

# Portfolio Management Bericht – 1. Quartal 2017

## Unsere Anlagestrategie in der fundamentalen Vermögensverwaltung

### Positionierung zu unserem Vergleichsindex (MSCI World) bzw. zur neutralen Aktien/Anleihen Allokation

Aktien Europa	Übergewichtet
Aktien USA	Untergewichtet
Aktien Japan	Untergewichtet
Aktien Asien	Übergewichtet
Aktien Emerging Markets	Übergewichtet
Renten Europa	Übergewichtet
Renten USA	Übergewichtet

Währungsprognosen (Quartalsende)	Aktuell	2017 Q2	2017 Q3
EUR/USD	1,07	1,03	1,05
EUR/GBP	0,87	0,86	0,85
EUR/CHF	1,07	1,10	1,10
EUR/JPY	119,30	114,00	110,00

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

### Kurz gefasst

- Die Eurozone startete dynamisch in das neue Jahr und kann davon noch einige Zeit zehren, sodass sich für das Gesamtjahr ein Wachstum von knapp zwei Prozent ausgeben kann. Das gute wirtschaftliche Umfeld wird allerdings in dessen Wahrnehmung ein wenig überschattet von den politischen Risiken durch die bevorstehenden Wahlen.
- Im Grunde findet sich eine vergleichbare Situation in den USA. Die Konjunktur läuft gut, verschiedene Umfrageindikatoren befinden sich auf, oder nahe Höchstständen. Allerdings ist noch nicht ganz klar, wohin der Weg Trumps führen wird, wovon eine Komponente der Unsicherheit ausgeht. Ein Wachstum von etwas über zwei Prozent scheint möglich.
- Die Europäische Zentralbank (EZB) führt ihr Kaufprogramm bis Ende 2017 fort und bleibt damit unverändert expansiv in ihrer Ausrichtung. Die US-Notenbank scheint vorerst an ihrem Plan von drei Zinsanhebungen festzuhalten. Druck in Richtung einer vierten kann allerdings aufkommen.

## Rückblick 1. Quartal 2017

### Notenbanken und Politik, Politik und Notenbanken

Wir blicken zurück auf ein Quartal, welches in seinen Grundzügen mit zahlreichen zuvor vergleichbar ist. Finanzmärkte wechselten ihren Fokus regelmäßig zwischen politischen und wirtschaftlichen Schwergewichten. Chronologisch eines der ersten bedeutsamen Ereignisse war die Vereidigung Donald Trumps am 20. Jänner 2017. Die dort gefallenen, beschwichtigenden Worte sorgten für Erleichterung an den Aktienmärkten und somit für Kurszuwächse. Trump demonstrierte rasch seinen Willen zur Veränderung durch das medienwirksame Unterzeichnen von Dekreten, unter anderem zu einem neuen einmaligen nationalen Feiertag. Das Instrument des Dekrets wurde in der Zwischenzeit mehrmals benutzt, nicht immer mit nachhaltiger Wirksamkeit. So blieb vom selektiven Einreiseverbot ebenso wenig übrig wie von einem zentralen Wahlversprechen – der Korrektur von „Obamacare“. Insgesamt bleibt für den Beobachter die Gewissheit, dass nichts gewiss ist. Genau das hat auch zur Änderung unserer Allokation in der fundamentalen Gutmann-Vermögensverwaltung beigetragen. Doch dazu später.

