

Portfolio Management Bericht – 3. 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	Untergewichtet
Renten USA	Untergewichtet

Währungsprognosen (Quartalsende)	Aktuell	2017 Q4	2018 Q1
EUR/USD	1,17	1,10	1,15
EUR/GBP	0,88	0,86	0,85
EUR/CHF	1,14	1,15	1,15
EUR/JPY	132,70	128,00	125,00

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

Kurz gefasst

- Die Konjunktur in der Eurozone erweist sich nach wie vor als überaus robust. Wir haben kaum Zweifel, dass es einen dynamischen Start ins Jahr 2018 geben wird, wenngleich wir in unserem Basisszenario derzeit eher von einem nachlassenden Momentum im Gesamtjahr 2018 ausgehen.
- Auch die Wirtschaft in den USA stellt sich weiterhin als stabil dar. Steuersenkungen können noch kurzfristige Impulse bringen und den schon lange andauernden Zyklus weiter verlängern. Die aber bereits knappen Ressourcen am Arbeitsmarkt deuten an, dass sich auch diese Aufschwungsphase ihrem Ende nähert.
- Die Europäische Zentralbank wird 2018 ihr Anleihekaufprogramm zurückfahren, jedoch an der Zinsschraube nicht drehen. Die geringen Teuerungsraten geben keinen Anlass dazu. In den USA ist die Situation eine andere, daher gehen wir weiterhin von einem Zinsschritt im Dezember aus und erachten derzeit auch 2018 weitere Anhebungen für gerechtfertigt.

Rückblick 3. Quartal 2017

Auch die vergangenen Monate waren einigermaßen schwierig

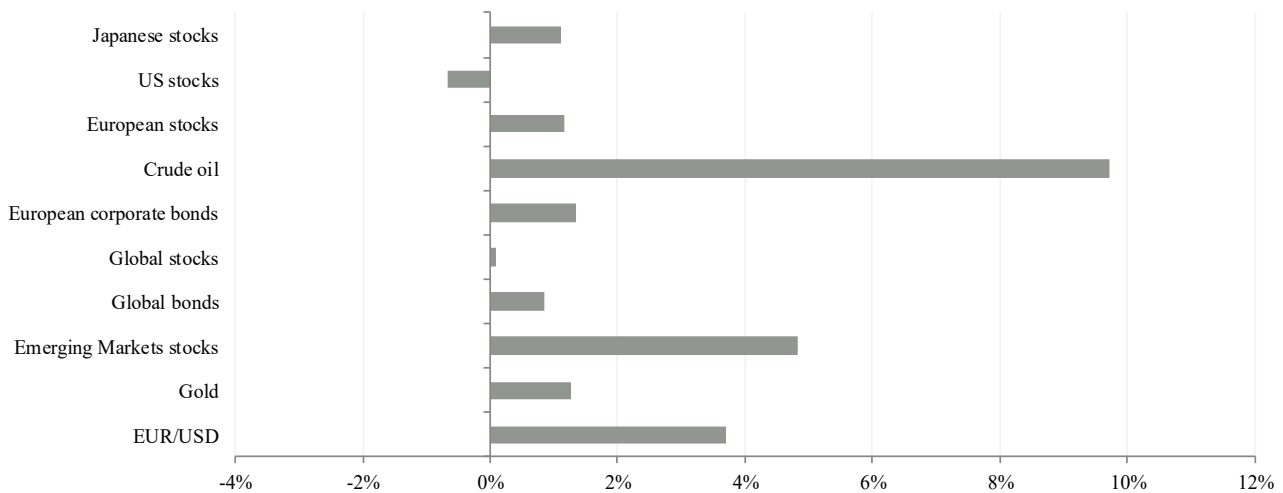
Rückblickend betrachtet wiesen die vergangenen drei Monate ein erhöhtes Maß an Unsicherheit auf. Ausschlaggebend dafür waren weniger schlechte Wirtschaftsdaten, sondern vielmehr erneut die politische Bühne. Das – vorerst noch – rhetorische Säbelrasseln zwischen Nordkorea und den USA sorgte immer wieder für Verunsicherung. Die wiederholten Raketentests über Japan hinweg führten zudem zu einer breiteren Allianz und dem Ziel, die Sanktionen gegen Nordkorea zu verschärfen. Leider ist es einmal mehr die diplomatische Sorglosigkeit des US-Präsidenten, die für einen permanenten Zufluss von Öl ins Feuer sorgt. Bis zuletzt ist die Lage bis auf Wortgefechte jedoch stabil und so lebt die Hoffnung, dass es bei Sanktionen auf wirtschaftlicher Basis bleibt.

