Portfolioaufbau einfließen.

WICHTIGER HINWEIS: Die Prognosen sowie andere Informationen, die von dem VCCM generiert werden und die Wahrscheinlichkeit verschiedener Anlageergebnisse zum Gegenstand haben, sind naturgemäß hypothetisch, stellen keine tatsächlichen Anlageergebnisse dar und garantieren keine zukünftigen Erträge. Die Verteilung der Renditen des VCMM wird aus 10.000 Simulationen für jede modellierte Assetklasse abgeleitet. Simulationen per 8. November 2024. Die Ergebnisse des Modells können mit jeder Nutzung sowie im Laufe der Zeit variieren. Weitere Informationen finden Sie in dem Abschnitt „Über das Vanguard Capital Markets Model“ auf Seite 22.

Zusammenfassung

Die Inflation ist in den letzten zwei Jahren weltweit deutlich zurückgegangen und nähert sich der Zwei-Prozent-Marke. Die Disinflation verlief jedoch nicht überall gleich, in den meisten Industrieländern lösten steigende Zinsen eine Konjunkturabkühlung aus. Eine bemerkenswerte Ausnahme: die US-Wirtschaft, die bei Vollbeschäftigung sogar schneller wuchs und sich offensichtlich nicht durch die restriktive Geldpolitik beeinträchtigen ließ.

Ist den USA also eine weiche Landung geglückt? Oder werden die hohen Zinsen eine harte Landung letztlich unvermeidlich machen? An den Märkten ging es in den letzten zwei Jahren um diese Fragen und insbesondere darum, ob der US-Notenbank (Fed) durch perfektes Timing ihrer Zinssenkungen eine Disinflation ohne Rezession gelingt.

Die Kombination aus außergewöhnlich hohen Wachstumsraten und sinkender Inflation, die wir in den USA gesehen haben, lässt sich jedoch nicht allein durch dieses „Landungsszenario“ erklären. Vielmehr deuten die eigentlichen Taktgeber der Konjunktur darauf hin, dass sich für Wirtschaft und Märkte ein neues Narrativ abzeichnet.

In unserem Jahresausblick 2025 verfolgen wir einen Ansatz, der sich auf die angebotsseitigen Faktoren, die die Entwicklung der US-Wirtschaft geprägt haben, konzentriert. Dazu gehören etwa steigende Arbeitsproduktivität und ein wachsendes Angebot an Arbeitskräften. Mit einem solchen Ansatz lassen sich nicht nur positive Wachstums- und Inflationsdynamiken besser erklären, sondern auch neue Risiken organischer erfassen, die sich etwa im Zuge von Einwanderungs- und Geopolitik sowie möglichen Handelszöllen ergeben.

Die Impulsgeber der US-Wirtschaft

In den USA standen der restriktiven Geldpolitik hohes reales BIP-Wachstum, eine Entspannung des überhitzten Arbeitsmarktes und sinkende Inflation gegenüber. Es mag auf der Hand liegen, die glückliche „sanfte Landung“ der Geldpolitik der Fed zuzuschreiben; eine genauere

Betrachtung legt jedoch den Schluss nahe, dass diese Interpretation die Entwicklung nur unzureichend beschreibt.

Das anhaltend robuste Wachstum der US-Wirtschaft scheint vielmehr das Ergebnis glücklicher angebotsseitiger Faktoren zu sein, darunter höheres Produktivitätswachstum und das steigende Angebot an Arbeitskräften. Grundsätzlich ist eine höhere Produktionsleistung nur dann mit sinkender Inflation vereinbar, wenn die Angebotsseite dominiert. Diese Dynamik hat unsere Prognosen für die US-Wirtschaft beeinflusst, gleichzeitig leiten sich aus ihr auch die größten Risiken ab.

Während die Angebotsseite das Wachstum auch 2025 ankurbeln könnte, könnten politische Risiken, etwa die Einführung von Handelszöllen oder eine strengere Einwanderungspolitik, zur Belastung werden. In einem solchen Szenario würde das Realwachstum der US-Wirtschaft von aktuell rund 3% auf etwa 2% zurückgehen. Diese politischen Risiken könnten nicht nur das Wachstum drücken, sondern auch den Inflationsdruck erhöhen. Wir gehen deshalb davon aus, dass sich die Kerninflation im Jahr 2025 überwiegend über der Marke von 2,5% bewegen wird. Die US-Zinsen dürften zwar auf 4% sinken; darüber hinausgehende Zinssenkungen könnten sich jedoch als schwierig erweisen, zumal die Fed jede Wachstumsabkühlung gegen ein mögliches erneutes Aufflammen der Inflation abwägen muss.

Weniger günstige Bedingungen außerhalb der USA

In anderen Volkswirtschaften entwickelte sich die Angebotsseite weniger günstig, weshalb sich die Kombination aus robustem Wachstum und deutlich sinkender Inflation außerhalb der USA nicht einstellte. Zwar liegt die Inflation in Europa inzwischen nur noch knapp über dem Zielwert; erkaufte wurde dieser Erfolg jedoch mit einer Stagnation in den Jahren 2023 und 2024, in denen magere Auslandsnachfrage, schwache Produktivität und die anhaltende Energiekrise die Konjunktur lähmten. Auch im kommenden Jahr dürfte das Wachstum unter dem langfristigen Durchschnitt liegen, eines der größten Risiken für

Europa geht von einem Rückgang des Welthandels aus. Die Europäische Zentralbank (EZB) wird ihren Leitzins bis Ende 2025 voraussichtlich auf 1,75% und damit unter den Neutralzinssatz senken.

Die chinesische Regierung hat trotz eines Ende 2024 eingeleiteten koordinierten Kurswechsels in der Geld- und Haushaltspolitik noch einiges zu tun. Dank sinkender Finanzierungskosten und staatlicher Konjunkturmaßnahmen dürfte das Wachstum in den kommenden Quartalen anziehen. Um der lahmen Weltwirtschaft, den strukturellen Problemen des Immobiliensektors und dem schwachen Vertrauen der privaten Haushalte wie auch der Unternehmen etwas entgegenzusetzen, bedarf es jedoch entschlossenerer und aggressiverer Maßnahmen. Unsere langfristigen Wachstumsprognosen für China liegen weiterhin unter dem Konsens, im kommenden Jahr rechnen wir mit weiteren geld- und haushaltspolitischen Eingriffen.

Die Ära positiver Realzinsen hält an - mit neuem Konfliktpotenzial

Zwar haben die Zentralbanken inzwischen einen Zinssenkungszyklus eingeleitet, wir gehen jedoch weiterhin davon aus, dass sich die Zinsen auf einem höheren Niveau einpendeln werden als in den 2010er-Jahren. Dieses Umfeld schafft die Voraussetzungen für solide Anleiherenditen in den kommenden zehn Jahren, wohingegen unsere Aktienprognosen vorsichtiger ausfallen. Selbst wenn die Leitzinsen kurzzeitig den neutralen Zinssatz unterschreiten sollten, um vorübergehende Konjunkturschwankungen auszugleichen, würde sich an diesen strukturellen Rahmenbedingungen nichts ändern. Die Ära positiver Realzinsen geht weiter.

Die wachsenden Spannungen zwischen Kursmomentum und Überbewertungen von Aktien stellen Anlegerinnen und Anleger vor eine Herausforderung: Je robuster die Fundamentaldaten, desto höher sind die Bewertungen. Ob im kommenden Jahr Kursmomentum oder Bewertungen die Renditen prägen werden, hängt letztlich von der Entwicklung wirtschaftlicher und politischer Risiken ab.

Anleihen mit besserem Risiko-/ Renditeprofil

Höhere Ausgangsrenditen haben das Risiko/Rendite-Profil von Anleihen deutlich verbessert. Daher gilt noch immer: Anleihen sind wieder attraktiv. Für Anlegerinnen und Anleger mit Basiswährung Euro erwarten wir in den kommenden zehn Jahren Renditen von 2,2 bis 3,2% pro Jahr für Euroraum-Anleihen und 2,3 bis 3,3% für währungsgesicherte globale Anleihen (ohne Euroraum-Anleihen).¹ Diese Prognosen beruhen auf dem Szenario einer schrittweisen Normalisierung der Leitzinsen und der Zinsstrukturkurven, kurzfristig bestehen allerdings weiterhin erhebliche Risiken.

Für US-Anleihen rechnen wir entlang der gesamten Zinskurve mit Renditen von über 4%. Wenn der Rückenwind von der Angebotsseite anhält, würde sich dies positiv auf das Trendwachstum und die Realzinsen auswirken. Alternativ könnten durch Einwanderungs- und globale Handelspolitik Risiken entstehen, die zu steigenden Inflationsprognosen und daher höheren Zinsen führen würden. Diese Risiken müssen gegen die Möglichkeit abgewogen werden, dass ein Wachstumseinbruch und eine darauffolgende Lockerung der Geldpolitik oder eine Flucht in „sichere Häfen“ zu einem deutlichen Renditerückgang führen. In Deutschland werden die langfristigen Renditen die Zwei-Prozent-Marke voraussichtlich weiterhin nicht unterschreiten.

Höhere Einstiegsrenditen bedeuten, dass moderat steigende Effektivzinsen die zukünftigen Renditen weniger stark belasten, denn selbst bei moderaten Zinserhöhungen und den damit einhergehenden Kursrückgängen würden die Kuponzahlungen ausreichen, um eine positive Gesamtrendite zu gewährleisten. Wer lange genug an seinem Anleiheportfolio festhält, damit die Kuponzahlungen die höheren Effektivzinsen aufholen, würde sogar trotz kurzfristiger Verluste höhere Gesamtrenditen abschöpfen können. Wir sind nach wie vor überzeugt, dass Anleihen eine wichtige Rolle als Stoßdämpfer in einem langfristigen Portfolio spielen können. Das größte Risiko sowohl für Anleihen als auch für Aktien geht von steigenden langfristigen Zinsen als Reaktion auf ein erneutes Aufflammen der Inflation aus, weshalb wir diese Entwicklung genau beobachten.

¹ Euroraum-Anleihen und währungsgesicherte globale Anleihen ohne Euroraum-Anleihen werden dargestellt durch den Bloomberg Euro-Aggregate Bond Index bzw. den Bloomberg Global Aggregate ex Euro Bond Index Euro Hedged.

Ob die Euphorie rational oder irrational ist, kann nur die Zeit zeigen

Mit US-Aktien konnten Anlegerinnen und Anleger in den letzten Jahren meist hohe Renditen abschöpfen, so auch im Jahr 2024, in dem sowohl das Gewinnwachstum als auch das Kurs-Gewinn-Verhältnis über den Prognosen lagen. Die entscheidende Frage lautet: Wie geht es weiter?

Nach unserer Einschätzung sind die Bewertungen in den USA zwar hoch, aber nicht so überhöht, wie es ein Blick auf traditionelle Kennzahlen vermuten ließe. Viele Großunternehmen haben sich vor den Zinsanhebungen zu günstigen Konditionen finanziert und so gegen eine restriktivere Geldpolitik abgesichert. Vor allem haben zunehmend wachstumsorientierte Sektoren wie Technologie die Marktentwicklung geprägt, wo höhere Bewertungen weniger bedenklich sind.

Dennoch müssen wir das Szenario eines bewertungsfördernden Produktivitätsbooms, wie wir ihn Mitte der Neunzigerjahre erlebt haben, gegen die Möglichkeit abwägen, dass das aktuelle Umfeld eher dem des Jahres 1999 entspricht. In diesem Fall könnte eine negative Konjunkturlage deutlich machen, dass Aktien aktuell teuer bewertet sind.

Mit 0,7 bis 2,7% mögen unsere Renditeprognosen für US-Aktien mit Blick auf die nächsten zehn Jahre (für Anlegerinnen und Anleger mit Basiswährung Euro) eher zurückhaltend erscheinen; zudem sind unsere Prognosen für globale Aktien mit 2,1 bis 4,1% nicht viel höher, schließlich besteht dieses Anlageuniversum zu 68% aus US-Aktien. Allerdings ist die Bandbreite möglicher Ergebnisse groß und Bewertungen selten ein guter Timing-Indikator.² Letztendlich werden hohe Ausgangsbewertungen die Renditen langfristig belasten. Die Geschichte zeigt jedoch, dass sich die US-Aktienmärkte kurzfristig nicht zwangsläufig von der Schwerkraft hoher Bewertungen beeindrucken lassen, sofern Wirtschafts- und Gewinnwachstum nicht einbrechen.

Attraktiver sind die Bewertungen außerhalb der USA. Daran wird sich allerdings möglicherweise auch nichts ändern, zumal wirtschaftliche und politische Risiken in diesen Ländern besonders

schwer wiegen. Über einen Zeitraum von mehr als fünf Jahren sind Unterschiede im langfristigen Kurs-Gewinn-Verhältnis der wichtigste Faktor für die Entwicklung relativer Renditen. Für Anlegerinnen und Anleger mit Basiswährung Euro erwarten wir in den kommenden zehn Jahren sowohl für Euroraum- als auch für Industrieländer-Aktien (ohne US-Aktien) eine Rendite von 5,1 bis 7,1%, für Schwellenländeraktien gehen wir von 3,1 bis 5,1% aus.³

Kurzfristig haben Wirtschaftswachstum und Gewinne jedoch größere Bedeutung. In den letzten Jahren waren das anhaltend schwache Wachstum und magere Gewinne außerhalb der USA der Grund dafür, dass die Aktienrenditen dieser Märkte im Vergleich zu den beeindruckenden Renditen von US-Aktien eher mau ausfielen. In den Schwellenländern liegen die Bewertungen nur aufgrund der Schwäche chinesischer Aktien unter ihrem Fair Value, allerdings stellt die Möglichkeit wachsender Handelsspannungen und unzureichender Konjunkturmaßnahmen in China ein zusätzliches Risiko für diese Märkte dar.

