

Schwellenländer: Geldpolitischer Lockerungszyklus auf dem Prüfstand

Angesichts der hartnäckig hohen Inflation dürfte sich die US-Notenbank Fed mit der Zinswende Zeit lassen.

Die asiatischen Schwellenländer bleiben aufgrund des geringen Realzinsdifferenzials und der nur moderat restriktiv ausgerichteten Geldpolitik in Wartestellung.

Wir rechnen dennoch mit weiteren Lockerungen. Das Tempo und Ausmass der Zinssenkungen wird sich jedoch verlangsamen.

Kevin Gismondi, Economist

Unsicherheit erhöht Wechselkursvolatilität

Aufgrund der nach wie vor starken US-Konjunktur, des robusten Arbeitsmarkts und der hartnäckig hohen Inflation stellten sich in den letzten Monaten die Zinssenkungserwartungen der Finanzmärkte bezüglich der US-Notenbank Fed als übertrieben heraus. Inwiefern beeinflusst dies die geldpolitischen Entscheidungen der Zentralbanken in den grossen Schwellenländern? Ist trotz dem Risiko von Währungsverlusten mit einer Fortsetzung der Zinssenkungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu rechnen? Und wie ist in diesem Kontext die Fremdwährungsverschuldung einzuordnen?

Billiges Geld aus dem Westen

Um die eingangs gestellten Fragen zu beantworten, lohnt sich ein kurzer Blick in die Vergangenheit. Bis zur Asienkrise Ende der 1990-er Jahre setzten viele Schwellenländer auf ein System fixer Wechselkurse. Dies hatte zwar den Vorteil, dass Schwellenländer von tiefen Finanzierungsbedingungen und einer stabilen Währung profitieren konnten. Der Zu-

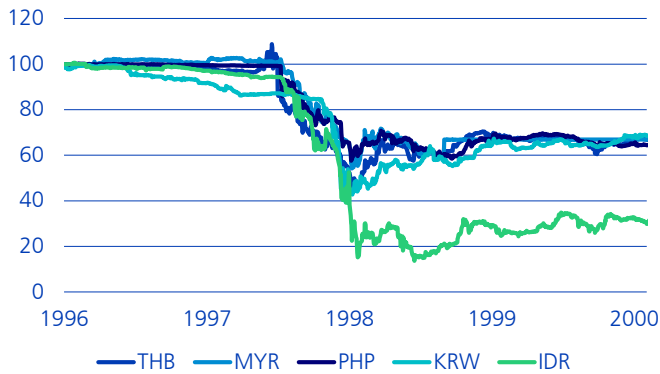
gang zu "billigem Geld" hatte aber auch Nebeneffekte. Zur Finanzierung der auf Wachstum ausgerichteten Wirtschaftspolitik ergriffen die Regierungen der asiatischen Volkswirtschaften im Vorfeld der Krise eine Reihe von industrie-, finanz- und geldpolitischen Massnahmen. Die exportorientierte Politik, welche unter anderem gewisse Sektoren und Unternehmen subventionierte, günstige Finanzierungsbedingungen gewährleistete und eine Währungsanbindung an den US-Dollar vorsah, förderte zwar die Exporte, doch schuf unweigerlich auch starke makroökonomische Ungleichgewichte. Dazu gehörten hohe Leistungsbilanzdefizite, steigende Haushaltsdefizite, eine hohe Auslandsverschuldung, eine übermässige Kreditvergabe der Banken sowie starke Kapitalzuflüsse und -abflüsse. Da die inländischen Zinssätze in Ländern mit fixem oder gekoppeltem Wechselkurs höher als die ausländischen waren, finanzierten viele Unternehmen ihre Geschäfte durch die Ausgabe von Wertpapieren und Darlehen in Fremdwährung. Die Schwellenländer machten also im grossen Stil von den günstigeren Finanzierungsbedingungen im Ausland Gebrauch. Viele von ihnen häuften dadurch einen massiven staatlichen und privaten Schuldenberg an – ein grosser Teil davon ungesichert – sodass die Kreditnehmer in hohem Masse Zins- und Wechselkursschwankungen ausgesetzt waren. Günstige Finanzierungsbedingungen sowie implizite Staatsgarantien für ausgewählte Sektoren schufen indes grosse Anreize für Fehlverhalten. Dies führte dazu, dass bei der Kreditvergabe sowohl die Bonität der Schuldner als auch die Qualität der finanzierten Projekte abnahm, sodass über die Zeit umfangreiche Investitionen in unsolide Projekte alloziert wurden.

