

## Portfolio Management Bericht – 4. Quartal 2012

### Unsere Anlagestrategie im 4. Quartal 2012

Positionierung zu unserer Benchmark (MSCI World) bzw. zur neutralen Aktien / Anleihen Allokation

Aktien Europa	untergewichtet
Aktien USA	untergewichtet
Aktien Japan	untergewichtet
Aktien Emerging Markets	übergewichtet
Renten Europa	neutral
Renten USA	neutral

### Währungsprognosen (Quartalsende)

	2013 Q1	2013 Q2
USD/EUR	1,30	1,35
GBP/EUR	0,82	0,80
EUR/CHF	1,20	1,20
JPY/EUR	118,00	122,00

### Kurz gefasst

- Die Eurozone befindet sich gegenwärtig in einem konjunkturellen Tief. Wir gehen jedoch davon aus, dass wir in diesem Jahr wieder zum Wachstum zurück finden werden. Positives Überraschungspotential sehen wir in der Peripherie. Eine detaillierte Betrachtung kann sich hier durchaus lohnen, dies gilt allerdings für die Kernländer genauso. Wenngleich wir hier eher mit negativen Überraschungen in einzelnen Ländern rechnen.
- Die erste fiskalische Hürde wurde überwunden, nun steht bald die nächste bevor. Bislang wurden die schwierigsten Probleme auf die lange Bank geschoben – für zukünftige, politische Kompromisse ist das nicht unbedingt eine günstige Voraussetzung. Fundamental stehen die USA vergleichsweise gut da. Zwar kann die Politik derzeit ein großes Risiko entwickeln, hält sich dessen realwirtschaftlicher Einfluss in Grenzen, sind unserer Meinung nach Wachstumsraten von über 3 Prozent möglich.
- Die Notenbanken haben viel getan, um die jeweilige Volkswirtschaft zu stützen. Im Dezember wurde in den USA ein weiterer Schritt gegangen, indem Schwellenwerte für die Arbeitslosenraten und die Inflation festgelegt wurden. Auch in der Eurozone scheint die Tür in Richtung weiterer Expansion grundsätzlich nicht verschlossen zu sein. Klar scheint somit, dass keine der beiden Notenbanken zögern wird weitere stützende Maßnahmen zu setzen, falls sie dies für notwendig erachtet.

## Rückblick 4. Quartal 2012

### Am Weg in Richtung Klippe

Im vierten Quartal standen zwei politische Ereignisse in den USA im Fokus der Marktbeobachter. Die Wahl des Präsidenten am 6. November, die der Amtsinhaber Barack Obama für sich entscheiden konnte, war eines davon. In der Finanzwelt hat man sich offenbar ein anderes Ergebnis gewünscht, verloren doch US-Aktienindizes innerhalb weniger Tage mehrere Prozentpunkte. Die Enttäuschung hielt jedoch nicht lange an und so waren die Verluste rasch wieder ausgeglichen.

Egal wer letztlich das Rennen gemacht hätte, ein Problem wäre für jeden Präsidenten zu lösen gewesen: die fiskalische Klippe, die zum Jahreswechsel wartete und das zweite Ereignis darstellte. Nicht nur das äußerst kleine Zeitfenster ließ den Ausgang unsicher erscheinen. Ohne politische Einigung wären Automatismen in Gang getreten, die über Ausgabenkürzungen und Steueranhebungen der US-Wirtschaft Kosten in Höhe von etwa USD 600 Mrd. verursacht hätten. Dies wäre wohl ein Rückfall in die Rezession gewesen, was in niemandes Interesse sein konnte. Dennoch hatte die Unsicherheit Folgen, die nicht nur an den Finanzmärkten spürbar waren. Sowohl Unternehmen als auch Konsumenten hielten sich mit Investitionen bzw. Konsum zurück und schwächten somit das Wachstum.