Aus wirtschaftlicher Sicht blickt man indes sehr gerne zurück. Insbesondere in der Eurozone läuft die Konjunktur derzeit auf Hochtouren. So gut, dass Marktteilnehmer zwischenzeitlich sogar von einem vorzeitigen Rückzug der Europäischen Zentralbank von ihren expansiven Maßnahmen ausgingen. Diese Hoffnung wurde bislang nicht erfüllt, aktuell wirkt es eher so, als wolle die Notenbank durch kommunikative Schritte den Marktteilnehmern ein geduldigeres Vorgehen näherbringen. Schließlich ist zwar das Wirtschaftswachstum überdurchschnittlich gut, aber das Ziel der Zentralbank, nämlich die Erreichung einer Teuerungsrate von knapp unter zwei Prozent im Jahresvergleich, liegt nach wie vor in weiter Ferne.

In den USA sieht es nicht viel anders aus, allerdings gibt es doch einige bedeutende Unterschiede. Der Wirtschaftszyklus ist noch stabil aber deutlich länger fortgeschritten, sodass man sich langsam über den nächsten Abschwung Gedanken macht. In diesem Zusammenhang gelangt man schnell zur Frage, ob ein Leitzins innerhalb einer Bandbreite von einem bis 1,25 Prozent ausreichend Spielraum nach unten gewährt, um geldpolitisch gegensteuern zu können. Für manche Entscheidungsträger in der US-Notenbank lautet die Antwort Nein, jedoch nicht für alle. Dennoch sprach man sich in der September-Sitzung für einen weiteren Zinsschritt im Dezember aus. Dies entspricht unserer Erwartung, war jedoch für eine Mehrheit der Marktteilnehmer in den vergangenen Monaten kaum noch vorstellbar und dementsprechend betrug die eingepreiste Wahrscheinlichkeit für eine Dezember-Zinsanhebung nur etwa 30 Prozent. Durch die im September getätigten Aussagen hat sich diese nun auf etwa 60 Prozent verdoppelt.

Das politische Getöse auf der einen Seite des Planeten und die relative politische Stabilität in der Eurozone zusammen mit der stärkeren Wirtschaft gaben dem Euro starken Rückenwind. Erst zuletzt konnte sich das Blatt ein wenig wenden. Mit dazu beigetragen dürfte der Wahlausgang in Deutschland haben. Ein politisch stabiles Deutschland und in weiterer Folge ein stabiles und vor allem selbstbewusst auftretendes Europa ist nicht nur für uns Bewohner wünschenswert, sondern natürlich auch im Sinne der Finanzmärkte. Seit der Wahl des starken EU-Befürworters Macron und der dadurch wiederauferstandenen Achse Berlin – Paris, und zugleich aufgrund der weniger stark in Erscheinung tretenden Euro-Skeptiker, allen voran der italienischen 5-Sterne Bewegung, konnte der Euro stark zulegen. Nun scheint es, als stünden schwierige Koalitionsverhandlungen in Deutschland bevor, mit dem möglichen Szenario einer CDU/CSU geführten Regierung mit dem Bündnis 90 / Die Grünen und der FDP. Insbesondere letztgenannte Partei könnte die bisherige Harmonie mit dem französischen Präsidenten Macron ein wenig gefährden.

Abb. 1: Performance verschiedener Anlageklassen im dritten Quartal 2017 in EUR (bis 25.09.2017)



Quelle: Bloomberg

Hinweise auf frühere Wertentwicklungen lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu.