Die Kreditblase platzt

Als Thailand nach monatelangem Druck der Finanzmärkte und mangels Devisenreserven die Verteidigung des Baht im Sommer 1997 einstellte, führte dies zu einem eigentlichen Kollaps der Währung. Die Krise breitete sich schnell auf andere Länder aus: Die gesamte Region hatte mit teilweise enormen Währungsverlusten zu kämpfen (*Grafik 1*). Die Ansteckungseffekte führten zu Kapitalabflüssen im grossen Stil, so dass viele der stark betroffenen Länder in eine schwere Rezession gerieten.

Grafik 1: Asiatische Währungen im Sturzflug

Indizierte Währungsentwicklung gegenüber dem US-Dollar (Januar 1996 = 100)



Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

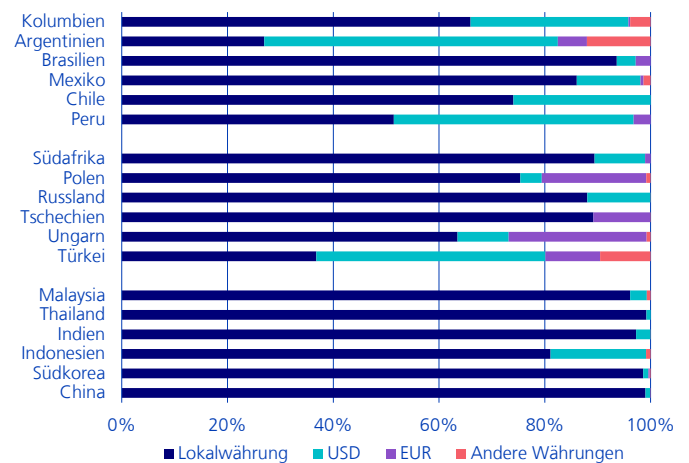
Die exzessive Kreditaufnahme im Ausland, oft mit kurzen Laufzeiten, setzte Unternehmen und Banken daraufhin erheblichen Wechselkurs- und Finanzierungsrisiken aus - Risiken, die durch die langjährigen Währungsanbindungen verdeckt worden waren. Als die fixen Wechselkurse reihenweise notgedrungen aufgegeben wurden und die Währungskrise ihren Lauf nahm, hatten Unternehmen, die sich in Fremdwährungen verschuldet hatten, plötzlich viel mehr Schulden in der Landeswährung. Dies trieb viele Firmen in die Insolvenz. Die prekäre Lage der Unternehmen führte zu einer drastischen Verschlechterung der Kreditqualität in den Bankenbilanzen, da der Anteil an notleidenden Krediten sprunghaft anstieg. Als die Währungen kollabierten, verschlechterte sich sowohl die Finanzlage von Nicht-Finanzunternehmen als auch von Banken, was Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der Bankensysteme weckte und das Vertrauen der internationalen Anleger weiter untergrub.

Erfolgreicher Abbau der Fremdwährungsschulden...

Seit der schmerzvollen Aufgabe des Regimes mit fixen Wechselkursen sind die meisten Länder zu einem System flexibler Wechselkurse mit punktuellen Deviseninterventionen übergegangen. Um die Abhängigkeit von der grenzüberschreitenden Interbankenfinanzierung zu verringern, emittierten Regierungen und Unternehmen in den vergangenen Jahren vermehrt Schuldtitel in Lokalwährung. Wirft man einen Blick auf die gegenwärtige Währungskomposition der Staatsverschuldung der Regierungen, weisen viele, insbesondere die asiatischen Volkswirtschaften, mittlerweile einen hohen Anteil an Lokalwährungsanleihen auf (Grafik 2). Die Währungskomposition der Unternehmensverschuldung von Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors fällt ähnlich aus.