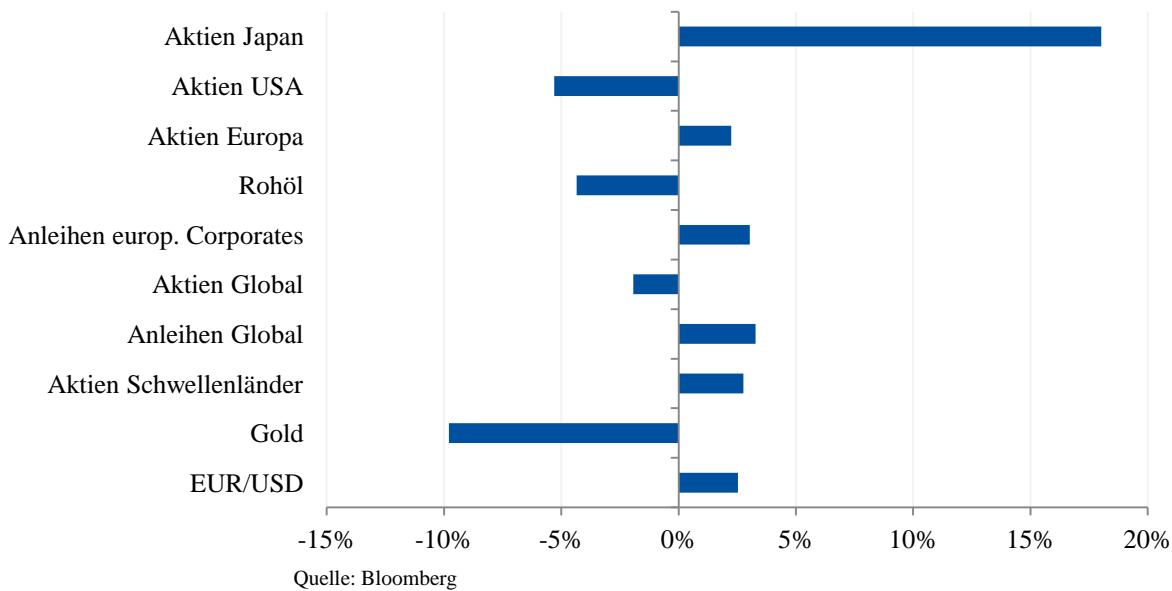
Die US-Notenbank (Fed) hat indes weitere akkommodierende Schritte angekündigt. Nachdem die „Operation Twist“ Ende des Jahres ausläuft, hat die Fed weitere Staatsanleihekäufe im Ausmaß von USD 45 Mrd. pro Monat in Aussicht gestellt. Zudem wurden Zielmarken für die Geldpolitik präsentiert. So wird der Leitzins auf dem aktuell niedrigen Niveau bleiben, solange die Arbeitslosenrate über 6,5 Prozent ist und die Inflationserwartungen nicht um mehr als 0,5 Prozentpunkte über dem langfristigen Zielwert der Geldpolitik liegen.

In der Eurozone stehen wichtige Wahlen erst 2013 an, dafür mussten andere richtungsweisende Entscheidungen getroffen werden. Allen voran stand wohl der Kompromiss zwischen der Eurozone und dem Internationalen Währungsfonds bezüglich der Hilfe für Griechenland. Nach mehreren Verhandlungsrunden einigte man sich darauf, den Griechen mehr Zeit zu gewähren, die Zinsen zu senken und zudem einen Teil ihrer Schulden zurückzukaufen.

Der daraus resultierenden, beruhigenden Wirkung auf die Märkte, folgte eine neuerliche Beunruhigung durch den vorzeitigen Rücktritt Mario Monti. Somit steht bereits zu Beginn des Jahres 2013 die erste wichtige politische Weichenstellung, nämlich die Neuwahl in Italien, an.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hielt sich mit neuerlichen Maßnahmen zurück, gab jedoch Grund zu Spekulationen. Schließlich hatte sie anlässlich ihrer Dezember-Sitzung ihre Prognosen sowohl für das Wirtschaftswachstum als auch für die Inflation nach unten revidiert. Dementsprechend scheinen Ängste vor überhöhten Inflationsraten derzeit kein Thema innerhalb der EZB zu sein, was Diskussionen über eine weitere Zinssenkung aufkeimen ließ.

## Performance der verschiedenen Anlageklassen im 4. Quartal 2012 in EUR (bis 28.12.2012)



## Ausblick – Positionierung

### Eurozone: Hoffnung dominiert beim Blick ins Jahr 2013

Auch heuer stellt sich wieder die Erkenntnis ein, dass fundamentale Probleme, die sich in mehreren Ländern über Jahre hinweg angehäuft haben, nicht durch einen Jahreswechsel beseitigt werden. Es mehren sich die Signale, dass wir uns inmitten der konjunkturellen Talsöhle befinden und somit der Aufschwung bevorsteht, allerdings wäre es übertrieben davon auszugehen, dass der Weg zurück zum Potentialwachstum ebenso rasch zurückgelegt werden kann wie dies nach früheren Rezessionen der Fall war. Aber nach dem konjunkturell eher bescheidenen Jahr 2012, sind das dennoch gute Neuigkeiten.

