Vanguard

Vanguard Wirtschafts- und Marktausblick 2024: globale Zusammenfassung

Unser globaler Ausblick fasst die wichtigsten Ergebnisse des Vanguard Wirtschafts- und Marktausblicks zusammen. Die Veröffentlichung des vollständigen Berichts ist für Mitte Dezember geplant.

Die höheren Zinssätze werden bleiben. Zwar werden Leitzinsen einen zyklischen Höchststand erreichen und danach wieder sinken, dürften sich jedoch in den kommenden zehn Jahren auf einem höheren Niveau einpendeln, als wir es seit der globalen Finanzkrise 2008 gewohnt waren. Diese Entwicklung leitet die Rückkehr zu einer soliden Geldpolitik ein, die die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte tiefgreifend verändern wird. Private Haushalte werden weniger Kredite aufnehmen und mehr sparen, die Märkte werden Kapital vorsichtiger verteilen und ihre Renditeprognosen für zahlreiche Assetklassen anpassen. Wir glauben, dass höhere Zinsen Anlegerinnen und Anlegern bei der Umsetzung ihrer langfristigen Finanzziele helfen werden, allerdings sind Volatilitätsausschläge in der Übergangsphase möglich.

2024 wird die restriktive Geldpolitik spürbar werden

Die Weltwirtschaft hat sich in diesem Jahr als robuster erwiesen als von uns erwartet, auch weil die Geldpolitik weniger restriktiv war, als wir ursprünglich angenommen hatten. Fundamentale Veränderungen in der Weltwirtschaft haben zu einer Verschiebung des neutralen Zinssatzes (der Zinssatz, der die Wirtschaft weder stimuliert noch bremst) nach oben geführt. Die normalen Transmissionskanäle der Geldpolitik haben aus mehreren Gründen nicht so funktioniert wie gedacht, unter anderem wegen der schuldenfinanzierten Pandemiehilfe in den USA, höheren Sparvermögen der privaten Haushalte und solideren Unternehmensbilanzen; zudem hat die angespannte Lage an den Arbeitsmärkten das Wachstum der Reallöhne beschleunigt. In den USA deutet unsere Analyse darauf hin, dass diese Kräfte die Auswirkungen der höheren Leitzinsen fast vollständig kompensieren konnten. Außerhalb der USA ist diese Dynamik jedoch weniger stark ausgeprägt: Die überwiegend bankfinanzierte europäische Wirtschaft steht bereits am Rande einer Rezession, die chinesische Wirtschaft ist in ihrer Erholung von den Covid-Kontaktbeschränkungen hinter den Erwartungen zurückgeblieben.

Im Jahr 2024 werden die USA ihren Sonderstatus jedoch aller Wahrscheinlichkeit nach verlieren. Da die Inflation sinkt und die Gegenkräfte nachlassen, dürfte die Geldpolitik ihre real restriktive Wirkung entfalten und die Wirtschaft in eine milde Rezession rutschen – die notwendig ist, um die Inflation endgültig auf das Zielniveau der Zentralbank zu drücken. Allerdings sehen wir mehrere Risiken für unser Szenario: Eine „weiche Landung", bei der die Inflation ohne Rezession auf das Zielniveau sinkt, ist weiterhin ebenso möglich wie eine Verschiebung der Rezession. Wegen anhaltend restriktiver Geld- und Haushaltspolitik erwarten wir in Europa schwaches Wachstum; in China rechnen wir dagegen mit weiteren Impulsen, um die Wirtschaft trotz wachsender externer und struktureller Probleme anzukurbeln.

Nullzinsen waren einmal

Eine Rezession schwächt die Nachfrage nach Arbeitskräften ebenso wie das Lohnwachstum und ist daher wohl eine notwendige Voraussetzung für die Eindämmung der Inflation, sofern ein sofortiger Produktivitäts-Boom wie in den Neunzigerjahren ausbleibt. Erste Zinssenkungen erwarten wir in der zweiten Jahreshälfte 2024, wenn die Zentralbanken mehr Vertrauen in die Inflationsentwicklung haben.

Nur für professionelle Anleger (nach den Kriterien der MiFID II-Richtlinie), die auf eigene Rechnung investieren (einschließlich Verwaltungsgesellschaften (Dachfonds) und professionelle Kunden, die im Namen ihrer diskretionären Kunden investieren). In der Schweiz nur für professionelle Anleger. Nicht für die öffentliche Verbreitung bestimmt.

