

# Vanguard Wirtschafts- und Marktausblick 2024: Rückkehr zu positiven Realzinsen

Bereits vor über einem Jahr haben wir von einer Rückkehr zu positiven Realzinsen gesprochen. Für Anlegerinnen und Anleger war der Übergang hin zu einem Hochzinsumfeld zweifellos schmerzhaft, war er doch von historisch hohen Verlusten und hoher Volatilität an den Anleihemärkten begleitet. Doch sollten sie sich nicht täuschen: Höhere Zinsen werden den nächsten Konjunkturzyklus überdauern – und stellen die beste Wirtschafts- und Finanzmarktentwicklung der letzten zwanzig Jahre dar.

Dauerhaft positive Realzinsen bilden eine solide Grundlage für langfristige risikobereinigte Erträge, und im Vergleich zu den vergangenen zehn Jahren können Anlegerinnen und Anleger mit einem diversifizierten Portfolio ausgewogenere Renditen erwarten. Entsprechende Risikotoleranz vorausgesetzt, könnte ein defensiveres Risiko-Exposure sinnvoll sein, zumal wir für Anleihen höhere Renditen erwarten und die Aktienmärkte die Folgen einer Rückkehr zu positiven Realzinsen noch nicht vollständig eingepreist haben.

## Die Geldpolitik zeigt Wirkung

Da die Inflation sinkt, dürfte die real restriktive Wirkung der Geldpolitik zunehmend spürbar werden. In der zweiten Jahreshälfte 2024 sollte die schwache Konjunktur erste Zinssenkungen ermöglichen. **Seite 5.**

## Höherer Gleichgewichtszins

Nach dem Ende der zyklischen Höchststände dürften sich die Zinsen auf einem höheren Niveau einpendeln als vor der Covid-Pandemie. Das Nullzinsumfeld ist Geschichte, die höheren Zinsen werden bleiben. **Seite 6.**

## Anleihen sind wieder attraktiv

Höhere Zinssätze bedeuten langfristig höhere Anleiherenditen. Die Bewertung globaler Anleihen entspricht aus unserer Sicht in etwa ihrem Fair Value. Unsere 10-Jahres-Prognose für die globale Aktienprämie gegenüber globalen Anleihen ist dagegen weiter gesunken. **Seiten 17–18.**

**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 Kundinnen und Kunden, die das Geld ihrer Kundinnen und Kunden anlegen). In der Schweiz nur für professionelle Anlegerinnen und Anleger. Nicht zur öffentlichen Verbreitung bestimmt.**

## Inhalt

3

Globaler Ausblick

5

Wirtschaftsausblick

14

Marktausblick

## Die Vanguard Wirtschaftsprognosen 2024

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

**Hinweise:** Prognosen per 4. Dezember 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. Zur US-Geldpolitik: Die Vanguard Prognose bezieht sich auf das obere Ende des Zielbereichs des Offenmarktausschusses der US-Notenbank. 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 abgebildeten 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 Markets Model® (VCCM) 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 VCCM 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 in dem Abschnitt „Über das Vanguard Capital Markets Model“ auf Seite 21.

## Globaler Ausblick

Die höheren Zinsen werden bleiben. Zwar werden die 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 positiven Realzinsen 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; in der Übergangsphase sind jedoch Volatilitätsausschläge möglich.

### Die restriktive Geldpolitik wird spürbar werden

Die Weltwirtschaft hat in diesem Jahr unsere Prognosen übertroffen, auch weil die Geldpolitik weniger restriktiv wirkte, als wir ursprünglich angenommen hatten. Fundamentale Veränderungen in der Weltwirtschaft hatten eine Verschiebung des neutralen Zinssatzes (der Zinssatz, der die Wirtschaft weder stimuliert noch bremst) nach oben zur Folge. Die normalen Transmissionskanäle der Geldpolitik haben aus mehreren Gründen nicht so funktioniert wie erwartet, unter anderem wegen der schuldenfinanzierten Pandemiehilfe und der Industriepolitik 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 konnten diese Kräfte die Auswirkungen der höheren Leitzinsen fast vollständig kompensieren, so das Ergebnis unserer Analyse. Außerhalb der USA ist diese Dynamik jedoch weniger stark ausgeprägt: Die überwiegend bankenfinanzierte europäische Wirtschaft steht bereits am Rande einer Rezession, die chinesische Wirtschaft ist in ihrer Erholung von den Covid-Restriktionen 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 zunehmend entfalten und die Wirtschaft in eine milde Rezession rutschen – die notwendig ist, um die Inflation endgültig auf das Zielniveau der Zentralbanken 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 verzögerte Rezession.

In Europa erwarten wir wegen anhaltend restriktiver Geld- und Haushaltspolitik schwaches Wachstum; in China rechnen wir dagegen mit weiteren Impulsen, um die Wirtschaft trotz wachsender externer und struktureller Probleme anzukurbeln.

### Nullzinsen sind Geschichte

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 im Stil der Neunzigerjahre ausbleibt. Erste Zinssenkungen erwarten wir in der zweiten Jahreshälfte 2024, wenn die Zentralbanken mehr Vertrauen in die Inflationsentwicklung haben.

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  $r$ -Stern 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.

### Rückkehr zu positiven Realzinsen

Für private Haushalte und Unternehmen erschweren höhere Zinssätze die Kreditaufnahme, erhöhen die Kapitalkosten und fördern das Sparen. Für Regierungen werden höhere Zinsen eher früher als später eine Neubewertung der öffentlichen Haushalte notwendig machen. Ein 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 an den Finanzmärkten daher mit anhaltend hoher Volatilität.

### **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 Zinsen orientieren sich stärker an den strukturell höheren neutralen Zinssätzen, und 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 Finanzentwicklung der letzten 20 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 irgendwann übertreffen. Am Ende des Jahrzehnts dürften Anleiheportfolios daher mehr wert sein als in einem Alternativszenario ohne Zinserhöhungen.

Auch ein 60/40-Portfolio<sup>1</sup> 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 (statt sinkender) Spreads.

### **... Aktien dagegen überbewertet**

Weltweit drücken höhere Zinsen die 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 Assetklassen 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.

Auch in den letzten zwei Jahren hat der US-Aktienmarkt andere Märkte 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 VCMM-Prognosen 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, im Vergleich zu den vergangenen zehn Jahren können Anlegerinnen und Anleger mit einem diversifizierten Portfolio daher 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 positiven Realzinsen noch nicht vollständig eingepreist haben.

**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 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 in dem Abschnitt „Über das Vanguard Capital Markets Model“ auf Seite 21.**

<sup>1</sup> In unserer Analyse wird das Portfolio mit einer Aktien-/Anleiheallokation von 60 zu 40 durch folgende Indizes dargestellt: Aktien: MSCI AC World Total Return Index. Anleihen: Bloomberg Global Aggregate Bond Index Euro Hedged.

## Schwächeres Wachstum und Zinssenkungen

In den vergangenen zwei Jahren sind die Zinsen in den meisten Industrieländern kontinuierlich gestiegen und die rekordhohen Inflationsraten gesunken. In den ersten sechs Monaten des kommenden Jahres erwarten wir relativ stabile Zinsen, mit ersten Zinssenkungen rechnen wir in der zweiten Jahreshälfte. Da die Inflation zurückgeht, dürfte die real restriktive Wirkung der Geldpolitik zunehmend spürbar werden. Im Jahr 2023 hat sich die Weltwirtschaft weitestgehend als robust erwiesen, inzwischen jedoch laufen die Haushaltsmaßnahmen aus der Pandemiephase aus, die Sparüberschüsse gehen zurück.

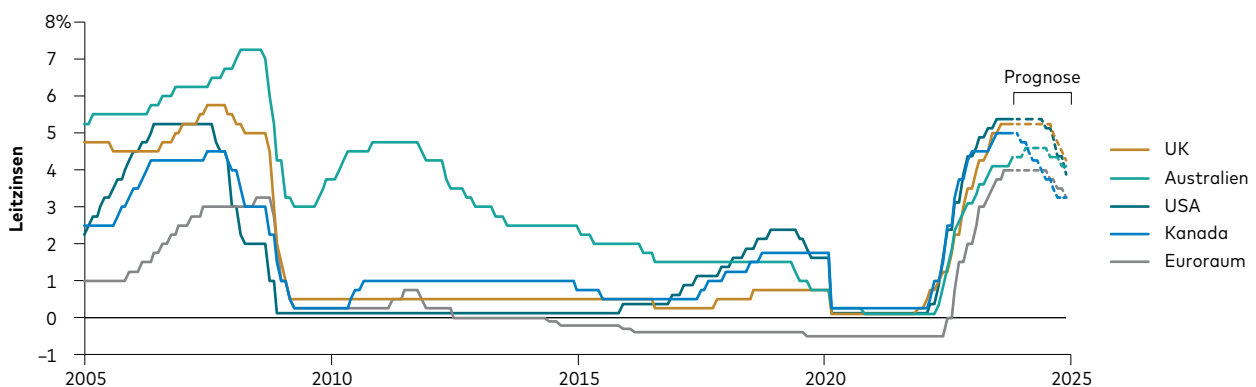
Der anfängliche Inflationsschub wurde durch wohlbekannte Faktoren wie pandemiebedingte Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage, drastisch gestiegene Rohstoffpreise und eine expansive Finanzpolitik ausgelöst. Die verbleibende Lücke zwischen dem aktuellen Inflationsniveau und den Zielen der Zentralbanken hat ihren Ursprung vor allem im Dienstleistungssektor, wo die Inflation stärker von der Arbeitsmarktentwicklung abhängt und daher hartnäckiger ist.

In der ersten Hälfte des Jahres 2024 dürften die Zinsen ihren Höchststand erreichen oder halten und die Konjunktur belasten, in den USA und anderen Industrieländern erwarten wir im kommenden Jahr daher unterdurchschnittliches Wachstum, die Wahrscheinlichkeit einer milden Rezession ist relativ hoch.

Eine schwächere Konjunktur und sinkende Inflation stimmen uns jedoch zuversichtlich, dass die Zentralbanken ihre Geldpolitik in der zweiten Jahreshälfte 2024 wieder etwas lockern werden. In unserem Basisszenario erwarten wir Zinssenkungen von 75 Basispunkten im Euroraum und von 150 bis 200 Basispunkten in den USA.

Die Zinsen dürften also sinken, werden sich allerdings voraussichtlich auf höherem Niveau einpendeln, als wir es in den letzten Jahren gewohnt waren. In den wichtigsten Industrieländern erwarten wir bis Ende 2025 ein Zinsniveau von 2,25 bis 3,75%. Nullzinsen sind dagegen bis auf Weiteres unwahrscheinlich – mit erheblichen Folgen für Wirtschaft und Märkte.

### Zinssenkungen: ja, Nullzinsen: nein



**Hinweise:** Monatliche Daten von Januar 2005 bis November 2023, Prognosen bis Ende 2024.

**Quellen:** Berechnungen von Vanguard auf Grundlage von Daten von Bloomberg; Stand: 30. November 2023.

## Warum wir höhere Zinsen erwarten

Das Niedrigzinsumfeld, an das wir uns seit der Finanzkrise gewöhnt hatten, ist Geschichte. Zwar rechnen wir mit Zinssenkungen, in den kommenden Jahren dürften sich die Zinsen dennoch auf höherem Niveau einpendeln.