Eurozone: Wirtschaftswachstum steht auf breiter Basis

Konjunkturell läuft es in der Eurozone überaus gut. Stimmungsindikatoren quer über die einzelnen Segmente der Wirtschaft befinden sich auf hohen Niveaus und somit scheint es sehr wahrscheinlich, dass im Gesamtjahr 2017 eine reale Wachstumsrate der Wirtschaft von über zwei Prozent erzielt wird.

Besonders positiv ist in diesem Zusammenhang, dass das Wachstum auf einer breiten Basis steht. Es ist also nicht etwa nur die externe Nachfrage, die die Konjunktur trägt, sondern es sind auch der heimische Konsum sowie die Investitionen. Diese Tatsache kann sich im Falle einer globalen wirtschaftlichen Abschwächung als wesentlicher Vorteil für die Eurozone auswirken.

Schließlich sollte es dadurch möglich sein, trotz abnehmender Nachfrage aus dem Ausland, Wachstumsimpulse aus dem Inland zu erhalten. Hier sind in erster Linie die privaten Konsumenten zu nennen. Sie leisten durch ihr höheres Ausgabenvolumen bereits seit längerem den größten Beitrag zum Wirtschaftswachstum. Die Konsumfreude ist ein Resultat der spürbaren Besserung am Arbeitsmarkt. Nicht nur, dass die Arbeitslosenrate auf aktuell 9,1 Prozent gefallen ist, wächst die Beschäftigung seit längerem konstant und auch das Wachstumstempo hat zuletzt sogar ein wenig zugelegt. Zwar gibt es große Unterschiede innerhalb der Mitgliedsstaaten, insgesamt zeigt der Trend jedoch in die gleiche Richtung. Die vermeintlich logische Konsequenz der Besserung am Arbeitsmarkt, nämlich höhere Lohnsteigerungen, hat sich allerdings noch nicht auf breiter Basis eingestellt. Einer der Gründe dafür ist, dass noch ausreichend freie Ressourcen, also beschäftigungslose Personen, vorhanden sind. Anzeichen von aufkommender Knappheit gibt es am ehesten noch in Deutschland, was man auch bereits bei den Lohnabschlüssen feststellen kann.

Wir sind also zuversichtlich, was den Konjunkturausblick für das Jahr 2018 betrifft. Allerdings gehen wir derzeit nicht von einer Wiederholung des diesjährigen Wachstumstempos aus. Der wesentlichste Grund für diese Annahme ist der derzeit vergleichsweise starke Euro.

Seit Jahresbeginn betrug der effektive Anstieg etwa zehn Prozent und verteuerte somit in der Gemeinschaftswährung verrechnete Waren und Dienstleistungen für Käufer außerhalb des Währungsraumes. Der Einfluss dieser Entwicklung auf die einzelnen Länder ist unterschiedlich und hängt von verschiedenen Faktoren ab, wie der generellen Offenheit der jeweiligen Volkswirtschaft oder der Sensibilität der Exportgüter gegenüber Preisänderungen. Allgemein gilt jedoch, dass die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Euroraumes darunter leidet und die Euro-Stärke ein wenig Wachstum kosten wird.

Abgesehen davon wirkt die Währungsaufwertung allerdings noch drückend auf die Teuerung im Euroraum, da Importe günstiger werden. Die Europäische Zentralbank berücksichtigt diesen Einfluss natürlich auch in ihren geldpolitischen Entscheidungen. Auch aus diesem Grund gehen wir weiterhin von einem zögerlichen Rückzug aus dem derzeitigen Maßnahmenpaket aus und erwarten, dass Zinsänderungen auf Sicht der kommenden zwölf Monate kaum ein Thema sein werden.

