

Portfolio Management Bericht – 2. Quartal 2013

Unsere Anlagestrategie im 2. Quartal 2013

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

Aktien Europa	Untergewichteten
Aktien USA	Übergewichteten
Aktien Japan	Neutral
Aktien Asien	Übergewichteten
Aktien Emerging Markets	Neutral
Renten Europa	Neutral
Renten USA	Untergewichteten

Währungsprognosen (Quartalsende)

	Aktuell	2013 Q3	2013 Q4
USD/EUR	1,3045	1,28	1,32
GBP/EUR	0,8479	0,86	0,88
EUR/CHF	1,2257	1,22	1,22
JPY/EUR	127,11	130,00	135,00

Kurz gefasst

- Die Situation in der Eurozone bessert sich, wenngleich das Tempo noch ein wenig zu wünschen übrig lässt. Dennoch erhärten sich die Zeichen, dass die Konjunktur in der Eurozone im zweiten Halbjahr den Weg aus der Rezession heraus schafft. Auch in Peripherieländern wie Italien und Spanien legten Wirtschaftssignale zuletzt zu und lassen so Hoffnung auf eine Besserung der Situation aufkommen.
- Die USA sind in ihrer Erholung deutlich weiter als die Eurozone. Selbst die Kapazitätsauslastung der Industrie ist mittlerweile beinahe wieder an ihrem langfristigen Durchschnitt. Konsumenten, aber auch die Unternehmen, tragen derzeit das Wachstum und es deutet wenig darauf hin, dass sich daran in den kommenden Monaten etwas ändern wird. Zwar rechnen wir auch in den USA mit temporären Rückschlägen, der Erholungspfad wird sich jedoch im zweiten Halbjahr fortsetzen.
- Das US-FED (US-Notenbank) denkt mittlerweile laut über die Art und den Zeitpunkt des Rückzuges aus den quantitativen Maßnahmen nach. In der Eurozone ist man noch nicht an diesem Punkt angelangt. Präsident Draghi hat Ende Juni zudem festgehalten, dass dieser noch weit in der Zukunft liege. Im Gegenteil, zuvor wird man sich in Frankfurt vermutlich erneut Gedanken über expansivere Maßnahmen machen.

Rückblick 2. Quartal 2013

Finanzmärkte stellen sich auf die Zeit nach dem Quantitative Easing ein

Beim Blick zurück auf das zweite Quartal 2013 wird man wohl vor allem deutliche Rückgänge an den Finanzmärkten wahrnehmen. Die durchaus erfreuliche, fundamentale Entwicklung hat angesichts der massiven Bewegungen bestenfalls einen untergeordneten Stellenwert. Auslöser der Kursverluste waren Aussagen vom Präsidenten des US-FED, Ben Bernanke, der den Ausstieg aus den quantitativen Maßnahmen skizzierte. Ein erster Schritt in diese Richtung erfolgte bereits am 22. Mai als er andeutete, den Ausstieg aus den quantitativen Maßnahmen lieber zu früh als zu spät durchzuführen. Angesichts der Gefahren die eine zu lange aufrechterhaltene, lockere Geldpolitik in Form von Preisblasen bei Vermögenswerten bringt – und uns allen das Platzen der letzten Blase noch im Gedächtnis steckt – ist diese Äußerung durchaus verständlich. Allerdings war die mangelnde Präzision in der Wortwahl ausschlaggebend dafür, dass die Märkte mit Panik reagiert haben. Sofort wurde begonnen Kapital aus jenen riskanten Märkten abzuziehen, die letztlich – auch dank der US-Geldpolitik – starke Kurszuwächse verzeichnet hatten.