Dennoch dürften sich die Leitzinsen auf einem höheren Niveau einpendeln als nach der Finanzkrise und während der Covid-Pandemie. Unsere Analysen deuten darauf hin, dass das Realzins-Gleichgewichtsniveau, auch bekannt als R-star oder R*, gestiegen ist, was in erster Linie auf die demografische Entwicklung, langfristiges Produktivitätswachstum und höhere strukturelle Haushaltsdefizite zurückzuführen ist. Höhere Zinsen werden uns daher voraussichtlich nicht über Monate, sondern Jahre begleiten – eine strukturelle Veränderung, die über den nächsten Konjunkturzyklus hinaus Bestand haben wird und aus unserer Sicht die wichtigste finanzpolitische Entwicklung seit der Finanzkrise darstellt.

Die Vanguard Wirtschaftsprognosen 2024

	BIP-Wachstum			Arbeitslosenquote			Kerninflation		Geldpolitik		
	2024			2024			2024				
Land/ Region	**Vanguard**	**Konsens**	**Trend**	**Vanguard**	**Konsens**	**NAIRU**	**Vanguard**	**Konsens**	**Jahresende 2023**	**Jahresende 2024**	**Neutraler Zinssatz**
USA	0,5%	0,8%	1,8%	4,8%	4,4%	3,5%–4%	2,5%	2,5%	5,5%–5,75%	4%–4,5%	3%–3,5%
Euroraum	0,5%–1%	0,8%	1,2%	7%–7,5%	6,8%	6,5%–7%	2,1%	2,5%	4%	3,25%	2%–2,5%
UK	0,5%–1%	0,4%	1%	4,5%–5%	4,8%	3,5%–4%	2,8%	N/D	5,25%	4,25%	3%–3,5%
China	4,5%–5%	4,5%	4,1%	4,8%	5%	5%	1%–1,5%	N/D	2,3%–2,4%	2,2%	4,5%–5%

Hinweise: Prognosen per 14. November 2023. 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 Arbeitslosigkeit entsprechen dem Durchschnitt für das vierte Quartal 2024. NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) ist die inflationsneutrale Arbeitslosenquote, eine Kennzahl für das Gleichgewicht des Arbeitsmarktes. Die Kerninflation schließt die volatilen Lebensmittel- und Energiepreise aus. Für die USA, die Eurozone und das Vereinigte Königreich ist die Kerninflation definiert als die Veränderung im vierten Quartal gegenüber dem Vorjahr, für China als die durchschnittliche jährliche Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Für die USA basiert die Kerninflation auf dem Kernindex der persönlichen Verbrauchsausgaben, für alle anderen Länder/Regionen auf dem Kernverbraucherpreisindex. Der neutrale Zinssatz ist der Gleichgewichtszinssatz, der die Wirtschaft oder Finanzmärkte weder stimuliert noch bremst.

Quelle: Vanguard.

Die Rückkehr zu solider Geldpolitik

Für private Haushalte und Unternehmen erschweren höhere Zinssätze die Kreditaufnahme, erhöhen die Kapitalkosten und fördern das Sparen, für Regierungen werden sie eher früher als später eine Neubewertung der öffentlichen Haushalte notwendig machen. Der Teufelskreis aus steigenden Defiziten und höheren Zinssätzen dürfte die Sorge um die Schuldentragfähigkeit verschärfen. Wir kommen in unserer Analyse zu dem Ergebnis, dass den Regierungen nur ein sehr kleines Zeitfenster bleibt: Das Schuldenproblem muss von dieser Generation angegangen werden, nicht von der nächsten.

Für Anlegerinnen und Anleger mit gut diversifizierten Portfolios sind dauerhaft höhere Zinsen dagegen eine willkommene Entwicklung, schließlich bilden sie eine solide Grundlage für langfristige risikobereinigte Erträge. Der Übergang in ein Hochzinsumfeld ist allerdings noch nicht abgeschlossen, kurzfristig rechnen wir daher mit anhaltend hoher Volatilität an den Finanzmärkten.

Anleihen sind wieder attraktiv ...

An den Anleihemärkten hat der Übergang in eine neue Hochzinsphase während der vergangenen zwei Jahre zu erheblichen Verlusten geführt. Nach unserer Einschätzung liegen die Bewertungen von Anleihen aktuell nahe am Fair Value, die höheren langfristigen Zinssätze orientieren sich stärker an den strukturell höheren neutralen Zinssätzen. Auch die Laufzeitprämien sind aufgrund der hohen Inflation und der ungewissen fiskal- und geldpolitischen Entwicklung gestiegen.