Natürlich wird sich die Erholung mit verschiedenen Geschwindigkeiten darstellen. Peripherieländer wie Spanien oder auch Italien starten aus Rezessionen in das kommende Jahr. Die überraschenden Neuwahlen in Italien beinhalten zudem ein gewisses politisches Risiko. Es bleibt zu hoffen, dass die neue Regierung einen Reformkurs fortsetzen wird und weitere Maßnahmen zur Steigerung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit anstrebt. Aktuelle Indikatoren weisen zumindest darauf hin, dass Italien aus der Rezessionszone herauskommen wird.

Aber auch der Blick in Richtung der sogenannten Kernländer ist alles andere als einfach. Die durch Verwendung dieses Begriffes implizierte Homogenität ist nicht in allen Bereichen gegeben. So brach etwa die Wirtschaftsleistung der Niederlande im dritten Quartal 2012 um 1,1 Prozent im Quartalsvergleich ein und übertraf damit den Rückgang der vermeintlich schwachen Peripherieländer. Mitverantwortlich für diese Schwäche sind die Probleme des hiesigen Immobilienmarktes, die nun gemeinsam mit hohen Verschuldungsraten des privaten Sektors und einer steigenden Arbeitslosenrate Gefahren für die Realwirtschaft mit sich bringen.

Frankreichs Wirtschaft wirkt bei oberflächlicher Betrachtung vergleichsweise stabil, im Detail offenbart sich jedoch, dass dafür überwiegend steigende Staatsausgaben verantwortlich sind. In einem Umfeld von hoher Sensibilität gegenüber wachsenden Schuldenquoten scheint dies eine etwas kurzsichtige Wirtschaftspolitik zu sein.

Diese Trennung in die „guten“ Kernländer und die vergleichsweise „schlechten“ Peripherieländer, die sich zuletzt eingebürgert hat, könnte 2013 vor eine harte Prüfung gestellt werden. Positive Überraschungen und Enttäuschungen werden wohl in beiden Lagern zu finden sein.

### USA: Kurzfristig dominiert die Politik das Geschehen

Wie erwartet, wurde die fiskalische Klippe auf eine für die Konjunktur eher schmerzlose Art beseitigt. Dieser Zustand der Schmerzfreiheit wird aufgrund des Verhandlungs- und letztlich auch des Abstimmungsergebnisses von vielen Republikanern bestimmt nicht nachempfunden. Unglücklicherweise steht die nächste heikle politische Entscheidung bereits Ende Februar an. Erneut muss über die Schuldenobergrenze entschieden bzw. muss diese nach oben verschoben werden – derzeit liegt sie bei USD 16,4 Billionen. Es drängt sich der Verdacht auf, dass die Republikaner diese Gelegenheit nutzen werden, um die ihrer Meinung nach bislang zu kurz gekommenen Sparvorhaben (z.B. bezüglich Sozialausgaben) für einen Kompromiss in die Diskussion einzubringen. Ein Kampf mit harten Bandagen und unsicherem Ausgang würde jedenfalls wieder die Frage nach der Zahlungs(un)fähigkeit der USA aufwerfen, was einer stabilen Lage an den Finanzmärkten bestimmt nicht zuträglich ist.

Das Geschehen in den USA wird also kurzfristig weiterhin von der Politik dominiert. Selbst mittel- und langfristig stellt sich die Situation jedoch nicht wesentlich besser dar. Das Problem, das Budget tragfähig zu gestalten u.a. im Hinblick auf die unvorteilhafte demographische Entwicklung, wartet weiterhin auf eine Lösung. Die Vogel Strauß-Strategie des In-die-Zukunft-Verschiebens kann man wohl nicht als lösungsorientierte Herangehensweise bezeichnen. Da sind manche europäische Länder bereits weiter und haben bewiesen, dass man auch unangenehme Maßnahmen angesichts deren Notwendigkeit umsetzen kann. Natürlich hängt dies auch mit dem Leidensdruck zusammen, der beim „sicheren Hafen“ USA angesichts der niedrigen Finanzierungskosten des öffentlichen Sektors sicherlich noch recht gering ist. Die Nullzinspolitik und die Tatsache, dass sich daran kurzfristig nichts ändert wird, wirken darüber hinaus analgetisch.