Die guten Renditeprognosen für Anleihen und unser eher zurückhaltender langfristiger Ausblick für US-Aktien sprechen für ein defensiveres Portfolio für Anlegerinnen und Anleger mit entsprechendem Risikoprofil, zumal höhere Risiken im Vergleich zu früheren Jahren nur mäßig vergütet werden. Für ein 60/40-Portfolio⁴ erwarten wir in den kommenden zehn Jahren eine Rendite von 2,5 bis 4,5%.

WICHTIGER HINWEIS: Die Prognosen sowie andere Informationen, die von dem VCMM generiert werden und die Wahrscheinlichkeit verschiedener Anlageergebnisse zum Gegenstand haben, sind naturgemäß hypothetisch, stellen keine tatsächlichen Anlageergebnisse dar und garantieren keine zukünftigen Erträge. Die Verteilung der Renditen des VCMM wird aus 10.000 Simulationen für jede modellierte Assetklasse abgeleitet. Simulationen per 8. November 2024. Die Ergebnisse des Modells können mit jeder Nutzung sowie im Laufe der Zeit variieren. Weitere Angaben finden Sie auf Seite 22.

² US-Aktien und globale Aktien werden dargestellt durch den MSCI USA Total Return Index Euro bzw. den MSCI AC World Total Return Index Euro.

³ Euroraum-Aktien, Industrieländer-Aktien (ohne USA) und Schwellenländer-Aktien werden dargestellt durch den MSCI Economic and Monetary Union (EMU) Total Return Index, den MSCI World ex USA Total Return Index Euro und den MSCI Emerging Markets Total Return Index Euro.

⁴ Die Aktienkomponente des Portfolios mit einem Aktienanteil von 60% und einem Anleiheanteil von 40% besteht aus globalen Aktien (MSCI AC World Total Return Index Euro), die Anleihekomponente aus währungsgesicherten globalen Anleihen (Bloomberg Global Aggregate Bond Index Euro Hedged).

Rund um den Globus sinken die Zinsen

In den Industrieländern ist die Inflation in den vergangenen zwei Jahren deutlich zurückgegangen, die Zielmarke von 2% kommt endlich in Sichtweite. Die Zentralbanken wähen die Inflation seit dem vergangenen Jahr unter Kontrolle und leiteten einen Zinssenkungszyklus ein, der sich im Jahr 2025 fortsetzen wird.

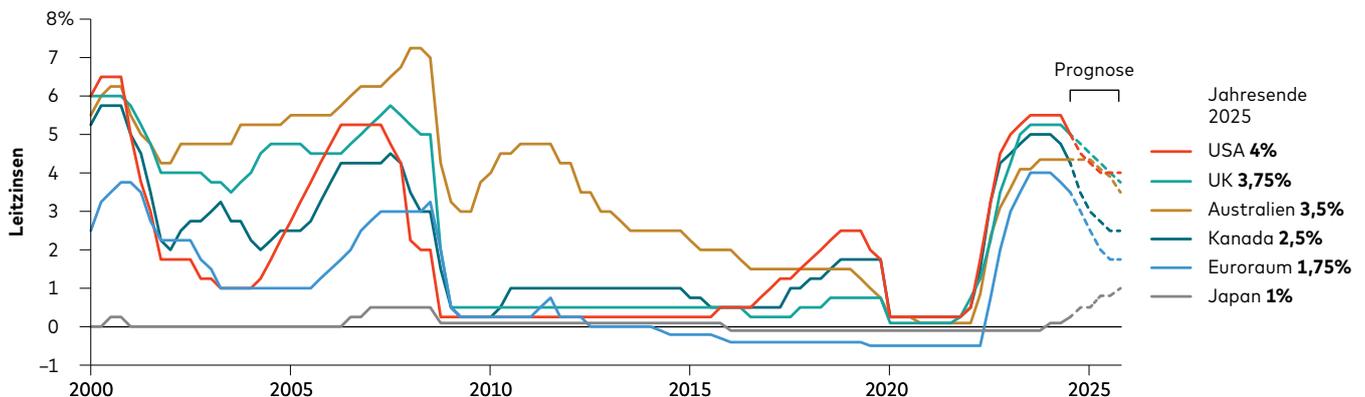
Trotz der erheblichen Fortschritte in der Inflationsbekämpfung gehen wir davon aus, dass die Kerninflation in den USA auch im kommenden Jahr über der Zwei-Prozent-Marke liegen wird. Insbesondere die Inflation der Mieten und Dienstleistungspreise dürfte sich als hartnäckig erweisen, weshalb die Fed weitere Zinssenkungen sorgfältig abwägen dürfte. Wir gehen davon aus, dass die Leitzinsen bis Ende des Jahres auf 4% sinken werden, wobei das Risiko eines erneuten Inflationsanstiegs überwiegt. In diesem Szenario müsste die Fed das Tempo ihrer Zinssenkungen drosseln oder sogar den Kurs ändern.

Die EZB hat in den Jahren 2023 und 2024 erhebliche Fortschritte bei der Eindämmung der Inflation erzielt, allerdings auf Kosten des Wirtschaftswachstums. Wir erwarten im kommenden Jahr ein unterdurchschnittliches Wachstum im Euroraum, weshalb die Zinsen bis

Ende des Jahres 2025 unter die Marke von 2% fallen dürften. In Australien rechnen wir wegen der hohen Inflation mit anhaltend hohen Zinsen auch im neuen Jahr, die kanadische Zentralbank dürfte ihre Zinsen dagegen relativ schnell senken, um das schwache Wachstum anzukurbeln. In China könnten Konjunkturimpulse kurzfristig für Wachstum sorgen, die strukturellen Probleme lassen sich jedoch nur durch konsequente haushalts- und geldpolitische Weichenstellungen lösen. Das Wachstum der japanischen Wirtschaft eröffnet dagegen Spielraum für eine Anhebung der Leitzinsen auf 1% bis Jahresende, weshalb Japan eine Ausnahme unter den Industrieländern bilden dürfte.

Trotz expansiverer Geldpolitik gehen wir davon aus, dass sich die Zinsen auf einem höheren Niveau einpendeln werden als in den 2010er-Jahren. Und selbst wenn die Leitzinsen kurzzeitig den neutralen Zinssatz unterschreiten sollten, um vorübergehende Konjunkturschwankungen auszugleichen, würde sich an diesen strukturellen Rahmenbedingungen nichts ändern. Die Ära positiver Realzinsen geht weiter und schafft die Grundlage für solide Anleiherenditen in den kommenden zehn Jahren.

Sinkende, aber anhaltend positive Realzinsen in den meisten Industrieländern



Anmerkungen: Die Grafik zeigt die Nominalzinsen verschiedener Zentralbanken für jedes Quartal bis zum 4. November 2024 sowie Prognosen für den Zeitraum danach. Die meisten großen Zentralbanken streben eine Inflationsrate von rund 2% an.

Quellen: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten von Macrobond; Stand: 4. November 2024.

USA: Robustes Wachstum dank angebotsseitiger Strömung

Die Disinflation in den USA hat bisher nicht zu größeren Wachstumseinbußen geführt. In den letzten zwei Jahren ist die 12-Monats-Inflation von 6,7 auf 2,1% gesunken,⁵ die Wachstumsrate lag im Jahr 2023 bei rund 3% und dürfte auch 2024 und 2025 die Zwei-Prozent-Marke nicht unterschreiten, die Lage am Arbeitsmarkt hat sich nur wenig entspannt.

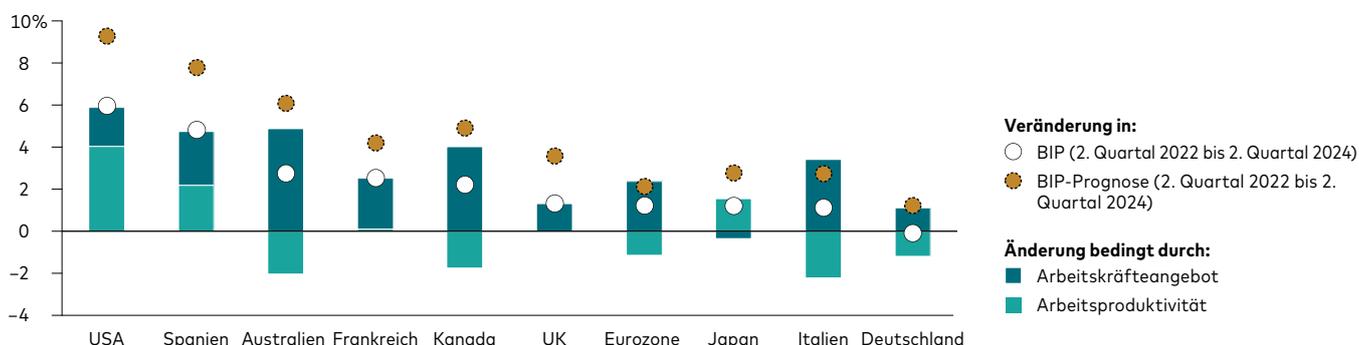
Grund für die robuste US-Konjunktur ist in erster Linie die positive angebotsseitige Strömung durch hohes Produktivitätswachstum und höheres Arbeitskräfteangebot: Zwischen dem zweiten Quartal 2022 und dem zweiten Quartal 2024 ist die Produktivität um 4% und das Beschäftigungsangebot um 1,8% gestiegen.⁶ Diese glückliche Fügung auf der Angebotsseite erklärt sowohl die deutlichen Fortschritte in der Inflationsbekämpfung als auch die schwache Wirkung der restriktiven Geldpolitik auf die Konjunktur.

Wie die Grafik deutlich macht, hatten andere fortgeschrittene Volkswirtschaften weniger Glück. Zwar ist das Arbeitskräfteangebot in den meisten Ländern in den vergangenen zwei Jahren gestiegen, das Produktivitätswachstum blieb jedoch sehr schwach, vor allem in Australien, Kanada, Italien und Deutschland. Eine Ausnahme bildet Spanien, wo die Produktivität deutlich gestiegen ist.

Für die Produktivitätsunterschiede zwischen den USA und anderen Industrieländern lassen sich vor allem drei Gründe anführen: Erstens hat in den USA ein deutlicher Anstieg von Unternehmensgründungen während der Pandemie, vor allem in High-Tech-Sektoren, für Innovation gesorgt. Zweitens ist die Arbeitslosigkeit in den USA zwar im Zuge der Pandemie sprunghaft angestiegen, jedoch ebenso schnell wieder gesunken. Zudem konnten viele Arbeitnehmer auf produktivere Arbeitsplätze umsteigen, was in anderen Volkswirtschaften durch Kurzarbeitsprogramme verhindert wurde. Drittens hat auch die expansive US-Haushaltspolitik die Produktivität in bestimmten Sektoren wie der Halbleiterindustrie und der Informationstechnologie angekurbelt, während andere Länder auf Haushaltsdisziplin setzten.

Diese angebotsseitige Strömung könnte das Wachstum auch 2025 ankurbeln, gleichzeitig könnten jedoch politische Risiken, etwa die Einführung von Handelszöllen oder eine strengere Einwanderungspolitik, zur Belastung werden und die Inflation anheizen.

Kumulierte Veränderung des BIP seit dem 2. Quartal 2022



Anmerkungen: Die Balken zeigen die kumulative Veränderung des Arbeitsangebots (gemessen an den geleisteten Arbeitsstunden) und der Arbeitsproduktivität (gemessen an der Leistung je geleisteter Arbeitsstunde) zwischen dem zweiten Quartal 2022 und dem zweiten Quartal 2024. Die weißen Punkte zeigen die kumulative Veränderung des BIP für jede Volkswirtschaft zwischen dem zweiten Quartal 2022 und dem zweiten Quartal 2024. Die hellbraunen Punkte zeigen die Prognose der kumulativen Veränderung des BIP für jede Volkswirtschaft zwischen dem zweiten Quartal 2022 und dem vierten Quartal 2025.

Quellen: Berechnungen von Vanguard auf Grundlage von Daten von Bloomberg, dem US Bureau of Economic Analysis, Eurostat, dem Australian Bureau of Statistics, Statistics Canada, dem Economic and Social Research Institute (Japan), dem Office for National Statistics, der Europäischen Zentralbank, dem US Bureau of Labor Statistics und der CEIC; Stand: 30. Oktober 2024.

⁵ Gemessen am Preisindex für die persönlichen Konsumausgaben (PCE); Stand: 30. September 2024.

⁶ Gemessen an den insgesamt geleisteten Arbeitsstunden.

