

# Vanguard Wirtschafts- und Marktausblick 2025 Zusammenfassung

In unserer Zusammenfassung stellen wir die Kernpunkte des vollständigen Vanguard Wirtschafts- und Marktausblicks *Beyond the Landing* vor, der Mitte Dezember veröffentlicht wird.

Die Inflation ist in den letzten zwei Jahren weltweit deutlich zurückgegangen und nähert sich der 2%-Marke. Die Normalisierung der Inflation verlief jedoch nicht überall gleich, in den meisten entwickelten Ländern und Regionen lösten steigende Zinsen eine Konjunkturabkühlung aus. Eine bemerkenswerte Ausnahme: die US-Wirtschaft, die bei Vollbeschäftigung sogar schneller wuchs und sich offensichtlich nicht durch die restriktive Geldpolitik beeinträchtigen ließ.

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

Die Kombination aus außergewöhnlich hohen Wachstumsraten und sinkender Inflation, die wir in den USA gesehen haben, lässt sich jedoch nicht allein durch dieses „Landungsszenario“ erklären, vielmehr zeichnet sich hier offenbar ein neues Narrativ für Wirtschaft und Märkte ab.

In unserem Jahresausblick 2025 gehen wir darauf ein, wie angebotsseitige Faktoren die Entwicklung der US-Wirtschaft geprägt haben, darunter steigende Arbeitsproduktivität und das wachsende Angebot an Arbeitskräften. Eine Betrachtung der Angebotsseite erklärt nicht nur die positive Wachstums- und Inflationsentwicklung besser, sondern auch neue Risiken, die unter anderem durch Einwanderungspolitik, Geopolitik oder mögliche Handelszölle entstehen könnten.

## Die Vanguard Wirtschaftsprognosen 2025

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

**Anmerkungen:** Prognosen per 12. November 2024. Für die USA ist das BIP-Wachstum definiert als die Veränderung des BIP im vierten Quartal gegenüber dem Vorjahresquartal, für alle anderen Länder und Regionen als die jährliche Veränderung der Gesamtwirtschaftsleistung im Prognosejahr gegenüber dem Vorjahr. Die Prognosen für die Arbeitslosigkeit entsprechen dem Durchschnitt für das vierte Quartal 2025. 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, das Vereinigte Königreich und Japan 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. Die Vanguard Prognose zur US-Geldpolitik bezieht sich auf das obere Ende des Zielbereichs des Offenmarktausschusses der US-Notenbank. Der Leitzins in China entspricht dem 7-Tages-Reverse-Repo-Satz. Der neutrale Zinssatz ist der Gleichgewichtszinssatz, der die Wirtschaft oder Finanzmärkte weder stimuliert noch bremst.

**Quelle:** Vanguard.

## **Warum die Geldpolitik das robuste Wachstum der US-Wirtschaft nicht belastet hat**

In den USA standen der restriktiven Geldpolitik hohes reales BIP-Wachstum, eine Entspannung des überhitzten Arbeitsmarktes und sinkende Inflation gegenüber. Es mag auf der Hand liegen, diese gute Entwicklung der Fed zuzuschreiben; eine genauere Betrachtung legt jedoch den Schluss nahe, dass diese Interpretation die letzten Jahre nur unzureichend beschreibt.

Das anhaltend robuste Wachstum der US-Wirtschaft scheint vielmehr das Ergebnis glücklicher angebotsseitiger Faktoren zu sein, darunter steigendes Produktivitätswachstum und das wachsende Angebot an Arbeitskräften. Grundsätzlich ist steigende Produktion nur dann mit sinkender Inflation vereinbar, wenn die Angebotsseite dominiert. Diese Dynamik hat unsere Prognosen für die US-Wirtschaft beeinflusst und deutet gleichzeitig auf die wichtigsten Risiken hin.

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

In anderen Volkswirtschaften entwickelte sich die Angebotsseite weniger günstig, weshalb sich die Kombination aus robustem Wachstum und deutlich sinkender Inflation außerhalb der USA nicht einstellte. Zwar liegt die Inflation in Europa inzwischen nur noch knapp über dem Zielwert; erkaufte wurde dieser Erfolg jedoch mit einer Stagnation in den Jahren 2023 und 2024, in denen magere Auslandsnachfrage, schwache

Produktivität und die anhaltende Energiekrise die Konjunktur lähmten. Auch im kommenden Jahr dürfte das Wachstum unter dem langfristigen Trend liegen, eines der größten Risiken geht von einem Rückgang des Welthandels aus. Die Europäische Zentralbank wird ihren Leitzins bis Ende 2025 voraussichtlich auf 1,75% senken, was unter dem Neutralzinssatz läge.