Abseits der Politik gibt es aber noch eine Realwirtschaft und da sieht die Lage vergleichsweise gut aus. Industrieunternehmen meldeten zuletzt wieder steigende Aufträge und auch generell deutet die Stimmung auf Wachstum hin. Hierzu gilt es allerdings zu ergänzen, dass die bis dato zur Verfügung stehenden Daten noch vor der fiskalischen Klippe erhoben wurden und somit noch davon beeinträchtigt sein könnten. Prinzipiell stünden für uns die Ampeln – sowohl was Unternehmensinvestitionen als auch den privaten Konsum betrifft – auf Grün. Letzterer profitiert von einer Stabilisierung der Lage am Arbeitsmarkt und der Nicht-Belastung durch die möglich gewesenen Steueranhebungen. Zudem hat sich die Lage am Immobilienmarkt mittlerweile spürbar verbessert. Das drückt sich bereits in einer steigenden Bereitschaft zur Fremdfinanzierung sowohl auf der Angebotsseite der Banken als auch seitens der privaten Haushalte aus.

Die Unternehmen haben sich seit dem vergangenen Sommer mit Investitionen zurückgehalten. In einem Umfeld einer immerhin wieder durchschnittlichen Kapazitätsauslastung bei zugleich steigenden Aufträgen und einem investitionsfördernden Realzins bei zugleich Cash-Beständen auf Rekordniveaus bleiben wir bei unserer Erwartung, dass die Investitionen in 2013 eine tragende Säule des Wachstums darstellen werden.

Die Chancen stehen gut, dass die USA in diesem Jahr wieder an ihrem Potential, d.h. mit etwas über 3 Prozent wachsen können. Allerdings stellt die politische Situation ein nicht zu unterschätzendes Abwärtpotential für diese Prognose dar.

### Japan: Neue Regierung will Wirtschaft ankurbeln

In Asien waren die größten Volkswirtschaften im vierten Quartal von einem Machtwechsel gekennzeichnet. In Japan wurde das Unterhaus neu gewählt, in Südkorea fanden Präsidentschaftswahlen statt und auch China hat eine neue Regierungsmannschaft.

Nach nur drei Jahren an der Regierung war die Unzufriedenheit der Bevölkerung mit der wirtschaftlichen Lenkung so groß, dass die Demokratische Partei Japans die Führung des Landes wieder an die Liberaldemokratische Partei abgeben musste. Die mit der Komeito Partei gebildete Koalition hält 2/3 der Sitze im Unterhaus und kann mit dieser absoluten Mehrheit auch Entscheidungen des Oberhauses überstimmen. Premierminister Shinzo Abe kündigte bereits weitere Stimulierungsmaßnahmen an und verlangte von der Bank of Japan, das Inflationsziel auf 2 Prozent zu verdoppeln.

Der Regierungschef versucht mit allen Kräften, die Wirtschaft wieder zu einem positiven Wachstum zu bringen. Derzeit befindet sich Japan in einer Rezession – im dritten Quartal ging die Wirtschaftsleistung annualisiert um 3,5 Prozent zurück – und die letzten veröffentlichten Indikatoren zeigen eine anhaltende Schwäche. Es bleibt jedoch zu hoffen, dass auch Reformen in der hoch verschuldeten Volkswirtschaft angegangen werden.

Entspannung gab es zuletzt beim Yen. Die japanische Währung gab im letzten Quartal um mehr als 12 Prozent zum EUR und 10 Prozent zum USD nach. Dies ist ein Lichtblick für die schwächelnde, japanische Exportwirtschaft.

### China: Machtwechsel

Die Dynamik des Wirtschaftswachstums hat in den letzten Jahren auch in den Schwellenländern nachgelassen, im Vergleich zu den westlichen Industriestaaten wirkt der Anstieg der Wirtschaftsleistung von 7,4 Prozent in China (drittes Quartal 2012) aber noch beachtlich. Das stärkere Wachstum hat sich jedoch nicht an der Börse niedergeschlagen.

