

# 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 ein „soft landing“ gelungen? Oder werden die hohen Zinsen ein „hard landing“ 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<br>2024 | Jahresende<br>2025 | Neutraler<br>Zinssatz |
| 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 Obligationenrenditen 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 Obligationen

Höhere Ausgangsrenditen haben das Risiko/Rendite-Profil von Obligationen deutlich verbessert, noch immer gilt daher: Obligationen sind wieder attraktiv. In den kommenden zehn Jahren erwarten wir Renditen von 0,3 bis 1,3% pro Jahr für US-Obligationen sowie 0,2 bis 1,2% für globale Obligationen (ohne US-Obligationen, jeweils währungsgesichert in Schweizer Franken)<sup>1</sup>. Diese Prognosen entsprechen einer schrittweisen Normalisierung der Leitzinsen und der Zinskurven, kurzfristig bestehen jedoch weiterhin erhebliche Risiken.

Für US-Obligationen 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 Obligationenportfolio festhält, damit die Kuponzahlungen die höheren Effektivzinsen

aufholen, würde sogar trotz kurzfristiger Verluste höhere Gesamtrenditen abschöpfen können. Wir sind nach wie vor überzeugt, dass Obligationen eine wichtige Rolle als Stossdämpfer in einem langfristigen Portfolio spielen können. Das grösste Risiko für Obligationen – wie 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 Konjunktorentwicklung deutlich machen, dass Aktien aktuell teuer bewertet sind.

Mit -1,2 bis -0,8% mögen unsere Renditeprognosen für US-Aktien (für Anlegerinnen und Anleger mit Basiswährung Schweizer Franken) eher zurückhaltend erscheinen – ebenso wie die Aussichten für globale Aktien mit 0,2%-2,2%, da 68% dieses Universums aus US-Aktien besteht – allerdings ist die Bandbreite möglicher Ergebnisse

<sup>1</sup> US-Obligationen und währungsgesicherte globale Obligationen ohne US-Obligationen werden dargestellt durch den Bloomberg Aggregate Bond Index Swiss Franc Hedged bzw. den Bloomberg Global Aggregate ex USD Bond Index Swiss Franc Hedged.

gross und Bewertungen selten ein guter Timing-Indikator<sup>2</sup>. 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 Schweizer Franken erwarten wir in den kommenden zehn Jahren Renditen von 2,9 bis 4,9% für Industrieländer-Aktien (ohne US-Aktien) und 1,2 bis 3,2%, für Schwellenländer-Aktien<sup>3</sup>. 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 Obligationen 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>4</sup> erwarten wir in den kommenden zehn Jahren eine Rendite von 0,4 bis 2,4%.

## 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 Anleihenmärkte, 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

<sup>2</sup> US-Aktien werden dargestellt durch den MSCI USA Total Return Index Swiss Franc.

<sup>3</sup> Industrieländer-Aktien (ohne USA) und Schwellenländer-Aktien werden dargestellt durch den MSCI World ex USA Total Return Index Swiss Franc bzw. den MSCI Emerging Markets Total Return Index Swiss Franc.

<sup>4</sup> Die Aktienkomponente des Portfolios mit einem Aktienanteil von 60% und einem Obligationenanteil von 40% besteht aus globalen Aktien (MSCI AC World Total Return Index Swiss Franc), die Obligationenkomponente aus währungsgesicherten globalen Obligationen (Bloomberg Global Aggregate Bond Index Swiss Franc Hedged).

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.

## 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

#### **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.**

**Dies ist professionellen Anlegern vorbehalten und darf nicht an Privatanleger weitergegeben werden, die sich auch nicht auf dies verlassen dürfen.**

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