USA: Gutes Wirtschaftswachstum und vorsichtiger Blick in die Zukunft

Auch die US-Konjunktur steht nach wie vor stabil da. Dies ist insofern beeindruckend, als der Aufschwung nun bereits – von kurzen, einzelnen Unterbrechungen abgesehen – acht Jahre andauert. In der Historie gab es nicht allzu häufig ähnlich lange Zyklen. Allerdings sind Wirtschaftszyklen auch schwierig miteinander zu vergleichen. Die US-Notenbank hat mit ihrer extrem expansiven Geldpolitik sicher viel zu dieser Entwicklung beigetragen und auch der Staatshaushalt verzeichnet seit vielen Jahren Defizite, wirkt also auch expansiv. Damit ist zumindest zum Teil erklärt, warum es diesmal ein wenig anders ist. Ebenso dürfte das Wachstumspotenzial aktuell unter jenem vor Ausbruch der Krise liegen. Die Begleiterscheinungen davon sind niedrigere Wachstumsraten und damit einhergehend ein geringeres Zinsniveau.

Insofern ist es auch nicht überraschend, dass sich die Notenbank mit ihren Zinsanhebungen Zeit lässt. Zwar hat sie davon ausreichend, schließlich liegt die Teuerung mit aktuell 1,4 Prozent weiterhin unter dem Zielwert und wird das auf Sicht der kommenden Monate wohl auch bleiben. Abgesehen davon ist es aber auch so, dass der sogenannte faire Leitzins heute niedriger liegt als in der Vergangenheit. Am Ende dieses Zinsanhebungszyklus wird der Leitzins etwa drei Prozent betragen. Zum Vergleich: 2007 lag er bei 5,25 Prozent, in den 90er-Jahren zwischen fünf und sechs Prozent. Die Bandbreite ist schmaler und somit würden zu schnelle Schritte wahrscheinlich ungewollte realwirtschaftliche Konsequenzen mit sich bringen. Trotz allem möchte man noch ein wenig an der Zinsschraube drehen, schließlich braucht man im Falle einer wirtschaftlichen Abschwächung wieder einen Spielraum nach unten.

Über dieses Szenario nachzudenken ist wichtig und richtig. Der Arbeitsmarkt verdeutlicht einen der Gründe dafür auf schöne Weise. Aktuell liegt die Arbeitslosenrate bei 4,4 Prozent. Das ist ein Niveau, bei dem man bereits von Vollbeschäftigung sprechen kann. Um weiter wachsen zu können, beziehungsweise um weiter die Produktion ausweiten zu können, braucht es verschiedene Faktoren. Einer davon wäre steigende Produktivität, also einen effizienteren Einsatz der vorhandenen Kapazitäten. Das trifft seit einigen Jahren nur in geringem Maße zu, die Produktivität steigt nur langsam an. Ein weiterer Faktor wäre der Einsatz von mehr Ressourcen, also steigende Beschäftigung. Das hat in den vergangenen Jahren gut funktioniert und zu der aktuell sehr guten Lage am Arbeitsmarkt geführt. Langsam stellt sich allerdings die Frage, ob überdurchschnittliche Wachstumsraten angesichts der zunehmenden Knappheit an Arbeitskräften möglich sind. Hier

steckt also eine Gefahr für das US-Wirtschaftswachstum resultierend aus der Tatsache, dass eine weitere Ausweitung der Produktionstätigkeit zunehmend erschwert wird.

Auch aus diesem Grund sind wir nur noch verhalten optimistisch, was die US-Konjunktur betrifft. Ein ambivalentes Risiko für dieses Szenario stellen die Steuerpläne von Präsident Trump dar. Dadurch kann der Zyklus zwar noch ein wenig verlängert werden. Die Begleiterscheinungen wären aber vermutlich auch höhere Löhne (die aus der dann noch ausgeprägteren Knappheit an Arbeitskräften resultieren) und damit in weiterer Folge auch ein engagierteres Vorgehen der Notenbank.