Grafik 2: Viele Staaten haben ihre Fremdwährungsverbindlichkeiten zurückgefahren

Anteil der Lokal- und Fremdwährungsschulden an der gesamten Staatsverschuldung in %



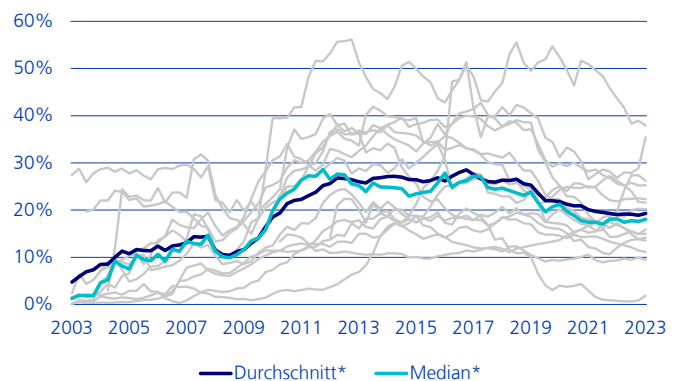
Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, IIF

...doch die Abhängigkeit bleibt bestehen

Durch die verstärkte Ausrichtung auf den lokalen Markt haben sich die inländischen Kapitalmärkte in den Schwellenländern zwar weiterentwickelt und sind liquider geworden. Doch durch die Aufnahme in wichtige Benchmark-Indizes hat gleichzeitig auch der Anteil von ausländischen Investoren, welche die auf Landeswährung lautenden Staatsanleihen halten, im neuen Jahrtausend stark zugenommen (Grafik 3).

Grafik 3: Internationale Anleger partizipieren zunehmend am lokalen Anleihenmarkt

Anteil ausländischer Investoren in % der gesamten auf Lokalwährung lautenden Staatsanleihen



* von den Ländern Brasilien, Indonesien, Kolumbien, Malaysia, Mexiko, Peru, Polen, Rumänien, Südafrika, Südkorea, Thailand, Tschechien, Türkei und Ungarn
Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, IIF

Auch wenn sich internationale Investoren in den letzten Jahren im Durchschnitt wieder etwas zurückgezogen haben, ist der Anstieg über die Zeit beträchtlich und der Anteil für einige Länder wie beispielsweise Peru besorgniserregend hoch. Auch die Partizipation an den lokalen Aktienmärkten steigt. Mit der Verlagerung des Währungsrisikos vom Kreditnehmer (Staat) zum Kreditgeber (Investor), sind die Schwellenländer durch die zunehmende Verflechtung der Finanzmärkte über einen neuen Kanal verletzlich geworden. Durch die Adoption einer inflationsgesteuerten Geldpolitik, den Aufbau von Devisenreserven sowie die Verringerung der Fremdwährungsverbindlichkeiten haben die Emerging Markets die Risiken im Vergleich zur Vergangenheit in vielerlei Hinsicht reduziert. Angesichts der zunehmenden Beteiligung ausländischer Anleger sind die Schwellenländer aber alles andere als isoliert von den internationalen Finanzierungsbedingungen sowie Phasen globaler Risikoaversion.

Greenback und US-Geldpolitik als wichtige Faktoren

Der US-Dollar gilt gemeinhin als sicherer Hafen und wird von Anlegern in Zeiten wirtschaftlicher Unsicherheiten mit erhöhter Marktvolatilität als Zufluchtsort gesucht. Dies führt bei den risikobehafteten Schwellenländeranlagen typischerweise zu Portfolioabflüssen, steigenden Anleihenrenditen und einer schwächeren Lokalwährung. Doch auch die Geldpolitik der US-amerikanischen Notenbank spielt für die Währungen in den Schwellenländern eine wichtige Rolle. Einerseits werden US-Staatsanleihen bei höheren Zinsen für internationale Anleger attraktiver, was die Nachfrage und damit auch den Wert der US-amerikanischen Valuta erhöht. Andererseits verändern höhere US-Zinsen auch das Risikogefüge, da die relative Attraktivität von Lokalwährungsanleihen abnimmt. Das Realzinsdifferenzial im Vergleich zu den USA stellt also ein wichtiger Faktor bei der Entwicklung der Kapitalflüsse und Schwellenländerwährungen dar.