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

## **Die positiven Realzinsen halten an, verhaltener Ausblick für Aktien**

Zwar haben die Zentralbanken inzwischen einen Zinssenkungszyklus eingeleitet, wir gehen jedoch weiterhin davon aus, dass sich die Zinsen auf einem höheren Niveau einpendeln werden als in den Zehnerjahren. Dieses Umfeld schafft die Voraussetzungen für solide Anleiherenditen in der kommenden Dekade, wohingegen unsere Aktienprognosen verhaltener ausfallen. Selbst wenn die Leitzinsen kurzzeitig den Neutralzinssatz unterschreiten sollten, um vorübergehende Konjunkturschwankungen auszugleichen, würde sich an diesen strukturellen Rahmenbedingungen nichts ändern – die Ära positiver Realzinsen hält an.

Dagegen stellen die wachsenden Spannungen zwischen Kursmomentum und Überbewertungen von Aktien Anlegerinnen und Anleger vor eine Herausforderung. Die Anlagen die von der guten Entwicklung profitieren konnten sind nun stärker überbewertet als solche mit unterdurchschnitt-

lichen Renditen. Ob im kommenden Jahr Kursmomentum oder Bewertungen die Renditen prägen werden, hängt letztlich von der Entwicklung der wirtschaftlichen und politischen Risiken ab.

## **Die Risiken sprechen insgesamt für Anleihen**

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

Für US-Anleihen rechnen wir entlang der gesamten Zinskurve mit Renditen von über 4%. Eine konjunkturfördernde Entwicklung der Angebotsseite würde sich auch positiv auf das Trendwachstum und die Realzinsen auswirken. Alternativ könnten durch restriktive Einwanderungs- und globale Handelspolitik Risiken entstehen, die zu steigenden Inflationserwartungen und daher höheren Zinsen führen würden. Diese Risiken müssen gegen ein Szenario abgewogen werden, in dem ein Wachstumseinbruch und eine darauf folgende Lockerung der Geldpolitik oder eine Flucht in „sichere Häfen“ zu einem deutlichen Renditerückgang führen würden. In Deutschland werden sich die langfristigen Renditen voraussichtlich über der 2%-Marke stabilisieren.

Höhere Ausgangsrenditen bedeuten, dass moderat steigende Effektivzinsen die zukünftigen Renditen weniger stark belasten, denn selbst bei moderaten Zinsanstiegen und den damit einhergehenden Kursrückgängen würden die Kuponzahlungen ausreichen, um eine positive Gesamtrendite zu gewährleisten. Wer lange genug an seinem Anleiheportfolio festhält, damit

die Kuponzahlungen die höheren Effektivzinsen aufholen, würde sogar trotz kurzfristiger Verluste höhere Gesamtrenditen abschöpfen können. Wir sind nach wie vor überzeugt, dass Anleihen eine wichtige Rolle als Stoßdämpfer in einem langfristigen Portfolio spielen können. Das größte Risiko sowohl für Anleihen als auch für Aktien geht von steigenden langfristigen Zinsen als Reaktion auf ein erneutes Aufflammen der Inflation aus, weshalb wir diese Entwicklung genau beobachten.

## **Wie (ir)rational sind die Aktienbewertungen?**

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

Nach unserer Einschätzung sind die Bewertungen in den USA zwar hoch, aber nicht so überhöht, wie es ein Blick auf traditionelle Kennzahlen vermuten ließe. Viele Großunternehmen haben sich vor den Zinsanhebungen langfristig zu günstigen Konditionen finanziert und so gegen eine restriktivere Geldpolitik abgesichert. Vor allem haben wachstumsorientierte Sektoren wie der Technologiesektor die Marktentwicklung geprägt, und diese Sektoren haben strukturell ein höheres Kurs-Gewinn-Verhältnis.