Japan: Private Nachfrage trägt das japanische Wirtschaftswachstum

Der Anstieg des japanischen Wirtschaftswachstums im zweiten Quartal belief sich auf 2,5 Prozent im annualisierten Quartalsvergleich. Er liegt somit auf Höhe der ursprünglich erwarteten Steigerung, auch wenn man ursprünglich von einer deutlich besseren Zahl ausgegangen war. Besonders positiv hat die inländische Nachfrage zu diesem Ergebnis beigetragen. Neben den gestiegenen privaten Konsumausgaben haben sich aufgrund des Stimulus-Pakets von 2016 auch die öffentlichen Aufwendungen wieder erhöht.

In diesem Zeitraum entwickelten sich die Exporte schwächer, was hauptsächlich auf den stärkeren japanischen Yen zurückzuführen war. Die Erwartungen der Analysten gehen jedoch in nächster Zeit von einer Schwächung der Währung aus. Daraus sollte sich wieder eine Verbesserung der Ausfuhren ergeben.

Aufgrund geringerer Ausgaben der öffentlichen Hand im dritten Quartal ist davon auszugehen, dass das Wachstum für diese Periode geringer ausfallen wird. Dennoch sollte sich die Erholung fortsetzen. Als Stütze fungiert die Nachfrage der privaten Haushalte aufgrund der geringen Arbeitslosigkeit und leicht angestiegener Mindestlöhne.

China: Erwartete Zielerreichung des Wirtschaftswachstums

Im zweiten Quartal stieg das Bruttoinlandsprodukt Chinas annualisiert um 6,9 Prozent. Aufgrund dieser Entwicklung, jener des Vorquartals und weiterer Indikatoren, die auf eine stabile Entwicklung für die zweite Jahreshälfte hindeuten, gehen wir davon aus, dass das vom Nationalen Volkskongress für 2017 ausgegebene Ziel eines Wachstums von 6,5 Prozent erreicht werden kann.

Aufgrund der guten Entwicklung im ersten Halbjahr konnten notwendige Schritte seitens der Regierung gesetzt werden. Der Anstieg in den Monaten Juli bis Dezember wird vermutlich aufgrund restriktiverer Richtlinien für Immobilienkäufe sowie der zuletzt strengeren Geldpolitik etwas geringer ausfallen. Schwächer zeigte sich auch der Industrieoutput. Dies dürfte den strengeren Umweltauflagen, aber auch der weiteren Reduktion von Überkapazitäten geschuldet sein. Diese Entwicklung bestätigt die gewünschte, gesunde Mäßigung des Wachstums.

Zugrundeliegender Trend ist positiv

Für das Gesamtjahr 2017 erwarten die Analysten ein Gewinnwachstum für europäische Unternehmen von knapp 13 Prozent und für US-Unternehmen von knapp elf Prozent. In Anbetracht des nahenden Jahresendes verlagert sich der Fokus zunehmend auf die Schätzungen für das Jahr 2018. In den USA soll der Ertragszuwachs ähnlich hoch wie 2017 ausfallen, für europäische Unternehmen liegen die Schätzungen mit neun Prozent darunter. Das ist jedoch noch immer ein hohes Wachstum.