Das Fed wartet und wartet...

Wie eingangs erwähnt, haben sich seit Jahresbeginn die Hoffnungen auf tiefere geldpolitische Leitzinsen in den USA zunehmend verflüchtigt. Überraschend gute Arbeitsmarkt- und Konjunkturdaten bei gleichzeitiger unerwartet hoher Inflation haben sowohl im Februar wie auch im April zu einem starken Renditeanstieg entlang der gesamten US-Zinskurve geführt. Die daraus resultierende Dollarstärke führte in Kombination mit den voranschreitenden geldpolitischen Lockerungen in den Emerging Markets jeweils zu einer breiten Währungsschwäche.

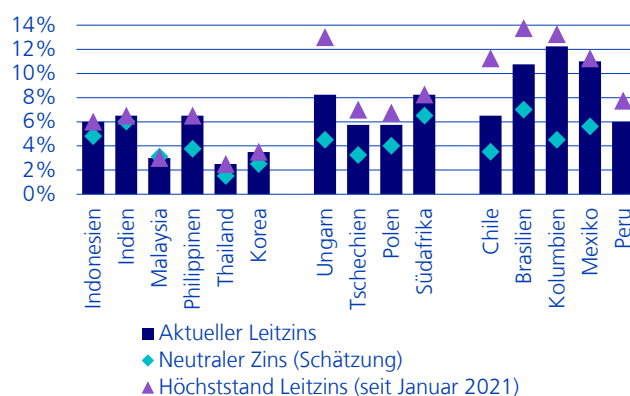
Erhöhtes Selbstbewusstsein

Die Reaktionen der Zentralbanken auf die Währungsabwertung fielen unterschiedlich aus. Obwohl in einigen Sitzungsprotokollen auf den Anstieg der globalen Renditen sowie Währungsabwertungsrisiken hingewiesen wurde, legten

die meisten Zentralbanken auch hohes Gewicht auf die vom Inland erzeugte Inflation, beispielsweise im Dienstleistungssektor. Die Aussicht auf später als erwartete Zinssenkungen in den USA spielte in den Pressemitteilungen meist eine untergeordnete Rolle. Dieses Selbstbewusstsein widerspiegelt einerseits die grossen Veränderungen in der Geldpolitik der Schwellenländer über die letzten Jahrzehnte, darunter weniger Fremdwährungsverschuldung sowie die Einführung freier Wechselkurse. Andererseits haben viele Schwellenländer durch Verringerung der Leistungsbilanzdefizite im vergangenen Jahr ihre Abhängigkeit von ausländischem Kapital reduziert, sodass geringere Kapitalzuflüsse zum Jahresauftakt besser verkraftbar waren. Ebenfalls hilft den Schwellenländern in der aktuellen Situation die aggressive erste Reaktion auf den Inflationschock. Einige Zentralbanken hatten als Reaktion auf die Pandemie schon früh und damit deutlich vor den wichtigsten Industrieländern die Geldpolitik gestrafft. Der Zinserhöhungszyklus war im historischen Vergleich ausgesprochen stark und breit abgestützt. Nachdem viele Zentralbanken im letzten Herbst den Zinserhöhungen ein Ende gesetzt hatten, waren die geldpolitischen Zügel entsprechend eng geschnallt. Dies führt dazu, dass die Leitzinsen trotz erster Zinssenkungen vielerorts immer noch deutlich im restriktiven Bereich liegen (Grafik 4). Aus diesem Blickwinkel besteht also durchaus noch Spielraum für eine Fortsetzung des Lockerungszyklus.