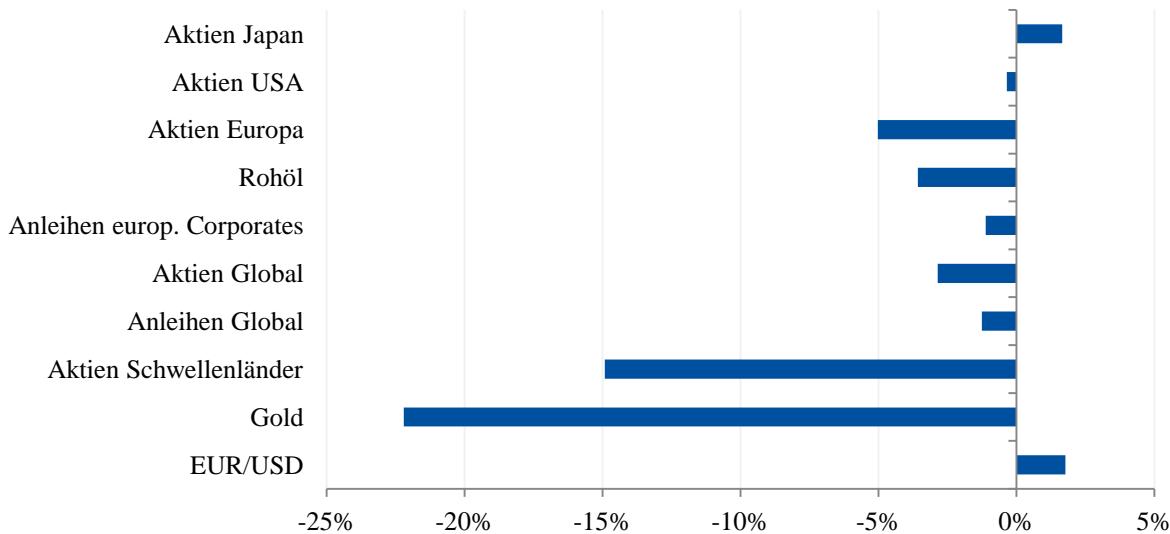
Was auch immer die Intention dahinter war, solch massive Bewegungen hätte sich Ben Bernanke wohl nicht erwartet. Auch die US-Zinskurve wurde deutlich steiler, so stieg die Rendite im 10-jährigen Bereich seit dieser Äußerung um 50 Basispunkte an. Am 19. Juni präzisierte er jedoch seine Formulierung. Der aktuelle Fahrplan sieht nun so aus, dass – eine entsprechende Entwicklung der Fundamentaldaten vorausgesetzt – der Rückzug auf den quantitativen Maßnahmen „später in diesem Jahr“ beginnt. Dies bedeutet hier wohl eine Verringerung der monatlich zugekauften Wertpapiere. „Um die Mitte 2014“ könnte dann das Quantitative Easing ganz beendet sein. Nebenbei hob Bernanke noch die Verbesserung am Arbeitsmarkt hervor und betonte die Verringerung der Risiken. Er formuliert damit eine deutlich neue Notenbank-Kommunikation, nämlich mit Berücksichtigung der Parameter für die jeweilige Entscheidung. Wenngleich damit die Unsicherheit bezüglich der FED-Pläne verringert wurde, die Gewissheit, dass die Liquidität durch die FED-Käufe reduziert wird, bleibt bestehen und wurde auch weiterhin in den Märkten gepreist.

Weniger Überraschungen bot die Europäische Zentralbank (EZB) anlässlich ihrer monatlichen Zinssitzungen. Im Juni betonte Präsident Draghi die Verbesserung der konjunkturellen Aussichten für das zweite Halbjahr bzw. auch darüber hinaus. Er ließ aber dennoch nicht unerwähnt, dass Risiken nach unten weiterhin bestehen würden. Zukünftige geldpolitische Maßnahmen ließ er – wenig überraschend – unkommentiert, meinte jedoch, dass der Notenbank noch zahlreiche Möglichkeiten offen stünden um gegebenenfalls auf negative Einflüsse zu reagieren.

Soweit es die fundamentale Lage in der Eurozone betrifft, haben sich die Zeichen im zweiten Quartal verbessert und weitestgehend den Weg heraus aus dem Rezessionsbereich geschafft. Natürlich weisen die aktuellen Zahlen nicht auf besonders hohe Wachstumsraten hin.

Darüber hinaus genügt dieses geringe zu erwartende Wachstum üblicherweise auch nicht um die Arbeitslosigkeit zu senken, doch immerhin zeichnet sich eine Verbesserung ab, die die Peripherieländer ebenfalls beinhaltet.