Der Gleichgewichtszinssatz, auch r-Stern oder  $r^*$  genannt, dürfte gestiegen sein. (Der Gleichgewichtszinssatz ist ein theoretischer Zinssatz, der das Wirtschaftswachstum weder fördert noch bremst, er stellt also den Gleichgewichtspunkt zwischen Ersparnissen und Investitionen dar.)

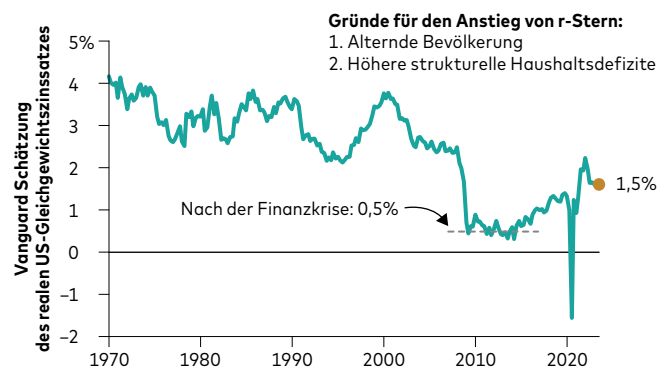
Nach Untersuchungen von Vanguard ist r-Stern seit 2008 um etwa 100 Basispunkte (einen Prozentpunkt) auf heute etwa 1,5% gestiegen, der Nominalzins läge demnach bei etwa 3,5%.

Für diesen Anstieg sind vor allem zwei Faktoren verantwortlich: Bevölkerungsalterung und die damit einhergehenden strukturell bedingt höheren öffentlichen Defizite. Menschen werden älter und gehen in den Ruhestand, die aufgebauten Sparvermögen werden aufgebraucht und die Zahl der Menschen im erwerbsfähigen Alter schrumpft. Gleichzeitig verschulden sich Regierungen, um in Infrastruktur und andere langfristige Projekte zu investieren. Sinkende Sparvermögen und steigende Kreditvolumen führen in der Summe zu höheren Zinsen.

In anderen entwickelten Märkten wie in Großbritannien, im Euroraum sowie in Australien, Japan und Kanada zeigen sich ähnliche Muster. Jedes Land hat seine eigene Dynamik, weshalb Veränderungen unterschiedlich schnell eintreten, doch nach unseren Berechnungen ist der reale Gleichgewichtszinssatz seit der Finanzkrise um etwa einen Prozentpunkt gestiegen.

Eine bemerkenswerte Ausnahme von diesem Aufwärtstrend ist China, wo sich das Wirtschaftswachstum auf einem niedrigeren, aber nachhaltigeren Pfad einpendelt, weshalb wir gegenüber den vergangenen zwanzig Jahren mit einem niedrigeren realen Gleichgewichtszinssatz rechnen.

### Steigende Gleichgewichtszinsen in den USA



**Hinweise:** Das Diagramm zeigt unsere Schätzung des realen US-Neutralzinssatzes auf Grundlage eines selbst entwickelten [erweiterten Laubach-Williams-Modells](#); in anderen Industrieländern sind ähnliche Muster erkennbar. Läge die Inflation bei den von der Federal Reserve angestrebten 2% und r-Stern bei 1,5%, ergäbe sich ein nominaler Gleichgewichtszinssatz von 3,5%.

**Quellen:** Berechnungen von Vanguard auf Grundlage von Daten der Federal Reserve Bank of New York; Stand: 30. Juni 2023. Weitere Informationen finden Sie unter [www.newyorkfed.org/research/policy/rstar](http://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar).

## Massive Gegenkräfte haben die restriktive Wirkung der Geldpolitik verzögert

Um die hohe Inflation wieder auf die Zielmarken zu drücken, haben die Zentralbanken die Zinsen so deutlich angehoben wie seit vielen Jahrzehnten nicht mehr. In den Industrieländern war diese Politik in einigen Ländern und bis zu einem gewissen Grad erfolgreich: Die Preise sind gesunken, auch wenn es für Siegesfeiern noch zu früh ist.

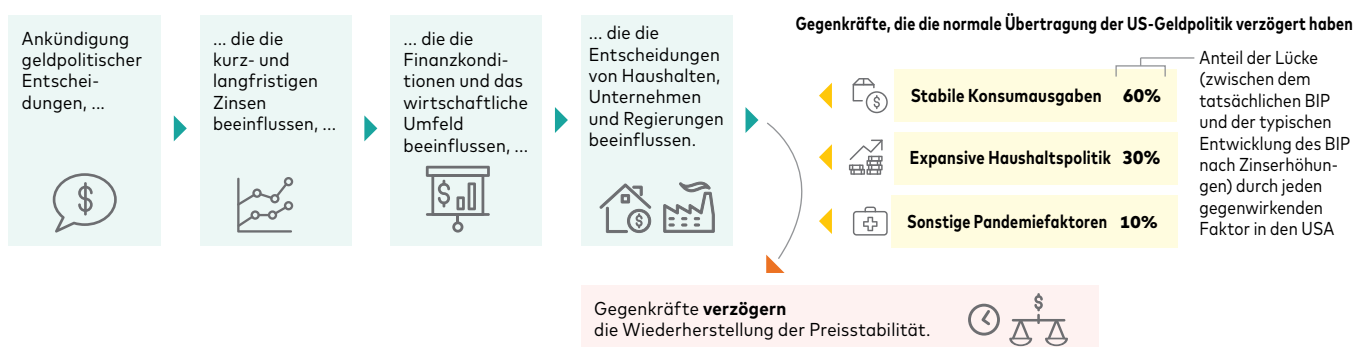
Vor allem in den USA hat eine Kombination verschiedener Faktoren die Wirkung der Geldpolitik beeinträchtigt und einen Wachstumsrückgang verhindert, darunter der strukturell bedingte Anstieg des Neutralzins (siehe Seite 6), aber auch andere Faktoren, darunter:

- **Stabile Konsumausgaben:** Private Haushalte profitieren von günstigen, langfristigen Festzinskrediten und mussten sich nicht zu höheren Zinssätzen verschulden, zudem haben sie während der Pandemie beträchtliche Barreserven aufgebaut, sodass der Kreditbedarf geringer war.

- **Expansive Haushaltspolitik:** Öffentliche Ausgaben haben ebenfalls zu steigenden privaten Sparvermögen beigetragen, zudem hat die staatliche Industriepolitik sowohl öffentliche als auch private Investitionen angekurbelt und so für stabile Nachfrage trotz steigender Preise gesorgt.
- **Weitere Auswirkungen der Pandemie:** Gegen die pandemiebedingten Störungen in Lieferketten, die die Inflation angeheizt haben, konnte die Geldpolitik wenig ausrichten.

Die preistreibende Wirkung dieser Gegenkräfte dürfte jedoch nachlassen und die real restriktive Wirkung der Geldpolitik stärker zur Geltung kommen, wenn die Inflation sinkt. Die Folgen dürften schwächeres Wachstum, eine leichte Entspannung am Arbeitsmarkt und schließlich eine Rezession sein. In unseren Prognosen für die USA, den Euroraum und das Vereinigte Königreich (Seiten 9–11) gehen wir weiter ins Detail.

### Verzögerte Wirkung der Geldpolitik



**Hinweise:** Die Grafik zeigt den Zeitraum vom zweiten Quartal 2022 und dritten Quartal 2023. Die Anteile der Gegenkräfte sind gerundet. Investitionen von Unternehmen und Privathaushalten (ein zusätzlicher, oben nicht aufgeführter gegenwirkender Faktor) hatten nur eine geringe Wirkung.

**Quellen:** Vanguard und die US Federal Reserve; Stand: 31. Oktober 2023.

## Positive Realzinsen und ihre Folgen

Wir erleben die Rückkehr positiver Realzinsen. Und da wir davon ausgehen, dass der reale Gleichgewichtszins (der neutrale Zinssatz) gestiegen ist, erwarten wir in den nächsten zehn Jahren auch höhere durchschnittliche Zinsen als in den vergangenen zehn Jahren. Höhere Zinsen sind die wichtigste Finanzmarktentwicklung seit dem Jahr 2008, mit weitreichenden Auswirkungen auf Haushalte, Unternehmen und Regierungen.

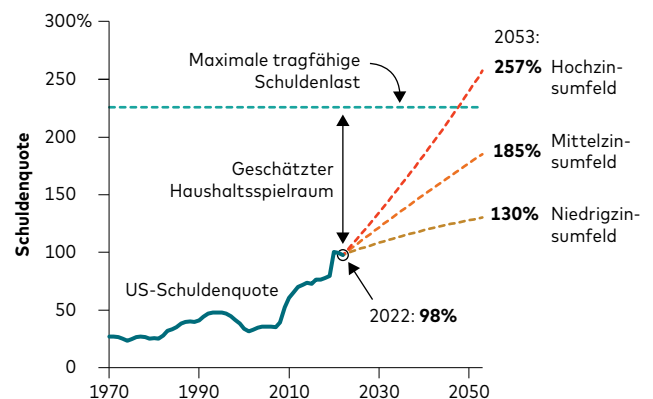
Für private Haushalte schaffen höhere Zinsen einen Anreiz, mehr zu sparen und weniger für Luxusgüter und große Anschaffungen auszugeben, die sie nur über Kredite finanzieren können. Die Nachfrage nach spekulativeren, riskanteren Anlageinstrumenten für Kleinanlegerinnen und Kleinanleger, zum Beispiel Kryptowährungen, dürfte zurückgehen.

Für Unternehmen bedeuten steigende Finanzierungskosten, dass sie Kapital gezielter für die produktivsten und rentabelsten Projekte einsetzen müssen. In den USA laufen in den nächsten fünf Jahren Unternehmensschulden in Höhe von mehr als drei Billionen Dollar aus; allerdings haben viele Unternehmen die niedrigen Zinsen genutzt und sich zu günstigen Konditionen finanziert, sodass nicht alle Unternehmen sofort von höheren Zinsen betroffen sein werden. Kleinere Unternehmen, die meist in stärkerem Maß von Fremdkapital abhängig sind und Anleihen zu höheren Zinsen begeben, werden jedoch anfälliger sein.

Regierungen werden sich zu einer Neubewertung ihrer Finanzpolitik gezwungen sehen: Die steigende Verschuldung ist zu einem Problem geworden, das nicht an die nächste Generation weitergegeben werden kann, sondern von dieser Generation gelöst werden muss. Ein möglicher Teufelskreis aus steigenden Defiziten und höheren Zinssätzen würde das Problem der Schuldentragfähigkeit verschärfen.

Sorgen bereitet uns in dieser Übergangsphase von niedrigen zu mittelhohen bis hohen Zinssätzen die Entwicklung der Staatsschulden. Auf Grundlage unserer Analysen kommen wir zu dem Ergebnis, dass nur wenig Zeit zur Lösung dieses Problems bleibt. In den USA liegt die Schuldenquote aktuell bei rund 100%. Für eine nachhaltige Entwicklung müsste die Regierung ihr Primärdefizit auf unter 2% der Wirtschaftsleistung drücken, offiziellen Prognosen zufolge ist in den kommenden Jahrzehnten jedoch eine Quote von mehr als 3% wahrscheinlicher. Ohne Eingriffe wird diese Schuldenlast langfristig nicht tragbar sein.