Lehren aus der Geschichte: Die unbeständige Angebotsseite

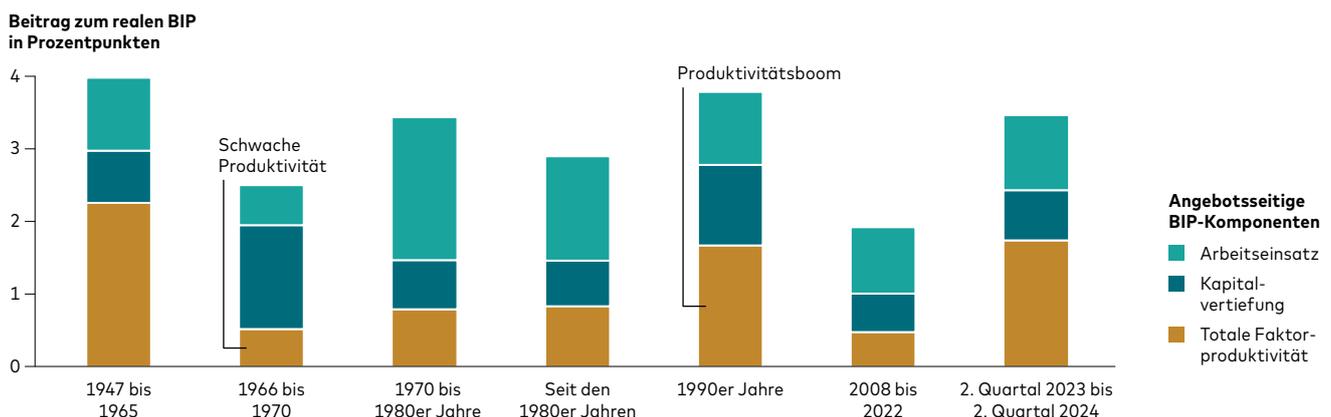
Auf eine Phase restriktiver Geldpolitik folgten in der Vergangenheit oft turbulente Zeiten, die in nicht wenigen Fällen in eine Rezession mündeten.⁷ Geldpolitik und externe Schocks – ob Kriege oder andere geopolitische Ereignisse – können die Entwicklung einer Volkswirtschaft erheblich beeinflussen, doch sollte man unerwartete Veränderungen der Angebotsseite nicht außer Acht lassen. Diese angebotsseitigen Überraschungen lassen sich kaum in Echtzeit messen und haben die Politik daher oft unvorbereitet getroffen.

Dies war zum Beispiel in den späten 1960er-Jahren der Fall, als die Fed bei der Einleitung eines Zinssenkungszyklus auf Probleme stieß: Die günstige produktivitätsbedingte Strömung riss ab, und eine wachsende Volkswirtschaft sah sich mit einem Inflationsanstieg konfrontiert. Die Fed musste daraufhin die Zinsen erneut aggressiv anheben und trug damit zu einer schmerzhaften Rezession bei. Das Überraschungselement angebotsseitiger Veränderungen machte es der Fed schwer, anhaltendes Wachstum ohne Inflationsschub zu erreichen.

Die späten 1990er-Jahre waren dagegen ein klassisches Beispiel für eine erfolgreiche „sanfte Landung“:⁸ Ende 1993 erhöhte die Fed die Zinsen trotz schwacher Konjunktur, bevor insbesondere technologische Fortschritte einen Produktivitätsschub auslösten, der die Wirtschaft stützte. So konnte die US-Notenbank die Zinsen länger hoch und die Inflation niedrig halten, ohne das Wachstum abzuwürgen. Die Fed erkannte irgendwann diese günstige angebotsseitige Strömung und steuerte die Wirtschaft durch eine Phase nachhaltigen Wachstums bei niedriger Inflation.

In den vergangenen zwei Jahren hat die US-Wirtschaft ein positives Gleichgewicht zwischen robustem Wachstum, niedriger Arbeitslosigkeit und schwacher Inflation erreicht, das wir auf die positive Entwicklung der Angebotsseite, insbesondere steigende Produktivität und wachsendes Arbeitskräfteangebot, zurückführen. Wie schon in der Vergangenheit wird die weitere Entwicklung dieser Faktoren – und die Frage, ob sie als solche erkannt werden – die Konjunktur im Jahr 2025 maßgeblich beeinflussen.

Angebotsseitiger BIP-Beitrag in verschiedenen Konjunkturzyklen



Anmerkungen: Alle Variablen sind jährliche Veränderungen in Prozentpunkten. Der Arbeitseinsatz ist die Zeit, die Menschen arbeiten, um Waren und Dienstleistungen zu produzieren. Die Kapitalvertiefung ist das Verhältnis von Kapital zu Arbeit. Die totale Faktorproduktivität ist das Verhältnis von aggregierten Outputs zu aggregierten Inputs.

Quellen: Berechnungen von Vanguard auf Grundlage von Daten der Federal Reserve Bank of San Francisco; Stand: 30. Juni 2024.

⁷ Alan S. Blinder. *Landings, Soft and Hard: The Federal Reserve, 1965–2022*. Journal of Economic Perspectives, Winter 2023. pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.37.1.101.

⁸ Philip N. Jefferson. *Philip N. Jefferson: Is This Time Different? Recent Monetary Policy Cycles in Retrospect*. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 22. Februar 2023. bis.org/review/r240223a.htm.

Künstliche Intelligenz: Transformationspotenzial, aber noch kein signifikantes Produktivitätswachstum

Der Hype um Künstliche Intelligenz (KI) und ihr transformatives Potenzial ist gerechtfertigt, die Technologie wird sich jedoch nicht über Nacht durchsetzen. Es kann Jahre, manchmal Jahrzehnte dauern, bis Unternehmen gewinnbringende kommerzielle Anwendungen für eine neue Technologie finden und die Produktivität steigt. Zwar gehen wir davon aus, dass sich KI vergleichsweise schnell durchsetzen wird (was für digitale Technologien nicht untypisch ist), doch selbst in unserem optimistischsten Szenario rechnen wir kaum mit einem signifikanten Produktivitätsanstieg durch Künstliche Intelligenz vor Ende des Jahrzehnts.

Zwar sind weder die technologische Entwicklung der kommenden Jahre noch die gesellschaftliche Reaktion auf die neue Technologie absehbar; wir gehen jedoch davon aus, dass in den entwickelten Volkswirtschaften etwa 30% der heutigen Arbeitszeit für Aufgaben aufgewendet werden, die in 20 Jahren von der KI übernommen werden. Entgegen dystopischen Vorahnungen wird diese Verlagerung jedoch eher nicht zu einer Arbeitslosenrate von 30% führen; viele Arbeitsstunden dürften vielmehr für andere Aufgaben verwendet werden, die sich nicht so einfach durch KI ersetzen lassen.

Wann sich KI durchsetzt und welche wirtschaftliche Bedeutung sie erlangt, wird von Land zu Land unterschiedlich sein; erste Indikatoren deuten jedoch auf einen signifikanten First-Mover-Vorteil für die

USA hin, den die Finanzmärkte bereits erkannt haben. Vanguard hat die Aufgabenverlagerung durch künstliche Intelligenz näher untersucht. Auf Grundlage der Ergebnisse schätzen wir, dass die US-Wirtschaft zwischen 2028 und 2040 real um 3,1% wachsen wird, wobei fast die Hälfte dieses Wachstums auf KI zurückzuführen sein wird. In einem weniger optimistischen Szenario, in dem sich die KI-Technologien im Vergleich zum aktuellen Stand nur geringfügig weiterentwickeln, würden die Vorteile nicht ausreichen, um die wachsenden Staatsdefizite auszugleichen. In diesem Fall würden wir ein Wirtschaftswachstum von rund 1% pro Jahr erwarten.

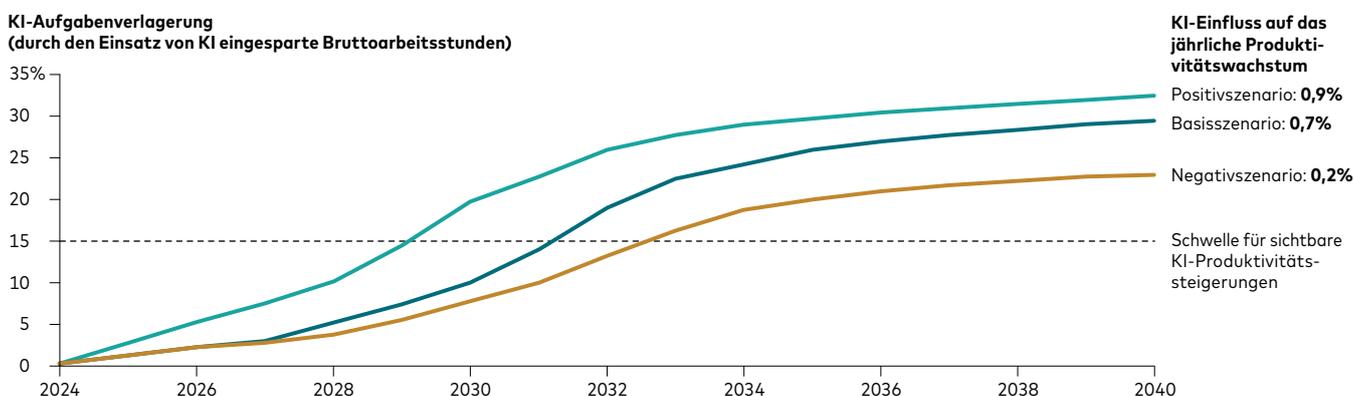
Führende KI-Macht USA



Anmerkungen: Die Grafik zeigt die privaten Investitionen in KI im Jahr 2023. In der Datenmenge sind nur Unternehmen enthalten, die mehr als 1,5 Millionen US-Dollar an Investitionen erhalten haben. Die Angaben sind wahrscheinlich zu niedrig angesetzt, da in den Daten nur Private-Equity-Transaktionen enthalten sind.

Quellen: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten aus Our World in Data, dem *AI Index Report 2024* der Stanford University und dem US Bureau of Labor Statistics; Stand: 31. Dezember 2023.

Nur wenn die kommerzielle Verwertung Fahrt aufnimmt, kommt der KI-Boom bereits 2025



Quellen: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten von O*NET, dem US Bureau of Labor Statistics und dem Congressional Budget Office; Stand: 30. Juni 2024.

USA: Resilienz und Rekalibrierung

Im September 2024 hat die US-Notenbank zum ersten Mal ihren Leitzins gesenkt und damit den Fortschritten in der Eindämmung der Inflation Rechnung getragen. Tatsächlich hat die US-Wirtschaft ein positives Gleichgewicht zwischen robustem Wachstum, niedriger Arbeitslosigkeit und schwacher Inflation erreicht, das wir auf die günstige angebotsseitige Strömung – wachsendes Arbeitskräfteangebot und steigende Produktivität – zurückführen, die die wirtschaftliche Entwicklung der vergangenen zwei Jahre geprägt hat. Jetzt wird die Fed ihre Zinsprognosen anpassen müssen. Wie weit sie mit ihren Zinssenkungen gehen kann und muss, wird nicht nur von der weiteren Entwicklung der Angebotsseite abhängen, sondern auch von dem neuen politischen Kurs des Landes.

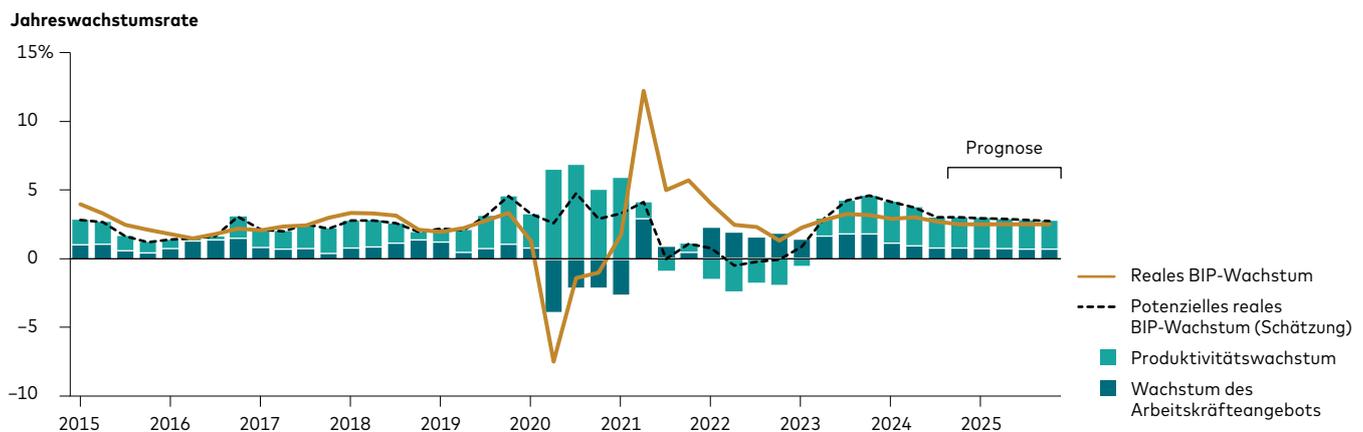
Wegen sinkender Zinsen und anhaltend steigender Produktion, die nach unserer Schätzung das Potenzialwachstum erhöht haben dürfte, rechnen wir auch im Jahr 2025 mit einer soliden Wachstumsrate von 2,1%, wobei wir auch mögliche wachstumshemmende Kurswechsel in der Handels- und Einwanderungspolitik berücksichtigen.

Die Angebotsseite und insbesondere die Einwanderungspolitik werden die Entwicklung des US-Arbeitsmarktes im Jahr 2025 maßgeblich prägen. Robuste Wirtschaftsdaten, die alternde US-Erwerbsbevölkerung und eine strengere Einwanderungspolitik könnten den Arbeitsmarkt belasten. Zwar ist die Zahl der Neueinstellungen in den letzten Monaten zurückgegangen; wir gehen dennoch davon aus, dass die Arbeitslosenquote im niedrigen 4%-Bereich verharren wird. Ein Rückgang des Arbeitskräfteangebots stellt ein Risiko dar und könnte zu einem erneuten Anstieg der Lohninflation im Dienstleistungssektor und im Baugewerbe führen.

Wegen des robusten Wachstums und des Risikos einer inflationären Wirkung der neuen Einwanderungs- und Handelspolitik gehen wir davon aus, dass die Kerninflation im Jahr 2025 weiterhin bei 2,5% und damit über der Zielmarke der Fed von 2% liegen wird.