Kurzfristig halten wir weitere Volatilität für möglich, aus Sicht langfristiger Anlegerinnen und Anleger sind die höheren Zinsen jedoch die beste wirtschafts- und finanzpolitische Entwicklung der letzten zwanzig Jahre. Wir haben unsere Renditeprognosen für die Anleihemärkte deutlich angehoben und gehen nun davon aus, dass Euroraum-Anleihen in den nächsten zehn Jahren eine nominale jährliche Rendite von 2,9 bis 3,9% abwerfen werden; vor Beginn der Zinserhöhungen hatten wir lediglich mit einer jährlichen Rendite

von -0,5 bis 0,5% gerechnet. Für abgesicherte globale Anleihen, die außerhalb des Euroraums begeben wurden, erwarten wir in den nächsten zehn Jahren annualisierte Renditen von 2,8 bis 3,8%; als die Zinsen nahe oder unter der 0%-Marke lagen, hatten wir für die Assetklasse ebenfalls lediglich -0,5 bis 0,5% prognostiziert.

Bei diesem Zinsniveau sollte die Ertragskomponente der Anleiherenditen, Wiederanlage vorausgesetzt, die Kapitalverluste der letzten zwei Jahre mehr als ausgleichen. Am Ende des Jahrzehnts dürften die Werte der Anleiheportfolios daher höher sein als in einem Alternativszenario ohne Zinserhöhungen.

Auch ein 60/40-Portfolio[1] ist jetzt attraktiver als noch vor wenigen Jahren: Für langfristig orientierte Anlegerinnen und Anleger mit Mischportfolios ist die Wahrscheinlichkeit einer jährlichen Rendite von mindestens 5% in den kommenden zehn Jahren deutlich von annähernd 0% im Jahr 2021 auf heute 44% gestiegen.

Die Bewertungen von Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating halten wir für angemessen, High-Yield-Anleihen erscheinen uns dagegen relativ teuer. Da eine Rezession immer wahrscheinlicher wird und die Gewinnmargen der Unternehmen sinken, überwiegt zudem das Risiko steigender Spreads.

... Aktien dagegen überbewertet

Höhere Zinsen drücken die weltweiten Aktienbewertungen, wegen höherer (Re-) Finanzierungskosten sinken gleichzeitig die Gewinnmargen der Unternehmen.

Besonders teuer bewertet sind US-Aktien, weshalb wir unsere 10-Jahres-Renditeprognosen für die Assetklasse für Anlegerinnen und Anleger aus dem Euroraum ab 2023 von 3,1 bis 5,1% pro Jahr auf 2,4 bis 4,4% gesenkt haben. US-Value-Aktien sind so günstig bewertet wie zuletzt Ende 2021, und auch Small-Cap-Aktien erscheinen langfristig attraktiv.

Der US-Aktienmarkt hat andere Märkte auch in den letzten zwei Jahren abgehängt, was vor allem an steigenden Bewertungen und der Stärke des US-Dollars lag; beide liegen inzwischen über unseren Fair-Value-Schätzungen, in beiden Fällen erwarten wir eine Trendumkehr. Tatsächlich deuten die Prognosen des Vanguard Capital Markets Model® (VCMM) darauf hin, dass andere Aktienmärkte mehr Potenzial bieten könnten: Für die Aktienmärkte der Industrieländer ohne die USA erwarten wir in den kommenden zehn Jahren annualisierte Renditen von 5,0 bis 7,0%, für Aktien aus dem Euroraum 4,3 bis 6,3% und für Schwellenländeraktien 4,6 bis 6,6% (jeweils für Anlegerinnen und Anleger aus dem Euroraum).

Die globale Aktienrisikoprämie, die sich aus den aktuellen Bewertungen der Aktien- und Anleihemärkte ableiten lässt, ist die niedrigste seit dem „verlorenen Jahrzehnt" von 1999 bis 2009 In den kommenden zehn Jahren erwarten wir eine Renditedifferenz zwischen globalen Aktien und Anleihen von 0 bis 2 Prozentpunkten pro Jahr, anders als in den vergangenen zehn Jahren können Anlegerinnen und Anleger mit einem diversifizierten Portfolio ausgewogenere Renditen erwarten. Entsprechende Risikotoleranz vorausgesetzt, könnte eine defensivere Risikoposition angemessen sein, zumal wir für Anleihen höhere Renditen erwarten und die Aktienmärkte die Rückkehr zu einer soliden Geldpolitik noch nicht vollständig eingepreist haben.

WICHTIGE HINWEISE: 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 Verteilung der Renditeergebnisse des VCMM wird aus 10.000 Simulationen für jede modellierte Assetklasse abgeleitet. Simulationen per 30. September 2023. Die Ergebnisse des Modells können mit jeder Nutzung sowie im Laufe der Zeit variieren. Weitere Informationen finden Sie im Abschnitt Hinweise.

Anmerkungen:

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.