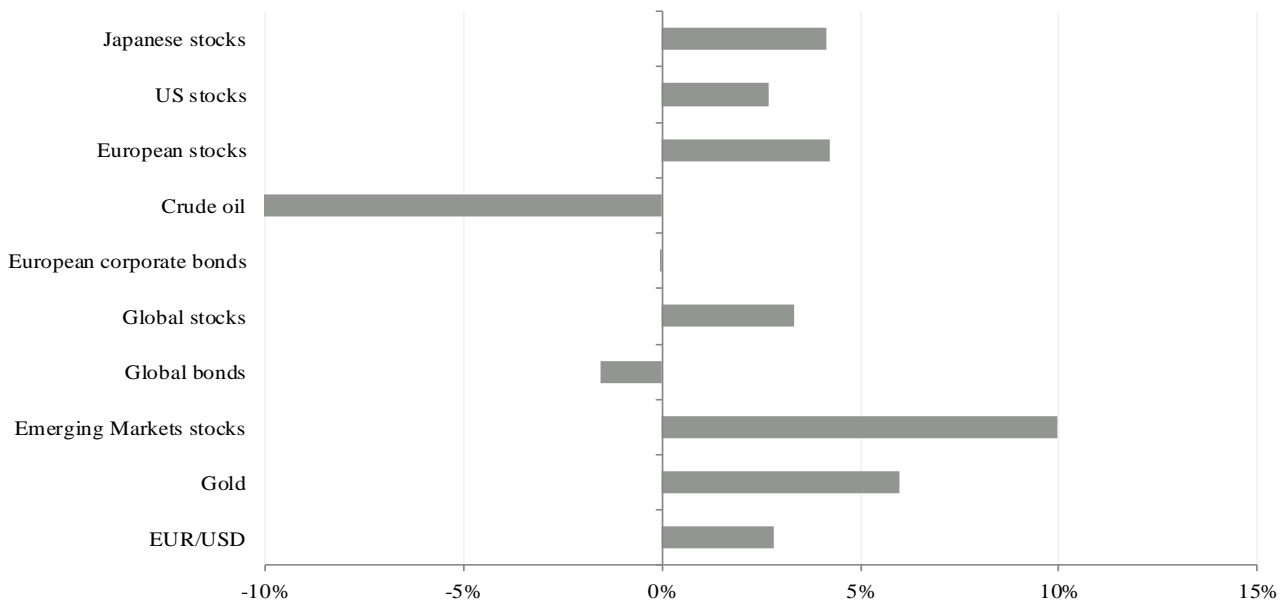
Die US-Notenbank machte indes das, was von ihr erwartet wurde – sie hob Mitte März die Bandbreite für ihren Leitzins auf 0,75 bis einem Prozent an, was einem Plus von 25 Basispunkten entspricht. Nachdem sich vorab Erwartungen gebildet hatten, die Notenbank könnte mehr als die drei bereits im Dezember angekündigten Zinsschritte vornehmen, zeigten sich die Finanzmärkte erleichtert über die Aussagen von Präsidentin Yellen. Sie schien nämlich besonderes Augenmerk darauf zu legen, dass Klarheit darüber herrscht, die Notenbank plane nicht mehr Anhebungen durchführen zu wollen als angekündigt.

In Europa blickte man zwar auch gespannt in die USA, aber auch heimische Ereignisse zogen ein wenig Aufmerksamkeit auf sich. Mitte März etwa fand die Parlamentswahl in den Niederlanden statt, eine Mehrheit für die EU-feindliche Partei Geert Wilders wurde befürchtet. Diese ist letztlich ausgeblieben und so war die Reaktion an den Finanzmärkten verhalten. Die Risikoaufschläge für Staatsanleihen, etwa für Länder aus der sogenannten Peripherie, fanden ohnehin im Februar bereits ihren Höhepunkt und befinden sich seither in einer relativ konstanten Phase der Einengung.

Getreu dem Motto „Nach der Wahl ist vor der Wahl“ liegt der wahrscheinlich spannendere Wahltag noch vor uns. Genau genommen sind es in diesem Fall sogar zwei: Frankreich wählt einen neuen Präsidenten. Aktuell wird die Wahrscheinlichkeit einer „Präsidentin Le Pen“ aber als abnehmend eingeschätzt, mit entsprechend positiven Folgen an den Finanzmärkten, insbesondere bei französischen Staatsanleihen.

Ähnlich wie die US-Notenbank versuchte auch die Europäische Zentralbank die Erwartungen der Finanzmärkte zurecht zu rücken. Hier ging es allerdings darum, das etwas optimistischere Stimmungsbild der Notenbank betreffend Konjunktur in der Eurozone zu vermitteln und zugleich nicht den Eindruck zu erwecken, man wolle allzu rasch die Anleihekäufe zurückführen oder gar an der Zinsschraube drehen.