Die Fed wird ihre Geldpolitik anpassen und sich darauf einstellen müssen, dass der neutrale Zinssatz wahrscheinlich über den derzeit geschätzten 2,9% liegt. Im neuen Jahr rechnen wir mit einer zurückhaltenderen Geldpolitik und einem Leitzins von mindestens 4% zum Jahresende.

Steigende Produktivität dürfte weiter für Wachstum sorgen



Quellen: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten der Federal Reserve Bank of St. Louis; Stand: 30. September 2024.

Eurozone: Schwaches Wachstum, weitere Zinssenkungen

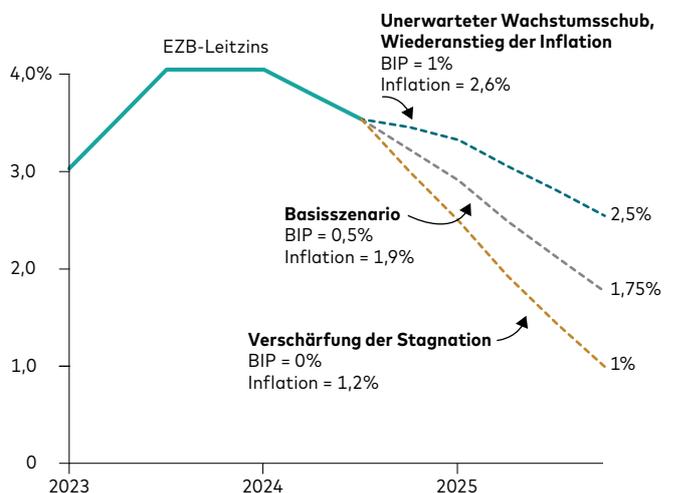
Nach einem Jahr der Stagnation konnte sich die Wirtschaft der Eurozone im Jahr 2024 etwas erholen, doch das Wachstum bleibt schwach. Das verarbeitende Gewerbe leidet weiterhin unter der anhaltenden Energiekrise und der schwachen Auslandsnachfrage, der Dienstleistungssektor kommt durch die restriktive Finanz- und Geldpolitik unter Druck. Das Wachstum dürfte daher auch im kommenden Jahr unter dem langfristigen Durchschnitt liegen, eines der größten Risiken geht von einem Rückgang des Welthandels aus.

Die Disinflation war schnell und deutlich, seit ihrem Höchststand von 10,6% im Oktober 2022 ist die jährliche Inflationsrate um über acht Prozentpunkte gesunken und lag im Oktober 2024 bei 2,0%. Die Kerninflation bleibt aufgrund der trägeren Dienstleistungskomponente leicht erhöht. Allerdings dürfte das schwache Wachstum im kommenden Jahr anhalten, weshalb wir davon ausgehen, dass sowohl die Gesamt- als auch die Kerninflation bis Jahresende unter die 2%-Marke sinken werden.

Die EZB wird ihren Zinssenkungszyklus fortsetzen, 2025 dürften die Leitzinsen daher unter den neutralen Wert fallen und bis Jahresende die Marke von 1,75% erreichen. Die Negativrisiken für unseren Ausblick überwiegen, eine drastische Verschärfung der Handelsspannungen oder eine deutliche globale Konjunkturabkühlung dürften die EZB zu einer expansiveren Geldpolitik bewegen.

In den Jahren 2023 und 2024 hat vor allem das schwache Produktivitätswachstum die Konjunktur im Euroraum belastet. Langfristig wird es wesentlich darauf ankommen, dieses Wachstum wieder anzukurbeln. Die Fortschritte im Bereich der Künstlichen Intelligenz und der von vielen europäischen Staaten angestrebte Bürokratieabbau sind ermutigend. In den kommenden zwei Jahren erwarten wir eine leichte Erholung des Produktivitätswachstums und eine Verlangsamung des Anstiegs der geleisteten Arbeitsstunden.

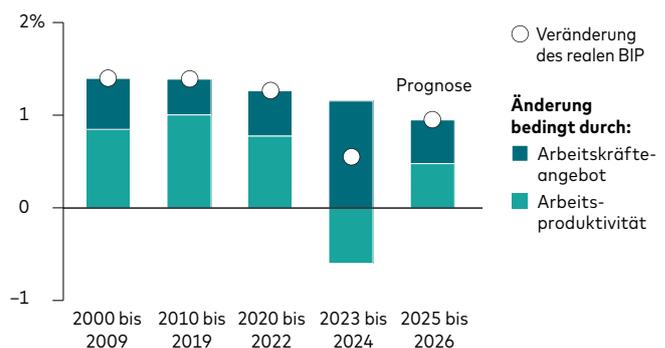
Leitzins der EZB wird sinken, aber wie weit?



Anmerkungen: Das Diagramm zeigt den EZB-Leitzins jeweils zum Quartalsende bis September 2024, anschließend unsere Prognosen bis Jahresende 2025 für unser Basis-, Negativ- und Positivszenario. „BIP“ bezeichnet das jährliche Wirtschaftswachstum für 2025, „Inflation“ die Kerninflation per Jahresende 2025.

Quellen: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten der EZB; Stand: 30. September 2024.

Schwächere Arbeitsproduktivität hat das Wachstum gebremst



Anmerkungen: Das Diagramm zeigt das durchschnittliche annualisierte Wachstum des realen BIP, der Arbeitsproduktivität (gemessen als Leistung pro Arbeitsstunde) und des Arbeitskräfteangebots (gemessen als geleistete Arbeitsstunden) für verschiedene Zeiträume. Ab dem dritten Quartal 2024 werden Prognosen verwendet.

Quellen: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten von Eurostat und der EZB; Stand: 30. September 2024.

UK: Erholung dank expansiver Haushaltspolitik

Nach einem glanzlosen Jahresende 2023 konnte sich die britische Wirtschaft im Jahr 2024 erholen, berauschend waren die Wachstumsraten jedoch nicht. Anders als in den USA blieb die angebotsseitige Strömung in Großbritannien und insbesondere die Produktivität schwach.

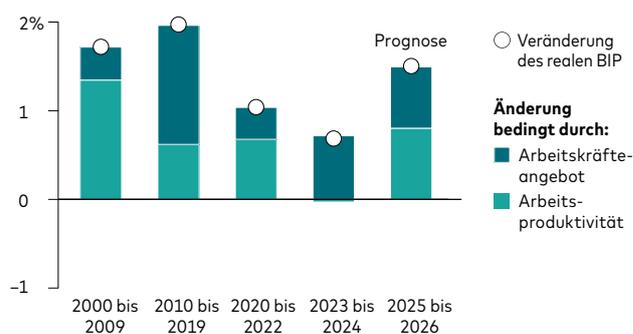
2025 erwarten wir dank staatlicher Konjunkturimpulse überdurchschnittliches Wachstum, denn das im Oktober 2024 vorgestellte „Autumn Budget“ stellt – die Pandemie einmal ausgenommen – die größte Haushaltsexpansion seit Jahrzehnten dar. Ein Großteil der Ausgaben ist für die Jahre 2025 und 2026 geplant, gleichzeitig sollen die Steuern deutlich steigen. Die Rolle des Staates in der Wirtschaft wird folglich wichtiger.

Die Inflation ist dagegen deutlich zurückgegangen, die Kerninflation (ohne die Preise für Lebensmittel und Energie) sank zwischen Mai 2023 und Oktober 2024 von 7,1 auf 3,3%. 2025 wird die Inflation voraussichtlich langsamer zurückgehen. Die Dienstleistungsinflation ist nach wie vor ebenso hoch wie hartnäckig. Steigende staatliche Ausgaben werden die Nachfrage stützen, und auch wachsende Spannungen im Welthandel könnten die Inflation wieder anheizen. Zum Jahresende rechnen wir daher mit einer Kerninflationsrate von 2,4%.

Die Bank of England wird ihre Zinsen 2025 weiter senken, allerdings langsam. Ende 2025 rechnen wir mit einem Zinssatz von 3,75%, und damit weiterhin über unserer Schätzung des neutralen Zinssatzes.

Die Produktivität dürfte in den nächsten zwei Jahren ähnlich schnell steigen wie im Durchschnitt seit 2010, wozu auch die im Herbsthaushalt angekündigten zusätzlichen öffentlichen Investitionen beitragen sollten. Damit bliebe die britische Wirtschaft allerdings weiterhin hinter den Produktivitätswachstumsraten der Nullerjahre zurück. Das Wachstum des Arbeitskräfteangebots dürfte sich in den kommenden zwei Jahren in etwa auf dem Niveau der vorherigen zwei Jahre bewegen.

Stagnierende Arbeitsproduktivität, schwaches Wachstum



Anmerkungen: Das Diagramm zeigt das durchschnittliche annualisierte Wachstum des realen BIP, der Arbeitsproduktivität (gemessen als Leistung pro Arbeitsstunde) und des Arbeitskräfteangebots (gemessen als geleistete Arbeitsstunden) für verschiedene Zeiträume. Ab dem dritten Quartal 2024 werden Prognosen verwendet.

Quellen: Berechnungen von Vanguard auf Grundlage von Daten von Bloomberg und dem Office for National Statistics; Stand: 30. September 2024.

China: Kurswechsel, aber keine dauerhafte Lösung

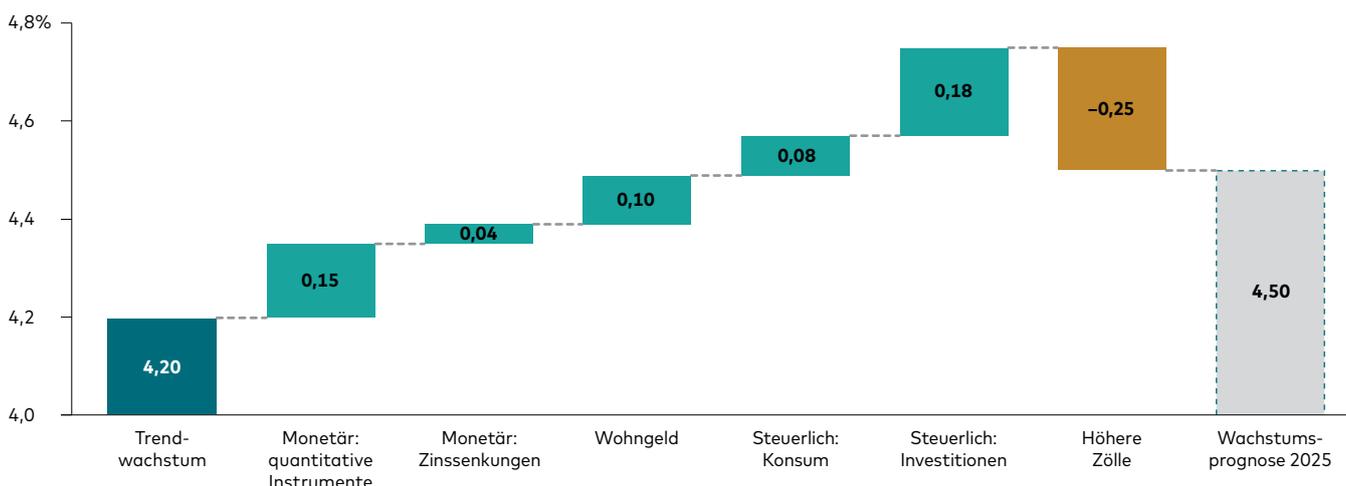
Trotz robuster Produktions- und Exportvolumen hat die chinesische Regierung Ende des abgelaufenen Jahres mit einer koordinierten Wende auf die schwache Inlandsnachfrage reagiert, zu der neben einer Expansion der Geldpolitik auch ein aggressives Programm zur Entschuldung der Kommunalverwaltungen gehörte. Zwar konnten diese Maßnahmen die Stimmung verbessern und Risiken für Wachstum und Finanzstabilität mindern; um jedoch das Vertrauen der privaten Haushalte deutlich zu stärken und den Konsum anzukurbeln, muss der Staat entschlossener handeln.

Wir halten eine kurzfristige Konjunkturerholung für möglich, dennoch dürfte das Jahreswachstum aufgrund der andauernden strukturellen und externen Widerstände – anhaltender Abschwung im Immobiliensektor, wachsende Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage und Spannungen im Welthandel – auf 4,5% zurückgehen. Gestaffelte Erhöhungen der US-Importzölle dürften das Wachstum im Vergleich zu den 2018 und 2019 verhängten Zöllen nur moderat belasten. Zur Abfederung von Risiken könnte die Politik die Konjunkturmaßnahmen intensivieren.

Dem anhaltenden Deflationsdruck dürfte die Regierung durch weitere expansive Maßnahmen begegnen, etwa durch eine Senkung der Zinsen und des Mindestreservesatzes (RRR). Eine Währungsabwertung infolge steigender Zölle dürfte die Inflation nur in bescheidenem Umfang anheizen, zudem hat die bisherige angebotsorientierte Konjunkturpolitik die negative Rückkopplung zwischen schwacher Nachfrage und niedrigen Preisen verstärkt und die Kluft zwischen realem und nominalem Wachstum vergrößert. Um diesen Zyklus zu durchbrechen, müssen die Konjunkturmaßnahmen in Umfang und Ausgestaltung (Stichwort: konsumfördernd) passen.

Angesichts des rückläufigen Trendwachstums reichen konjunkturelle Anreize ohne strukturelle Reformen jedoch nicht aus. Anders als die meisten Zentralbanken in den Industrieländern, die ihre Zinsen lange hoch gehalten haben, dürfte China seinen Leitzins in den kommenden Jahren länger niedrig halten.

Konjunkturmaßnahmen werden durch Zollerhöhungen teilweise aufgehoben



Anmerkungen: Das Diagramm zeigt die voraussichtlichen Auswirkungen einzelner politischer Maßnahmen auf das BIP-Wachstum im Jahr 2025. Zu den monetären quantitativen Instrumenten gehören neben dem Mindestreservesatz auch andere gezielte Liquiditätsinstrumente. Zu den steuerlichen Anreizen für Konsum und Investitionen gehören fiskalische Instrumente wie die gezielte Emission von Kommunalanleihen.