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

Mit 0,7 bis 2,7% mögen unsere Renditeprognosen für US-Aktien (für Anlegerinnen und Anleger mit Basiswährung Euro) eher zurückhaltend erscheinen; zudem sind unsere Prognosen für globale Aktien (ohne Euroraum-Aktien) mit 1,7 bis 3,7% nicht viel höher, schließlich besteht dieses

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

Anlageuniversum zu 75% aus US-Aktien. Allerdings ist die Bandbreite möglicher Ergebnisse groß und Bewertungen selten ein guter Timing-Indikator. Letztendlich werden hohe Ausgangsbewertungen die Renditen langfristig belasten. Die Geschichte zeigt jedoch, dass sich die US-Aktienmärkte kurzfristig nicht zwangsläufig von der Schwerkraftwirkung hoher Bewertungen beeindrucken lassen, sofern Wirtschafts- und Gewinnwachstum nicht einbrechen.

Attraktiver sind die Bewertungen außerhalb der USA – woran sich jedoch möglicherweise kurzfristig auch nichts ändert, zumal wirtschaftliche und politische Risiken in diesen Ländern besonders schwer wiegen. Über einen Zeitraum von mehr als fünf Jahren sind Unterschiede im langfristigen Kurs-Gewinn-Verhältnis der wichtigste Faktor für die Entwicklung relativer Renditen. Für Anlegerinnen und Anleger mit Basiswährung Euro erwarten wir in den kommenden zehn Jahren sowohl für Euroraum- als auch für Industrieländer-Aktien (ohne US-Aktien) eine Rendite von 5,1 bis 7,1%, für Schwellenländer-Aktien gehen wir von einer Rendite von 3,1 bis 5,1% aus. Kurzfristig haben Wirtschaftswachstum und Gewinne jedoch größere Bedeutung. In den letzten Jahren waren das anhaltend schwache Wachstum und magere Gewinne außerhalb der USA der Grund dafür, dass die Aktienrenditen dieser Märkte im Vergleich zu den beeindruckenden Renditen von US-Aktien eher mau ausfielen. In den Schwellenländern liegen die Bewertungen nur aufgrund der Schwäche chinesischer Aktien unter einer fairen Bewertung, allerdings stellt die Möglichkeit wachsender Handelsspannungen und unzureichender Konjunkturmaßnahmen in China ein zusätzliches Risiko dar.

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

## Anmerkungen:

**WICHTIGER HINWEIS:** Die Prognosen sowie andere Informationen, die von dem Vanguard Capital Markets Model 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 8. November 2024. Die Ergebnisse des Modells können 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 Vanguard Capital Markets Model® ist ein proprietäres Finanzsimulationstool, das von der Investment Strategy Group von Vanguard entwickelt und gepflegt wird. 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 Vanguard Capital Markets Model 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. 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

<sup>2</sup> Die Aktienkomponente des Portfolios mit einem Aktienanteil von 60% und einem Anleiheanteil von 40% besteht aus globalen Aktien (MSCI AC World Total Return Index Euro), die Anleihekomponente aus währungsgesicherten globalen Anleihen (Bloomberg Global Aggregate Bond Index Euro Hedged).

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 Anlegerklassen. 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.

## Vanguard Global Economics, Markets und Portfolio Construction Teams

Joseph Davis, PhD, Global Chief Economist

### Amerika

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

### Asien-Pazifik

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

### Europa

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

### Vanguard Capital Markets Model Research Team

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

### Asset Allocation Team

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

**Connect with Vanguard®**

[global.vanguard.com](https://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 ihre Investitionen erleiden.

Die frühere Wertentwicklung gibt keinen verlässlichen Hinweis auf zukünftige Ergebnisse. In den Performanceangaben sind die Provisionen und Kosten im Zusammenhang mit der Ausgabe und Rücknahme von Anteilen nicht berücksichtigt.

#### **Wichtige allgemeine Hinweise**

**Dies ist eine Marketingmitteilung.**

**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 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.

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.

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

© 2024 Vanguard Investments Switzerland GmbH. Alle Rechte vorbehalten.

© 2024 Vanguard Asset Management, Limited. Alle Rechte vorbehalten.

CFA® ist eine eingetragene Handelsmarke und Eigentum des CFA Institute.

CAIA® ist eine eingetragene Zertifizierungsmarke und Eigentum der Chartered Alternative Investment Analyst Association, die diese Marke verwaltet. 1955\_11/24\_4037788

**Vanguard®**

ISGVEMOG 122024