Abb. 1: Performance verschiedener Anlageklassen im ersten Quartal 2017 in EUR (bis 28.03.2017)



Quelle: Bloomberg

Performanceergebnisse der Vergangenheit lassen – insbesondere, wenn sich diese auf einen Zeitraum von unter einem Jahr beziehen – keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu.

### Eurozone: Stimmungsindikatoren zeigen nach oben, jetzt muss nur die Realwirtschaft folgen

Die Wirtschaft startete kräftig in das neue Jahr. Das Wachstum für die Eurozone im ersten Quartal dürfte in etwa bei 0,6 Prozent im Quartalsvergleich liegen. Auch die EZB äußerte zuletzt geringere Sorgen im Hinblick auf die konjunkturelle Entwicklung. Die Stimmung, ausgedrückt in verschiedenen Indikatoren, ist sowohl auf Seiten der Unternehmen wie auch der Haushalte überaus gut. Das ist in jedem Fall ein positives Signal in Richtung anhaltender Dynamik.

Die Unternehmen freuen sich über eine gute Auftragslage und werden in ihren Verkäufen außerhalb der Eurozone nach wie vor, und wohl auch noch in den kommenden Monaten, von einem vergleichsweise schwachen Euro unterstützt. Dies ist insofern hilfreich, da gerade die Nachfrage aus Ländern außerhalb der Eurozone stark zugelegt hat. Trotz dieser positiven Aussichten für die Unternehmen sind wir vorsichtig, was deren Investitionstätigkeit betrifft. Zwar mag die Auslastung in einigen Ländern zugenommen haben und Erweiterungsinvestitionen notwendig machen, das wirtschaftliche Umfeld ist allerdings nicht immer alleine ausschlaggebend. Das Beispiel des vor kurzem offiziell kommunizierten Austrittswunsches Großbritanniens aus der Europäischen Union verdeutlicht das. Auch die Rahmenbedingungen für das unternehmerische Handeln sollten zumindest auf absehbare Zeit stabil sein, denn sonst wird bei Ausgaben mit mittel- und langfristigem Zeithorizont eher Zurückhaltung herrschen.

So bleibt auch 2017 der private Konsum wesentlichster Treiber des Wachstums. Die in vielen Ländern gute Lage am Arbeitsmarkt bilden zusammen mit mittlerweile etwas höheren Lohnsteigerungen die nötige Voraussetzung. Die Nachfrage nach Krediten nimmt ebenfalls zu, deren Attraktivität wird auch in den kommenden Monaten bestehen bleiben und weiterhin für Unterstützung

sorgen. Zwar beeinträchtigen die aktuell ein wenig erhöhten Teuerungsraten die Reallohnentwicklung, diesen Effekt halten wir aber für temporär. Stabile Energiepreise vorausgesetzt sollten die Inflationsraten im Euroraum in den kommenden Monaten wieder sinken und unterhalb des EZB-Zieles landen.

Somit besteht aus heutiger Sicht auch kein Handlungsbedarf für die Notenbank. In dem ohnehin fragilen Umfeld, das sich aus der politischen Landschaft ergibt, wird sie sich zudem hüten einen weiteren Verunsicherungsfaktor hinzuzufügen.

#### USA: Trotz der stabilen Konjunktur besteht Unsicherheit

Die wirtschaftliche Lage der USA ist ausgesprochen gut. Deutlichstes Zeichen dafür ist der Arbeitsmarkt, der sich angesichts einer Arbeitslosenrate von 4,7 Prozent nahe dem Vollbeschäftigungsniveau befindet. Die Lohnsteigerungen liegen über der Teuerungsrate und daher sind wir weiterhin zuversichtlich, dass der private Konsum das Wachstum tragen wird. Auch ist der Schuldenstand der Haushalte noch nicht besorgniserregend und die geringe Zinsbelastung sorgt für die nötige Leistbarkeit. Von dieser Seite herrscht also kaum Grund zur Beunruhigung.