Quellen: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten des Finanzministeriums, der People's Bank of China und des CEIC; Stand: 12. November 2024.

Japan: Schrittweise Zinserhöhungen

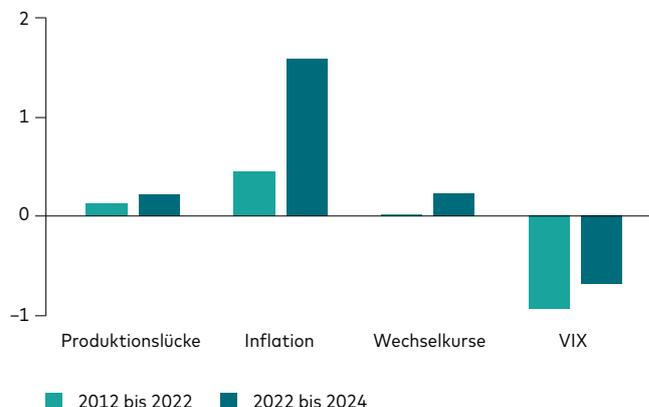
Wegen des anhaltenden Inflationsdrucks hat die Bank of Japan (BoJ) im Jahr 2024 zum ersten Mal seit 18 Jahren ihren Leitzins angehoben. Im neuen Jahr dürfte die BoJ die Normalisierung ihrer Geldpolitik fortsetzen, zumal sich die Wirtschaft erholt und die Inflationsentwicklung konstant verläuft.

Wir rechnen mit einem Anstieg der Wachstumsrate auf über 1%, wobei die Konjunktur weniger von den Exporten und mehr von der Binnennachfrage getragen werden dürfte. Ein Risiko, dass die Unsicherheit erhöhen könnte, geht von der Entwicklung der Weltwirtschaft aus, wo mögliche US-Zölle die Wirkung chinesischer Konjunkturmaßnahmen aufheben könnten. Die Auswirkungen eines solchen Szenarios auf Japan dürften sich jedoch in Grenzen halten.

Gleichzeitig sorgen hohe Unternehmensgewinne und der strukturelle Arbeitskräftemangel für beständiges Lohnwachstum, weshalb wir im Jahr 2025 eine Erholung der Binnennachfrage und eine Kerninflation von rund 2% erwarten. Vor allem dürfte sich der positive Kreislauf von Löhnen und Inflation weiter verstärken – eine willkommene Entwicklung nach Jahrzehnten wirtschaftlicher Stagnation, die weitere Zinserhöhungen rechtfertigen könnte.

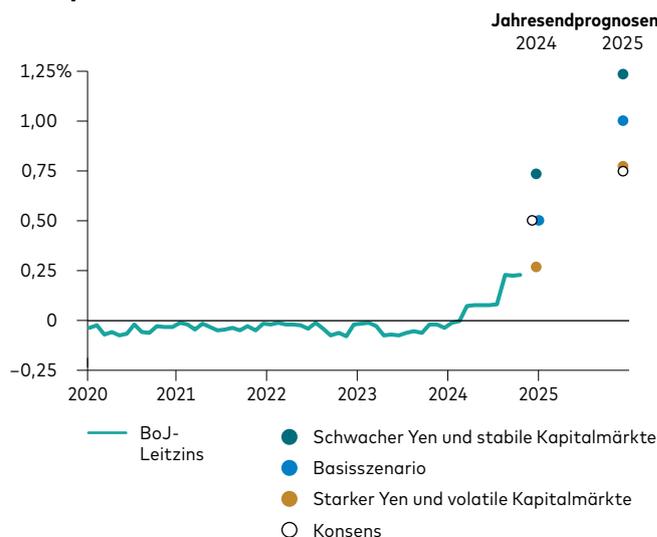
Wir gehen daher davon aus, dass die BoJ den Leitzins bis Ende 2025 auf 1% anheben wird. Mit Blick auf den Yen und die Stabilität der Kapitalmärkte dürfte sich die BoJ jedoch Zeit lassen, auch die Entwicklungen des Welthandels könnten die Zentralbank zu einem zurückhaltenderen Kurs veranlassen. Würde dagegen die Fed mit ihren Zinssenkungen auf die Bremse treten und damit den Yen schwächen, könnte die BoJ ihre Zinsen eher anheben. Insgesamt überwiegen die Negativrisiken, die BoJ wird daher voraussichtlich über einen längeren Zeitraum an ihrer expansiven Geldpolitik festhalten.

Nach der Abe-Ära rückt die Inflation stärker in den Fokus



Anmerkungen: Das Diagramm zeigt die Vanguard Schätzung für die erweiterte Taylor-Regel unter Berücksichtigung von Wechselkursen und Kapitalmarktvolatilität sowie traditionelle Kennzahlen der Taylor-Regel, Wachstum und Inflation. Die y-Achse zeigt das Ausmaß, in dem nach unserer Einschätzung die auf der x-Achse dargestellten Variablen der Taylor-Regel (eine Gleichung, die der Wirtschaftswissenschaftler John Taylor im Jahr 1993 aufgestellt hat) die Zinspolitik der BoJ beeinflusst haben. Die Werte auf der Y-Achse sind die Koeffizienten der Taylor-Regel. Der Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX) wird als Indikator für die Volatilität des Kapitalmarktes verwendet. Die Produktionslücke ist die Differenz zwischen dem tatsächlichen und dem potenziellen Wachstum. Die Abe-Ära bezeichnet den von Premierminister Shinzo Abe geprägten Zeitraum vom ersten Quartal 2012 bis zum Ende des ersten Quartals 2022. (Die zweite Amtszeit Abes als Premierminister begann 2012 und endete 2020.) Der Nach-Abe-Zeitraum reicht vom zweiten Quartal 2022 bis Ende des zweiten Quartals 2024. Für Quellen siehe unter der nachstehenden Tabelle.

Auch Yen und Kapitalmärkte werden die Zinspolitik beeinflussen



Anmerkungen: Das Diagramm zeigt den Leitzins der BoJ bis Ende Oktober 2024 sowie anschließend unsere Prognosen für Ende 2024 und Ende 2025 für drei Szenarien: unser Basisszenario, ein Szenario mit einem schwachen Yen und stabilen Kapitalmärkten und ein Szenario mit einem starken Yen und volatilen Märkten. Außerdem bildet das Diagramm die Konsensprognosen der Finanzmärkte ab.

Quellen: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten des Statistics Bureau of Japan, der Bank of Japan und des CEIC; Stand: 31. Oktober 2024. Konsensprognosen von Bloomberg; Stand: 11. November 2024.

Schwellenländer: Hohe Realzinsen, schwaches Wachstum

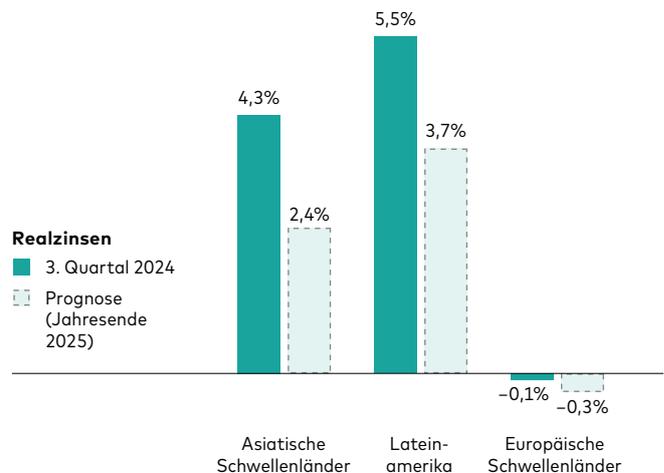
Viele Schwellenländer (EM) haben mit ihrer proaktiven Geldpolitik erhebliche Fortschritte bei der Eindämmung der Inflation gemacht. Tatsächlich trauten sich die meisten EM-Zentralbanken, ihre Zinsen früher zu senken als die Zentralbanken der Industrieländer, zum Teil bedingt durch die hohen Realzinsen, die die Wirtschaft im vergangenen Jahr belastet haben.

Die Zinsen dürften auch im Jahr 2025 sinken, jedoch nicht so weit, dass sie die Konjunktur im neuen Jahr nicht weiterhin bremsen. Insgesamt rechnen wir mit einer Wachstumsrate auf Vorjahresniveau von rund 4%, ein Negativrisiko für unsere Prognose geht von einer Zunahme der Spannungen im Welthandel aus. Da inzwischen auch in den Industrieländern die Zinsen sinken, dürfte mit dem Zinsgefälle auch das Risiko von Währungsabwertungen und Kapitalabflüssen zurückgehen.

In den asiatischen Schwellenländern lag die Inflation im Allgemeinen nahe am oder sogar unter dem Zielwert, in China steigt das Deflationsrisiko. Die meisten Zentralbanken der asiatischen Schwellenländer haben ihre Zinsen gesenkt, wir erwarten einen moderaten Anstieg der Inflation. Besonders optimistisch schätzen wir Indien, die Philippinen und Indonesien ein, wo wir ein Wachstum von durchschnittlich rund 5% erwarten.

In Lateinamerika hält der Inflationsdruck an, wegen dem hohen Lohnwachstum wird die Dienstleistungsinflation voraussichtlich auch im Jahr 2025 über den Zielmarken der Zentralbanken liegen. Wegen sinkender Zinsen rechnen wir in Lateinamerika mit einer Wachstumsrate von 2 bis 2,5%. Die prozyklische Haushaltspolitik in Brasilien sollte die Wirtschaft weiterhin ankurbeln, Mexiko sehen wir aufgrund der hohen Zinsen und der politischen Unsicherheit in den Beziehungen zu den USA skeptischer. In den europäischen Schwellenländern dürften die niedrigeren Rohstoffpreise dazu beitragen, dass die Inflation im Jahr 2025 auf die Zielmarken sinkt. Dennoch erwarten wir mit 2,5% eine Wachstumsrate unter dem langfristigen Durchschnitt.

Fallende Realzinsen wahrscheinlich



Hinweis: Der Realzinssatz wird berechnet als BIP-gewichteter Leitzins abzüglich des BIP-gewichteten 12-Monats-Verbraucherpreisindex (VPI).

Quellen: Berechnungen von Vanguard unter Verwendung von Daten von Refinitiv; Stand: 30. September 2024.

Mehrenditen am US-Aktienmarkt dank steigender Gewinne

In den letzten zehn Jahren haben US-Aktien beachtliche 14,8% pro Jahr abgeworfen und damit bei Weitem sowohl die globalen Aktienmärkte (7,0%, ohne die USA) als auch die Aktienmärkte der Eurozone (7,8%) übertrafen.⁹ Doch auch wenn vor allem steigende Bewertungen und der US-Technologiesektor im Fokus standen – für die Mehrenditen war vor allem das (umsatzabhängige) allgemeine Gewinnwachstum verantwortlich. In anderen Industrieländern ging das Gewinnwachstum dagegen zurück, was zum Teil auf die negativen Produktionslücken seit 2010 zurückzuführen ist. Technologiewerte außerhalb der USA waren ein Lichtblick, hatten jedoch aufgrund ihrer geringeren Indexgewichtung (13% im MSCI ACWI ex USA Index im Vergleich zu 32% im S&P 500 Index) weniger Einfluss auf die Renditen.

In der Vergangenheit ging die Verschiebung der Mehrenditen von den USA hin zu anderen Märkten häufig mit einem Rückgang der Gewinne in den USA einher. In sechs der acht rollierenden 12-Monats-Zeiträume seit 1980, in denen die Gewinne von US-Unternehmen erheblich zurückgingen, warfen Aktien aus anderen Märkten höhere Renditen ab als US-Aktien.

Hohe Bewertungen, eine langfristige Hürde

Das Problem: Eine Wiederholung der US-Aktienmarkttralle der vergangenen zehn Jahre ist zumindest unwahrscheinlich und würde ein beispielloses Gewinnwachstum oder historisch hohe

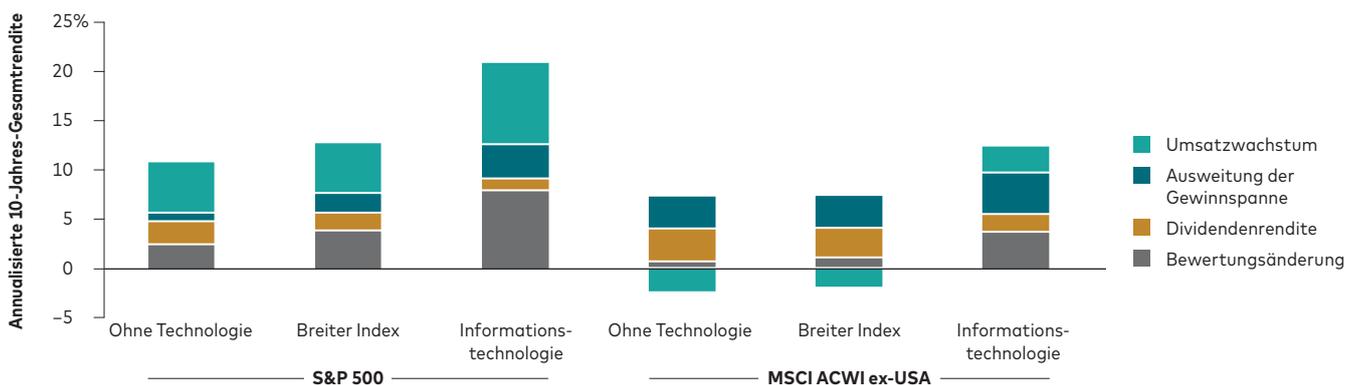
Bewertungen voraussetzen. Allerdings ist der Zeithorizont entscheidend. Unsere Analyse deutet darauf hin, dass die derzeit hohen Bewertungen von US-Aktien kurzfristig bestehen bleiben könnten, sofern sich Wachstum und Erträge halten. Doch je länger der Zeithorizont, desto mehr verlieren Wachstum und Gewinne an Bedeutung – und desto wichtiger werden Bewertungen als „fundamentale Schwerkraft“ für die Wertentwicklung von Aktien.