Grafik 4: Leitzinsen sind trotz erster Lockerungen weiter im restriktiven Bereich

Vergleich Leitzins und neutraler Zins



Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Capital Economics, Refinitiv

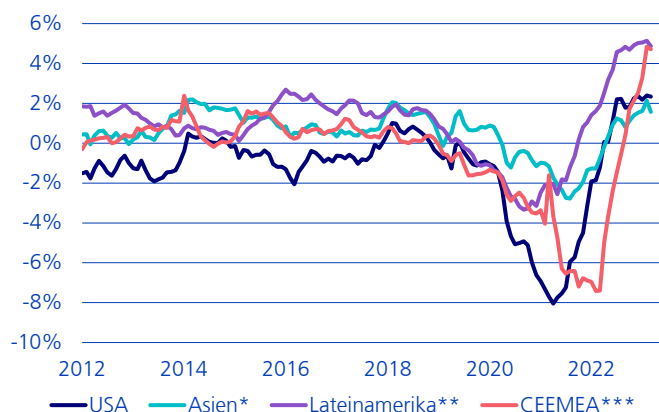
Asiatische Zentralbanken in Wartestellung

Dennoch haben die jüngsten Entwicklungen dazu geführt, dass Zentralbanken vereinzelt mit der ersten Zinssenkung etwas länger zuwarten. Denn treiben die Notenbanken die geldpolitische Lockerung weiter voran, verliert die heimische Valuta an relativer Attraktivität. Eine schwächere Währung ihrerseits verteuert sowohl die Importe wie auch die

Kosten der Fremdwährungsverbindlichkeiten. Die Bank of Indonesia beispielsweise reagiert besonders sensitiv auf Veränderungen der globalen Finanzierungsbedingungen, da sie sich stark auf die Wechselkursstabilität fokussiert und ein substanzieller Teil der Staatsverschuldung nach wie vor in US-Dollar denominated ist (vgl. Grafik 2). Sie hatte in der Vergangenheit zur Unterstützung der eigenen Währung immer wieder mit Zinserhöhungen überrascht. So zuletzt am 19. Oktober 2023, als der Wechselkurs zum US-Dollar die Marke von 15 800 erreichte. Nach der jüngsten Währungsschwäche hat der Devisenkurs bereits die psychologisch wichtige Marke von 16 000 überschritten. Die weitere Entwicklung der US-Geldpolitik und des US-Dollars sind für die indonesische Zentralbank zentrale Faktoren im Hinblick auf eine erste Zinssenkung. In den Philippinen sieht die Situation ähnlich aus. Viele Zentralbanken in den asiatischen Schwellenländern sind auf Wechselkursvolatilität bedacht und behalten daher die reale Zinsdifferenz gegenüber dem Federal Reserve im Auge. Da die Geldpolitik in Asien nur moderat restriktiv ausgerichtet ist (vgl. Grafik 4), dürfte die Unsicherheit um den Zeitpunkt der ersten Zinssenkung der US-Fed für Zögerlichkeit sorgen. Denn trotz hoher Realzinsen haben die asiatischen Schwellenländer nur eine geringe Sicherheitsmarge für die eigene Währung: Das Realzinsdifferenzial zwischen Asien und den USA fällt im historischen Vergleich äusserst gering aus (Grafik 5). Da auch die Konjunktur keine ausgeprägte Schwäche zeigt, rechnen wir in Asien mit einem flacheren, verzögerten und weniger dezidierten Lockerungszyklus als in den anderen Regionen. Das Fed dürfte sowohl den Zeitpunkt als auch das Ausmass der Lockerung vorgeben - oder zumindest massgeblich beeinflussen.