Etwas anders sieht es da schon auf Seiten der Unternehmen aus. Aktuell ist die Stimmungslage sehr gut und liegt bei einzelnen Indikatoren nahe historischer Höchststände. Besonders hervorzuheben ist in diesem Zusammenhang die gute Auftragslage. Dieser Umstand, einhergehend mit einem zunehmenden Produktionsrückstand insbesondere im Industriesegment, lässt uns davon ausgehen, dass auch die kommenden Monate positive Signale bringen werden. Allerdings gilt auch für US-Unternehmen, dass ein stabiles Rahmenwerk dem Geschäft zuträglich ist. Naturgemäß versucht eine neue Regierung ihre Vorstellungen umzusetzen. Derzeit befinden wir uns noch am Anfang und der Ausgang ist noch nicht bekannt, wodurch eine Komponente der Unsicherheit aufkommt. Obwohl wir grundsätzlich an unserem Bild eines konjunkturell sehr guten Jahres 2017 festhalten, wollen wir nicht unerwähnt lassen, dass sich einige für unsere Meinungsbildung wesentlichen Parameter im Umbruch befinden.

Es bleibt also abzuwarten, welche konkreten Pläne aus Washington kommen, erst dann kann man sich etwas konkretere Vorstellungen davon machen, was die Zukunft bringen wird, und auch wie einzelne Sektoren davon betroffen sein werden. Vorbehaltlich dessen kann man aktuell von einem Wachstum um zwei Prozent in diesem Jahr ausgehen. Spannend dürfte sich die Entwicklung der Teuerung darstellen. Bereits jetzt befindet sie sich nahe des Notenbank-Ziels von zwei Prozent und weiterer Preisdruck in den kommenden Monaten zeichnet sich deutlich ab. Ein Überschreiten des Zielwertes wird somit sehr wahrscheinlich. Bislang hat sich die Notenbank deutlich zu ihrem Plan von drei Zinsanhebungen in diesem Jahr bekannt. Es wird interessant, wie sie in einem Szenario überhöhter Teuerung bei zugleich niedriger Arbeitslosenrate reagieren wird. Denn trotz der bereits erfolgten Zinsanhebungen ist die Geldpolitik angesichts nach wie vor negativer Realzinsen alles andere als restriktiv.

## Geopolitische Entwicklungen bleiben wichtiger Einflussfaktor für Finanzmärkte

*“However, the setback on health care – the new administration’s first big legislative test – has badly damaged the confidence of US households and businesses in Trump’s ability to push his reform agenda through Congress. Investors’ already dwindling belief in the sustainability of the Trump trade is only likely to diminish further as a result. [...] That will further dampen enthusiasm for the Trumpflation trade, which has waned lately as expectations for higher nominal growth have eased.”*

Gavekal Research, 27.03.2017

Schon vor dem Scheitern der US-Gesundheitsreform kamen Zweifel an der Nachhaltigkeit des Trump-Reflation-Trades auf und der seit Juli 2016 laufende, zyklische Umschichtungsprozess setzte sich im ersten Quartal nicht weiter fort. Die Besorgnis, dass die wachstumsfördernden Maßnahmen nicht, oder nicht in näherer Zukunft umgesetzt werden, brachte vor allem US-Aktien unter Druck. Währenddessen geht auch Europa einer wichtigen politischen Phase entgegen. Am 23. April wählt Frankreich einen neuen Präsidenten. Der Ausgang der Wahl ist unklar und wenn man davon ausgeht, dass Marine Le Pen es in die zweite Runde schafft, wird die Marktunsicherheit auch vor dem zweiten Wahlgang hoch sein.

## Makro- und mikroökonomisches Umfeld unterstützen

Die globalen Wachstumsaussichten haben sich weiter verbessert und die Gewinnrevisionen zeigen, dass sich das Umfeld für die Unternehmen weiter aufhellt. Auch wenn das positive Momentum der Gewinnprognosen unter dem Niveau vom Beginn des Jahres liegt, stellt die Entwicklung eine deutliche Verbesserung zu den vergangenen Jahren dar. Der Markt rechnet für 2017 mit einem Gewinnwachstum von 14 Prozent für Europa und mit knapp zehn Prozent für die USA. Die vergangenen Jahre waren von starken Abwärtsrevisionen der Gewinnerwartungen in den ersten Monaten geprägt und im Februar letzten Jahres wurden für die USA und für Europa nur mehr etwa je zwei Prozent p.a. prognostiziert.