### Höhere Zinssätze gefährden die Tragfähigkeit der Schulden



**Hinweise:** Alle Schuldenprognosen gehen von einem realen US-Wirtschaftswachstum von 2%, einer durchschnittlichen Inflation von 2% und einem Primärdefizit von 3,5% aus. Das Niedrigzinsumfeld beruht auf einem durchschnittlichen Zinssatz von 1,8%, was der durchschnittlichen Rendite fünfjähriger US-Staatsanleihen zwischen 2008 und 2019 entspricht; das Mittel- und das Hochzinsumfeld beruhen auf einem durchschnittlichen Zinssatz von 3,5 bzw. 5%. Berechnung der maximal tragbaren Schuldenquote und des geschätzten Haushaltsspielraums auf Grundlage der Vanguard Methodik zur Berechnung des Haushaltsspielraums, die in *Assessing U.S. Fiscal Space* (Aliaga-Díaz, Patterson und Raithatha, 2023) genauer beschrieben ist.

**Quellen:** Berechnungen von Vanguard auf Grundlage von Daten des Congressional Budget Office; Stand: 30. Juni 2023.



## USA: Die restriktive Wirkung der Geldpolitik wird spürbar werden

Um die Inflation einzudämmen, erhöht die Federal Reserve seit Anfang 2022 die Zinsen – bisher ohne Wirkung. Vor allem aufgrund mehrerer Gegenkräfte, darunter staatliche Ausgaben während der Pandemie und die aktuelle US-Industriepolitik, hat das Wachstum bisher kaum nachgelassen.

Die Zinsen liegen noch nicht lange genug auf restriktivem Niveau, um diese Gegenkräfte auszugleichen. 2024 dürfte sich das jedoch ändern, weshalb wir für die US-Wirtschaft nur noch ein Wachstum von 0,5% erwarten.

In der aktuellen Phase des Straffungszyklus übertrifft die US-Wirtschaft die Erwartungen. Unsere Analyse legt nahe, dass die US-Wachstumsrate ohne die erwähnten Gegenkräfte im Jahr 2023 annähernd 0% betragen hätte, tatsächlich liegt sie voraussichtlich bei 2,5 bis 3%.

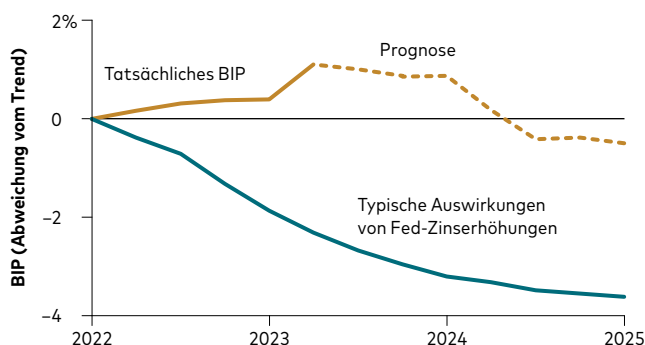
Grund für die überdurchschnittliche Entwicklung sind der robuste Konsum und die Finanzpolitik, während ein starker Arbeitsmarkt, der im Jahr 2023 durchschnittlich mehr als 225.000 neue Arbeitsplätze pro Monat geschaffen hat, zu einem überdurchschnittlichen Wachstumsanstieg des Realeinkommens beigetragen und so die Bilanzen der privaten Haushalte weiter verbessert hat, die

bereits von den staatlichen Pandemiehilfen profitiert hatten. Gesetze wie das von beiden Parteien unterstützte Infrastructure Law, der CHIPS Act und der Inflation Reduction Act, die alle zwischen November 2021 und August 2022 verabschiedet wurden, haben private und öffentliche Investitionen zusätzlich gefördert und somit ebenfalls das Wachstum angekurbelt.

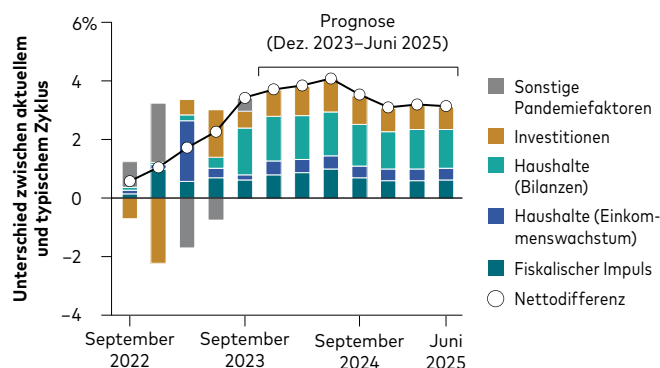
Trotz erheblicher Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung und des starken Wirtschaftswachstums halten wir eine „weiche Landung“, also eine nachhaltige Eindämmung der Inflation auf 2% ohne Beeinträchtigung der Nachfrage, für unwahrscheinlich. Vielmehr dürften die letzten Meter auf dem Weg zu einer Inflationsrate von 2% am schwierigsten werden. Für das kommende Jahr erwarten wir eine Kombination aus unterdurchschnittlichem Wachstum, steigender Arbeitslosigkeit und sinkendem Lohnwachstum. Dieses Szenario würde eintreten, wenn sich der Arbeitsmarkt vor allem aufgrund eines unerwartet deutlichen Wachstums auf der Angebotsseite entspannen sollte. In der zweiten Jahreshälfte 2024 erwarten wir Zinssenkungen, sodass die Leitzinsen bis Jahresende auf unter 4% fallen sollten.

### Gegenwirkende Faktoren haben die US-Geldpolitik zum Teil neutralisiert

a. Wachstum trotz restriktiver Geldpolitik ...



b. ... vor allem dank staatlicher Ausgaben und robustem Konsum



**Hinweise:** Diese Simulation der Auswirkungen des aktuellen US-Zinserhöhungszyklus auf das US-Wachstum wurde mit einem von Vanguard entwickelten Vektor-Autoregressionsmodell durchgeführt, das eine Kombination aus kurz- und langfristigen Einflussfaktoren wie Inflation, kurz- und langfristige Zinssätze, potenzielles BIP, real verfügbares Einkommen und Rohstoffpreise verwendet. Die gegenwirkenden Faktoren wurden mit Hilfe eines Modells zur Wachstumsaufschlüsselung gemessen, um die Auswirkungen des Arbeitseinkommens, liquide Bilanzmittel, Wohnimmobilien- und Unternehmensinvestitionen und der Schätzung des fiskalischen Impulses unter Verwendung der Haushaltsprognosen des Congressional Budget Office (CBO) zu bewerten. Die Balken in Diagramm B bilden die Unterschiede zwischen dem tatsächlichen und dem erwarteten Wachstum für verschiedene Wachstumsfaktoren ab. Wir gehen davon aus, dass die Auswirkungen dieser Faktoren in den Jahren 2024 und 2025 nachlassen werden, wenn das Wachstum unseren Prognosen zufolge unter den langfristigen Durchschnitt fällt.

**Quellen:** Berechnungen von Vanguard auf Grundlage von Daten des CBO; Stand: 30. September 2023.

## Euroraum: Übertragung der Geldpolitik etwa zu einem Drittel abgeschlossen

Seitdem die Europäische Zentralbank (EZB) Mitte 2022 mit der Anhebung der Zinssätze begonnen hat, hat die Wirtschaft der Eurozone an Schwung verloren und steht damit im deutlichen Kontrast zur US-Wirtschaft, die sich als robust erwiesen hat. Für das vergleichsweise schwache Wachstum in Europa sehen wir drei Gründe: eine effektivere Übertragung der Geldpolitik, eine schwach restriktive Haushaltspolitik und die stärkere Abhängigkeit vom nachlassenden globalen Handelszyklus. Diese Faktoren dürften auch im Jahr 2024 anhalten, weshalb wir für den Euroraum ein schwaches Wachstum von nur 0,5 bis 1% erwarten.

Der Wachstumsrückgang in dieser Phase des Straffungszyklus entspricht im Großen und Ganzen den Erwartungen. Die Anzeichen verdichten sich, dass die straffere Geldpolitik Wirkung zeigt: Das Kreditwachstum lässt nach, die Nettozinszahlungen der Unternehmen steigen stark an. Anders als in den USA finanzieren sich Unternehmen im Euroraum überwiegend über Bankkredite und nicht über den Kapitalmarkt, weshalb sich höhere Zinsen schneller in den Gewinn- und Verlustrechnungen niederschlagen. Dennoch gehen wir davon aus, dass die Übertragung der EZB-Geldpolitik zur Eindämmung der Inflation erst zu etwa einem Drittel abgeschlossen ist; auch deshalb gehen wir nicht davon aus, dass die Zinsen so schnell sinken werden, wie manche vielleicht hoffen.

Für das Jahr 2024 erwarten wir im Euroraum eine schwach restriktive Finanzpolitik, zumal die Energiesubventionen für private Haushalte und die attraktiven Steuergutschriften im italienischen Bausektor auslaufen.

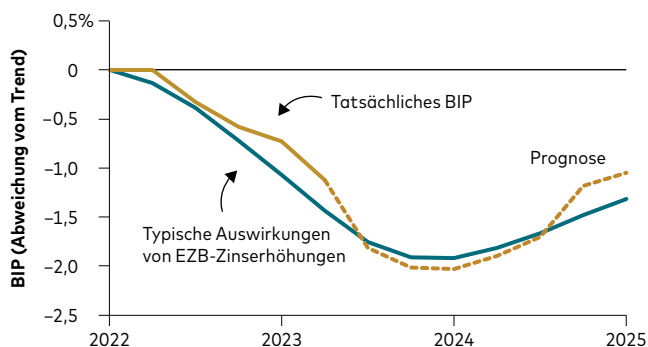
Die Eurozone ist eine offene Volkswirtschaft – der internationale Handel macht etwa ein Viertel ihrer Wirtschaftsleistung aus – mit einer relativ großen Produktionsbasis. Zuletzt hat die Konjunktur in Europa unter dem schwachen Wachstum in China und dem Rückgang des Welthandels von 0,3% pro Quartal in den neun Monaten bis Ende Juni 2023 gelitten. Wir erwarten, dass diese gegenwirkenden Faktoren im Jahr 2024 nachlassen werden.

Die privaten Haushalte sind dagegen finanziell gestärkt aus der Covid-Pandemie hervorgegangen und stehen im Vergleich zu früheren Straffungszyklen weiterhin relativ solide da.

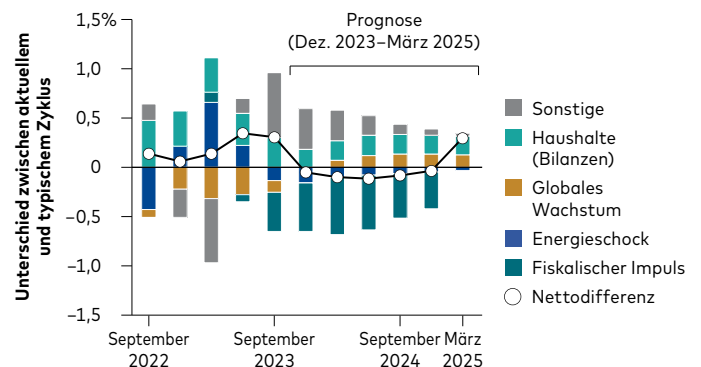
Da die Produktionslücke – die Differenz zwischen tatsächlicher und potenzieller Wirtschaftsleistung – in den kommenden Monaten voraussichtlich größer wird, erwarten wir erste Zinssenkungen der EZB ab Mitte 2024. In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass die Leitzinsen im Euroraum bis Ende 2024 auf rund 3,25% sinken.