Wegen Anzeichen einer Überhitzung der boomenden Wirtschaft begann die chinesische Notenbank im Jahr 2010 den Leitzinssatz und den Reservesatz der Banken schrittweise zu erhöhen. Schon die erste Zinsanhebung beendete die vorangegangene Rally des Hang Seng Index. Erst Mitte 2012 begann die Notenbank die Geldpolitik wieder zu lockern und in den Monaten danach nahm die wirtschaftliche Dynamik langsam Fahrt auf.

Auf dem 18. Nationalkongress wurde die neue Regierungsliege für die nächsten 10 Jahre vorgestellt. Zu ihr gehören Präsident Xi Jinping und Regierungschef Li Keqiang. Auch wenn die beiden als reformorientiert gelten, so ist der siebenköpfige ständige Ausschuss überraschend konservativ und es fehlt an echten Reformern. Die neue Führung gab bekannt, die Politik ihrer Vorgänger weiterzuführen. Der Focus bleibt daher auf eine Steigerung des privaten Konsums und den Ausbau der Infrastruktur gerichtet.

In den letzten Wochen deuten nach den Frühindikatoren auch realwirtschaftliche Daten auf eine stabilere Konjunktur Chinas hin. Diese Gründe helfen, die schwache Performance der chinesischen Aktienmärkte zu erklären. Da diese negativen Faktoren nun abklingen oder sich zumindest abschwächen, gehen wir auf Sicht der nächsten Monate von deutlich stärkeren Kursgewinnen als in den westlichen Industriestaaten aus.

### Positive politische und wirtschaftliche Entwicklung in Asien

Bei den in Südkorea durchgeführten Präsidentschaftswahlen konnte sich die Konservative Park Geun-hye durchsetzen. Das zuletzt schwächere Wachstum wieder anzukurbeln, wird eine der Hauptaufgaben der neuen Präsidentin sein. Doch auch der Abbau der Spannungen mit Nordkorea zählt zu ihren Prioritäten. Da der nordkoreanische Machthaber Kim Jong Un zuletzt von einer Beendigung der Feindseligkeiten sprach, könnte sich hier eine Annäherung ergeben.

Ein Bericht der Weltbank bestätigt die positive wirtschaftliche Entwicklung der Region. Sie sieht die asiatischen Volkswirtschaften mit 7,9 Prozent im Jahr 2013 wachsen und hat damit die Erwartungen für die Region angehoben. Ein Großteil davon ist auf die Erholung in China zurückzuführen. Doch auch für Indonesien, Malaysia und die Philippinen wird ein Anstieg der lokalen Nachfrage vorhergesagt.

### Die Suche nach Rendite geht weiter



Auch im Jahr 2013 dürfte die weltweit expansive Geldpolitik sehr wahrscheinlich fortgesetzt werden. Die US-Notenbank hat angekündigt, den Leitzins in der Bandbreite zwischen 0 und 0,25 Prozent zu belassen, solange die Arbeitslosigkeit nicht unter 6,5 Prozent sinkt und die ein- bis zweijährige Inflationsprognose nicht über 2,5 Prozent liegt. Auch in der Eurozone ist eine Anhebung des Zinssatzes von 0,75 Prozent unwahrscheinlich, solange die Wirtschaftsleistung schrumpft. Somit bleibt das monetäre Umfeld für Aktien attraktiv.

Der Chart zeigt die Gewinnerwartungen der MSCI World-Unternehmen (auf Basis der 12-Monatsgewinnschätzungen) und die Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen der G7-Länder.

Trotz der guten Wertentwicklung der Aktien im Jahr 2012 und der negativen Gewinnrevisions in den letzten Monaten liegen die KGV-Bewertungen sowohl in den USA als auch in Europa noch unter ihrem langfristigen, historischen Durchschnitt. Für die Unternehmen des Europe Stoxx 600 wurden die IBES Gewinnschätzungen allein in den letzten drei Monaten um knapp 9 Prozent nach unten revidiert, für die Firmen des S&P 500 betrug die Korrektur über 5 Prozent.

