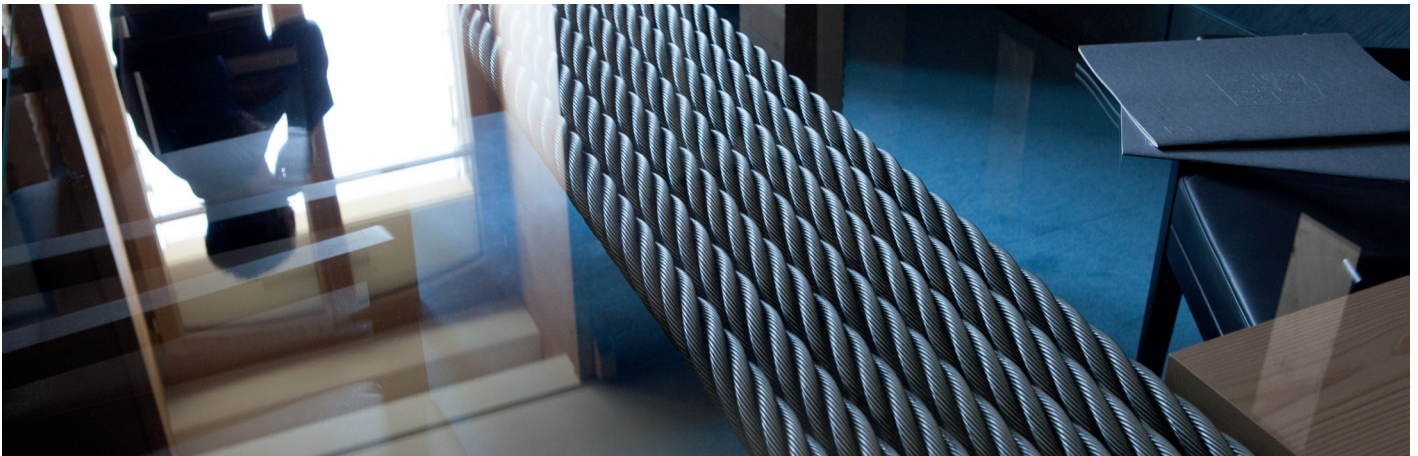


# MARKTAUSBLICK

November 2015



## KÖNNTE INFLATION KÜNFTIG EIN RISIKO DARSTELLEN?



*Philippe Uzan*

LEITER LONG ONLY MANAGEMENT  
EDMOND DE ROTHSCHILD  
ASSET MANAGEMENT

**Gedanken an eine Rückkehr der Inflation zu verschwenden, während an den Märkten immer noch das Risiko einer Deflation debattiert wird, mag auf den ersten Blick unpassend erscheinen. Schließlich haben sich die Einzelhandelspreisindizes in letzter Zeit bis auf wenige Ausnahmen kaum bewegt. In den USA stieg die Inflation im August im Vergleich zum Vorjahr um 0,2 Prozent (1,8 Prozent ohne Lebensmittel und Energie). In der Eurozone lag der Anstieg im August 2015 gegenüber dem Vorjahr bei 0,1 Prozent (0,9 Prozent ohne Lebensmittel und Energie).**

Unabhängig davon, wie beständig die derzeitigen Inflationszahlen auch erscheinen mögen, sollte nicht wie selbstverständlich davon ausgegangen werden, dass sich derart moderate Preisanstiege weiter fortsetzen. In den Wirtschaftswissenschaften ist Instabilität häufiger die Regel als die Ausnahme, weshalb Umschwünge nichts Ungewöhnliches sind. Das gilt auch für Preise: in den letzten 60 Jahren haben Preisanstiege wiederholt an Fahrt aufgenommen, um anschließend wieder abzukühlen. Zurzeit sehen sich viele Zentralbanken mit Inflationsraten konfrontiert, die unter ihren Zielwerten von nahezu 2 Prozent liegen. Ursache dafür ist ein Zusammenspiel langfristiger und kurzfristiger Trends.