Grafik 5: Realzinsen im Vergleich

Leitzinsen abzüglich Jahresinflationsrate



* Ungewichteter Durchschnitt von China, Indien, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Südkorea, Taiwan und Thailand; ** Ungewichteter Durchschnitt von Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko und Peru (exkl. Argentinien); *** Ungewichteter Durchschnitt von Polen, Tschechien, Russland, Südafrika und Ungarn (exkl. Türkei)

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Vorsichtiges Lockern ist angesagt

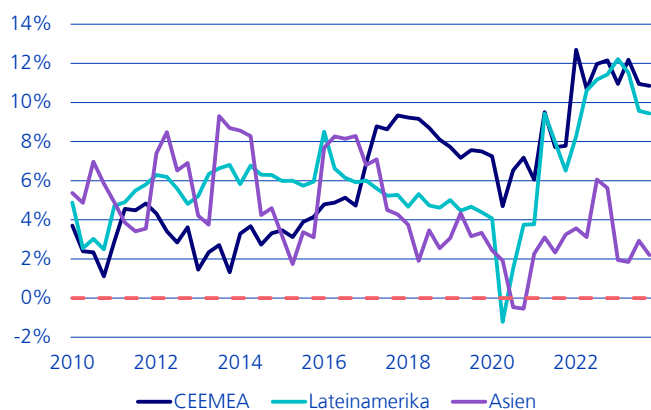
In Ländern mit stark restriktiver geldpolitischer Ausrichtung dürfte es zeitnah zu weiteren Zinssenkungen kommen. Dies trifft vor allem auf Länder in Lateinamerika und Osteuropa zu (vgl. Grafik 4). Es zeigt sich jedoch, dass im Rahmen des aktuellen monetären Lockerungszyklus Leitzinssenkungen nur mit grösster Vorsicht vorgenommen werden. Vor dem Hintergrund der Währungsschwäche belies Peru die Leitzinsen im März sogar unverändert, überraschte damit viele Finanzmarktteilnehmer und unterbrach eine Serie von sechs Zinssenkungen. Für die peruanische Zentralbank ist die Stabilität des Wechselkurses im Gegensatz zu anderen Zentralbanken in der Region ein ausdrückliches Ziel, sodass der dünne Puffer beim Realzinsdifferenzial ein wichtiger Grund für die Entscheidung war. Auch die Staatsverschuldung in Peru ist immer noch zu einem beträchtlichen Teil in US-Dollar denominated (vgl. Grafik 2). Zusätzlich wirkt in der immer noch weitgehend dollarisierten Volkswirtschaft eine schwächere Währung aufgrund negativer Bilanzeffekte für die Haushalte zusätzlich einschränkend. Die Reaktionsfunktion der peruanischen Zentralbank ist entsprechend empfindlich gegenüber Wechselkursschwankungen. Auch die chilenische Notenbank verlangsamte das Tempo der Zinssenkungen an ihrer letzten Sitzung und äusserte sich deutlich vorsichtiger als noch im Januar. Neben dem Faktor, dass die Zinssenkungserwartungen in den USA zurückgeschraubt wurden, waren die Währungshüter insbesondere über die Abwertung des Pesos besorgt, da diese den Druck auf importierte Kosten erhöht und zu den unerwartet hohen Inflationszahlen zu Jahresbeginn beigetragen habe. Auch Ungarn drosselte zuletzt das Tempo der Zinssenkungen wegen der akzentuierten Forint-Schwäche.

Inflationsabbau gerät ins Stocken

Die Normalisierung der Lieferketten, tiefere Rohstoffpreise und umfangreiche Basiseffekte haben im letzten Jahr zu einem starken Rückgang der Inflationsraten geführt. Der grösste Inflationsrückgang, insbesondere im Güterbereich, liegt damit nun aber auch in den Schwellenländern hinter uns. Während in Ländern mit langsamem Wachstum das Momentum noch eine Weile anhalten dürfte, schwächt sich die Dynamik beim Inflationsabbau in anderen Volkswirtschaften bereits etwas ab. Länder, in denen das Wachstum ansprechend bleibt und die Arbeitsmärkte angespannt sind, könnten deshalb bei der weiteren Inflationsbekämpfung, insbesondere im Dienstleistungsbereich, Rückschläge erleiden. Die jüngsten Daten zeigen, dass die Arbeitslosenquoten in vielen Ländern nach wie vor auf einem mehrjährigen Tiefstand liegen. Das Nominallohnwachstum bleibt insbesondere in Teilen Osteuropas und Lateinamerikas hoch (Grafik 6), sodass der Lohndruck den weiteren Inflationsabbau gefährdet.