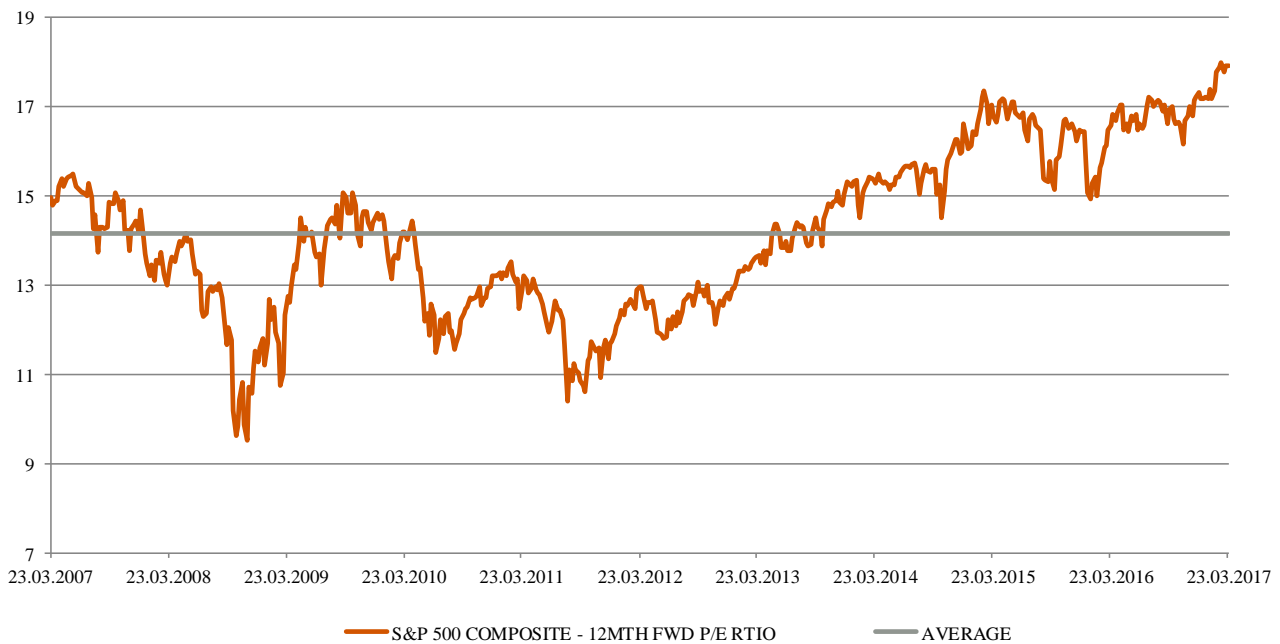
## Aktiensentiment: Emerging Markets feiern Comeback, Durchatmen in den USA

Die Sentimentindikatoren der US-Märkte konnten im ersten Quartal 2017 zwar überwiegend zulegen. Traditionelle Bereiche und das Small Cap Segment fielen jedoch von den im vierten Quartal bzw. im Jänner 2017 gesehenen Ständen relativ deutlich zurück. Stetig verbesserten sich die Werte für Europa, in Japan konnten die hohen Marken teilweise gehalten werden. Sehr erfreulich entwickelten sich im Gegensatz zu Russland die Indikatoren für Hong Kong, Indien und Mexiko. Vergleichsweise wenig Bewegung gab es unterm Strich in Brasilien und den chinesischen Lokalmärkten. Rasch nach unten korrigierte zuletzt Südafrika. Die Indikationen für einige Emerging Markets haben sich von den Tiefständen nach der US-Präsidentenwahl teilweise beachtlich rasch auf die Niveaus vor dem Votum zurückbegeben. Spannend bleibt, ob dieses Beispiel auch in einigen etablierten Märkten Schule macht, oder das Sentiment in den Emerging Markets wieder abbröckelt.

Politische Risiken und hohe Bewertungen – Aktienexposure leicht untergewichtet

Trotz global guter Wachstumsprognosen und Gewinnaussichten für Unternehmen sehen wir viele, vor allem geopolitische Unsicherheiten. Auch angesichts der hohen Bewertungen ist die Rückschlagsgefahr gestiegen.