### ► DIE ROLLE STRUKTURELLER UND ZYKLISCHER KRÄFTE

#### LANGFRISTIGE URSACHEN FÜR DISINFLATION

##### ► Globalisierung

Die Globalisierung ist eine der wichtigsten Ursachen für die anhaltende Deflation in den Industrieländern. Der Wettbewerb durch Wirtschaftsräume mit niedrigeren Produktionskosten (nicht nur niedrigeren Löhnen) wird weiter anhalten. Allerdings wird

## ZUSAMMENFASSUNG

DIE ROLLE  
STRUKTURELLER UND  
ZYKLISCHER KRÄFTE

*Seite 1*

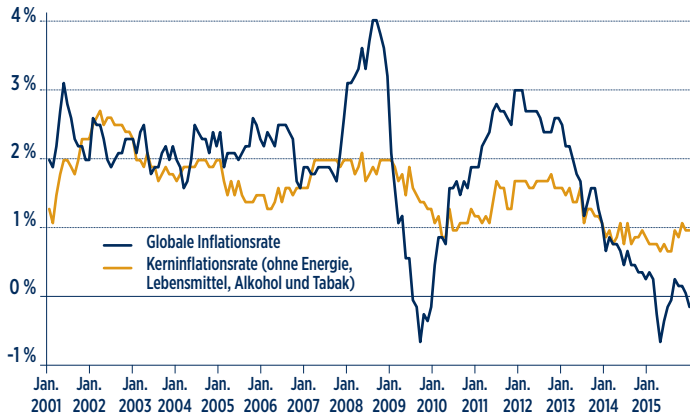
WIE KANN INFLATION  
EIN COMEBACK  
FEIERN?

*Seite 3*

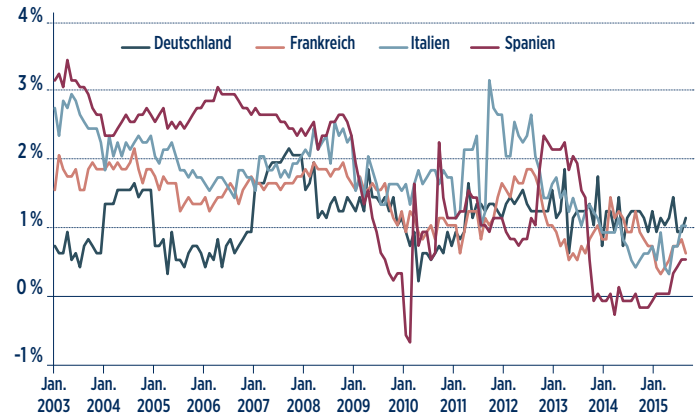
RISIKEN IN  
VERSCHIEDENEN  
VOLKSWIRTSCHAFTEN

*Seite 5*

## INFLATION IN DER EUROZONE (%)



## KERNINFLATIONSRATE (OHNE ENERGIE, LEBENSMITTEL, ALKOHOL UND TABAK)(%)



Es sollte nicht selbstverständlich davon ausgegangen werden, dass sich derart moderate Preisanstiege weiter fortsetzen

unser Wirtschaftswachstum zunehmend vom Dienstleistungssektor geprägt, und hier lassen sich Arbeitsplätze nicht immer verlagern. Die Auswirkungen des Wettbewerbsdrucks dürften daher zukünftig weniger deutlich zu Tage treten.

### ► **Strukturreformen und neue Geschäftsmodelle**

Strukturelle Reformen haben wirtschaftliche Abläufe flexibilisiert und dadurch Kosten und Preise gedrückt. Das Aufkommen neuer Geschäftsmodelle (Low Cost, Share Economy, Onlinehandel usw.) hatte ähnliche Auswirkungen, wie man es auch im Luftverkehr beobachten konnte, wo vernetzte Plattformen mit herkömmlichen Anbietern konkurrieren (zum Beispiel Amazon, Uber oder Airbnb).