Grafik 6: Das Lohnwachstum bleibt auf hohem Niveau

Durchschnittliches Nominallohnwachstum (YoY) pro Region



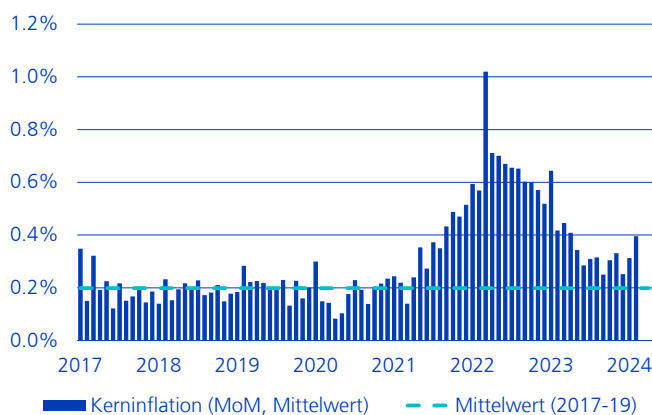
Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Capital Economics, Refinitiv

Der jüngste Anstieg des Ölpreises wirkt sich in diesem Zusammenhang ebenfalls negativ aus. Zunehmende geopolitische Risiken im Nahen Osten sowie die Verschärfung ukrainischer Drohnenangriffe auf russische Raffinerien belasten derzeit die Ölmärkte. Gleichzeitig hat sich die Ölnachfrage dank der robusten Nachfrage in den USA, der zyklischen Erholung in China und Anzeichen für eine Stabilisierung der globalen Industrietätigkeit als widerstandsfähig erwiesen. Angesichts der hohen Empfindlichkeit der Schwellenländer gegenüber diesem Faktor könnten insbesondere bei den Nettoenergieimporteuren wieder Reflationsängste aufkommen. Eine erhöhte Nahrungsmittelinflation aufgrund ungünstiger Wetterbedingungen, ausgelöst durch das Wetterphänomen El Niño, bleibt ebenfalls ein latentes Risiko. Doch auch die mittlere monatliche Wachstumsrate der Kerninflation - also das Preiswachstum ohne die volatilen Nahrungsmittel- und Energiepreise - beschleunigte sich im neuen Jahr wieder und notiert immer noch über dem Durchschnitt von vor der Pandemie (Grafik 7).

Die Verlangsamung im Inflationsabbau macht sich zumindest in einigen Ländern bemerkbar. In Brasilien beispielsweise dürfte die klebrige Dienstleistungsinflation und die zuletzt starken Arbeitsmarktdaten die Banco Central do Brasil gegen Mitte des Jahres zu einer vorsichtigeren Haltung veranlassen und zu kleineren Leitzinssenkungen bewegen. Doch auch in Mexiko schlägt das Sitzungsprotokoll nach der ersten Leitzinssenkung einen äusserst falkenhaften Ton an. Das starke Lohnwachstum und die hohe Inflation im Dienstleistungssektor deuten darauf hin, dass der weitere Lockerungszyklus sehr graduell und schrittweise erfolgen könnte.

Grafik 7: Inflationsabbau im Kernbereich verlangsamt sich

Monatswachstumsraten Kerninflation, Schwellenländeraggregat



Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Wir erwarten weitere Zinssenkungen