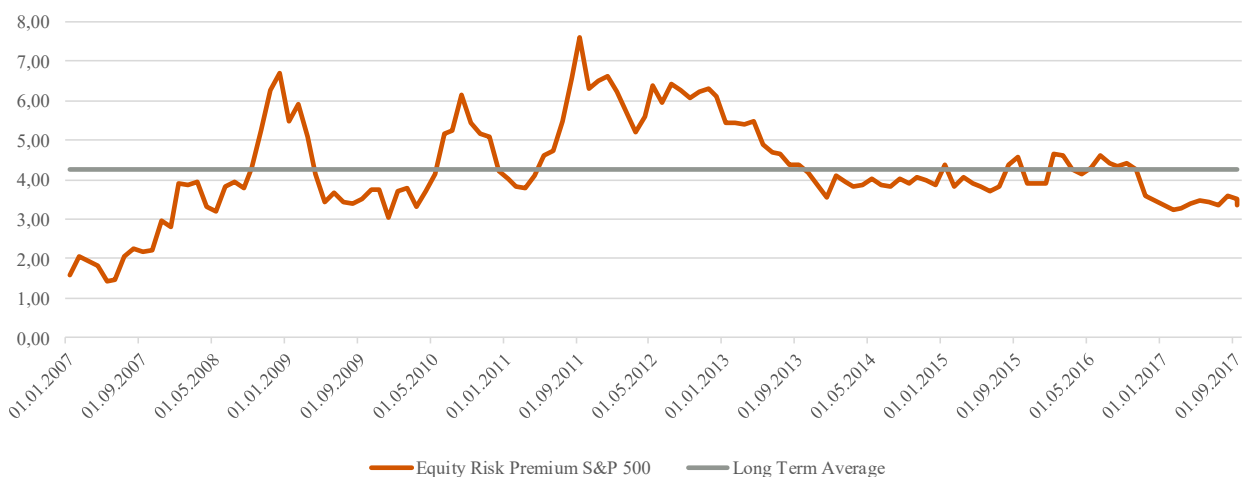
Spannend ist, ob die Gewinnrevisionsquoten aufwärts gerichtet bleiben. Anhaltspunkte für einen positiven Trend gibt es. Die Frühindikatoren deuten auf eine solide fundamentale Entwicklung in Europa und den USA, unterstützt durch die anhaltend dynamische globale Konjunktur. Aktien sind gut unterstützt.

Aktien bleiben beste Wahl

Zur Beurteilung der Attraktivität von Aktienmärkten kann man die Risikoprämie heranziehen. Näherungswerte lassen sich verhältnismäßig einfach berechnen.

Bildet man den Kehrwert des KGVs (Kurs-Gewinn-Verhältnis), erhält man die Rendite der Aktienveranlagung. Für Unternehmen des S&P 500 liegt diese aktuell bei etwa 5,6 Prozent (basierend auf den Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate). Ein Investment in zehnjährige amerikanische Staatsanleihen verspricht derzeit eine Rendite von etwa 2,3 Prozent. Daraus ergibt sich eine Risikoprämie von US-Aktien gegenüber US-Staatsanleihen in Höhe von 3,37 Prozent.

Abb. 2: Risikoprämie US-Amerikanischer Aktien



Quelle: Gutmann KAG, Macrobond

Bei Aktien des europäischen Stoxx 600 beträgt die derzeitige Rendite 6,6 Prozent (basierend auf den Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate). Zehnjährige deutsche Staatsanleihen rentieren bei knapp 0,5 Prozent. Europäische Aktien beinhalten also noch eine Risikoprämie von über sechs Prozent.

Die hohen Bewertungen vor allem bei US-Aktien relativieren sich im Vergleich zu den traditionellen Anleihemärkten. Wir bleiben bei unserer positiven Einschätzung der Aktien. Aufgrund der nachlassenden Dynamik des fundamentalen Umfelds ist eine weitere Aufstockung riskanter Assetklassen derzeit aber nicht geplant.

Den traditionellen Anleihebereich erachten wir im Vergleich weniger interessant und bleiben in dieser Assetklasse untergewichtet. Einen Mehrwert erwarten wir uns von Investments in Unternehmensanleihen und der Beimischung risikoreicherer High Yield- und Emerging Markets-Anleihen.

Gut diversifizierte liquide alternative Veranlagungen sind ebenfalls Teil unserer Asset Allokation.

Asien verstärkt

Die Risikoprämien von US-Aktien haben vor dem Hintergrund steigender Renditen amerikanischer Staatsanleihen an Attraktivität verloren. Wir haben die Gewichtung von Nordamerika im September nochmals auf rund 50 Prozent reduziert. Der globale Aktienindex hält knapp 63 Prozent in dieser Region. Das bestehende USD-Risiko wurde bereits im August zu einem Viertel abgesichert.

Europäische Aktien haben weiterhin Potenzial. Die starke Aufwertung des Euros belastet zwar die Exporte und die Gewinnmargen der Unternehmen in Europa, allerdings wird die Abhängigkeit von außen durch die starke heimische Nachfrage kompensiert. Wir halten an unserer hohen Gewichtung europäischer Aktien fest.