### KURZFRISTIGE URSACHEN DER DISINFLATION

#### ► **Rohstoffpreise**

Rohstoffpreise sind kontinuierlich gefallen, nachdem sie 2008 (Öl) und 2011 (Rohstoffindizes) Rekordhöhen erreicht hatten. Grund hierfür sind das große Angebot (Schieferöl) und eine Nachfrage, die nicht mit den Erwartungen Schritt gehalten hat (Konjunkturerinbruch in China). Die derzeitigen jährlichen Preisdaten

werden durch einen erheblichen Basiseffekt verzerrt. Dies gilt insbesondere für Energie – wo der Ölpreis in der zweiten Jahreshälfte 2014 um mehr als die Hälfte gefallen ist – sowie für Industrie- und Agrarrohstoffe. Eine – wenn auch ungleichmäßige – Stabilisierung der Preise scheint im Gange und mit der Zeit dürften die Auswirkungen des Basiseffekts nach und nach abnehmen. Die weltweiten Verbraucherpreisindizes werden im Laufe der nächsten Monate ihren Rückstand gegenüber den Kerninflationsindizes aufholen.

#### ► **Schuldenabbau privater Haushalte**

Rein statistisch entsprechen getilgte Schulden dem Bankrott des Schuldners (gefolgt von entsprechenden Bilanzanpassungen seitens der Bank). Am Ende steht die Vernichtung von Geld, was die Disinflation beschleunigt oder sogar in die Deflation führen kann und das unabhängig davon, wie viel Liquidität eine Zentralbank auch bereitstellen mag. Der Kursrückgang vieler europäischer Banktitel ging mit sinkenden Preisen einher. Gleichzeitig verhinderte der Schuldenabbau privater Haushalte in den USA eine galoppierende Inflation. Die Kreditnachfrage privater Haushalte in den USA ist nach wie vor gering, obwohl die Schuldenstände inzwischen, relativ betrachtet, deutlich tragfähiger sind. Das Verhältnis der Schuldenlast zum

Einkommen hat mittlerweile wieder das Niveau der achtziger Jahre erreicht. Private Haushalte machen deutlich weniger Gebrauch von Kreditkarten, wenn auch Autokredite in Anspruch genommen werden. Die Vorsicht der Banken bei der Vergabe von Krediten sorgte für den Rest. Europa folgt diesem Trend.

#### ► **Geringere öffentliche Defizite**

Natürlich haben sich auch die diversen Maßnahmen zur Senkung der Haushaltsdefizite auf die Wirtschaft ausgewirkt und die unter Umständen inflationstreibenden Auswirkungen der Geldpolitik teilweise ausgeglichen. Diese Entwicklung hält an, schwächt sich aber immer weiter ab.

#### ► **Banken: solidere Bilanzen**

Aufgrund ihrer Bedeutung als Kreditgeber spielen Banken bei Inflationsmechanismen meistens eine tragende Rolle. Im aktuellen Konjunkturzyklus haben die Banken seit der Krise von 2008-2009 Vorsicht walten lassen. Diese wurde durch strengere Regulierung der Kapitalanforderungen (Basel III) weiter verschärft. In Folge dessen haben Banken ihre Kreditvergabe eingeschränkt. Befreit von notleidenden Krediten und als zu riskant eingestuftes Vermögenswerten, sind sie nun in einer verbesserten Position, um ihrer Rolle als Kreditgeber wieder gerecht zu werden.

#### ► **Eurozone: Währungsaufwertung drückte bis 2014 auf die Preise**

Die Aufwertung des Euro zwischen Sommer 2012 und Sommer 2014 hatte

genau die deflationäre Wirkung, die für starke Währungen typisch ist (geringere Importpreise). Auch wenn sich dieser Trend inzwischen umgekehrt hat (von Juni 2014 bis März 2015 hat der Euro mehr als 20 Prozent gegenüber dem US-Dollar verloren), ist die inflationäre Wirkung bisher kaum zum Tragen gekommen. Der Grund hierfür ist, dass Preisindizes üblicherweise eine Weile brauchen, um sich anzupassen.