### Kaum gegenwirkende Faktoren im Euroraum

a. Die Geldpolitik hat gewirkt wie beabsichtigt ...



b. ... woran sich auch 2024 nichts ändern dürfte



**Hinweise:** Diese Simulation der Auswirkungen des derzeitigen Zinserhöhungszyklus der EZB auf die Wirtschaftsleistung des Euroraums wurde mit Hilfe eines von Vanguard entwickelten Fehlerkorrekturmodells für den Verbrauch im Euroraum durchgeführt, das eine Kombination aus kurz- und langfristigen Einflussfaktoren wie verfügbares Einkommen, Arbeitslosenquote, Vermögen der privaten Haushalte und kurzfristige Zinsen verwendet. Ergänzt wurde das Modell durch Simulationen mit dem Bloomberg SHOK-Modell für die Auswirkungen von Energiepreisen und globalem Wachstum auf das BIP des Euroraums sowie durch Schätzungen des fiskalischen Impulses unter Verwendung der Haushaltsprognosen des Internationalen Währungsfonds (IWF).

**Quellen:** Berechnungen von Vanguard auf Grundlage von Daten von Eurostat, dem IWF und Bloomberg; Stand: 27. Oktober 2023.

## Großbritannien: Hypothekenmarkt verlangsamt die Übertragung der Geldpolitik

Wie in anderen Industrieländern sind auch in Großbritannien die Zinsen gestiegen, und zwar so deutlich wie seit Ende der Achtzigerjahre nicht mehr. Inzwischen sind die Zinserhöhungen auch in der britischen Wirtschaft spürbar: Das Wachstum war im Jahr 2023 überwiegend schwach, woran sich im kommenden Jahr, wenn die Wirkung der restriktiven Geldpolitik zunimmt, nichts ändern dürfte.

Großbritannien leidet weiter unter höherer Inflation als andere Industrieländer – trotz Zinserhöhungen um insgesamt fünf Prozentpunkte innerhalb von zwei Jahren. Das liegt zum Teil daran, dass Großbritannien gleichzeitig einen angebotsseitigen Arbeitsmarktschock (wie in den USA) und einen Energiepreisschock (wie im Euroraum) erlebt.

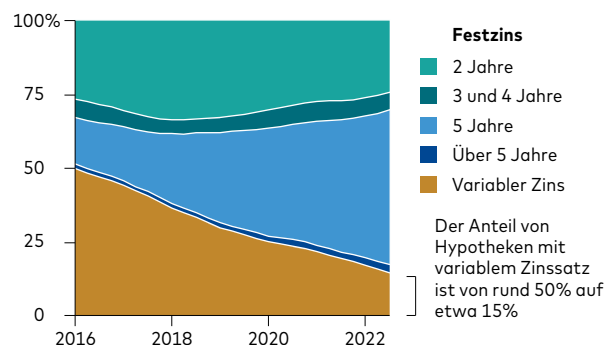
Die Übertragung der Geldpolitik über den Wohnimmobilienmarkt verläuft langsamer als in der Vergangenheit und ist zudem weniger ausgeprägt, zumal der Anteil ausstehender Hypotheken mit variablem Zinssatz von rund 50% im Jahr 2016 auf rund 15% per Ende 2022 gefallen ist. Außerdem setzen immer mehr Hypothekenschuldner auf längere Laufzeiten (zum Beispiel fünf statt zwei Jahre).

Dieser Rückgang hat die Übertragung der Geldpolitik auf die Realwirtschaft gebremst, da heute mehr Haushalte eine Refinanzierung aufschieben können.

Auch ist der Hypothekenmarkt als Transmissionskanal weniger robust als früher, zumal der Anteil der Hauseigentümer mit Hypothek von über 60% im Jahr 1997 auf heute rund 45% zurückgegangen ist.

Wegen der hohen Inflation im Dienstleistungssektor und dem robusten Lohnwachstum halten wir Zinssenkungen auf absehbare Zeit für unwahrscheinlich. In unserem Basisszenario erwarten wir stabile Leitzinsen von 5,25% mindestens bis Mitte 2024 und anschließende erste Zinssenkungen.

### Wachsender Anteil von Festzinshypotheken



**Hinweis:** Die Grafik zeigt vierteljährliche Daten vom ersten Quartal 2016 bis zum dritten Quartal 2022.

**Quellen:** UK Housing Survey und Bank of England; Stand: 30. September 2023.

## China: Niedrigere Zinsen auf absehbare Zeit

Vor dem Hintergrund einer robusten Weltwirtschaft ist die chinesische Erholung von den langwierigen Covid-bedingten Kontaktsperrern ins Stottern geraten: Der Immobilienmarkt ist angeschlagen, der private Sektor blickt skeptisch in die Zukunft und die Politik hat nur mit Verspätung reagiert. Das Ergebnis ist eine Wirtschaft, die noch immer nach Stabilität sucht.

Inzwischen jedoch steuert der Staat verstärkt gegen und hat mit einer ungewöhnlichen Erhöhung des Haushaltsdefizits um eine Billion Yuan (140 Mrd. USD bzw. 0,8% des BIP) einen deutlichen Kurswechsel eingeleitet, der die Inlandsnachfrage ankurbeln und die finanziellen Spielräume der lokalen Regierungen erweitern soll. Wir halten eine weitere Expansion der Geldpolitik für notwendig und rechnen zeitnah mit einer entsprechenden Entscheidung zur Vorbeugung gegen verbleibende Risiken.

Für das Jahr 2024 erwarten wir eine Wachstumsrate von rund 4,5 bis 5% bei einer zunehmenden Abkühlung der Weltwirtschaft und einem Rückgang der nachhaltigen Wachstumsrate (Trendwachstum). Aus Sorge um die Finanzstabilität dürften die Maßnahmen bescheidener und gezielter ausfallen als nach der Finanzkrise im Jahr 2008, als die Regierung Konjunkturpakete im Umfang von rund 12% der Wirtschaftsleistung auf den Weg brachte.

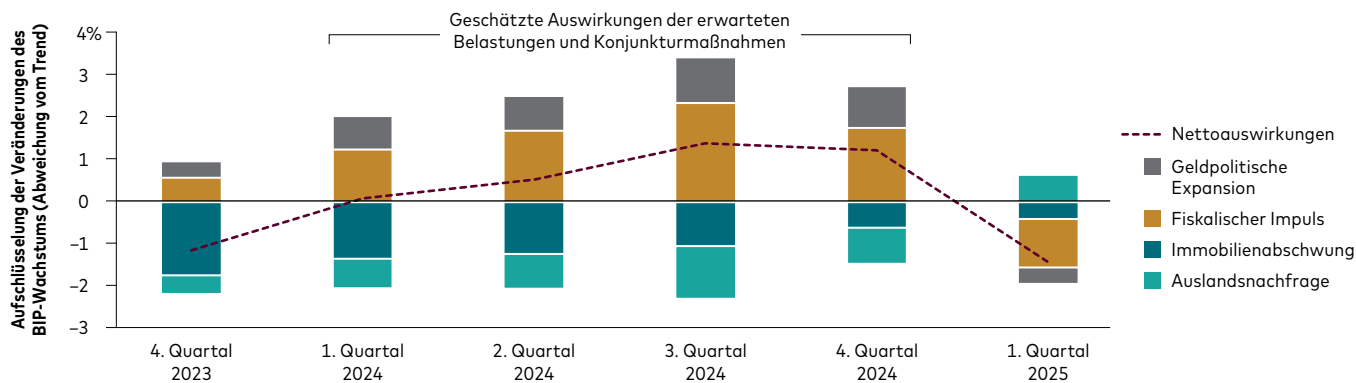
Wir erwarten eine koordinierte Geld-, Fiskal- und Regulierungspolitik mit dem Ziel einer Normalisierung der Wirtschaft und einer Rückkehr zum Vor-Pandemie-Niveau.

Insbesondere erwarten wir steigende Haushaltsausgaben, unterstützt durch eine expansivere Geldpolitik, zum Beispiel in Form weiterer Senkungen der Leitzinsen und Mindestreserveranforderungen sowie durch weitere Hilfen für den Wohnungsbausektor. Zudem rechnen wir für das Jahr 2024 wie schon im Vorjahr mit einem offiziellen Wachstumsziel von 5%, was jedoch in Anbetracht des sinkenden Trendwachstums (nach unserer Schätzung 4%) aggressivere Konjunkturmaßnahmen erfordern würde.

Anders als in anderen Ländern rechnen wir in China aufgrund der Wachstumsanforderungen, des Schuldenabbaus und eines sinkenden neutralen Zinssatzes (der das Wachstum weder fördert noch bremst) mit anhaltend niedrigen Zinsen.

Die zunehmende Verschuldung hat das Finanzsystem anfälliger gemacht, durch das Zinsgefälle gegenüber entwickelten Märkten drohen zudem Kapitalabflüsse. Zwar rechnen wir 2024 mit einem Konjunkturrückgang in den USA, der den Druck auf den Yuan verringern dürfte, dennoch wird die Regierung grenzüberschreitende Kapitalströme wohl weiterhin genau beobachten. Wir erwarten eine verstärkte Koordinierung der Finanz- und Geldpolitik und eine Verschärfung systemaufsichtsrelevanter Regulierung, um Finanzstabilität und einen reibungslosen Abbau der Schulden über das Jahr 2024 hinaus zu gewährleisten.

## Chinas Wachstum hängt von der Entwicklung der Weltwirtschaft und staatlichen Konjunkturmaßnahmen ab



**Hinweise:** Diese Simulation beruht auf einem von Vanguard entwickelten semi-strukturellen makroökonomischen Modell für China. Die folgenden Schocks fließen in das Modell ein: Anstieg der Geldmenge um 3% gegenüber Trend; Anstieg des fiskalischen Impulses um 10% gegenüber Trend; Rückgang der Immobilieninvestitionen um 5% gegenüber Trend bei einem gleichzeitigen Rückgang der Immobilienpreise um 5%; Rückgang der Auslandsnachfrage um 5% gegenüber Trend.

**Quellen:** Schätzungen von Vanguard auf Grundlage von CEIC-Daten; Stand: 30. September 2023.

## Schwellenländer: insgesamt stabil bei regionalen Abweichungen

Das Wachstum der Schwellenländer hat sich trotz des zyklischen Zinshöhepunktes im Jahr 2023 als robust erwiesen. Da die Schwellenländer auf ihre Wechselkurse achten müssen, stieg die Inflation hier schneller, weshalb die Zentralbanken der Schwellenländer – anders als in früheren Zinserhöhungszyklen – auch ihre Leitzinsen schneller anhoben. Inzwischen flaut die Inflation jedoch wieder ab, die Zinsen wirken zunehmend restriktiv und belasten das Wachstum, weshalb die Zentralbanken der Schwellenländer ihre Leitzinsen als wohl erste wieder senken werden.

Insgesamt erwarten wir in Lateinamerika und in den europäischen Schwellenländern im kommenden Jahr moderate Zinssenkungen, in den asiatischen Schwellenländern rechnen wir mit ähnlichen Schritten erst in der zweiten Hälfte des Jahres 2024. Jenseits dieser zyklischen Zinssenkungen erwarten wir auch in den Schwellenländern, dass sich die Zinsen für längere Zeit auf höherem Niveau einpendeln werden als vor der Pandemie.