Und der Prozess der Gewinnrevisionen ist noch nicht abgeschlossen. Für 2013 wird immer noch ein Anstieg der Unternehmensgewinne von etwa 10 Prozent für Europa und von 9 Prozent für die USA erwartet und dies scheint vor dem Hintergrund des schwierigen konjunktuellen Umfeldes optimistisch. Das Momentum der Gewinnrevisionen dürfte allerdings seinen Tiefpunkt bereits überschritten haben. Im letzten Monat sind die Korrekturen schon gut wahrnehmbar schwächer ausgefallen als in den Monaten davor. Die zwar noch hohen, aber inzwischen deutlich korrigierten Gewinnerwartungen und die ersten Verbesserungen der Gewinnrevisionsdynamik schaffen die Rahmenbedingungen für eine positive Aktienmarktpförmance.

Drei Makrothemen waren für das nervöse Marktsentiment im Jahr 2012 verantwortlich: Das Szenario einer harten Landung der chinesischen Wirtschaft, die Fiskalklippe in den USA und die Schuldenkrise in Europa. Zum Teil sind die Grundlagen für eine Entspannung bereits geschaffen. So ist das Auseinanderbrechen der Eurozone bei den Marktteilnehmern kein dominantes Thema mehr, die Wachstumsraten in China stabilisieren sich und deuten auf ein Soft-Landing-Szenario hin. Wir rechnen auch nicht mit einer Eskalation der Verhandlungen zwischen den Demokraten und den Republikanern in den USA, sondern mit einer schrittweisen Einigung in der Debatte um die Fiskalklippe.

Das monetäre Umfeld, die immer noch attraktiven Bewertungen und die nachlassenden konjunkturellen Risiken sind die Gründe für unsere positive Einstellung zu Aktien.

Wir lassen Japan, die USA und die europäischen Märkte weiterhin zu Gunsten der Emerging Markets untergewichtet.

### CEE: Flexibilität bringt neue Chancen

In Osteuropa spielten sich 2008 ähnliche Dynamiken ab, wie wir sie derzeit in Südeuropa beobachten müssen. Ergebnis der damaligen Anpassungsprozesse in Osteuropa in Folge der Kreditklemme sind heute wiederum überaus kompetitive Volkswirtschaften. Reale, effektive Wechselkurse haben sich infolge geringerer

“We may look back at 2012 as the year when central banks subtly shifted emphasis from mitigating inflation and systemic risks to managing asset prices. The stated aim of unconventional monetary policies since 2008 was to prevent a 1930s-style deflationary depression, but the result has been to provide price support to pretty much all assets. If such a back-stopping exercise was in policymakers’ objectives for 2012, it worked since stocks and bonds posted solid gains. And with policy settings likely to remain loose through 2013 the great bond bubble could live for another year, but the better play on super easy money is likely to be equities, due to their more reasonable valuations.”

Warwick Simons, GaveKal-Research

Inflationsraten und/oder stärkerer Lohnrückgänge seit 2008 fast durchwegs attraktiver entwickelt als in den meisten anderen Emerging Markets.

Damit rückt in Osteuropa wieder eine längst vergessene Tugend in den Vordergrund. Diese Tugend heißt Flexibilität der Faktormärkte. Die Anpassungsmechanismen waren in Osteuropa sehr rasch und direkt, damals also sehr schmerzlich. Heute allerdings hat Osteuropa vor allem aufgrund der Flexibilität auf den Arbeitsmärkten gute Chancen, erneut Auslandsinvestitionen anzuziehen. Ausländische Direktinvestitionen bedeuten eigentlich immer auch einen Technologietransfer. Mit neuen Technologien in einem noch relativ schwach entwickelten Markt sind starke Produktivitätsgewinne wahrscheinlich. Und damit auch starke Wachstumsraten.

Dazu kommt noch, dass sich auch die Marktstimmung in Bezug auf die Eurozone spürbar zu verbessern scheint. Davon konnte sich Osteuropa nie wirklich – aus einer Reihe von Gründen – lösen. Zwar bleiben westliche Banken vorsichtig, aber bei weitem nicht mehr so restriktiv wie vor knapp einem Jahr. Zudem bleibt die externe Nachfrage aus der Eurozone schwach, allerdings finden Anpassungsprozesse statt, die auch für Osteuropa Chancen auftun werden. Und was Osteuropa Ländern wie Spanien oder Portugal nach wie vor weit voraus hat, ist die Flexibilität der Nominallöhne sowie der Arbeitsmärkte.