Abb. 1 : Performance der verschiedenen Anlageklassen im 2. Quartal 2013 in EUR (bis 25.6.2013)



Quelle: Bloomberg

Ausblick – Positionierung

Eurozone: Trotz schwierigem Umfeld besteht Grund zur Hoffnung

Der Start in das Jahr 2013 war für die Eurozone kein besonders guter, die Phase schrumpfender Wirtschaftsleistung hatte angehalten. Mittlerweile haben sich die Zeichen für die Zukunft jedoch verbessert und lassen mit Blick auf das zweite Halbjahr 2013 die Hoffnung auf ein Rezessionsende aufkeimen. So stiegen etwa die Einkaufsmanagerindizes mittlerweile auf Werte an, die üblicherweise nicht mehr mit einer Rezession einhergehen, sondern auf schwaches Wachstum hinweisen. Dies gilt übrigens auch für Länder wie Italien oder Spanien. Gerade für die sogenannten Peripherieländer könnte sich also im zweiten Halbjahr der konjunkturelle Wendepunkt nach mehreren Quartalen des Schrumpfens abzeichnen.

Die Richtung stimmt also, einige Steine liegen jedoch noch im Weg. Besonders am Arbeitsmarkt hat die Krise deutliche Spuren hinterlassen, eine Arbeitslosenrate von 12,2 Prozent in der Eurozone ist deutlich zu hoch. Leider ist es nach wie vor so, dass im Durchschnitt Beschäftigung abgebaut wird. Eine Senkung der Arbeitslosenrate liegt also noch ein Stück entfernt und kann sich wohl erst ab 2014 nachhaltig abzeichnen.

Hilfreich beim Wegräumen der im Weg liegenden Steine wären Kreditvergaben. Banken und Kreditnachfrager schieben sich hier gegenseitig den Schwarzen Peter zu. Die eine Seite klagt über mangelnde Nachfrage und die andere über ein zu restriktives Angebot. Belegen lassen sich beide Argumente, Fakt ist allerdings auch, dass der Markt für Kreditzinsen innerhalb der Eurozone äußerst fragmentiert ist. Der Zinssatz für Ausleihungen variiert stark, je nach Land.

Die Europäische Zentralbank versucht dieses Problem zu lösen, kurzfristig ist dies allerdings kaum möglich. Abgesehen davon, nimmt der Grad an expansiver Ausrichtung der EZB laufend ab. Da zahlreiche Geschäftsbanken ihr – im Rahmen der langfristigen Refinanzierungsgeschäfte ausgeliehenes – Kapital zurückzahlen, verringert sich die Bilanzsumme der Notenbank bzw. wird die Überschussliquidität geringer. Zwar betont Draghi, dass die EZB noch mehrere Instrumente zu ihrer Verfügung habe und, dass der Ausstieg noch „weit entfernt“ liegen würde, ein konkreter Plan dürfte allerdings nicht existieren. Klarerweise möchte sich die Notenbank nicht frühzeitig selbst die Hände binden, aber Unentschlossenheit zu vermitteln ist sicherlich auch nicht der richtige Weg. Die Rahmenbedingungen würden weitere Schritte rechtfertigen, schließlich ist die Inflation mit 1,4 Prozent im Jahresvergleich deutlich unterhalb der Grenze.

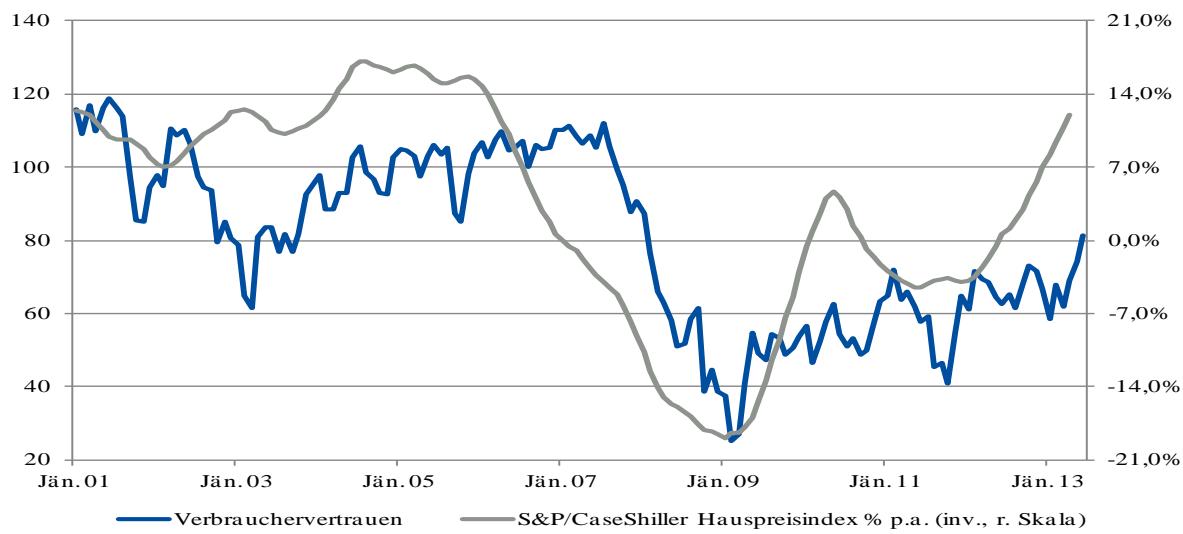
Wir erwarten also mit Spannung was die EZB noch anzubieten hat. Die gegenwärtige Lage passt zumindest nicht zu der Tatsache, dass ihre geldpolitische Ausrichtung, wenngleich ohne eigenes Verschulden, weniger expansiv wird.