[1] In unserer Analyse wird das Portfolio mit einer Aktien-/Anleihe-Allokation von 60 zu 40 durch die folgenden Indizes dargestellt: MSCI AC World Total Return Index (Aktien); Bloomberg Global Aggregate Bond Index Euro Hedged (Anleihen).

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 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.

Das Vanguard Global Economics Team

Joseph Davis, Ph.D., Global Chief Economist

Americas

Roger A. Aliaga-Díaz, Ph.D.,
Chief Economist, Americas,
Global Head of Portfolio Construction

Andrew Patterson, CFA, Senior International Economist

Joshua Hirt, CFA

Asawari Sathe, M.Sc.

Adam Schickling, CFA

Vytautas Maciulis, CFA

Rhea Thomas

Maria Fernanda Estrada

Asia-Pacific

Qian Wang, Ph.D.,
Chief Economist, Asia-Pacific

Carole Okigbo,
Head of ISG, Asia-Pacific

Alexis Gray, M.Sc.

Grant Feng, Ph.D.

Europe

Jumana Saleheen, Ph.D.,
Chief Economist, Europe

Shaan Raithatha, CFA

Josefina Rodriguez, M.Sc.

Ranieri Arcella, M.Phil.

Capital Markets Model Research Team

Qian Wang, Ph.D.,
Global Head of VCMM

Kevin DiCiurcio, CFA,
VCMM Senior Investment Strategist

Daniel Wu, Ph.D.

Olga Lepigina, MBA

Ian Kresnak, CFA

Lukas Brandl-Cheng, M.Sc.

Ryan Zalla, Ph.D

Alex Qu

Ben Vavreck, CFA

Taylor Regensburger

Connect with Vanguard®
global.vanguard.com

Wichtige Hinweise zu Anlagerisiken

Der Wert der Investitionen und die daraus resultierenden Erträge können steigen oder fallen, und Investoren können Verluste auf ihrer Investitionen erleiden.

Die frühere Wertentwicklung gibt keinen verlässlichen Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

Jegliche Prognosen sollten als hypothetischer Natur betrachtet werden und spiegeln keine zukünftigen Ergebnisse wider bzw. garantieren diese nicht.

Fonds, die in festverzinsliche Wertpapiere investieren, bergen das Risiko eines Zahlungsausfalls bei Rückzahlungen und einer Beeinträchtigung des Kapitalwerts Ihrer Investition. Außerdem kann das Ertragsniveau schwanken. Änderungen der Zinssätze haben wahrscheinlich Auswirkungen auf den Kapitalwert von festverzinslichen Wertpapieren. Unternehmensanleihen können höhere Erträge abwerfen, bergen aber auch ein höheres Kreditrisiko. Dadurch steigt das Risiko eines Zahlungsausfalls bei Rückzahlungen und einer Beeinträchtigung des Kapitalwerts Ihrer Investition. Das Ertragsniveau kann schwanken und Änderungen der Zinssätze haben wahrscheinlich Auswirkungen auf den Kapitalwert von Anleihen.

Wichtige allgemeine Hinweise

Nur für professionelle Anleger (nach den Kriterien der MiFID II-Richtlinie), die auf eigene Rechnung investieren (einschließlich Verwaltungsgesellschaften (Dachfonds) und professionelle Kunden, die im Namen ihrer diskretionären Kunden investieren). In der Schweiz nur für professionelle Anleger. Nicht für die öffentliche Verbreitung bestimmt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind nicht als Angebot oder Angebotsaufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren zu verstehen, wenn in einem Land ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung rechtswidrig ist, wenn Personen betroffen sind, denen ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung gesetzlich nicht gemacht werden darf, oder wenn derjenige, der das Angebot oder die Aufforderung macht, dafür nicht qualifiziert ist. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Rechts-, Steuer- oder Anlageberatung dar. Sie dürfen sich deshalb bei Anlageentscheidungen nicht auf den Inhalt dieses Dokuments verlassen.

Die Informationen in diesem Dokument dienen lediglich zu Bildungszwecken und stellen keine Empfehlung und kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anlagen dar.

Im EWR herausgegeben von der Vanguard Group (Ireland) Limited, die in Irland von der irischen Zentralbank reguliert wird.

In der Schweiz herausgegeben von Vanguard Investments Switzerland GmbH.

Herausgegeben von Vanguard Asset Management, Limited, die in Großbritannien von der Financial Conduct Authority zugelassen ist und von ihr reguliert wird.

© 2023 Vanguard Group (Irland) Limited. Alle Rechte vorbehalten.

© 2023 Vanguard Investments Switzerland GmbH. Alle Rechte vorbehalten.

© 2023 Vanguard Asset Management, Limited. Alle Rechte vorbehalten.

CFA® ist eine eingetragene Marke des CFA Institute.

ISGVEMOG 122023