#### » Schwaches Wachstum

Der Zyklus expansiver Wirtschaftspolitik, der in den Industrieländern 2009 seinen Anfang nahm, ist im Vergleich zu anderen Zyklen aus jüngerer Vergangenheit ungewöhnlich schwach ausgefallen. Mehr als sechs Jahre, nachdem die große Rezession ihren Tiefststand erreicht hat, ist die Produktionslücke<sup>1</sup> noch immer negativ und moderate Löhne noch immer die Norm.

#### » WIE KANN INFLATION EIN COMEBACK FEIERN?

Jenseits der inhärenten Instabilität einer Volkswirtschaft stellt sich das Problem umso mehr, da an den Märkten Sorge darüber herrscht, welche langfristigen Folgen Art und Ausmaß der Reaktion auf die Finanzkrise haben könnten. Die unkonventionelle Geldpolitik und die massiven Liquiditätsspritzen stießen anfangs noch auf Skepsis, allerdings konnten die Preisentwicklungen Bedenken schnell ausräumen. Die Frage ist allerdings, ob das ausreicht.

#### DIE NÄCHSTEN ZWÖLF BIS 18 MONATE WERDEN EINE ÄNDERUNG DER INFLATIONSTREIBER MIT SICH BRINGEN

Der in der Theorie beschriebene, inflationstreibende Effekt einer ungebremsten Geldversorgung wurde zu Anfang überschätzt. Inflation entwickelt sich nicht unabhängig vom Rest der Wirtschaft – wie die jüngsten Entwicklungen gezeigt haben. In den letzten Jahren hat vielmehr das Verhalten von Privathaushalten, Regierungen, Banken und Rohstoffmärkten die geldpolitischen Risiken aufgewogen.

#### KANN DIESE SITUATION ANHALTEN?

Die kurzfristigen Faktoren, die wir oben beschrieben haben, sollten unserer Meinung nach nicht anhalten, obwohl wir weiterhin von einer lockeren (USA) oder sogar sehr lockeren Geldpolitik (Eurozone und Japan) ausgehen. Außerdem braucht Inflationsdruck Zeit, um sich auszubreiten und ist nicht nur von geldpolitischen Entwicklungen abhängig, auch wenn diese maßgeblichen Einfluss haben. Auch Marktverhalten (Angebot und Nachfrage) oder strukturelle Defizite (Lohnkosten, Marktstrukturen) können die Inflation anheizen und dauerhaft etablieren.

#### INFLATION IST EIN MONETÄRES PHÄNOMEN, LÄSST SICH ABER NICHT ALLEIN DURCH LIQUIDITÄT ERKLÄREN. AUCH ANDERE FAKTOREN SPIELEN EINE ROLLE.

Monetäre Daten haben belegt, dass ein Überfluss an Liquidität nicht unmittelbar zu einem Anschwellen der Geldmenge oder auch zu steigenden Preisen führt. Liquidität und Kredite sind zwar miteinander verknüpft, diese Verbindung funktioniert aber nicht rein mechanisch. Bankdarlehen stellen in unseren heutigen Volkswirtschaften die einzige, tatsächliche Liquiditätsquelle dar. Die monetären Indikatoren in den USA, wo die Zentralbank am freigiebigsten – und das über einen längeren Zeitraum – war, weisen nach wie vor darauf hin, dass kurzfristige Preisanstiege weit entfernt sind. Dieses Umfeld erklärt teilweise, warum die Federal Reserve (Fed) derzeit den Status quo bei den wichtigsten Zinssätzen beibehält.