USA: Viel Licht und wenig Schatten mit Blick auf das zweite Halbjahr

Hätte es die Bernanke-Rede(n) nicht gegeben, die fundamentale Lage der USA hätte wohl kaum einen solchen sell-off quer über alle Asset-Klassen hervorrufen können. Denn trotz der Steueranhebungen, die zu einer Zeit beschlossen wurden als das Wachstum als fragil zu bezeichnen war, gab es offenbar durch die fiskalischen Maßnahmen keinen nachhaltigen Schaden für die US-Wirtschaft. Im ersten Quartal legte die Wirtschaftsleistung real um 1,8 Prozent annualisiert zu. Ergänzt man diese Zahl noch um die – in diesem Zeitraum vorherrschende, durchschnittliche – Teuerung, so ergibt sich daraus immerhin ein nominelles Wachstum von etwa drei Prozent.

Hauptverantwortlich dafür waren der US-Konsument bzw. Unternehmensinvestitionen. Für beide Variablen hat sich die Situation seither nicht verschlechtert, sondern im Gegenteil sogar eher verbessert. Vor allem die Verbraucher wiesen in einer aktuellen Umfrage eine Stimmungslage – wie zuletzt vor fünf Jahren – auf. Mitgetragen wird dieser Zustand vom Immobilienmarkt, welcher ebenfalls mit Umfragewerten glänzt, die schon seit mehreren Jahren nicht mehr gesehen wurden. Die Wohnbauverkäufe nehmen zu, die Zeit, die ein Haus durchschnittlich zum Verkauf steht nimmt ab und zu guter Letzt stiegen die Preise weiterhin an.

Abb. 2: Konsumenten freuen sich über steigende Immobilienpreise



Quelle: Macrobond

Durch die Preissteigerungen fühlen sich Immobilienbesitzer wohlhabender und reagieren – im Regelfall – mit erhöhtem Konsum. Eine Sparquote, die mit einem aktuellen Wert von 2,5 Prozent nahe ihres historischen Tiefs liegt, unterstreicht diese These. Konsumenten substituieren demnach erneut in zunehmendem Maße Sparvolumen mit steigendem Vermögen. Wachsende nominelle Einkommen führen – dank geringer, durchschnittlicher Teuerungsraten – zu steigenden Realeinkommen und erleichtern den Griff zur Kreditkarte. Insbesondere nachdem sich die Energiepreise zuletzt wohlwollend verhalten haben.

Auch die Unternehmen fühlen sich sichtlich eher dazu bereit bzw. in der Lage Investitionen durchzuführen. Die Käufe von dauerhaften Gütern nahmen in April und Mai zu. Stimmungsindikatoren sind zuletzt wieder gefallen und wiesen damit darauf hin, dass auch in den USA die wirtschaftliche Erholung keine Gerade nach oben ist und man mit temporären Rückschlägen zu rechnen hat. Insgesamt operiert die US-Industrie aber beinahe wieder an ihrem langfristigen Durchschnittswert und hat somit schon viel, was durch die Krise weggefallen ist, wieder wettgemacht.

Die USA stehen insgesamt sehr solide da. Zwar gibt es noch einzelne Problemfelder wie den Arbeitsmarkt, dennoch gibt es zahlreiche Signale, die darauf hinweisen, dass die wirtschaftliche Erholung auch im zweiten Halbjahr weiter gehen wird. Einer (weiteren) Erholung am – auch für das FED so wichtigen – Arbeitsmarkt steht somit nichts im Wege.