Daher zeigen unsere 10-Jahres-Prognosen tendenziell Minderrenditen von US-Aktien gegenüber anderen Aktienmärkten an. Allerdings besteht weiterhin eine Wahrscheinlichkeit von 30%, dass die USA andere Märkte langfristig abhängen werden, wenn auch weniger deutlich als in den vergangenen Jahren.

Geld- und Wirtschaftspolitik bestimmen die Richtung

Am Aktienmarkt fallen die attraktivsten Bewertungen mit den größten wirtschaftspolitischen Risiken zusammen: Aktien aus Europa und aus Schwellenländern sind günstig bewertet, beide Wirtschaftsräume sind jedoch in hohem Maße von der US-Handelspolitik abhängig. Für den US-Aktienmarkt ist das Tauziehen zwischen Steuersenkungen und Zöllen entscheidend. Diese politischen Spannungen erhöhen das Risiko einer ungünstigen wirtschaftlichen Entwicklung, die die aktuelle Überbewertung von US-Aktien aufdecken könnte.

Bewertungen, Gewinne und der Technologiesektor haben den US-Aktienmarkt beflügelt



Anmerkungen: Das Diagramm bildet die Komponenten ab, die für die annualisierten 10-Jahres-Renditen zwischen dem 30. September 2014 und dem 30. September 2024 für Technologiewerte im Vergleich zum Markt und zum Markt ohne Technologiewerte relevant sind. Die linke Hälfte bildet den US-Markt ab, die rechte Hälfte den globalen Markt ohne die USA. Ausschlaggebend waren das Kurs-Gewinn-Verhältnis (Bewertungsänderung), die Dividendenrendite und der Gewinn je Aktie, aufgeschlüsselt in steigende Gewinnmargen und Umsatzwachstum. Die folgenden Indizes wurden verwendet: Standard & Poor's 500 Index, S&P 500 Information Technology Sector Index, MSCI ACWI ex USA Total Return USD Index und MSCI ACWI ex USA Information Technology Total Return USD Index. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge. Die Wertentwicklung eines Index ist keine exakte Darstellung einer bestimmten Anlage, da Anlegerinnen und Anleger nicht direkt in einen Index investieren können.**

Quellen: Berechnungen von Vanguard in USD auf Grundlage von Daten von Bloomberg; Stand: 30. September 2024.

⁹ Gemessen am S&P 500 Index, dem MSCI ACWI ex USA Index und dem MSCI Economic and Monetary Union (EMU) Index; Daten für den Zeitraum vom 30. September 2014 bis zum 30. September 2024. Berechnungen von Vanguard in EUR auf Grundlage von Daten von Refinitiv; Stand: 8. November 2024.

Im Fokus: Überbewertungen am US-Aktienmarkt

Bewertungen waren in den letzten Jahren eine zentrale Komponente der Aktienrenditen. Das zyklisch bereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis (CAPE) von US-Aktien liegt seit Ende 2020, eine kurze Verkaufswelle im Jahr 2022 einmal ausgenommen, über unserer Fair-Value-Schätzung. Sowohl Konzentrationseffekte als auch die Tatsache, dass sich viele Unternehmen günstige Zinsen sichern konnten, haben diesen Trend begünstigt und könnten dies kurzfristig auch weiterhin tun. Aber: Die Spannungen zwischen Kursmomentum und Überbewertungen nehmen zu.

Aufschlüsselung der US-Bewertungen

Wegen der hohen Marktkonzentration wird der S&P 500 Index inzwischen von wenigen großen Unternehmen dominiert. (Tatsächlich machen aktuell sechs Aktien etwa 30% der Marktkapitalisierung des Index aus.) Diese Unternehmen profitieren von Wettbewerbshürden ebenso wie von „Winner-takes-all“-Geschäftsmodellen, die trotz steigender Zinsen zu stabilen Gewinnen geführt haben.

Außerdem haben sich viele große Unternehmen vor 2022 zu niedrigen Kreditkosten finanziert, um ihre Bilanzen gegen steigende Zinsen abzusichern – ein Luxus, der Unternehmen in anderen Märkten und kleineren US-Unternehmen nicht so ohne Weiteres zur Verfügung stand.

Bereinigt man die Zahlen um diese Faktoren, so sind die Überbewertungen von US-Aktien weniger gravierend. Das Diagramm zeigt unsere „Standard“-Schätzung des Fair-Value-CAPE im Vergleich zu einer Schätzung, die die Marktkonzentration und die niedrigeren Fremdkapitalkosten großer Technologieunternehmen berücksichtigt. Diese Analyse deutet darauf hin, dass die Bewertungen nur etwa 25%, nicht 72% über ihrem Fair Value liegen könnten und die Rückkehr zum neuen Fair Value nicht zwingend eine Marktkorrektur erfordern würde.

Die Zukunft der US-Aktienmärkte: drei Szenarien

Für die weitere Entwicklung der US-Aktienmärkte sehen wir drei mögliche Szenarien: 1. Ein Produktivitätsboom, ähnlich wie Mitte der 1990er-Jahre, könnte die Bewertungen von Large-Cap- und Wachstumsaktien stützen und die Kurse weiter nach oben treiben. 2. Niedrigere Zinsen und eine Wachstumsausweitung auf andere Sektoren könnte eine Rotation in unterbewertete Faktoren wie Value und Small Cap auslösen. 3. Das aktuelle Umfeld könnte eher dem der späten Neunzigerjahre ähneln. In diesem Fall könnte eine negative Konjunkturentwicklung deutlich machen, dass Aktien aktuell teuer bewertet sind; die Wahrscheinlichkeit einer Marktkorrektur stiege. Kurzfristig sind diese Risiken relevant, langfristig jedoch dürften hohe Bewertungen und angespannte Margen die Renditen von US-Aktien in jedem Fall erheblich belasten.

Vielleicht gar nicht so weit weg: der Fair Value



Anmerkungen: Das Diagramm bildet den CAPE-Quotienten für US-Aktien ab, gemessen am MSCI USA Index (bis zum 30. April 2003) und dem MSCI US Broad Market Index (anschließend). Außerdem zeigt das Diagramm unsere „Standard“-Fair-Value-Schätzung auf Grundlage eines statistischen Modells, das Zinsen und Inflation erfasst, sowie eine bereinigte Fair-Value-Schätzung, die die aktuelle Divergenz zwischen den Fremdkapitalkosten von Unternehmen nach Steuern und den Marktrenditen sowie den Anteil des Technologiesektors am Aktienmarktindex berücksichtigt.

Quellen: Berechnungen von Vanguard auf Grundlage von Daten von Refinitiv, Bloomberg und Global Financial Data. Fair-Value-Schätzungen per 30. September 2024, tatsächliche Daten per 8. November 2024.

Die „Kuponmauer“ macht Anleihen noch attraktiver

Höhere Einstiegsrenditen stützen die Anleiherenditen, gleichzeitig können Anlegerinnen und Anleger noch immer von fallenden Zinsen profitieren. Durch diese Entwicklung, die wir als Kuponmauer bezeichnen, entsteht ein asymmetrisches und günstiges Risiko/Renditeprofil – Anleihen bleiben langfristig attraktiv.

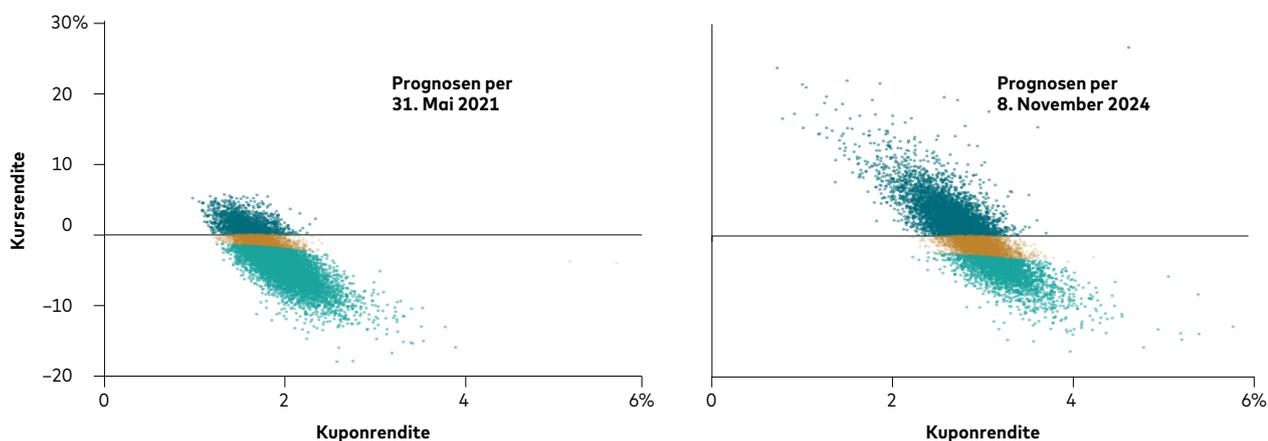
Die Renditekurve von US-Staatsanleihen liegt nahe an unserer Fair-Value-Schätzung, der unser Basisszenario für die US-Wirtschaft – hohes Produktivitätswachstum und eine zurückhaltende Federal Reserve – zugrunde liegt. Wir gehen davon aus, dass sich die Renditekurve nahe an dem aktuellen Niveau von 4% bewegen wird und die relativ hohen Kupons für Renditen sorgen werden.

Auch in anderen Industrieländern erwarten wir in den kommenden zehn Jahren hohe Renditen, zumal sich die Ära positiver Realzinsen fortsetzen dürfte und auch der neutrale Zinssatz höher ist als noch in den 2010er-Jahren. Aus diesem Grund rechnen wir zwar nicht mit deutlichen Kursgewinnen durch fallende Renditen, dafür aber mit soliden laufenden Erträgen, die für globale Anleihen sprechen.

Die kurzfristigen Risiken für unseren Ausblick hängen von der globalen Wachstums- und Inflationsentwicklung ab: Sollte die Inflation wieder anziehen, dürften die Anleiherenditen entlang der gesamten Kurve steigen. Die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen würde in diesem Szenario ins Plus drehen, da Anlegerinnen und Anleger eine höhere Risikoprämie verlangen würden. Sollte dagegen ein erheblicher Nachfragerückgang die Rückkehr zu expansiver Geldpolitik oder eine Flucht in sichere Häfen auslösen, wären Anleihen ein sinnvolles Instrument zur Absicherung eines Multi-Asset-Portfolios.

Wir schätzen die Wahrscheinlichkeit, dass der Bloomberg Global Aggregate Index (Hedged) in diesem Jahr eine positive Gesamtrendite erzielen wird, auf 75%. Negative Renditen würde der Index nur dann abwerfen, wenn die Renditen so stark ansteigen, dass die „Kuponmauer“ durchbrochen wird und ein Kapitalverlust entsteht, der größer ist als die aus den Kupons erzielten Erträge.

Deutlicher Anstieg der Anleiherenditen seit 2022



	Nettoeffekt auf die Gesamtrendite		2021	2024
● Positive Preis- und Kuponrendite	Positive Gesamtrendite		16%	46%
● Negative Kursrendite und positive Kuponrendite	Positive Gesamtrendite		19%	29%
● Negative Kursrendite und positive Kuponrendite	Negative Gesamtrendite		65%	25%

Anmerkungen: Die beiden Diagramme zeigen die Prognosen des Vanguard Capital Markets Model (VCMM) für den Bloomberg Global Aggregate Index EUR Hedged per 31. Mai 2021 und per 8. November 2024 für die Kursrenditen (y-Achse) sowie die Kuponrenditen (x-Achse, jeweils auf ein Jahr). Die Prognosen sind nach positiven Kursrenditen (sinkende Zinsen) und zwei Szenarien mit negativen Kursrenditen (steigende Zinsen) unterteilt: In einem Szenario gleichen die Kuponerträge die Preisverluste aus, in dem anderen nicht, was zu negativen Gesamtrenditen führt.

Quellen: Berechnungen von Vanguard in EUR auf Grundlage von Daten von Bloomberg; Stand: 31. Mai 2021 und 8. November 2024.

WICHTIGER HINWEIS: Die Prognosen sowie andere Informationen, die von dem VCMM generiert werden und die Wahrscheinlichkeit verschiedener Anlageergebnisse zum Gegenstand haben, sind naturgemäß hypothetisch, stellen keine tatsächlichen Anlageergebnisse dar und garantieren keine zukünftigen Erträge. Die Verteilung der Renditen des VCMM wird aus 10.000 Simulationen für jede modellierte Assetklasse abgeleitet. Die Simulationen per 31. Mai 2021 und 8. November 2024. Die Ergebnisse des Modells können mit jeder Nutzung sowie im Laufe der Zeit variieren. Weitere Angaben finden Sie auf Seite 22.

Schwellenländeraktien: Schwachere Gewinnwachstum, magerer Ausblick

Wer in Schwellenländeraktien investiert, um höhere Renditen zu erzielen, dürfte in nächster Zeit enttäuscht werden. Unsere mageren Wachstumsprognosen für die chinesische Wirtschaft wirken sich auch auf das Ertragsprofil von EM-Aktien aus; und da wir wenig Spielraum für steigende Bewertungen sehen, sind auch unsere Renditeerwartungen zurückhaltend.