Abb. 2: Kurs-Gewinn-Verhältnis S&P 500 auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate



Quelle: Thomson Reuters

Wir haben unsere Aktiengewichtung deshalb auf leicht untergewichteten gesenkt. In den USA, wo die Bewertung des Aktienmarktes hoch ist, haben wir die Untergewichtung verstärkt. In Europa entwickelten sich die Gewinne und die Gewinnschätzungen in den letzten Monaten besonders gut. Die Kursentwicklung blieb aber bis Anfang März 2017 deutlich hinter den Anstiegen in den USA zurück. Wir haben unser Übergewicht bei europäischen Aktien verstärkt. Auch Asien, speziell China, gehört zu unseren bevorzugten Anlageregionen. China wird auf absehbare Zeit eine der am stärksten wachsenden Volkswirtschaften bleiben. Das Ende der Erzeugerpreisdeflation führt nun zu höheren Margen und Gewinnen sowie steigenden Anlageinvestitionen.

Japan: Weitere Erholung, die Inflationsentwicklung bleibt ein Thema

Die meisten japanischen Wirtschaftsdaten zeigen weiterhin ein positives Bild für Japan und somit ein Voranschreiten der langsamen Erholung der japanischen Wirtschaft. Die Schätzung des BIP-Wachstums für das vierte Quartal 2016 wurde im Quartalsvergleich nach oben revidiert und auf 1,2 Prozent annualisiert. Zurückzuführen ist das auf einen höheren Wert bei den Investitionsausgaben der Unternehmen. Auch für die Entwicklung der Jahre 2017 und 2018 (jeweils mit Beginn 1.4.) ist die

Bank of Japan positiv gestimmt. Für beide Jahre wurden die Erwartungen hinaufgesetzt. Für das nun beginnende Jahr wird von einem Wachstum von 1,5 Prozent ausgegangen.

Die Inflation, welche zwar leicht angestiegen ist, jedoch immer noch gering ausfällt, ist weiterhin ein zentrales Thema. So stieg der Verbraucherpreisindex exklusive frischer Lebensmittel und Energie im Jänner lediglich um 0,2 Prozent. Die gewünschte Inflationsrate liegt bei zwei Prozent. Zuletzt bestätigte der Notenbankpräsident Haruhiko Kuroda, dass es aufgrund der schwachen Preisanstiege derzeit keinen Anlass gibt die geldpolitischen Maßnahmen zurückzufahren. Es gibt auch Stimmen innerhalb des Komitees, welche eine weitere Ausweitung des Stimulus für notwendig erachten, sollte das Inflationsziel nicht erreicht werden.

Wie für die meisten asiatischen Staaten stellt sich auch für Japan die Frage, wie US-Präsident Trump hinsichtlich der Außenhandelsbeziehungen vorgehen wird. Auch wenn der Anstieg der Exporte in die Vereinigten Staaten zuletzt weniger stark ausgefallen ist: aufgrund des Handelsbilanzüberschusses mit den USA steigt die Befürchtung, dass seitens der USA protektionistische Maßnahmen ergriffen werden könnten.

#### Asien: Ziele der chinesischen Führung

Beim Nationalen Volkskongress wurden wie immer auch die wirtschaftlichen Ziele Chinas für das Jahr 2017 bekanntgegeben. Die politische Führung geht dabei von einem Wachstum des Bruttoinlandprodukts von rund 6,5 Prozent aus. Manche erachten dieses Ziel als zu hoch gegriffen, obwohl es einen Rückgang zu dem im Vorjahr geforderten Anstieg (6,5 bis 7 Prozent) darstellt. Der Regierungschef gab jedoch zu, dass dieses Wachstum notwendig sei, um ausreichend neue Arbeitsplätze zu schaffen.

Betrachtet man die Wachstumsraten der einzelnen Wirtschaftsbereiche genauer, so werden die großen Unterschiede deutlich. Während Kohle-, Stahl- und Zementindustrie kaum bzw. negativ zum Wachstum beitragen, liefern Online-Handel und Tourismus Anstiege zwischen 35 und 50 Prozent. Dies zeigt deutlich, wie differenziert die chinesische Wirtschaft zu betrachten ist und dass nicht vergessen werden darf, dass der Dienstleistungsbereich für deutlich über 50 Prozent der Wirtschaftsleistung verantwortlich ist.