Japan: Die neue Notenbankpolitik hat die Märkte beflügelt

Der neu gewählte Präsident der Bank of Japan, Haruhiko Kuroda, hat nicht lange gezögert um das geldpolitische Ruder herum zu werfen. Als strategische Ausrichtung wurde vorgegeben, dass Inflationsziel von zwei Prozent innerhalb von zwei Jahren erreichen zu wollen. Um dies

durchzusetzen soll die Geldbasis ausgeweitet, mehr und längere Staatsanleihen gekauft und börsengehandelte Wertpapiere ebenfalls erworben werden. In einem ersten Schritt zeigte der Yen eine massive Abwertung von über acht Prozent, die sich jedoch seither nicht weiter fortgesetzt hat. Auch die Rentenmärkte halten die Ankündigungen Kurodas offenbar für glaubwürdig. So stieg die 10-jährige Rendite auf mittlerweile knapp ein Prozent an. Auch inflationsgebundene Anleihen preisen nun höhere Inflationsraten ein.

Soweit es die Realwirtschaft betrifft, sind die angekündigten Maßnahmen noch nicht angekommen. Die Inflationsrate lag zuletzt mit -0,7 Prozent im Jahresvergleich weiterhin im negativen Bereich, allerdings konnte das Wirtschaftswachstum mit 4,1 Prozent im ersten Quartal deutlich zulegen. Hauptverantwortlich dafür zeichnet offenbar der japanische Konsument, der seine Kauflust wieder entdeckt hat. Auch Umfragewerte legen seit Monaten zu, die japanische Konjunktur ist offensichtlich auf einem guten Weg.

Volatilität steigt mit Optimismus der US-Notenbank

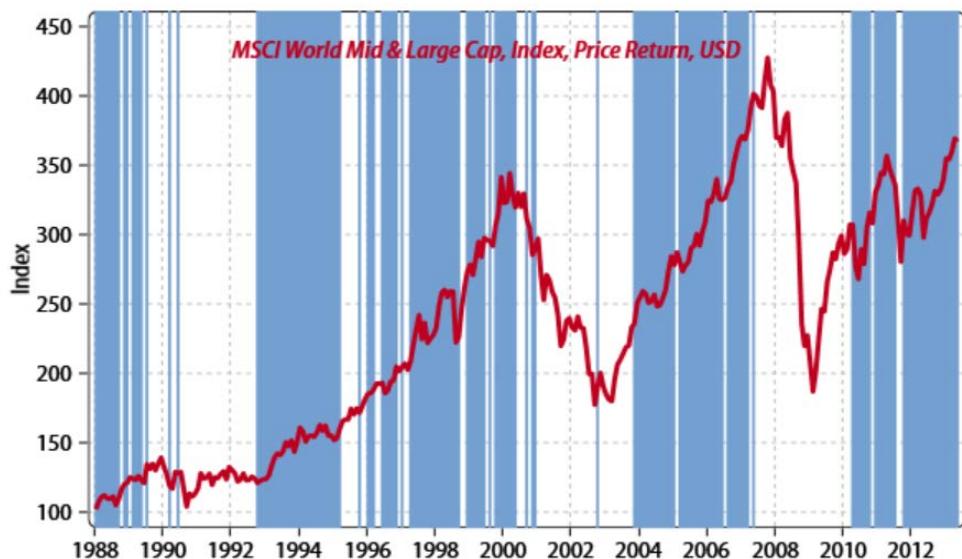
Eigentlich verkündigte der Chef der US-Notenbank FED, Ben Bernanke, am 19. Juni gute Nachrichten. Das FED sieht weniger Abwärtsrisiken für die Konjunktur, hob seine BIP-Prognose für 2014 leicht an und nahm gleichzeitig die Schätzung für die Arbeitslosenquote zurück. Bis zu einer nachhaltigen Verbesserung der Wirtschaftslage werden weiterhin Anleihen im Ausmaß von USD 85 Mrd. pro Monat gekauft. Aber schon auf die Andeutung hin, dass die US-Notenbank in Zukunft geldpolitisch weniger expansiv werden könnte, reagierten die Finanzmärkte mit einer Verkaufswelle.