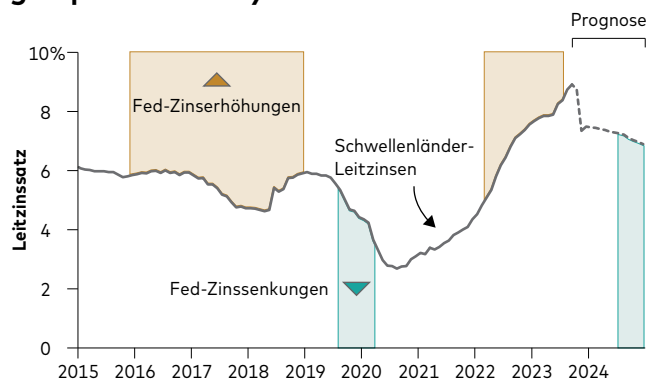
Unsere Wachstumserwartungen für das kommende Jahr liegen überwiegend auf Konsensniveau, außerdem erwarten wir höhere Wachstumsraten als in den Industrieländern. Wir erwarten ein Wachstum von rund 5% in den asiatischen Schwellenländern und 2 bis 2,5% in Europa und Lateinamerika, woraus sich eine Wachstumsrate von insgesamt rund 4% ableitet.

Zudem rechnen wir weiterhin mit regionalen Divergenzen. Die asiatischen Schwellenländer dürften von einem Aufschwung im globalen Technologiezyklus profitieren und durch die weitere Normalisierung der chinesischen Wirtschaft einen moderaten Schub erhalten. In den europäischen Schwellenländern könnte das Wachstum dagegen aufgrund der hartnäckigen Inflation und der drohenden Rezession im Euroraum anhaltend unter Trend und unter den Konsenserwartungen liegen. In Lateinamerika

erwarten wir ein Wachstum auf Konsensniveau und unter Trend, zumal das US-Wachstum voraussichtlich nachlassen wird und die Zinsen die Wirtschaft sowohl in den USA als auch in Lateinamerika bremsen dürften.

Wir erwarten einen weiteren, allerdings langsameren Rückgang der Inflation, wobei Risiken in Form volatiler Energie- und Lebensmittelpreise bestehen bleiben. Aufgrund der angespannten Arbeitsmärkte wird die Inflation in den europäischen Schwellenländern wohl auch weiterhin die Zielmarken der Zentralbanken überschreiten. In Lateinamerika dürfte sich die Inflation aufgrund der Preissteigerungen im Dienstleistungssektor und dem hohen Lohnwachstum nur langsam den Zielmarken der Zentralbanken annähern, in den asiatischen Schwellenländern sollte die Teuerungsrate dagegen dank Preiskontrollen in einigen und sinkender Nachfrage in anderen Ländern die Zielmarken der Zentralbanken nicht überschreiten.

### Schwellenländer an der Spitze des geldpolitischen Zyklus



**Hinweise:** Der Schwellenländer-Leitzins entspricht einem nach BIP gewichteten Durchschnitt der folgenden Länder (in der Reihenfolge ihres BIP): Indien, Brasilien, Mexiko, Südkorea, Indonesien, Türkei, Polen, Israel, Thailand, Philippinen, Südafrika, Kolumbien, Rumänien, Chile, Tschechische Republik, Peru und Ungarn.

**Quellen:** Berechnungen von Vanguard auf Grundlage von Daten von Refinitiv; Stand: 30. September 2023.

## Aktienbewertungen im Euroraum angemessen, US-Aktien teuer

Im Zuge der bewertungsbedingten Aktienrallye nach dem Ende der Kontaktbeschränkungen im Jahr 2021 hat das zyklisch bereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis (CAPE) von Aktien aus dem Euroraum annähernd den höchsten Stand seit der Finanzkrise des Jahres 2008 erreicht. Die Verkaufswelle im Jahr 2022 hat diese CAPE-Verschiebung zwar größtenteils wieder rückgängig gemacht, 2023 sind die Bewertungen jedoch erneut gestiegen, wenn auch in geringerem Umfang.

### Euroraum-Aktien fair bewertet

Wie unsere Analyse zeigt, bewegen sich die Aktienkurse langfristig in ihrer Fair-Value-Bandbreite, die zum Teil vom wirtschaftlichen Umfeld abhängt. Niedrigere Zinsen und Inflation rechtfertigen höhere Bewertungen, höhere Zinssätze und Inflation haben den gegenteiligen Effekt.

Nach der Finanzkrise folgten mehr als zehn Jahre niedrige Zinsen und niedrige Inflation, die unsere Fair-Value-Schätzungen für die Aktienmärkte stützten. Als die Zentralbanken die Zinsen jedoch aggressiv anhoben, um die Inflation einzudämmen, ging die Ära des billigen Geldes zu Ende. Die Aktienbewertungen kamen unter Druck, insbesondere in Regionen wie den USA und Großbritannien.

Wir gehen davon aus, dass die EZB und andere Zentralbanken den Kampf gegen die Inflation gewinnen werden. Die kurz- und langfristigen Zinssätze sollten dann wieder sinken, dürften sich aber auf höherem Niveau einpendeln als in den vergangenen Jahren. Das bedeutet auch, dass unsere Fair-Value-Schätzungen nicht wieder ihr Vor-Pandemie-Niveau erreichen werden.

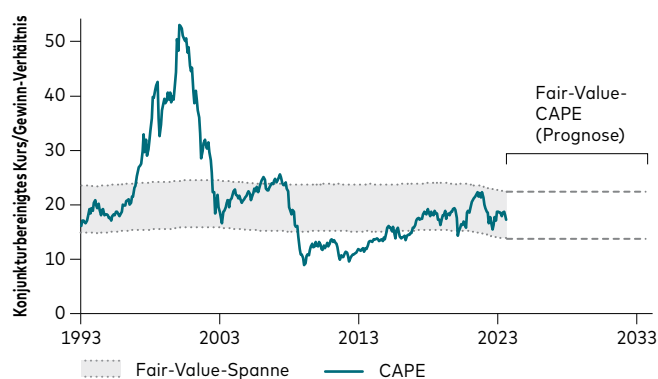
Unsere Einschätzungen kommen in den steigenden Bewertungen in unseren 10-Jahres-Renditeprognosen für Aktien aus dem Euroraum zum Ausdruck. Aktuell angemessene Kurs-Gewinn-Verhältnisse und moderate Zinssenkungen lassen Spielraum für einen Anstieg der Aktienbewertungen um durchschnittlich 0,8% pro Jahr, ohne dass sie den Median unserer Fair-Value-Spanne überschreiten.

### US-Aktien weiterhin teuer

Ende 2021 waren die Bewertungen in den USA so hoch wie seit der Dot-Com-Blase nicht mehr. Es folgte ein Abschwung im darauffolgenden Jahr, der jedoch nur von kurzer Dauer war – inzwischen sind US-Aktien wieder teuer bewertet. Das Ergebnis: In den meisten Märkten außerhalb der USA sind die Aktienbewertungen angemessen, so auch im Euroraum. In den USA

dürften die Bewertungen in den kommenden Jahren sinken – und damit auch unsere Prognosen für die globalen Aktienmärkte außerhalb des Euroraums.

### Moderate Zinserhöhungen stützen die Aktienbewertungen im Euroraum



### Komponenten unserer Aktienrenditeprognosen

	Bewertungs- veränderung <sup>+</sup>	Gewinn- wachstum <sup>+</sup>	Dividenden- rendite <sup>+</sup>	Währungs- effekt <sup>+</sup>	Total return
<b>Aktien Euroraum</b>	0,8%	1,6%	2,9%	–	<b>5,3%</b>
<b>Aktien Welt ohne Euroraum</b>	-0,9%	4,4%	2,3%	-1,4%	<b>4,3%</b>

**Hinweise:** Das Diagramm bildet das zyklisch bereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis (CAPE) für Aktien der Eurozone ab, dargestellt durch den MSCI European Economic and Monetary Union (EMU) Index. Das CAPE spiegelt die aktuellen realen Aktienkurse und den 10-Jahres-Durchschnitt der historischen realen Gewinne wider. Zudem zeigt die Grafik unsere Schätzungen des Fair Value unter Berücksichtigung von Inflation und Zinsen. Unsere historischen Fair-Value-Schätzungen beruhen auf den tatsächlichen Inflations- und Zinsniveaus auf Grundlage von Daten seit dem 31. Dezember 1992; in unseren 10-Jahres-Fair-Value-Prognosen sind dagegen unsere Inflations- und Zinsprognosen berücksichtigt.

Die Tabelle zeigt die Verteilung von 10.000 VCMM-Simulationen der annualisierten nominalen Aktienrenditen in Euro über zehn Jahre bis zum 30. September 2033. In den nominalen Renditen sind reinvestierte Erträge und Kapitalgewinne enthalten, jedoch weder Verwaltungsgebühren bzw. -kosten noch die Auswirkungen von Steuern. Die Indizes werden nicht verwaltet, Anlegerinnen und Anleger können nicht direkt in einen Index investieren. Wegen Rundungsfehlern kann es zu Abweichungen in den Summen der Gesamtergebnisse kommen.

**Quellen:** Berechnungen von Vanguard auf Grundlage von Daten von Refinitiv und Global Financial Data; Stand: 30. September 2023.

**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 30. September 2023. Die Ergebnisse des Modells können mit jeder Nutzung sowie im Laufe der Zeit variieren.

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.



## Unterdurchschnittliches Gewinnwachstum könnte zur Belastung werden

In den zehn Jahren bis zum Beginn der Covid-Pandemie sind die Unternehmensgewinne jährlich um rund 4% gestiegen.<sup>2</sup> Für die kommenden zehn Jahre gehen wir von einem annualisierten Gewinnwachstum von 1,6% für Aktien aus dem Euroraum und von 4,4% für globale Aktien außerhalb des Euroraums aus. Ein Grund hierfür ist unsere Gewinnwachstumsprognose in den USA, die deutlich unter dem Durchschnitt der vergangenen Jahre liegt, aber immer noch höher ist als in anderen Ländern.

Wegen sinkender Gewinnmargen erwarten wir einen Rückgang der Gewinnwachstumsraten, was auch die Aktienrenditen in Mitleidenschaft ziehen würde.

### Gewinnmargen sind entscheidend – und werden wohl sinken

Das Gewinnwachstum hängt von Umsatzwachstum und Gewinnspannen ab. Zwar können einzelne Unternehmen oder Branchen über- oder unterdurchschnittlich wachsen, insgesamt jedoch hängt das Umsatzwachstum von Unternehmen stark von der Konjunktur ab. Die Wirtschaftsleistung ist jedoch eine relativ träge Kennzahl – zumindest dann, wenn Schocks ausbleiben. Die Zyklizität des Gewinnwachstums hängt daher häufig von Veränderungen der Gewinnmargen ab.

Nach Ende der Pandemie – und beflügelt durch sinkende Lohnstückkosten – überstiegen die Gewinnmargen sogar das hohe Niveau aus der Zeit vor Ausbruch der Finanzkrise. In den kommenden Jahren dürften die Gewinnmargen – und damit das Gewinnwachstum – zurückgehen. Die staatlichen Anreize werden auslaufen, die Gewinnmargen werden zudem durch steigende Arbeits- und Fremdkapitalkosten sowie durch „Onshoring“ oder „Nearshoring“ von Lieferketten unter Druck kommen.