### Anleihen: Diversifikation steht einmal mehr im Zentrum

Obwohl Spanien noch immer keinen Hilfsantrag gestellt hat (und sich wahrscheinlich noch länger damit Zeit lassen kann) hielt die Wirkung der „Outright Monetary Transaction“-Ankündigung der EZB über fast das ganze vierte Quartal hindurch an. Dadurch konnten Anleiheportfolios ihre an sich schon hohe Performance nochmals verbessern und schlossen das Jahr teilweise mit zweistelligen Performancezahlen ab. Die Renditen sind im vierten Quartal nochmals gesunken und machen die Allokation der Anleihen für 2013 zu einer besonderen Aufgabe. In stark diversifizierten Portfolios können noch immer attraktive Risikoprämien verdient werden, sodass der Ausblick für 2013 keinesfalls negativ ausfallen muss. Die Leitzinsen werden aller Wahrscheinlichkeit nach tief bleiben und Potential zur Stimmungsaufhellung gibt es in vielen riskanten Anleihe-sektoren.

Welche Themen dominieren die ersten Wochen des Jahres? Der italienische Wahlkampf, der durch das eher komplizierte Wahlsystem die Bildung von Allianzen erfordert, wird die politischen Schlagzeilen anführen und den generellen Spreadverlauf mit Sicherheit beeinflussen. Aktuell gehen wir von einer zunehmenden Wahrscheinlichkeit des Erfolgs eines Mitte-Links Bündnisses aus, was in einer ersten Reaktion positiv aufgenommen werden würde und eventuell erst später in einer Angst vor einem „zweiten Hollande“ münden könnte.

Der Focus bei den Unternehmensanleihen wird wahrscheinlich weiter bei den Telekoms und den Autobauern bleiben. Die Telekoms kämpfen in unterschiedlichem Maße mit Margen-Erosion und Investitionsbedarf. Dividendenkürzungen und Asset-Verkäufe sind die brauchbarsten Wege, um die Bonität hochzuhalten, können aber sicher nicht von allen gegangen werden. Die Entwicklung in dem Sektor bleibt daher sehr spannend. Autobauer kämpfen mit einem nie dagewesenen Nachfragerückgang in vielen europäischen Ländern. Auch mit staatlichen „Refinanzierungsgarantien“ (siehe Frankreich) kann man das Problem der mangelnden Profitabilität nicht lange überbrücken.

Für Unternehmensanleihen insgesamt ist der Ausblick trotz niedriger Bund-Renditen weiter verhalten positiv, da bis auf weiteres kein Zinsschock droht und die meisten Unternehmen ihre Kosten gut kontrollieren können.

Rückfragen:

Mag. Friedrich Strasser  
Mitglied des Vorstandes und Partner  
Bank Gutmann Aktiengesellschaft  
Tel.: +43-1-502 20-216, [friedrich.strasser@gutmann.at](mailto:friedrich.strasser@gutmann.at)  
[www.gutmann.at](http://www.gutmann.at)

Renate Skoff, The Skills Group  
Tel.: +43-1-505 26 25, [skoff@skills.at](mailto:skoff@skills.at)  
[www.skills.at](http://www.skills.at)

Die Anlage in Finanzinstrumenten ist Marktrisiken unterworfen. Hinweise auf frühere Wertentwicklungen lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Investments zu. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert. Für deren Richtigkeit und Vollständigkeit sowie für das Eintreten von Prognosen wird jedoch keine Gewähr übernommen und jede Haftung ausgeschlossen. Bank Gutmann AG weist ausdrücklich darauf hin, dass diese Unterlage ausschließlich für den persönlichen Gebrauch und nur zur Information dienen soll. Eine Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe ist ohne die Zustimmung der Bank Gutmann AG untersagt. Der Inhalt dieser Unterlage stellt nicht auf die individuellen Bedürfnisse einzelner Anleger ab (gewünschter Ertrag, steuerliche Situation, Risikobereitschaft, etc.), sondern ist genereller Natur und basiert auf dem neuesten Wissenstand der mit der Erstellung betrauten Personen zu Redaktionsschluss. Diese Unterlage ist weder ein Anbot noch eine Einladung zur Angebotstellung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren.

© Bank Gutmann Aktiengesellschaft, Schwarzenbergplatz 16, 1010 Wien, Österreich  
Tel.: +43-1-502 20-0 , [www.gutmann.at](http://www.gutmann.at)

Jänner 2013