#### KREDITE SIND DER WICHTIGSTE FAKTOR

Erholt sich der Kreditzyklus nicht, kann Inflation nur schlecht Fuß fassen und sich ausbreiten. Aktuelle Daten scheinen darauf hinzudeuten, dass der weltweite Kreditzyklus eher moderat ausfallen dürfte. Allerdings werden Verhaltensmuster, zumal wenn es um Kredite geht, nicht immer durch rationales Denken bestimmt. Die Kreditnachfrage könnte sich nach und nach erholen, wenn das Vertrauen der Verbraucher wieder wächst und die Umsicht

## Rohstoffe verlieren im Bruttoinlandsprodukt prozentual zunehmend an Gewicht, während der Anteil der Dienstleistungen weiter steigt

der Banken bei der Kreditvergabe nachlässt. Dies wird sich unmittelbar auf das Wachstum auswirken. Bei der derzeitigen Kapazitätsauslastung, insbesondere in den USA, können Spannungen allerdings schnell zunehmen. Es gibt zahlreiche Beispiele für diesen Umbruch, die nicht immer zutreffend antizipiert werden.

#### ROHSTOFFPREISE: AB HIER WIRD ES GEFÄHRLICH

Steigende Rohstoffpreise wurden schon immer mit inflationären Phasen in Verbindung gebracht. Der derzeitige Preisverfall geht zweifellos auf sinkendes Investitionsvolumen in China zurück, aber auch übermäßige Investitionen auf der Angebotsseite sind maßgeblich. Dieser Rückgang lässt keine Schlüsse darauf zu, wie sich die Preise in den kommenden Jahren entwickeln werden. Ebenso war der vorangegangene Preisanstieg kein Vorbote einer langfristigen Entwicklung.

Wie in jedem Zyklus wirken sich fallende Preise regulierend auf die Angebotsseite aus, wo sie die Fähigkeit der Produzenten zur Entwicklung von Minen, Feldern und Verarbeitungskapazitäten beeinträchtigen und Kostendisziplin fördern. Die Nachfrage wird durch derartige Schwankungen nicht in Mitleidenschaft gezogen und folgt meist dem Wachstum von Wirtschaft und Bevölkerung. Irgendwann weichen die Produktionsüberschüsse dann einer – wenn auch geringfügigen – Unterversorgung, woraufhin die Preise steigen, manchmal sprunghaft (wie zuletzt 2008). Es ist offensichtlich, dass sich dieses Muster wiederholen kann. Allerdings ist hierfür eine stärkere weltweite Konjunkturerholung erforderlich, es sei denn, die Produzenten beweisen echte Kostendisziplin.

1. Unterschied zwischen der potentiellen und realen Wachstumsrate

## Die Lage könnte schnell umschlagen und sich von klarer Disinflation auf das Inflationsziel der Fed von 2 Prozent zubewegen

Beim Öl verhält es sich anders. Noch nie war das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage von derart vielen schwer kalkulierbaren Faktoren abhängig. Dies gilt für die Angebotsseite, wo Schieferöl und die Rückkehr Irans an den Ölmarkt eine Rolle spielen, aber insbesondere auch für die Nachfrageseite. Hier wirken sowohl der Konjunkturerbruch in China, ein deutlicher Rückgang der Energieintensität im Bruttoinlandsprodukt als auch eine Verschiebung hin zu erneuerbaren Energien und die Energiewende nach. Außerdem verlieren Rohstoffe im Bruttoinlandsprodukt prozentual zunehmend an Gewicht. Der Anteil der Dienstleistungen steigt, wodurch Rohstoffe die Preisentwicklung weniger beeinflussen.

### WACHSTUMSPOTENTIAL UND PREISTRENDS

Das wirtschaftliche Wachstumspotenzial der nächsten Jahre gehört zu den großen Unbekannten und ist Gegenstand heftiger Diskussionen in den USA, wo man vor allem auf das vorhandene Potenzial am Arbeitsmarkt schaut. Das wirft die Frage auf, wie man technischen Fortschritt und Produktivität eigentlich messen soll. Derzeit

liegt die Arbeitslosenquote in den USA bei 5,1 Prozent. Es stellt sich also die Frage, ob eine Rückkehr zur Vollbeschäftigung den Druck auf die Löhne erhöhen würde – der größte Kostenfaktor für Unternehmen, insbesondere im Dienstleistungsbereich. Was die Preise betrifft, so