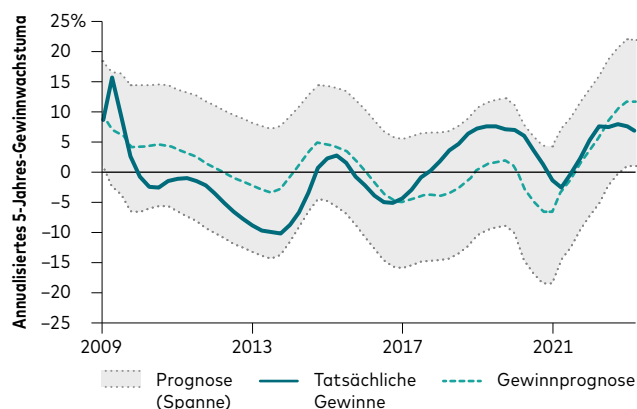
### Das Risiko für Aktienrenditen

Sinkende Gewinnmargen und schwächeres Umsatzwachstum legen den Schluss nahe, dass das Gewinnwachstum in den kommenden Jahren unter dem langfristigen Durchschnitt liegen wird. In den USA – wo gleichzeitig auch die Aktienbewertungen unter Druck geraten – haben wir daher unsere langfristigen Aktienprognosen seit dem vergangenen Jahr reduziert.

Da wir in den nächsten zehn Jahren auch einen Zwar steigen mit einer Dollar-Abwertung die Gewinne, die US-Unternehmen im Ausland erwirtschaften; umgekehrt sinken jedoch die Gewinne, die europäische Unternehmen in den USA erzielen.

Da viele Unternehmen einen großen Teil ihrer Umsätze im Ausland erzielen, ist dies ein wichtiger Faktor für das Gewinnwachstum.

### Sinkende Gewinnmargen belasten das Gewinnwachstum



#### Komponenten unserer Aktienrenditeprognosen

	Bewertungs- veränderung <sup>+</sup>	Gewinn- wachstum <sup>+</sup>	Dividenden- rendite <sup>+</sup>	Währungs- effekt <sup>+</sup>	= Total return
<b>Aktien Euroraum</b>	0,8%	1,6%	2,9%	–	<b>5,3%</b>
<b>Aktien Welt ohne Euroraum</b>	-0,9%	4,4%	2,3%	-1,4%	<b>4,3%</b>

**Hinweise:** Die tatsächlichen und prognostizierten annualisierten 5-Jahres-Gewinnwachstumszahlen in dem Diagramm entsprechen den Gesamtergebnissen der im MSCI EMU Index enthaltenen Unternehmen (einschließlich Unternehmen mit Verlusten) per 30. Juni 2023. Die Gewinnprognosen entsprechen der Medianprognose eines von Vanguard entwickelten Modells für Unternehmensgewinne, das in dem Artikel „From Economics to Earnings: A Macro-Based Equity Earnings Growth Forecasting Model“, der in der Februar-Ausgabe 2023 von *The Journal of Investing* veröffentlicht wurde, genauer beschrieben wird.

Die Tabelle zeigt die Verteilung von 10.000 VCCM-Simulationen der annualisierten nominalen Aktienrenditen in Euro über zehn Jahre bis zum 30. September 2033. In den nominalen Renditen sind reinvestierte Erträge und Kapitalgewinne enthalten, jedoch weder Verwaltungsgebühren bzw. -kosten noch die Auswirkungen von Steuern. Die Indizes werden nicht verwaltet, Anlegerinnen und Anleger können nicht direkt in einen Index investieren. Wegen Rundungsfehlern kann es zu Abweichungen in den Summen der Gesamterträgen kommen.

**Quellen:** Berechnungen von Vanguard auf Grundlage von Daten von Bloomberg, Refinitiv und der FRED-Datenbank der Federal Reserve Bank of St. Louis.

**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 VCCM 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.

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.

<sup>2</sup> Gemessen am MSCI European Economic and Monetary Union (EMU) Index; Stand: 30. Juni 2023.

## Dollar-Abwertung wahrscheinlich

In den kommenden zehn Jahren spricht mehr gegen als für den US-Dollar, weshalb wir eine Abwertung für wahrscheinlich halten. Anlegerinnen und Anleger mit Basiswährung US-Dollar können daher höhere Renditen von Nicht-US-Aktien erwarten.<sup>3</sup>

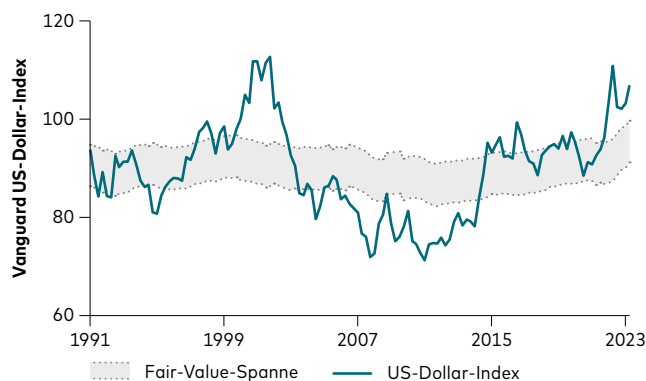
Eine Abwertung könnte einen Großteil der aktuellen Überbewertung von etwa 12% ausgleichen. Unsere Einschätzung beruht auf den Ergebnissen eines von Vanguard entwickelten Modells zur Schätzung des Fair Value des US-Dollar gegenüber fünf führenden Währungen und des Währungseinflusses für internationale Anlegerinnen und Anleger ohne Währungsabsicherung.

Genauso wie die Unterbewertung vor zehn Jahren den Grundstein für die Aufwertung des US-Dollars während der letzten zehn Jahre gelegt hat, dürfte die aktuelle Überbewertung eine Abwertung einläuten. Eine weltweite Normalisierung der Zinssätze, der Inflation und des Produktivitätswachstums lässt ebenfalls langfristig auf einen schwächeren Dollar schließen. Die Zentraltendenz unserer Prognosen ist eine moderate Abwertung des US-Dollar gegenüber unserem Währungskorb von 1,1% pro Jahr.<sup>4</sup>

Der Euro dürfte zu den stärkeren Währungen in unserem Währungskorb gehören, weshalb wir unsere Medianprognose für die Aktienmärkte außerhalb des Euroraums um 1,4% nach unten korrigiert haben. Natürlich sind Währungsprognosen schwierig. Die Wahrscheinlichkeit, dass der US-Dollar in den nächsten zehn Jahren an Wert verliert, liegt bei etwa 75%, wobei eine lineare Abwertung praktisch ausgeschlossen ist.

Ein wesentliches Risiko für unsere Prognose liegt in den nationalen Unterschieden im Pro-Kopf-BIP, allerdings ist dieses Risiko wohl eher für das Ausmaß als für die Richtung der Dollar-Entwicklung in den kommenden zehn Jahren relevant. Laut Wirtschaftstheorie sollten sich Produktivitätsunterschiede langfristig ausgleichen; es ist jedoch denkbar, dass die Produktivität in den USA auch in Zukunft schneller wächst als in anderen Wirtschaftsräumen, zum Beispiel weil US-Unternehmen schneller künstliche Intelligenz einführen. In diesem Fall könnte ein unerwartet deutlicher Fair-Value-Anstieg des US-Dollar die Bewertungslücke reduzieren, wodurch die US-Währung weniger stark abwerten würde.

## US-Dollarkurs: durch Fundamentaldaten nicht gerechtfertigt



### Komponenten unserer Aktienrenditeprognosen

	Bewertungs- veränderung +	Gewinn- wachstum +	Dividenden- rendite +	Währungs- effekt +	Total return =
<b>Aktien Euroraum</b>	0,8%	1,6%	2,9%	—	<b>5,3%</b>
<b>Aktien Welt ohne Euroraum</b>	-0,9%	4,4%	2,3%	-1,4%	<b>4,3%</b>

**Hinweise:** Unser US-Dollar-Index und unsere Fair-Value-Schätzungen sind unternehmenseigene Messgrößen, die den US-Dollar mit einem nach Aktienmarktkapitalisierung gewichteten Währungskorb vergleichen; in dem Währungskorb enthalten sind der Euro, der japanische Yen, das britische Pfund, der kanadische Dollar und der australische Dollar. Die Indexgewichtungen der Nicht-US-Dollar-Währungen entsprechen der relativen Gewichtung der Regionen und Länder im MSCI World Index, die Waren, Dienstleistungen und Wertpapiere in der Regel in diesen Währungen handeln. Die Fair-Value-Schätzungen beruhen auf dem Anteil der Wechselkursbewegungen, der sich durch Unterschiede in der relativen Wirtschaftskraft, gemessen an der Produktivität (kaufkraftbereinigtes BIP pro Kopf) und den langfristigen realen Zinssätzen erklären lässt.

Die Tabelle zeigt die Verteilung von 10.000 VCMM-Simulationen der annualisierten nominalen Aktienrenditen in Euro über zehn Jahre bis zum 30. September 2033. In den nominalen Renditen sind reinvestierte Erträge und Kapitalgewinne enthalten, jedoch weder Verwaltungsgebühren bzw. -kosten noch die Auswirkungen von Steuern. Die Indizes werden nicht verwaltet, Anlegerinnen und Anleger können nicht direkt in einen Index investieren. Wegen Rundungsfehlern kann es zu Abweichungen in den Summen der Gesamterträgen kommen.

**Quellen:** Berechnungen von Vanguard auf Grundlage von Daten von Refinitiv und des Internationalen Währungsfonds; Stand: 30. September 2023.

**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 30. September 2023. Die Ergebnisse des Modells können mit jeder Nutzung sowie im Laufe der Zeit variieren.

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.

- <sup>3</sup> Vanguard empfiehlt Anlegerinnen und Anlegern, Währungsrisiken in internationalen Aktienallokationen nicht abzusichern, da dies die Korrelation zwischen nationalen und internationalen Aktienrenditen reduziert und das Portfolio gegen inländisches Inflationsrisiko absichert. Alternativ empfehlen wir eine Absicherung von Währungsrisiken in internationalen Anleiheallokationen, da die Volatilität der Anleiheallokation sonst aktienähnliches Niveau erreichen kann und die Funktion von Anleihen als „Stoßdämpfer“ beeinträchtigt.
- <sup>4</sup> Unsere Prognose entspricht der Verteilung von 10.000 VCMM-Simulationen für annualisierte Veränderungen des US-Dollar gegenüber einem nach Aktienmarktkapitalisierung gewichteten Korb aus Euro, japanischem Yen, britischem Pfund, kanadischem Dollar und australischem Dollar über einen Zeitraum von zehn Jahren.



## Höhere Zinsen bedeuten höhere Anleiherenditen

Kurzfristige Opfer können sich langfristig auszahlen: An den Anleihemärkten mussten Anlegerinnen und Anleger zwei Jahre in Folge Verluste durch steigende Zinsen hinnehmen, doch höhere Zinszahlungen gleichen sinkende Anleihekurse aus – was langfristig höhere Gesamterrenditen bedeutet. Neu- und Reinvestitionen in Anleihen werden attraktiv verzinst.

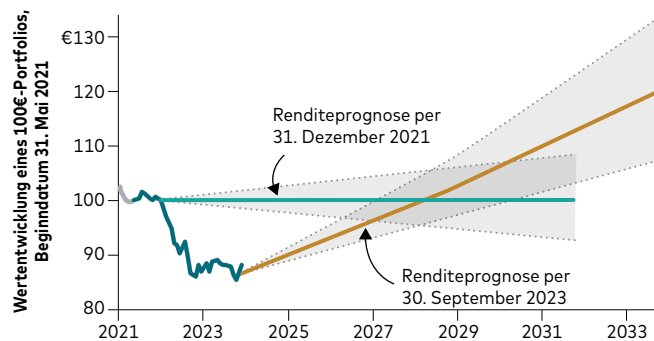
Weitere Volatilität ist damit jedoch nicht ausgeschlossen. Die Märkte warten sehnlich auf eine Senkung der Leitzinsen im Jahr 2024, mit der unsere Volkswirtinnen und Volkswirte in der zweiten Jahreshälfte rechnen. Allerdings weichen unsere Prognosen im Umfang der erwarteten Zinssenkungen vom Markt ab, zudem könnte der Verkauf von Anleihen durch die Zentralbanken die Liquidität reduzieren und die Risikoprämien erhöhen (den Ausgleich für das Risiko von Zinsänderungen während der Laufzeit einer Anleihe, den Anlegerinnen und Anleger verlangen).