Kurz vor Ende seiner Amtsperiode kritisierte der chinesische Notenbankchef Zhou Xiaochuan die zu leichtfertige Kreditvergabe der Banken, die er für die Überkapazitäten in einigen Branchen verantwortlich macht. Sie ist auch ein Grund für den rasanten Anstieg der Unternehmensverschuldungen, der auch auf staatliche Betriebe zutrifft. Zhou stößt damit ins gleiche Horn wie Premierminister Li Keqiang, der dem Abbau der Unternehmensschulden für 2017 höchste Priorität eingeräumt hat.

#### Anleihen: Wer fürchtet sich vor Marine Le Pen?

Für Anleiheinvestoren waren politische Risiken in der Eurozone ein großes Thema des ersten Quartals. Insbesondere der Wahlkampf in Frankreich vermochte die Anleiheperformance entscheidend zu beeinflussen – allerdings nicht so, wie man sich das vorgestellt hatte. Anleiheinvestoren machen sich schon länger Sorgen über die Anti-Europa-Politik und Euro-



Ausstiegphantasien Marine Le Pens und das führte zu höheren Renditen der französischen Staatsanleihen. Deren schwache Performance im Vergleich zu den deutschen Staatsanleihen begann aber schon Ende 2016 und erreichte den Höhepunkt Ende Februar, als um den Parteitag der Front National die Nachrichten über Le Pen omnipräsent waren und die Renditeaufschläge hoch. Seither scheint aber die Angst vor einem Le-Pen-Sieg abgenommen zu haben und französische Staatsanleihen haben sich teilweise wieder erholt.

Wir bleiben bis zum ersten Wahlgang vorsichtig und untergewichtet. Da könnte es tatsächlich zu einem überraschend starken Resultat für Le Pen kommen und die Ängste wieder zunehmen. Aber weder rechnen wir aktuell mit ihrem Sieg im zweiten Wahlgang, noch sind die Auswirkungen des französischen Wahlkampfes stark genug, um eine allgemeine Risk-off-Stimmung zu erzeugen.

Viel bewegender für die Nachfrage nach „sicheren Häfen“ wie deutschen Staatsanleihen ist die Politik Trumps. Investoren hinterfragen die Trump-Rallye bei jedem Rückschlag, den der Präsident hinnehmen muss und fürchten eine außenpolitische Eskalation. Insbesondere ein weiteres Ansteigen von Wachstum und Inflation, das man in den USA von den angekündigten Infrastrukturinvestitionen und der Steuerreform erhofft hatte, wird in Zweifel gezogen. Das führte dazu, dass ausgerechnet USD-Anleihen trotz der Zinserhöhung eine bessere Performance als EUR-Anleihen ausweisen konnten. Für die USA wurde also ein Teil der Trump-Wachstums-Euphorie wieder zurückgenommen. In Europa tauchen immer mehr Zeichen auf, dass wir nicht in einer „japanischen Falle“ aus Null-Wachstum und Null-Inflation stecken bleiben. Immer mehr Länder, auch aus der Peripherie, scheinen nachhaltig zum Wachstum zurückgefunden zu haben. Aber erstens müssen wir nicht alle Mario Draghis Statement bei der letzten EZB-Presskonferenz glauben, dass die zurückgekehrte Zuversicht in Europa vor allem der EZB-Politik zu verdanken sei (aber es ist schon Wahres daran). Und zweitens ist der Aufschwung in Teilen Europas noch ein schwaches Pflänzchen – es kann zu Rückschlägen kommen. Erste Diskussionen, wie die EZB die Politik wieder „normalisieren“ soll, sind berechtigt und führten im Endeffekt zu negativer Performance bei europäischen Anleihemärkten im ersten Quartal. Bis zur Umsetzung dieser Normalisierung wird aber noch viel Zeit vergehen.



## 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)

Dies ist eine Werbemitteilung. 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 Wissensstand 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: <https://gutmann.at/Impressum>.

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

April 2017