In den kommenden zehn Jahren dürften die Gewinne von EM-Unternehmen um lediglich 2,2% pro Jahr wachsen, was noch nicht einmal einem Drittel ihres historischen 20-Jahres-Durchschnitts von 7,2% und etwa der Hälfte der Gewinnwachstumsprognosen für US-Aktien entspricht. Grund für unsere verhaltenen Prognosen sind vor allem unsere unterdurchschnittlichen Wachstumserwartungen für China, das 27% des MSCI Emerging Markets Index ausmacht.

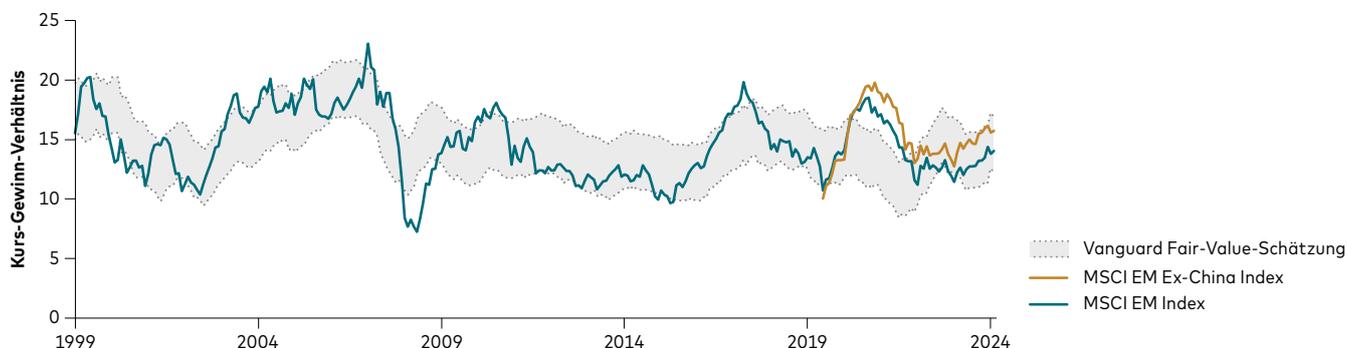
Gleichzeitig sind die Bewertungen von Schwellenländeraktien im vergangenen Jahr gestiegen, was vor allem daran liegt, dass die Märkte in der zweiten Jahreshälfte Konjunkturimpulse der chinesischen Regierung erwarteten. Nach unserer Einschätzung sind Schwellenländeraktien jetzt eher „angemessen bewertet“ als „unterbewertet“ und nähern sich

sogar einer Überbewertung, wenn man China nicht einrechnet. Die anhaltende Stärke des US-Dollars und zusätzliche Unsicherheit in der Handelspolitik könnten das Kurspotenzial von Schwellenländeraktien kurzfristig weiter belasten.

Was müsste passieren, damit wir unsere Meinung ändern? Vor allem könnte die chinesische Regierung eine „Bazooka“ rausholen, die die Gewinnwachstumsprognosen sowohl lokal als auch in den Schwellenländern insgesamt so deutlich wie nachhaltig anhebt. Langfristig könnten die Schwellenländer auch von einer Reorganisation der Lieferketten im verarbeitenden Gewerbe profitieren, vor allem dann, wenn es ihnen gelingt, sich als integraler Bestandteil eines dynamischen globalen Handelsnetzes zu positionieren.

Doch trotz kurzfristiger Risiken sind die langfristigen Aussichten der Schwellenländer besser als die der Industrieländer, wo die Bewertungen höher sind. Aufgrund ihrer schwachen Korrelation mit dem Rest der Welt bieten Schwellenländer im Rahmen eines globalen Portfolios zudem weiterhin Diversifizierungsvorteile.

Schwellenländeraktien im Fair-Value-Bereich

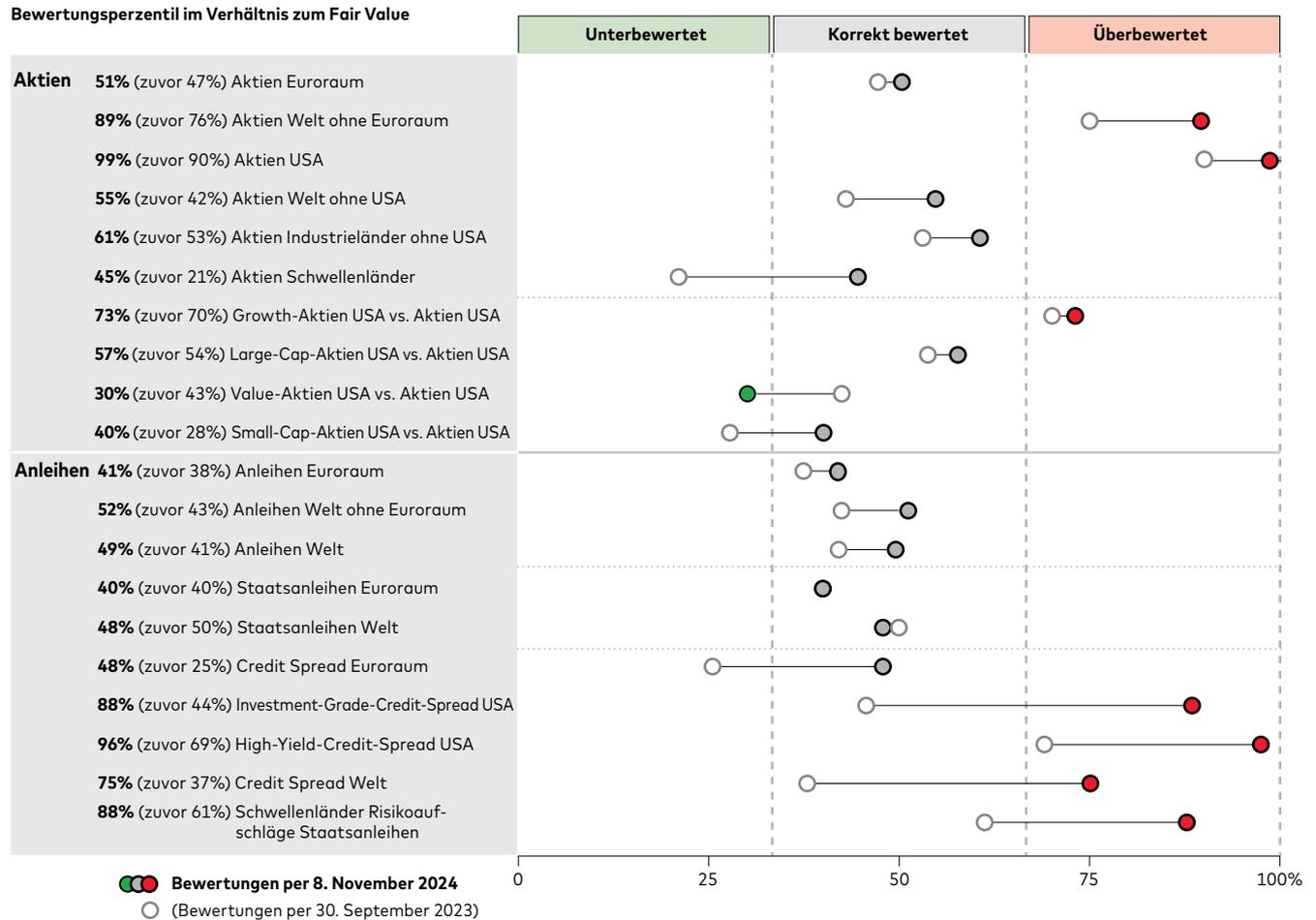


Anmerkungen: Das Kurs-Gewinn-Verhältnis entspricht dem Kurs geteilt durch den 3-Jahres-Durchschnitt der Gewinne des MSCI Emerging Markets Index. Unsere Fair-Value-Schätzung (der „prognostizierte“ Wert in der Mitte zwischen dem oberen und dem unteren Ende unserer Fair-Value-Spanne) basiert auf einem statistischen Modell, zu dessen Eingangsvariablen die Inflation der Schwellenländer, die Leitzinsen der Schwellenländer abzüglich der Federal Funds Rate, die Vanguard Leading Economic Indicators für die Schwellenländer und die inflationsbereinigte Rendite zweijähriger US-Staatsanleihen gehören.

Quellen: Berechnungen von Vanguard auf Grundlage von Daten der Datenbank der Federal Reserve Bank of St. Louis FRED und von Bloomberg; Stand: 8. November 2024.

Veränderungen der Aktien- und Anleihebewertungen im vergangenen Jahr

Die Bewertungen von Risikoaktiva sind gestiegen, doch es gibt Lichtblicke



Anmerkungen: Die Bewertungskennzahlen für Aktien aus den USA und dem Euroraum entsprechen dem Perzentil des aktuellen zyklisch bereinigten KGV (CAPE) im Verhältnis zu unserer Fair-Value-CAPE-Schätzung für den MSCI US Broad Market Index und den MSCI EMU Index. Die Aktienbewertungskennzahlen für Welt, Industrieländer ohne USA, Welt ohne USA und Welt ohne Euroraum entsprechen den nach Marktkapitalisierung gewichteten CAPE-Perzentilen im Verhältnis zu unserer Fair-Value-CAPE-Schätzung für den MSCI US Broad Market Index (nur in Welt und Welt ohne Euroraum), den MSCI EMU Index (nicht in Welt ohne Euroraum), den MSCI Japan Index, den MSCI Canada Index, den MSCI Australia Index und die Bewertungskennzahl für Schwellenländer (nicht in Industrieländer ohne USA). Die Bewertungskennzahl für Schwellenländer entspricht dem Perzentil des KGV (wobei der Gewinn dem nachlaufenden 3-Jahres-Durchschnitt entspricht) im Verhältnis zu unserer Fair-Value-Schätzung für den MSCI Emerging Markets Index. Faktor-Bewertungen im Verhältnis zu US-Aktien als Basis am 50. Perzentil. Alle Growth-, Value- und Small-Cap-Bewertungskennzahlen beruhen auf dem Perzentilrang auf Grundlage unseres Fair-Value-Modells im Verhältnis zum Markt. Die Large-Cap-Bewertungskennzahl ist eine Mischkennzahl des Stil-Faktors im Verhältnis zu relativen US-Bewertungen und dem aktuellen US-CAPE-Perzentil im Verhältnis zu seinem Fair-Value-CAPE.

Die Anleihebewertungskennzahlen entsprechen den nach Marktkapitalisierung gewichteten Durchschnitts der Bewertungsperzentile von Unternehmens- und Staatsanleihen. Die Bewertungsperzentile von Staatsanleihen beruhen auf den aktuellen Renditen im Verhältnis zur VCMM-Simulation der Gleichgewichtsrenditen. Die Bewertungskennzahlen der Kreditrisikoaufschläge basieren auf den aktuellen Spreads im Verhältnis zur VCMM-Simulation der Gleichgewichts-Spreads. Die Anleihebewertungskennzahlen für Welt und Welt ohne Euroraum entsprechen dem nach Marktkapitalisierung gewichteten Durchschnitt der Bewertungskennzahlen für Anleihen der USA, des Euroraums (nicht in Welt ohne Euroraum), des Vereinigten Königreichs, Japans, Kanadas und Australiens.

Bewertungsperzentile per 8. November 2024 und 30. September 2023.

Quellen: Berechnungen von Vanguard auf der Grundlage von Daten von Robert Shillers Website, abrufbar unter shillerdata.com, dem U.S. Bureau of Labor Statistics, dem Federal Reserve Board und Refinitiv; Stand: 8. November 2024.

WICHTIGER HINWEIS: Die Prognosen sowie andere Informationen, die von dem VCMM generiert werden und die Wahrscheinlichkeit verschiedener Anlageergebnisse zum Gegenstand haben, sind naturgemäß hypothetisch, stellen keine tatsächlichen Anlageergebnisse dar und garantieren keine zukünftigen Erträge. Die Verteilung der Renditen des VCMM wird aus 10.000 Simulationen für jede modellierte Assetklasse abgeleitet. Simulationen per 8. November 2024 und den 30. September 2023. Die Ergebnisse des Modells können mit jeder Nutzung sowie im Laufe der Zeit variieren.

Literaturverzeichnis

Aliaga-Díaz, Roger. *Fed Cuts: How Far Matters More Than How Fast*. The Vanguard Group, 4. November 2024.

Aliaga-Díaz, Roger, Andrew Patterson und Shaan Raithatha. *Assessing US Fiscal Space*. The Vanguard Group, Dezember 2023.

Blinder, Alan S. *Landings, Soft and Hard: The Federal Reserve, 1965–2022*. Journal of Economic Perspectives, Winter 2023. pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.37.1.101.

Clark, Jack und Ray Perrault. *Der KI-Index-Bericht: Messung von Trends in der KI*. Stanford University, 2024. aiindex.stanford.edu/report/.

Davis, Joe. *Savers Will Benefit From a Return to Sound Money*. The Wall Street Journal, 30. Januar 2023. [wsj.com/articles/a-return-to-sound-money-will-be-a-boon-for-savers-bond-savings-interest-yield-stability-vanguard-inflation-fed-11675107380?msocid=24937982b07360e22ce96cbab1c3617a](https://www.wsj.com/articles/a-return-to-sound-money-will-be-a-boon-for-savers-bond-savings-interest-yield-stability-vanguard-inflation-fed-11675107380?msocid=24937982b07360e22ce96cbab1c3617a).