Der Übergang zu höheren Realzinsen hat sowohl 2021 als auch 2022 zu negativen Anleiherenditen geführt. Die Zentralbanken haben ihre Zinsen so schnell wie seit Jahrzehnten nicht mehr erhöht, die Effektivzinsen von Anleihen sind um 300 Basispunkte und in manchen Fällen sogar noch deutlicher gestiegen. Die langfristigen Effektivzinsen – ein wichtiger Indikator für die langfristig erwarteten Renditen – liegen nun wieder auf einem Niveau, wie es Anlegerinnen und Anleger zuletzt vor der Finanzkrise des Jahres 2008 gewohnt waren.

Auch wir haben daher unsere 10-Jahres-Renditeprognosen sowohl für Anleihen aus dem Euroraum als auch für währungsgesicherte globale Anleihen deutlich auf rund 3,5% pro Jahr angehoben. Damit ist unser Ausblick besser als zu irgendeinem anderen Zeitpunkt innerhalb der vergangenen zehn Jahre.

Wir nähern uns nun dem Ende dieses strukturellen Wandels, und nachhaltig höhere Realzinsen bilden eine solide Grundlage für langfristige Anlegerinnen und Anleger. Auf den Punkt gebracht: Steigende Zinsen sind kein Fluch, sondern die beste Entwicklung an den Anleihemärkten der letzten 20 Jahre.

## Steigende Zinsen bedeuten langfristig höhere Renditen



**Hinweise:** Das Diagramm zeigt die tatsächlichen Renditen für den Bloomberg Global Aggregate Euro Hedged Bond Index und die Vanguard Prognosen für die kumulativen Renditen über die folgenden 10 Jahre per 31. Dezember 2021 und 30. September 2023. Die gestrichelten Linien stellen das 10. und 90. Perzentil der prognostizierten Verteilung dar. Ein hypothetischer Anleger, der Ende 2021 einen Einmalbetrag in ein dem Bloomberg Global Aggregate Euro Hedged Bond Index ähnliches Anleiheportfolio investiert hätte, hätte im Jahr 2022 erhebliche Kursverluste hinnehmen müssen. Nach unserem Modell sind die annualisierten Renditeaussichten per 30. September 2023 jedoch deutlich besser als in einem hypothetischen Alternativszenario ohne Zinserhöhungen.

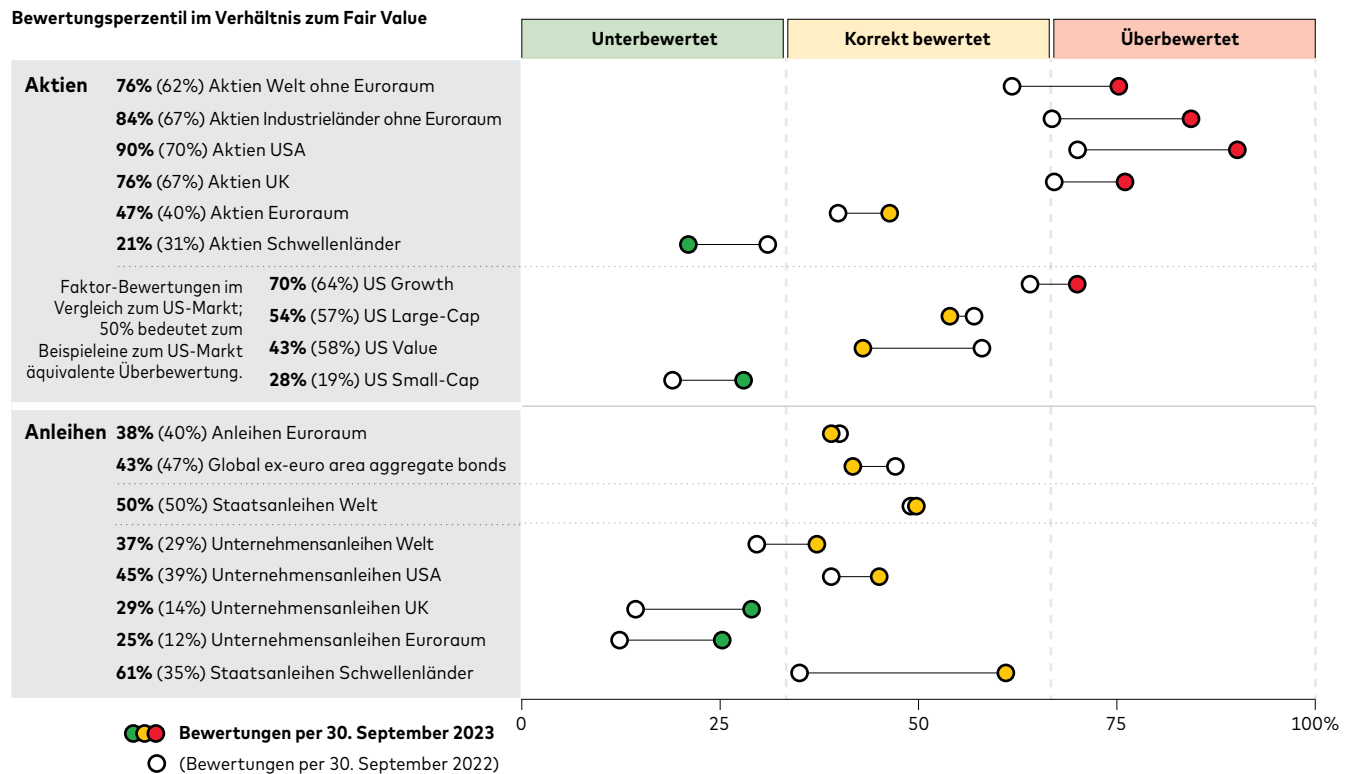
**Quellen:** Berechnungen von Vanguard auf Grundlage von Daten von Bloomberg; Stand: 30. September 2023.

**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 VCCM wird aus 10.000 Simulationen für jede modellierte Assetklasse abgeleitet. Simulationen per 31. Dezember 2021 und 30. September 2023. Die Ergebnisse des Modells können mit jeder Nutzung sowie im Laufe der Zeit variieren.

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.

# Veränderungen der Aktien- und Anleihebewertungen im vergangenen Jahr

## Chancen und Warnsignale für langfristige Anlegerinnen und Anleger



**Hinweise:** Die Bewertungskennzahlen für Aktien aus den USA, dem Vereinigten Königreich und dem Euroraum entsprechen dem Perzentil des aktuellen zyklisch bereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnisses (CAPE) im Verhältnis zu unserer Fair-Value-CAPE-Schätzung für den MSCI US Broad Market Index, den MSCI UK Index und den MSCI EMU Index. Die Bewertungskennzahlen für den globalen Markt ohne den Euroraum und die entwickelten Märkte ohne den Euroraum entsprechen den nach Marktkapitalisierung gewichteten CAPE-Perzentilen im Verhältnis zu unserer Fair-Value-CAPE-Schätzung für den MSCI US Broad Market Index, den MSCI UK Index, den MSCI Japan Index, den MSCI Canada Index, den MSCI Australia Index und den MSCI EM Index. Die Bewertungskennzahl für den MSCI EM Index wird nur für globale Aktien ohne Aktien aus dem Euroraum verwendet. Die Bewertungskennzahl für die Schwellenländer beruht auf dem Perzentilrang unseres Fair-Value-Modells im Vergleich zum Markt. Faktor-Bewertungen relativ 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 zu den relativen US-Bewertungen und dem aktuellen US-CAPE-Perzentil im Verhältnis zu seinem Fair-Value-CAPE.

Die Anleihebewertungskennzahlen entsprechen den nach Marktkapitalisierung gewichteten durchschnittlichen Bewertungsperzentilen für Unternehmens- und Staatsanleihen aus dem Euroraum und dem globalen Nicht-Euroraum (welche wiederum den nach Marktkapitalisierung gewichteten durchschnittlichen Bewertungskennzahlen für Staats- und Unternehmensanleihen aus den USA, aus dem Vereinigten Königreich, aus Japan, Kanada und Australien entsprechen, welche auf gleiche Weise berechnet werden). Die Bewertungskennzahl für globale Staatsanleihen beruht auf dem nach Marktkapitalisierung gewichteten Durchschnitt der Bewertungskennzahlen für den Euroraum, die USA, das Vereinigte Königreich, Japan, Kanada und Australien, wobei die aktuellen Renditen mit der VCMM-Simulation der Gleichgewichtsrenditen im Jahr 30 unserer Prognose verglichen werden. Die Bewertungskennzahlen für Unternehmensanleihen und Staatsanleihen aus Schwellenländern beruhen auf den aktuellen Spreads, die mit der VCMM-Simulation der Gleichgewichts-Spreads im Jahr 30 unserer Prognose verglichen werden; die Kennzahl für globale Unternehmensanleihen beruht auf dem nach Marktkapitalisierung gewichteten Durchschnitt der Bewertungskennzahlen für den Euroraum, die USA, das Vereinigte Königreich, Japan, Kanada und Australien.

Bewertungsperzentile per 30. September 2023 und den 30. September 2022 (in Klammern).

**Quellen:** Berechnungen von Vanguard auf der Grundlage von Daten von Robert Shillers Website, abrufbar unter [aida.wss.yale.edu/~shiller/data.htm](http://aida.wss.yale.edu/~shiller/data.htm), dem U.S. Bureau of Labor Statistics, dem Federal Reserve Board und Refinitiv; Stand: 30. September 2023.

**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 30. September 2023 und den 30. September 2022. Die Ergebnisse des Modells können mit jeder Nutzung sowie im Laufe der Zeit variieren.

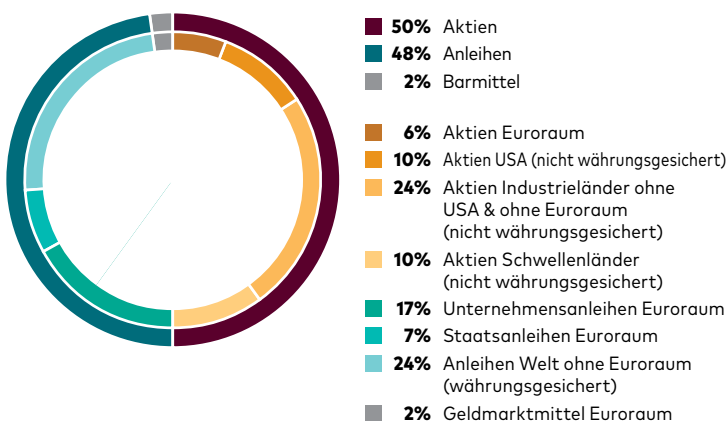
## Deutliche Übergewichtung von Anleihen in unserem zeitvariablen Portfolio

Mit den Zinsen sind auch die erwarteten Renditen von Anleihen deutlich gestiegen, während die Aktienrisikoprämie gesunken ist. Beides hat zu einer massiven Gewichtungsverschiebung in unserer bewertungsabhängigen zeitvariablen Asset-Allokation (TVAA) geführt. Unsere TVAA richtet sich an Anlegerinnen und Anleger, die das Modellprognoserisiko, also ein aktives Risiko, tragen können und unser diszipliniertes Modell nutzen möchten, um ihr Portfolio kontinuierlich an Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld und an den Märkten anzupassen.