schon bald erheblich sein, besonders dann, wenn steigende Mieten stärker in den globalen Index einfließen. Laut dem US-amerikanischen Amt für Arbeitsstatistik (Bureau of Labour Statistics) sind die Stundenlöhne innerhalb eines Jahres um 1,9 Prozent gestiegen. Das reicht allerdings nicht, um daraus Schlussfolgerungen abzuleiten. Andere Indikatoren, wie zum Beispiel der Wage Growth Tracker der Fed in Atlanta, weisen darauf hin, dass das Lohnwachstum in letzter Zeit an Fahrt aufgenommen hat. Dies ist eine der Variablen, die die US-Zentralbank in ihrer Entscheidungsfindung in besonderem Maße gewichtet. Allerdings beschränkt sich das Problem nicht allein auf die USA. Auch in Europa verzeichnen Länder wie Deutschland und Großbritannien Lohnwachstum und zugleich massiven Rückgang der Arbeitslosenzahlen. Diese Entwicklung sollte weiter zunehmen, sobald der Konjunkturzyklus sich voll entfaltet.

Zum jetzigen Zeitpunkt ist es schwierig, eine Vorhersage über den zeitlichen Ablauf der Ereignisse zu treffen. Allerdings kann sich das derzeitige Umfeld innerhalb weniger Monate verändern, wenn die dafür

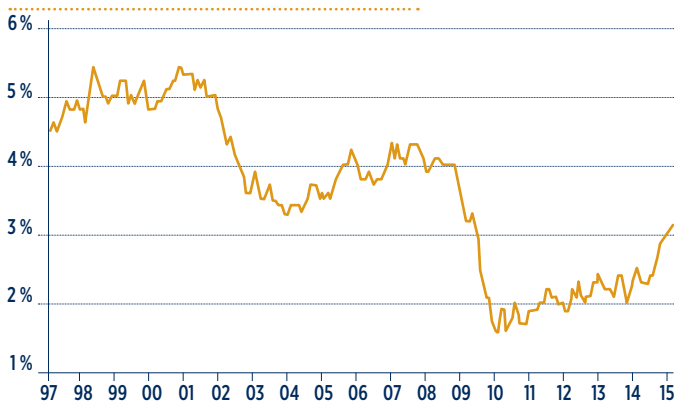
notwendigen Faktoren zeitgleich zum Tragen kommen. Lässt der Basiseffekt der Rohstoffpreise erst einmal nach, kommen die Preise durch Lohnerhöhungen doppelt unter Druck, denn höhere Einkommen führen auch zu höheren Konsumausgaben. Private Haushalte könnten daher geneigt sein, die Vorsicht und Sparsamkeit, die sie nach der Finanzkrise hatten walten lassen, abzulegen und wieder verstärkt auf Kredite zu setzen. Zumindest bei Autokrediten in den USA ist dieses Verhalten schon heute sichtbar.

Entscheidend werden die Entwicklungen am Markt für Wohnungsbauhypotheken sein, worauf auch die wachsenden Hausverkäufe hindeuten. Die Lage könnte also schnell umschlagen und sich von klarer Disinflation auf das Inflationsziel der Fed von 2 Prozent zubewegen. Die Zentralbank behauptet zwar, dass sie das Risiko einer Überschreitung der Zielmarke in Kauf nimmt, um so den Arbeitsmarkt zu stützen. Dabei bleibt jedoch die Frage, wie die Märkte unter diesen Umständen reagieren würden