Davis, Joe. *KI oder Demografie: Wer bestimmt die Zukunft?* The Vanguard Group, 25. April 2024.

Davis, Joe. *Joe Davis: AI as a General-Purpose Technology*. The Vanguard Group, 25. Juni 2024.

Davis, Joseph, Roger A. Aliaga-Díaz, Jumana Saleheen, Qian Wang, Andrew J. Patterson, Kevin DiCiurcio, Alexis Gray, und Joshua M. Hirt. *Vanguard Wirtschafts- und Marktausblick 2024: Rückkehr zu positiven Realzinsen*. The Vanguard Group, Dezember 2023.

Davis, Joseph H., Lukas Brandl-Cheng und Kevin Khang. *Megatrends and the US Economy, 1890–2040*. Social Science Research Network, 10. Juni 2024. papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4702028.

Davis, Joseph H., Ryan Zalla, Joana Rocha und Josh Hirt. *R-Star Is Higher. Here's Why*. Social Science Research Network, 14. Juni 2023. ssrn.com/abstract=4478413.

Hirt, Josh und Ian Kresnak. *Kurzfristige Verluste, langfristiger Gewinn*. The Vanguard Group, 28. Juli 2023.

Jefferson, Philip N. *Philip N. Jefferson: Is This Time Different? Recent Monetary Policy Cycles in Retrospect*. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 22. Februar 2023. bis.org/review/r240223a.htm.

Khang, Kevin. *Less Globalization May Not Mean Higher Inflation*. The Vanguard Group, 18. Juni 2024.

Sathe, Asawari, und Daniel Wu. *Why the Fed Will Not Cut Rates This Year*. The Vanguard Group, 7. Juni 2023.

Schlanger, Todd, Roger A. Aliaga-Díaz, Cheng Li und Harshdeep Ahluwalia. *Time-Varying Asset Allocation: Vanguard's Approach to Dynamic Portfolios*. The Vanguard Group, Oktober 2024.

Über das Vanguard Capital Markets Model

WICHTIGER HINWEIS: Die Prognosen sowie andere Informationen, die von dem Vanguard Capital Markets Model (VCMM) generiert werden und die Wahrscheinlichkeit verschiedener Anlageergebnisse zum Gegenstand haben, sind naturgemäß hypothetisch, stellen keine tatsächlichen Anlageergebnisse dar und garantieren keine zukünftigen Erträge. Die Ergebnisse des Modells werden mit jeder Nutzung sowie im Laufe der Zeit variieren.

Die Prognosen des VCMM basieren auf statistischen Analysen und historischen Daten. Zukünftige Renditen können von den im VCMM erfassten historischen Mustern abweichen. Noch wichtiger ist jedoch, dass das VCMM extrem negative Szenarios unterschätzen kann, die in den historischen Zeiträumen, auf denen die Modellschätzungen beruhen, nicht vorkamen.

Das VCMM ist ein firmeneigenes Finanz-Simulationsinstrument. Es wurde von den primären Investment-Research- und Beratungsteams von Vanguard entwickelt und wird von diesen gepflegt. Das Modell prognostiziert die Verteilung zukünftiger Renditen für zahlreiche Assetklassen. Zu diesen Assetklassen gehören die US-amerikanischen und internationalen Aktienmärkte, US-Treasuries und Unternehmensanleihen mit verschiedenen Laufzeiten, internationale Anleihemärkte, US-Geldmärkte, Rohstoffe sowie bestimmte alternative Anlagestrategien. Die theoretische und empirische Grundlage des VCMM ist die Beziehung zwischen Rendite und Risiko: Die Renditen zahlreicher Assetklassen sind der von Anlegerinnen und Anlegern im Gegenzug für bestimmte Arten von systematischem Risiko (Beta) verlangte Ausgleich. Das Modell beruht im Kern auf Schätzungen der dynamischen statistischen Beziehung zwischen Risikofaktoren und Asset-Renditen. Diese erhalten wir durch statistische Analyse monatlicher Finanz- und Wirtschaftsdaten, die bis in das Jahr 1960 zurückreichen. Mithilfe eines Systems von Gleichungsschätzungen führt das Modell eine

Monte Carlo-Simulation durch, um die geschätzten Zusammenhänge zwischen Risikofaktoren und Assetklassen sowie Ungewissheit und Zufälle langfristig zu prognostizieren. Das Modell generiert eine große Anzahl simulierter Ergebnisse für jede Assetklasse über verschiedene Zeiträume. Die Prognosen werden durch Berechnung der Zentraltendenzen in diesen Simulationen gewonnen. Die Ergebnisse des Modells variieren mit jeder Nutzung sowie im Laufe der Zeit.

Der Wert des VCMM liegt primär in seiner Anwendung für die Analyse potenzieller Kundenportfolios. VCMM-Prognosen für einzelne Assetklassen – bestehend aus Verteilungen der erwarteten Renditen, Volatilitäten und Korrelationen – sind der Schlüssel zur Bewertung potenzieller Verlustrisiken, verschiedener Risiko-Rendite-Zielkonflikte sowie der Diversifizierungsvorteile unterschiedlicher Anlageklassen. Zwar werden mit jeder Renditeverteilung auch Zentraltendenzen generiert, allerdings lassen sich die Ergebnisse des VCMM am effektivsten nutzen, indem man das gesamte Spektrum möglicher Ergebnisse für die untersuchten Assetklassen betrachtet.

Das VCMM generiert ein breites Spektrum möglicher Ergebnisse und soll so die Unsicherheit von Prognosen darstellen. Es ist wichtig zu verstehen, dass das VCMM den Renditeverteilungen keine „Normalität“ aufzwingt, sondern vielmehr von den sogenannten „Fat Tails“ (Extremrisiken) und der Schiefe in der empirischen Verteilung der modellierten Assetklassenrenditen beeinflusst wird. Innerhalb eines breiten Ergebnisspektrums können Anlegerinnen und Anleger sehr unterschiedliche Ergebnisse erzielen, was die Vielfältigkeit der möglichen zukünftigen Pfade unterstreicht. Tatsächlich ist dies einer der wichtigsten Gründe, warum wir Renditeprognosen als Verteilung darstellen.

Für VCMM-Simulationen verwendete Indizes

Zur Berechnung der langfristigen Renditen unserer hypothetischen Portfolios verwenden wir die passenden Marktindizes per 8. November 2024. Wir haben diese Benchmarks ausgewählt, um den historischen Verlauf möglichst lückenlos darzustellen. Bei der Gewichtung der globalen Allokationen orientieren wir uns an den Vanguard Empfehlungen zum Aufbau diversifizierter Portfolios. Nachfolgend sind die Assetklassen und ihre repräsentativen Indizes aufgeführt, die für die Prognosen verwendet wurden:

- **Aktien USA:** MSCI US Broad Market Index.
- **Aktien Euroraum:** MSCI European Economic and Monetary Union (EMU) Index.
- **Aktien Welt ohne Euroraum:** MSCI All Country World ex EMU Index.
- **Aktien Industrieländer ohne USA:** MSCI World ex USA Index.
- **Aktien Industrieländer ohne USA & ohne Euroraum:** Nach Marktkapitalisierung gewichteter Index bestehend aus dem MSCI UK Index, dem MSCI Japan Index, dem MSCI Australia Index und dem MSCI Canada Index.
- **Aktien Schwellenländer:** MSCI Emerging Markets Index.
- **Anleihen Euroraum:** Bloomberg Euro-Aggregate Bond Index.
- **Anleihen Welt ohne Euroraum:** Bloomberg Global Aggregate ex-Euro Bond Index Euro Hedged.
- **Anleihen Welt:** Bloomberg Global Aggregate Bond Index Euro Hedged.
- **Staatsanleihen Euroraum:** Bloomberg Euro-Aggregate Treasury Bond Index.
- **Staatsanleihen Welt:** Bloomberg Global Treasury Bond Index Euro Hedged.
- **Unternehmensanleihen Welt:** Bloomberg Global Aggregate—Corporates Euro Hedged.
- **Investment-Grade-Unternehmensanleihen USA:** Bloomberg US Credit Bond Index Euro Hedged.
- **High-Yield Unternehmensanleihen USA:** Bloomberg US High Yield Bond Index Euro Hedged.
- **Unternehmensanleihen Euroraum:** Bloomberg Euro-Aggregate—Credit Bond Index.
- **Staatsanleihen Schwellenländer:** Bloomberg Emerging Markets USD Sovereign Bond Index—10% Country Capped Euro Hedged.

Alle nachstehenden Aktienindizes sind nach Marktkapitalisierung gewichtet:

- **Small-Cap USA:** Aktien mit einer Marktkapitalisierung, die in den unteren zwei Dritteln des Russell 3000 Index liegt.
- **Large-Cap USA:** Aktien mit einer Marktkapitalisierung, die im obersten Drittel des Russell 1000 Index liegt.
- **Growth USA:** Aktien mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis, das im oberen Drittel des Russell 1000 Index liegt.
- **Value USA:** Aktien mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis, das im untersten Drittel des Russell 1000 Index liegt.

An diesem Bericht haben die folgenden Vanguard Teams mitgearbeitet



Joseph Davis, PhD
Global Chief Economist



Roger A. Aliaga-Díaz, PhD
Americas Chief Economist und
Global Head of Portfolio
Construction



Jumana Saleheen, PhD
European Chief Economist



Qian Wang, PhD
Asia-Pacific Chief Economist
und Global Head of VCMM

Vanguard Global Economics, Markets und Portfolio Construction Teams

Joseph Davis, PhD, Global Chief Economist

Amerika

Roger A. Aliaga-Díaz, PhD, Chief Economist, Americas
Kevin Khang, PhD, Senior International Economist
Joshua Hirt, CFA
Adam Schickling, CFA
Vytautas Maciulis, CFA
Rhea Thomas
Ryan Zalla, PhD

Asien-Pazifik

Qian Wang, PhD, Chief Economist, Asia-Pacific
Grant Feng, PhD
Victoria Zhang, MSc

Europa

Jumana Saleheen, PhD, Chief Economist, Europe
Shaan Raithatha, CFA
Josefina Rodríguez, MSc
Aly Maghraby, MSc

Capital Markets Model Research Team

Qian Wang, PhD, Global Head of VCMM
Kevin DiCiurcio, CFA, Head of VCMM Development
Daniel Wu, PhD
Olga Lepigina, MBA
Ian Kresnak, CFA
Lukas Brandl-Cheng, MSc
Junhao Liu, PhD
Alex Qu
Ben Vavreck, CFA
Sarina Fard
Ziqi Tan, CFA

Asset Allocation Research Team

Roger Aliaga-Díaz, PhD, Global Head of Portfolio Construction
Harshdeep Singh Ahluwalia, MSc, Head of Asset Allocation, Americas
Giulio Renzi-Ricci, MSc, Head of Asset Allocation, Europe
Victor Zhu, CFA, CAIA
Asawari Sathe, MSc
Todd Schlanger, CFA
Yu Zhang, PhD
Cheng Li, CFA, MBA
Yiran Zi, MSc
Yan Zilbering
Hirumi Samarakoon
Lucas Baynes
Ollie Harvey, MSc
Joana Rocha, MSc
Maziar Nikpour, PhD
Dimitris Korovilas, PhD

CFA® ist eine eingetragene Marke des CFA Institute.

CAIA® ist eine eingetragene Zertifizierungsmarke und Eigentum der Chartered Alternative Investment Analyst Association, die diese Marke verwaltet.

Connect with Vanguard®

global.vanguard.com

Wichtige Hinweise zu Anlagerisiken:

Der Wert von Anlagen und die daraus resultierenden Erträge können steigen oder fallen. Anleger können Verluste auf ihre Investitionen erleiden.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für künftige Erträge. Bei der Ausgabe und Rücknahme von Fondsanteilen fallen Kosten und Provisionen an, die in den Zahlen nicht berücksichtigt sind.

Wichtige Hinweise

Dies ist ein Marketingdokument.

Nur für professionelle Anlegerinnen und Anleger (entsprechend der Definition der MiFID II-Direktive), die ihre Anlagen selbst verwalten (dazu gehören auch Management-Unternehmen [Dachfonds] und professionelle Kunden, die das Geld ihrer Kundinnen und Kunden anlegen). In der Schweiz nur für professionelle Anlegerinnen und Anleger. Nicht zur öffentlichen Verbreitung bestimmt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist nicht als Angebot zum Kaufen bzw. Verkaufen oder als Aufforderung zum Angebot des Kaufens bzw. Verkaufens von Wertpapieren in Ländern zu verstehen, in denen ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung rechtswidrig ist. Dasselbe gilt für Personen, denen gegenüber es ungesetzlich ist, ein solches Angebot bzw. eine solche Aufforderung vorzulegen, und für Personen, die nicht zur Vorlage eines solchen Angebots bzw. einer solchen Aufforderung autorisiert sind. Diese Informationen stellen keine rechtliche, steuerliche oder anlagebezogene Beratung dar. Sie dürfen sich nicht auf die Inhalte dieses Dokuments verlassen, wenn Sie Anlageentscheidungen treffen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen lediglich zur Weiterbildung und stellt keine Empfehlung und kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anlagen dar.

Im Europäischen Wirtschaftsraum wird dieses Dokument herausgegeben von der Vanguard Group (Ireland) Limited, die in Irland von der Central Bank of Ireland reguliert wird.

Herausgegeben von Vanguard Asset Management, Limited, das im Vereinigten Königreich von der Financial Conduct Authority zugelassen wurde und reguliert wird.

© 2024 Vanguard Group (Ireland) Limited. Alle Rechte vorbehalten.

© 2024 Vanguard Asset Management, Limited. Alle Rechte vorbehalten. 1955_12/24_4071081

Vanguard®