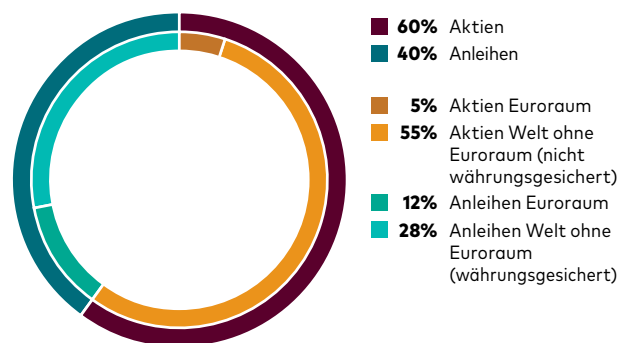
Veränderungen in den Risiko-/Rendite-Abwägungen haben zu einem Rückgang der Aktienallokation des TVAA-Portfolios gegenüber der Benchmark (60% Aktien, 40% Anleihen) um zehn Prozentpunkte und somit zu einem deutlichen Risikoabbau geführt. Erwähnenswert ist auch, dass die TVAA zusätzlich die Sub-Assetklassen-Exposures anpasst und gegenüber der 60/40-Benchmark eine höhere erwartete Rendite bei niedrigerer Volatilität erzielt. Im Gegenzug müssen Anlegerinnen und Anleger ein aktives Risiko (Tracking Error gegenüber der Benchmark) von 3,9% eingehen.

### Wegen ihrem attraktiven Risiko-/Renditeprofil sind Anleihen in unserer Asset-Allokation übergewichtet

Zeitvariable Asset-Allokation



Benchmark



**Hinweise:** Die zeitvariablen Portfolio-Allokationen wurden mit dem Vanguard Asset Allocation Model (VAAM) ermittelt. Zugelassene Vermögenswerte sind Geldmarktmittel aus dem Euroraum, Aktien aus dem Euroraum, US-Aktien, Aktien aus Industrieländern ohne die USA und den Euroraum, Aktien aus Schwellenländern, Staatsanleihen aus dem Euroraum, Unternehmensanleihen aus dem Euroraum und globale Anleihen aus dem Euroraum. Für die einzelnen Assetklassen gelten folgende Grenzwerte (in Klammern): Aktien (zwischen 50 und 70% des Portfolios); Aktien Euroraum (höchstens 30% der Aktienallokation), Aktien USA (zwischen 20 und 80% der Aktienallokation), Aktien Industrieländer ohne USA und ohne Euroraum (zwischen 10 und 50% der Aktienallokation), Aktien Schwellenländer (höchstens 20% der Aktienallokation), Anleihen Euroraum (weniger als 50% der Anleiheallokation), Unternehmensanleihen Euroraum (weniger als 50% der Anleiheallokation), Staatsanleihen Euroraum (zwischen 14 und 50% der Anleiheallokation), Geldmarktmittel Euroraum (höchstens 2% des Portfolios). Das Benchmark-Portfolio beruht auf der Marktkapitalisierungsgewichtung von Aktien und Anleihen. Es wurden 10-Jahres-VCMM-Prognosen per 30. September 2023 verwendet. Siehe „Für VCMM-Simulationen verwendete Indizes“ auf Seite 22 für weitere Einzelheiten zu den Indizes der einzelnen Assetklassen.

**Quelle:** Berechnungen von Vanguard; Stand: 30. September 2023.

### Portfoliomerkmale

	Aktienanteil	Erwartete 10-Jahres-Rendite	Erwartete 10-Jahres-Volatilität	Erwartete Sharpe Ratio	Erwarteter Maximum Drawdown	Tracking Error ggü. Benchmark	Wahrscheinlichkeit von Minderrenditen ggü. Benchmark
<b>TVAA</b>	50%	5,0%	9,1%	0,23	-9,3%	3,9%	56,3%
<b>Benchmark</b>	60%	4,5%	11,4%	0,14	-14,3%	—	—

**Hinweise:** Berechnungen von Vanguard auf Grundlage von Portfolios, die mithilfe des VAAM unter Verwendung von Renditeprognosen des VCMM optimiert wurden. Die Sharpe Ratio ist eine Kennzahl für die Rendite über dem risikofreien Zinssatz unter Berücksichtigung der Volatilität. Eine höhere Sharpe Ratio bedeutet eine höhere erwartete risikobereinigte Rendite. Der erwartete Maximum Drawdown entspricht dem Median des Portfoliowertverlustes vom Höchst- bis zum Tiefstwert in 10.000 VCMM-Simulationen. Wahrscheinlichkeit von Minderrenditen ggü. Benchmark innerhalb eines Jahres.

**Quelle:** Berechnungen von Vanguard; Stand: 30. September 2023.

**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 30. September 2023. Die Ergebnisse des Modells können mit jeder Nutzung sowie im Laufe der Zeit variieren.

## Literaturverzeichnis

Aliaga-Díaz, Roger, Andrew Patterson, und Shaan Raithatha, 2023. *Assessing U.S. Fiscal Space*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Aliaga-Díaz, Roger, Harshdeep Ahluwalia, Giulio Renzi-Ricci, Todd Schlanger, Victor Zhu, und Carole Okigbo, 2022. *Vanguard's Portfolio Construction Framework: From Investing Principles to Custom Portfolio Solutions*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Aliaga-Díaz, Roger, und Jumana Saleheen, 2023. In America and Europe, *Higher Rates for Longer*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Behal, Bob, und Josh Hirt, 2023. *Consumer Spending Could Push Fed Higher*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Bernanke, Ben S., und Mark Gertler, 1995. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic Perspectives* 9(4): 27–48.

Board of Governors des Federal Reserve System, 2021. *The Fed Explained: What the Central Bank Does*; available at [www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/the-fed-explained.pdf](http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/the-fed-explained.pdf).

Davis, Joseph, 2022. *Inflation Won't Come Down Magically*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Davis, Joseph. „Savers Will Benefit From a Return to Sound Money.“ *The Wall Street Journal*, 30. Januar 2023.

Davis, Joseph H., Ryan Zalla, Joana Rocha, und Josh Hirt, 2023. *R-Star Is Higher. Here's Why*; abrufbar unter [www.ssrn.com/abstract=4478413](http://www.ssrn.com/abstract=4478413) or [dx.doi.org/10.2139/ssrn.4478413](https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4478413).

Hirt, Josh, und Ian Kresnak, 2023. *For Bond Investors, Near-Term Pain but Long-Term Gain*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Jefferson, Philip N. „U.S. Economic Outlook and Monetary Policy Transmission.“ Rede auf der 65. Jahrestagung der National Association for Business Economics, 9. Oktober 2023. Abschrift abrufbar unter [www.federalreserve.gov/newsevents/rede/jefferson20231009a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/rede/jefferson20231009a.htm).

Mann, Catherine L. „Expectations, Lags, and the Transmission of Monetary Policy.“ Rede vor der Resolution Foundation, 23. Februar 2023. Abschrift abrufbar unter [www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2023/february/erwartungen-verzoegerungen-und-die-uebertragung-von-monetary-policy-speech-by-catherine-l-mann.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2023/february/erwartungen-verzoegerungen-und-die-uebertragung-von-monetary-policy-speech-by-catherine-l-mann.pdf).

Mishkin, Frederic S., 1996. *The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy*. Working Paper No. 5464. Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research.

Mojon, Benoît, und Gert Peersman, 2001. *A VAR Description of the Effects of Monetary Policy in the Individual Countries of the Euro Area*. Working Paper No. 92. Frankfurt, Deutschland: Europäische Zentralbank.

Ouliaris, Sam, Adrian Pagan, und Jorge Restrepo, 2018. *Quantitative Macroeconomic Modeling With Structural Vector Autoregressions - An EViews Implementation*; abrufbar unter [www.eviews.com/StructVAR/structvar.pdf](http://www.eviews.com/StructVAR/structvar.pdf).

Sathe, Asawari, und Daniel Wu, 2023. *Why the Fed Will Not Cut Rates This Year*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Wang, Qian, 2023. *China's Economic Rebound Lowers the Odds of a Global Recession*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

## 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 von der Vanguard Investment Strategy Group entwickeltes Finanzsimulationsprogramm und wird von dieser gepflegt. Das Modell prognostiziert die Verteilung zukünftiger Renditen für zahlreiche Assetklassen, darunter US-amerikanische und internationale Aktien, US-Treasuries und Unternehmensanleihen mit verschiedenen Laufzeiten, internationale Anleihen, 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. Den Kern des Modells bilden Schätzungen der dynamischen statistischen Beziehung zwischen Risikofaktoren und Vermögensrenditen, die durch statistische Analysen auf der Grundlage verfügbarer monatlicher Finanz- und Wirtschaftsdaten gewonnen werden. 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 30. September 2023. 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 Großbritannien:** MSCI UK Index.
- **Aktien Welt ohne Euroraum:** MSCI All Country World ex EMU Index.
- **Aktien Industrieländer ohne Euroraum:** MSCI World ex EMU 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.
- **Unternehmensanleihen USA:** Bloomberg US Credit Bond Index Euro Hedged.
- **Unternehmensanleihen Euroraum:** Bloomberg Euro-Aggregate–Credit Bond Index.
- **Unternehmensanleihen Großbritannien:** Bloomberg Sterling Aggregate–Credit Bond Index Euro Hedged.
- **Staatsanleihen Schwellenländer:** Bloomberg Emerging Markets USD Sovereign Bond Index– 10% Country Capped Euro Hedged.

Alle nachstehenden Aktienindizes sind nach Marktkapitalisierung gewichtet:

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



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



Jumana Saleheen, Ph.D.  
European Chief Economist



Qian Wang, Ph.D.  
Asia-Pacific Chief Economist  
und Global Head of VCMM

### Vanguard Wirtschafts- und Marktteams

Joseph Davis, Ph.D., Global Chief Economist

#### Amerika

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

#### Asien-Pazifik

Qian Wang, Ph.D.,  
Chief Economist, Asia-Pacific  
Alexis Gray, M.Sc.  
Grant Feng, Ph.D.

#### Europa

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.

Manche Fonds investieren in Schwellenländern, die im Vergleich zu entwickelteren Märkten volatil sein können. Infolgedessen kann der Wert Ihrer Anlagen steigen oder fallen.

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.

Der Wertentwicklung liegen Berechnungen in Euro zugrunde, weshalb die Rendite infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen kann.

### 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). Nicht für die öffentliche Verbreitung bestimmt.**

Die hier enthaltenen Informationen sind nicht als Angebot oder Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren in irgendeiner Gerichtsbarkeit zu verstehen, in der ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung rechtswidrig ist, oder gegenüber Personen, gegenüber 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 Informationen stellen keine Rechts-, Steuer- oder Anlageberatung dar. Sie dürfen sich deshalb bei Anlageentscheidungen nicht auf den Inhalt verlassen.

Die hier enthaltenen Informationen 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.

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

Herausgegeben von der Vanguard Group Europe GmbH, die in Deutschland von der BaFin reguliert wird.

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

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

© 2023 Vanguard Group Europe GmbH. Alle Rechte vorbehalten.

CFA® ist eine eingetragene Marke des CFA Institute.

**Vanguard®**

ISGVEMO 122023