### ÖFFENTLICHE HAUSHALTE

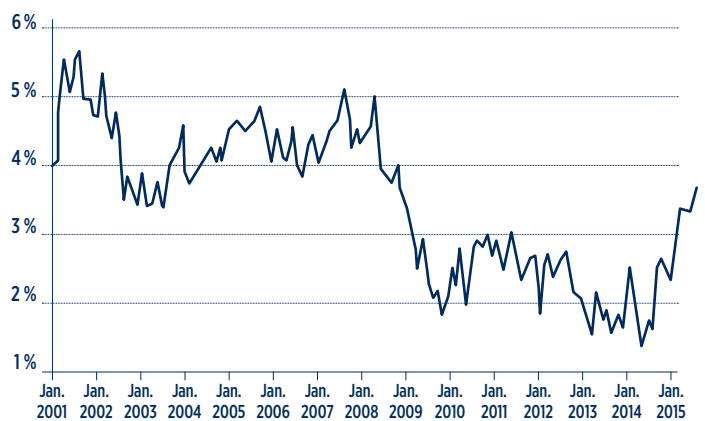
Obwohl nach wie vor Verbesserungspotenzial besteht, haben Regierungen erhebliche Anstrengungen unternommen, um öffentliche Schulden zu reduzieren, und insgesamt sind die Schuldenstände nicht weiter angestiegen. Niedrigere Zinsen (in Ländern wie Deutschland sogar negative Zinsen) haben hier eine wichtige Rolle gespielt. Trotzdem stehen die öffentlichen

### GLEITENDER DURCHSCHNITT DES MITTELLOHNWACHSTUMS ÜBER 3 MONATE (%)



Quelle: Federal Reserve Bank of Atlanta/ Bloomberg, Stand: 31.08.2015.

### GROSSBRITANNIEN - LÖHNE OHNE BONI IM VORJAHRESVERGLEICH (%)



Quelle: Bloomberg, Stand: 31.07.2015.



Finanzen weiterhin auf wackligen Füßen. Stärkeres Wirtschaftswachstum wird Anpassungen vereinfachen, sodass dieser Disinflationsherd schrittweise abebben sollte.

#### FINANZANLAGEN, SACHWERTE UND EINZELHANDELSPREISE: LÖST EINE FORM DER INFLATION DIE ANDERE AB?

Es gibt eine Theorie, laut der sich die Inflation nicht in Einzelhandelspreisen zeigt, sondern auf Sach- und Finanzwerte übergelassen ist. Letztere sind unzweifelhaft im Wert gestiegen, aber handelt es sich dabei tatsächlich um Inflation? Jenseits der Debatte über den tatsächlichen Wert von Sach- und Finanzwerten sollte man in der Analyse nicht den Preis eines Produktes und den Preis eines Vermögenswertes miteinander verwechseln. Der eine setzt sich aus einer Reihe verschiedener Kosten zusammen, der andere wird durch das Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage festgestellt. Höhere Preise für Vermögenswerte können die Stimmungslage und das Verhalten privater Haushalte beeinflussen. Allerdings haben die jüngsten Kursfeuerwerke an den Aktienmärkten vorläufig noch keine Euphorie unter den Verbrauchern ausgelöst. Bei Veränderungen am Arbeitsmarkt sähe das möglicherweise anders aus.

#### » UNTERSCHIEDLICHE RISIKEN IN VERSCHIEDENEN VOLKSWIRTSCHAFTEN

Trotz der derzeit vorherrschenden niedrigen Inflation sind manche Länder wie Brasilien und Russland fest im Griff kontinuierlich steigender Preise. Unterschiedliche Wachstumsraten,

wirtschaftliche Strukturen, Zentralbankmaßnahmen aber auch externe Faktoren (wie zum Beispiel Wechselkurse) oder Produktivitätszuwächse spiegeln sich alle in unterschiedlichen Preisentwicklungen wider. Rein strukturell mindert die Dominanz der Dienstleistungssektoren in Industrieländern die Auswirkungen der Preise für Energie, Industriegüter und Lebensmittel. Schwellenländer sind hingegen sehr anfällig

für Preisschwankungen genau dieser Güter. In vielen Ländern haben die Schuldenstände mittlerweile das Niveau der Industrieländer am Vorabend der Finanzkrise erreicht. Über die Lage in China ist bereits viel gesagt worden, aber auch brasilianische Haushalte haben sich in den letzten Jahren in hohem Maße auf Kredite verlassen. Eine Korrektur dieser exzessiven Verschuldung wird sowohl das Wachstum als auch die Preise drücken.