Die Drosselung des Anleihekaufprogramms ist an die Bedingung geknüpft, dass am Arbeitsmarkt eine substantielle Verbesserung eintritt. Diese Entwicklung ist eigentlich positiv für Aktien, denn in Zeiten in denen sich die Beschäftigungssituation verbesserte sind in der Vergangenheit kaum Bärenmärkte aufgetreten. Andernfalls wird das FED am Umfang der derzeitigen Anleihekäufe festhalten.

“But IF, and since Bernanke only said it 50 times yesterday we will repeat, IF the FED’s relatively optimistic view on growth is proved right (which would be a first in this recovery) then the FED will start to gradually taper off its Quantitative Easing purchases later this year. And if the economic recovery persists (e.g., if unemployment drops to seven percent in the face of such tapering, then the FED will wind down its purchases to zero, perhaps by mid 2014, and then hold the bloated balance sheet at that level for a while. Our reaction: What is not to like? The equity markets’ reaction: Oh the horror!”

Will Denyer, GaveKal-Research

Abb. 3: Die Balken zeigen Perioden, in denen die US-Arbeitsrate innerhalb von sechs Monaten gefallen ist



Quelle: GaveKal

Die Bewertung der Aktien ist allerdings – auch nach der Korrektur im Juni – weniger attraktiv als vor einem Jahr. Die Aktienkurse haben sich zwar erhöht, wurden aber nicht von einer positiven Gewinndynamik begleitet. Das für den S&P 500 ermittelte Kursgewinnverhältnis (KGV) auf Basis der Gewinnschätzungen für 2013 beträgt 14,5, das KGV für den Eurostoxx 50 liegt bei elf. Nach deutlichen Abwärtsrevisionen in den letzten Monaten erwarten die Analysten für das laufende Jahr nur mehr Gewinnwachstumsraten der Unternehmen von sieben Prozent für die USA und ein Prozent für Europa.

“This corrective phase may not be over soon. Nevertheless, from a cyclical viewpoint this consolidation phase is a healthy development as it will sustain a heightened sense of risk, which is essential to keeping the bull market going.”

Chen Zhao, BCA Research

Nach der Ankündigung des FED, sein Anleiheprogramm möglicherweise noch heuer zurückzufahren, zogen sich die Investoren aus fast allen Anlageklassen zurück. Die aktuell hohe Korrelation ist auch bei starker Diversifikation eine große Herausforderung. Betrachtet man die erwarteten Renditen, sind Aktien nach wie vor attraktiver als Anleihen. Allerdings ist das Gewinnmomentum der Unternehmen weiterhin schwach, das makroökonomische Umfeld bietet noch wenig Unterstützung und das Marktsentiment stimmt zumindest kurzfristig vorsichtig. Wir halten daher unsere neutrale Positionierung weiter aufrecht.

Auf regionaler Ebene überzeugen uns weiterhin die USA. Das Wachstum der Unternehmensgewinne ist robust und die fundamentalen Indikatoren lassen auf ein kräftigeres Wirtschaftswachstum hoffen. Nach einer schrittweisen Aufstockung in den letzten Monaten sind wir aktuell leicht übergewichtet. Europas Unternehmen sind zwar günstiger, die Region leidet aber weiterhin unter schwachem Wachstum und wir bleiben untergewichtet.

Die Gewichtung Japans, das von einer kräftigen Gewinndynamik profitiert, wurde im letzten Quartal auf neutral angehoben. Aus den Emerging Markets zogen wir uns hingegen großteils zurück. Nach den jüngsten Aussagen des FED über eine mögliche Eindämmung der Liquidität hat sich das Risiko, dass Kapital aus diesen Märkten abgezogen wird, deutlich erhöht. Asien bleibt, wenn auch reduziert, eine unserer bevorzugten Regionen.

Rentenmärkte im Bann der Notenbanken

Das Umfeld für Anleihen war im zweiten Quartal zweigeteilt. Die erste Hälfte bis Mitte Mai war von Kursgewinnen geprägt, wobei die Suche nach Rendite die Investoren in immer bonitätsschwächere Anleihen trieb – was deren Kurse stark unterstützte. Die zweite Hälfte des Quartals war von Verlusten gekennzeichnet. Ende Juni war der Markt in einer „alles muss raus“ – Stimmung.