Das höchste Gewinnwachstum weisen die Schwellenländer Asiens auf. Die Revisionen der Gewinnprognosen sind darüber hinaus weiterhin deutlich aufwärts gerichtet. Das unterstreicht unsere positive Einschätzung asiatischer Aktien und wir haben unsere Gewichtung im September nochmals leicht erhöht.

Japanische Aktien sind seit August im Verhältnis zum globalen Aktienmarkt nur mehr leicht untergewichtet. Aufgrund der positiven Gewinndynamik und überraschend starker Zahlen vom privaten Konsum hat diese Region in den letzten Monaten an Attraktivität gewonnen.

Es war ein schöner Sommer für Anleihen

Das dritte Quartal war für Anleihen von der Erholung vom Sintra-Schock geprägt. EZB-Präsident Mario Draghi hatte Ende Juni die Anleihemärkte auf Talfahrt geschickt, indem er die Stärke der europäischen Wirtschaft betonte und in den Raum stellte, dass die EZB vor diesem Hintergrund weniger expansiv sein müsste. Viele interpretierten das als Zeichen für eine vorzeitige Rücknahme der Anleihekäufe und frühere Zinserhöhungen.

Über den Sommer stimmten sich die EZB-Vertreter jedoch weiter auf ihr neues Mantra ein: Mit sehr viel Geduld und umsichtigem Handeln, wenn alle Flexibilität ausgenutzt wird, sind sie zuversichtlich, dass die Inflation wieder zu ihrem Zielband bei zwei Prozent findet. In der Zinssitzung im September trieb Draghi die Erwartungen auf die Spitze indem er sagte, die Zentralbank werde erst mit ihren extremen Maßnahmen aufhören, wenn das Inflationsziel erreicht ist. Kurzfristig fielen dadurch die Renditen der zehnjährigen deutschen Staatsanleihen wieder deutlich unter 0,40 Prozent. Das war ein Niveau, mit dem wir nicht mehr gerechnet hatten und es hielt sich auch nicht lange. In den letzten Wochen des Quartals wurde wieder deutlich, dass die Zentralbank langsam an die selbst gesetzten Grenzen des Kaufprogramms stoßen wird und dass sie im Oktober dessen Reduktion verkünden muss. Die Performance langer Anleihen fiel damit wieder vom Niveau der Jahreshöchststände zurück.

Mit dem Sommer war auch die schöne Zeit für italienische und spanische Staatsanleihen vorbei. In Italien bleibt die 5-Sterne-Bewegung weiter stark in den Umfragen und unberechenbar in ihren Aussagen. Aber auch Berlusconi versteht es nach wie vor, mit seinen kontroversen Aussagen die Märkte zu verunsichern. Eben diese Märkte haben ihn beim letzten Mal den Premierminister-Posten gekostet. Der kommende Wahlkampf belastet somit schon jetzt die italienischen Staatsanleihen. Wir bleiben weiter vorsichtig.

Größere Fälligkeiten von Anleihen aus Venezuela könnten die äußerst robuste Risikostimmung für Anleihen aus den Emerging Markets ernsthaft auf die Probe stellen. Aktuell hält sich das Regime mit finanzieller Unterstützung aus Russland und China über Wasser – natürlich nicht ohne Gegenleistungen. Über die Finanzierung der kommenden Fälligkeiten ist aktuell wenig bekannt. Die Preise dieser Anleihen spiegeln die große Unsicherheit wider.

Allgemein sind wir skeptisch, wann und wie oft sich die Renditen der zehnjährigen deutschen Staatsanleihen unter 0,40 Prozent bewegen werden. Wie in den vergangenen Monaten würden wir das zur Reduktion der Duration nutzen. So ein Niveau scheint uns angesichts der europäischen Wirtschaft und der erwarteten Reaktion der EZB nicht mehr gerechtfertigt. Sollten die Renditen wieder über 0,70 Prozent steigen, würden wir längere Anleihen wieder vermehrt ins Portfolio aufnehmen.

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

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

Oktober 2017