Die ersten Monate des Jahres 2024 waren geprägt von einer hohen Unsicherheit bezüglich des Zinspfades in den Industrieländern. Mit dem latenten Risiko, dass das Fed die erste Zinssenkung weiter nach hinten schiebt und sich das Ausmass der Senkungen im laufenden Jahr ausdünnert, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die Schwellenländer-Zentralbanken den Fuss etwas vom Gaspedal nehmen. Obwohl die jüngsten Ereignisse dazu führen, dass Notenbanken mit der ersten Zinssenkung etwas länger zuwarten oder das Tempo der Senkungen verlangsamen, bleibt für uns das Bild von weiteren Leitzinssenkungen über die nächsten Monate intakt. Wir erwarten weitere geldpolitische Lockerungen, vor allem in Lateinamerika und Osteuropa. Da das Risiko von Währungsverlusten gegeben ist, will ein überstürztes Vorgehen aber vielerorts nicht riskiert werden. Wir gehen daher davon aus, dass Zinssenkungen nur in dem Masse vorangetrieben werden, wie dies mit weitgehender Währungsstabilität vereinbar ist. Bleiben die Währungen noch länger unter Druck, dürfte es vermehrt zu Devisenmarktinterventionen kommen. Trotz allem dürften in der zweiten Jahreshälfte auch einige asiatische Zentralbanken in den Lockerungsmodus wechseln, sodass der Zinssenkungszyklus im 2. Halbjahr nochmals an Breite gewinnen und aufgrund des hohen Zinsniveaus noch über mehrere Monate anhalten dürfte. Die jüngsten Entwicklungen deuten jedoch klar auf graduellere, weniger dezidierte und verzögerte Zinssenkungen hin, so dass sich das Tempo und Ausmass der Lockerungen deutlich verlangsamen wird.

Unsere Autorinnen und Autoren



Kevin Gismondi

kevin.gismondi@zkb.ch

+41 44 292 42 71

Investment Strategy & Economic Research

Economist

Rechtliche Hinweise

Marketinginformation - Dieses Dokument dient Informations- und Werbezwecken. Es stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Bezug von Dienstleistungen dar, noch bildet es Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendwelcher Art. Aufgrund rechtlicher, regulatorischer oder steuerlicher Bestimmungen kann die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen für bestimmte Personen Einschränkungen unterliegen, die sich namentlich aufgrund des Wohnsitzes bzw. Sitzes, der Nationalität oder der Kundensegmentierung ergeben können. Einschränkungen bestehen insbesondere für US-Personen gemäss den einschlägigen Regulierungen. Dieses Dokument enthält allgemeine Informationen und berücksichtigt weder persönliche Anlageziele noch die finanzielle Situation oder besonderen Bedürfnisse einer spezifischen Person. Die Informationen sind vor einem Anlageentscheid sorgfältig auf die Vereinbarkeit mit den persönlichen Verhältnissen zu überprüfen. Für die Einschätzung rechtlicher, regulatorischer, steuerlicher und anderer Auswirkungen wird empfohlen, sich von Fachpersonen beraten zu lassen. Das Dokument wurde von der Zürcher Kantonalbank mit geschäftsbühlicher Sorgfalt erstellt und kann Informationen aus sorgfältig ausgewählten Drittquellen enthalten. Die Zürcher Kantonalbank bietet keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der darin enthaltenen Informationen und lehnt jede Haftung für Schäden ab, die sich aus der Verwendung des Dokuments oder Informationen daraus ergeben. Jede Investition ist mit Risiken, insbesondere in Bezug auf Wert-, Ertrags- und allenfalls Währungsschwankungen, verbunden. Wertentwicklungen und Renditen der Vergangenheit sowie Schätzungen bezüglich zukünftiger Wertentwicklungen, Renditen und Risiken sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Die Zürcher Kantonalbank behält sich vor, Dienstleistungen, Produkte und Preise jederzeit ohne vorgängige Ankündigung zu ändern. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht im Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegen auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Ohne schriftliche Genehmigung der Zürcher Kantonalbank dürfen dieses Dokument oder Informationen daraus nicht vervielfältigt oder weitergegeben werden. ESG-Informationen ©2023 MSCI ESG Research LLC. Reproduziert mit Genehmigung. Weitere rechtliche Informationen zu MSCI ESG Rating sehen Sie in den Anlageinformationen unter [zkb.ch/handel](https://www.zkb.ch/handel).

© 2024 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.