Wesentlicher Katalysator dieses Stimmungswandels war die veränderte Wahrnehmung der Notenbankpolitik. Bis Mitte Mai fühlten sich Investoren gut aufgehoben – sie sahen sich schwimmend in einer riesigen Welle von Liquidität, die die Preise aller Assetklassen sanft emporhob. Anfang Mai war die Stimmung besonders gut, weil man sich von der Bank of Japan einen ungeheuren monetären Stimulus versprach und der Nikkei vorzeigte, welch große Gewinne möglich waren, wenn man die Welle nur richtig reiten würde!

Am 23. Mai verlor der Nikkei plötzlich sieben Prozent und zum ersten Mal war man mit der Frage konfrontiert: Was wenn der Versuch der japanischen Notenbank, das Wachstum durch Liquiditätspolitik zu starten, misslingt? Würde das dann das plötzliche Ende der Geldschwemme bedeuten? Müssten dann nicht auch Ben Bernanke, Mark Carney (BoE) und Mario Draghi sagen: Wenn Liquiditätspolitik das Wachstum nicht so fördert, wie wir das erhofft hatten, dann ist das Risiko der Politik vielleicht zu groß! Bevor diese Gedanken zu Ende gebracht wurden, sprach Ben Bernanke über so etwas wie einen Zeitplan für den Ausstieg aus dem Quantitative Easing des FED. Während die Investoren zuvor immer nur „as long as it takes“ und „as much as it takes“ vernommen hatten, wurde nun der konkrete Zeitplan für den Ausstieg aus der Krisenpolitik völlig anders wahrgenommen.

Die Ironie dabei: Das FED behält die Politik noch viele Monate bei und es wurde von Zinserhöhungen im Jahr 2015 gesprochen, WENN die wirtschaftliche Entwicklung bis dahin die Arbeitslosigkeit deutlich gesenkt hat. Das ist ein großes WENN. Die meisten EZB-Vertreter würden sich lieber auf die Zunge beißen, als solche Prognosen zur Zinsentwicklung zu geben („we never pre-commit“). Im Übrigen ist es eine von vier großen Notenbanken (wenn auch die größte), die an einen Ausstieg zumindest denken kann. In England, Europa und Japan ist es noch deutlich zu früh von einer stabilen Erholung zu sprechen. Letztlich muss auch das FED abwarten, was es durch seine verbale Intervention ausgelöst hat. Die gestiegenen, langfristigen Zinsen werden Hypothekenraten steigen lassen und das verfügbare Einkommen und damit den Konsum belasten. Gut möglich, dass Bernanke jetzt die Auswirkungen studiert und danach den Plan zum Ausstieg wieder modifiziert – ein Testballon also, aber einer mit großen Auswirkungen für jedes Portfolio.

Zunächst ist abzuwarten, inwiefern die EZB versucht gegenzusteuern. Die gestiegenen Renditen und die sich verschlechternde Finanzierung der Unternehmen in den letzten Wochen sind nicht in ihrem Sinn und als letztes ist die EZB an erneuten Problemen in der Peripherie interessiert. Als Reaktion auf die bisherigen Ereignisse wurde vor allem die Exposure in den Emerging Markets gekürzt. Während über Jahre eine mehr oder weniger starke Übergewichtung in dem Segment „Emerging Markets und High Yield“ zu unserer „Standardgewichtung“ gehörte, wurde dieses Segment im Juni untergewichtet.

Das aktuelle Zinsniveau scheint in der Situation durchaus angebracht, die Suche nach Opportunitäten und das Vermeiden von Fallen kann damit beginnen. Einige Semi-Kern-Länder haben sich gegenüber Deutschland vergünstigt. Wer bis in den Mai nicht mehr Risiko aufgebaut hat, als gerade tragbar ist, kann jetzt zu etwas günstigeren Renditen zukaufen.

Rückfragen:

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

Renate Skoff, The Skills Group
Tel.: +43-1-505 26 25, skoff@skills.at
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 Angebot noch eine Einladung zur Angebotsstellung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren.

Offenlegungspflicht gemäß § 25 MedienG: Die erforderlichen Angaben zur Offenlegungspflicht gemäß § 25 Mediengesetz sind unter folgender Web-Adresse zu finden: <http://gutmann.at/Impressum.448.0.html>

© Bank Gutmann Aktiengesellschaft, Schwarzenbergplatz 16, 1010 Wien, Österreich
Tel.: +43-1-502 20-0, www.gutmann.at

Juni 2013