#### FAZIT:

#### EINE NEUE GELDPOLITIK FÜR EIN ANDERES PREISUMFELD?

Zwar hat der erneute Fall der Ölpreise die Deflationsdebatte neu entfacht, dennoch wird sich die Entwicklung der Preise wahrscheinlich normalisieren. Die Faktoren, die einer Disinflation Vorschub leisten, bleiben zwar erhalten, haben aber an Intensität verloren. Gleichzeitig gewinnen andere Faktoren an Bedeutung, die eher inflationstreibend wirken können. Dies ist besonders in entwickelten Ländern der Fall, in denen sich die Lage am Arbeitsmarkt deutlich entspannt hat (USA, Deutschland und Großbritannien).

Zweifellos hatte die Finanzkrise nachhaltige Folgen, ihr Einfluss auf Vertrauen und Verhalten verblasst gleichwohl. Diese Normalisierung sollte keine größeren Probleme für das allgemeine Preisniveau verursachen, Zentralbanken werden die Entwicklungen dennoch wachsam verfolgen müssen. Allerdings verfügen nicht alle Zentralbanken über den gleichen Handlungsspielraum. In den USA und in Großbritannien ist mit der Rückkehr zu einer orthodoxeren Geldpolitik zu rechnen. Hierin zeigt sich ein Auseinanderdriften mit anderen Ländern, sowohl entwickelten Industrienationen wie auch Schwellenländern.

Die unterschiedlichen Kurse, die die Fed und die Europäische Zentralbank (EZB) einschlagen, haben bereits deutlichen Ausdruck in den Wechselkursen gefunden. Maßgeblich für den US-Dollarkurs war die Aussicht auf eine Zinsnormalisierung in den USA, während sich die EZB zur gleichen Zeit vollständig ihrem Programm der Quantitativen Lockerung verschrieben hat. Das schließt den Aufkauf von Staatsanleihen im Wert von 60 Mrd. Euro pro Monat bis September 2016 ein. Kurzfristig dürfte sich an dieser Divergenz kaum etwas ändern.

Stand vom 30. September 2015. Kein Vertragsdokument. Dieses Dokument dient ausschließlich der Information. Disclaimer: Die Daten, Kommentare und Analysen in diesem Dokument geben die Meinung von Edmond de Rothschild Asset Management (France) zu Märkten, ihren Trends, Regulierungsbestimmungen und steuertechnischen Aspekten wieder. Dabei stützen sie sich auf ihre eigene Expertise, Wirtschaftsanalysen und Informationen, die zu diesem Zeitpunkt zur Verfügung standen. Die in diesem Dokument gemachten Angaben stellen in keiner Weise ein Versprechen oder eine Garantie von Edmond de Rothschild Asset Management (France) dar. Potenzielle Anleger sollten sich an ihren Finanzdienstleister oder Berater ihrer Wahl wenden, und sich unabhängig von Edmond de Rothschild Asset Management (France) eine eigene Meinung über die mit dem jeweiligen Fonds verbundenen Risiken sowie über die Eignung hinsichtlich ihrer Vermögenslage und persönlichen Situation zu bilden. Zu diesem Zweck müssen sie das Verkaufsprospekt/die wesentlichen Anlegerinformationen (Key Investor Information Dokument: KIID) des jeweiligen Fonds zur Kenntnis nehmen, die vor jeder Anteilszeichnung überreicht werden. Diese Publikationen können von der Website [www.edram.de](http://www.edram.de) heruntergeladen oder kostenlos von Edmond de Rothschild Asset Management SA (France), Niederlassung Deutschland bezogen werden.

#### EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)

47, rue du Faubourg Saint-Honoré – 75401 Paris Cedex 08  
Société anonyme governed by an executive board  
and a supervisory board with capital of 11,033,769 euros  
AMF registration No. GP 04000015 – 332.652.536 R.C.S Paris

Edmond de Rothschild Asset Management S.A. (France), Niederlassung Deutschland  
Opern Turm - 60306 Frankfurt am Main  
T + 49 69 244 330 200  
[clientservice@lcf.de](mailto:clientservice@lcf.de)  
[www.edram.de](http://www.edram.de)