

---

# Herbstmelancholie

Anlagebericht – 30. September 2023



## Herbstmelancholie

Im Gegensatz zum Wetter wurden die Finanzmärkte dieses Jahr schon früh von einer herbstlichen Melancholie erfasst. Während Obligationen mehrheitlich seitwärts dümpelten, kam es an verschiedenen Aktienbörsen vor allem im September zu Rückschlägen. Über den gesamten Jahresverlauf betrachtet dominieren aber die positiven Vorzeichen.

«Higher for longer». So lautet die neuste Befürchtung an den Finanzmärkten mit Blick auf die Zinslandschaft. Gemeint ist, dass die Leitzinsen der Notenbanken vielleicht länger als bisher angenommen auf dem erhöhten Niveau verharren werden. Oder dass sie sogar noch weiter erhöht werden (müssen), bevor es erst zu einem späteren Zeitpunkt wieder zu Zinssenkungen kommen könnte.

### Entwicklung der Aktienmärkte seit Anfang Jahr:

		Dez. 2022	Sept. 2023	Veränderung
Asien ex Japan	MSCI AC Asia ex Japan	487.5	485.4	-0.4%
Europa	DJ STOXX 600	981.8	1'065.4	8.5%
Japan	MSCI Japan	2'424.1	3'048.8	25.8%
Schweiz	SPI	13'734.9	14'368.6	4.6%
USA	MSCI USA	10'663.8	12'064.1	13.1%
Welt	MSCI AC Welt Index	7'985.9	8'872.6	11.1%
Hedge Funds	CS Hedge Fund Index*	734.4	759.1	3.4%

Indexentwicklung in lokaler Währung. Ausnahmen Asien ex Japan und Welt in USD. MSCI-Indizes sind Net Total Return.

\*Neuer Index, da die Daten des bisherigen nicht mehr zugänglich sind. Wert per Anfang September.

Zuletzt haben die Schweizerische und die US-amerikanische Nationalbank (Fed) ihre Leitzinsen zwar unverändert belassen (Schweiz 1,75%, USA 5,25 bis 5,5%). Zuvor im Sommer hatten beide Institute indes die Schraube nochmals angezogen mit dem Ziel, die Inflation zu bändigen. In Europa gingen die Zinsen auch im September abermals um eine Stufe nach oben, konkret um einen Viertelpunkt auf 4,5% für den Hauptfinanzierungssatz der Europäischen Zentralbank (EZB).

An den Aktienmärkten dominierte während den Sommermonaten ein lustloses Hin und Her mit beträchtlichen regionalen Unterschieden. Im September kamen die Kurse dann ins Rutschen. Auf der einen Seite lasteten die erwähnten Zinserhöhungen, die sich abschwächende Konjunktur sowie die grossen politischen Unsicherheiten auf den Notierungen. Auf der anderen Seite gab der Umstand Hoffnung, dass die amerikanische Wirtschaft allen Unkenrufen zum Trotz doch noch nicht in eine Rezession abgeglitten ist und dass die Teuerung überall nachlässt.

### Alle Augen auf die USA

Viele Beobachter rechnen in Amerika nach wie vor mit einem «Soft Landing», also einem Szenario, in dem das straffe Zins-Regime des Fed die Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts gegen

Null drückt, aber nicht darunter. Das scheint immer mehr zum wahrscheinlichsten Szenario zu werden. Vielleicht – aber weniger wahrscheinlich – kommt es aber auch zu einem «No-Landing», sprich die Konjunktur verlangsamt sich nicht weiter und beginnt bald schon wieder dynamischer zu wachsen.

Welche Entwicklung eintreten wird, muss sich weisen. Momentan gibt es jenseits des Atlantik doch einige Schwächezeichen. So hat etwa am Arbeitsmarkt die Zahl der offenen Stellen sowie die der freiwilligen Kündigungen abgenommen, was ein Zeichen dafür sein könnte, dass die Arbeitslosenquote bald weiter nach oben strebt. Sie hatte sich erstmals seit langem im August von 3,5 auf 3,8% erhöht.

Am US-Immobilienmarkt sind die Verkäufe bestehender Wohnimmobilien in den Keller gefallen. Die Besitzerinnen und Besitzer vermeiden wenn möglich Verkäufe, müssten sie dann doch in vielen Fällen ihr bestehenden, noch tiefverzinsten Fest-Hypotheken aufgegeben und hätten beim Neukauf höhere Finanzierungskosten zu stemmen. Auf der Käuferseite betrachten laut Umfragen 80% der Befragten das hohe Zinsniveau als wichtigen Grund, aktuell keine Immobilie zu kaufen. Dieser Wert war zuletzt in den 1980-er-Jahren so hoch.

Werte entdecken.

**Gefragt sind Flexibilität und Kreativität.**

Durchschnittliche **Wachstums- und Inflationsprognosen** der von «Bloomberg Composite Contributor Forecast» befragten Ökonomen:

	Reales BIP Wachstum		Kern-Teuerung	
	2023	2024	2023	2024
China	5.0%	4.5%	0.6%	1.9%
Deutschland	-0.3%	0.6%	6.1%	2.9%
EU	0.7%	1.2%	6.2%	3.0%
Grossbritannien	0.4%	0.5%	7.5%	3.1%
Japan	1.8%	1.0%	3.1%	1.9%
Schweiz	0.8%	1.3%	2.2%	1.6%
USA	2.1%	0.9%	4.1%	2.7%

Unter kleinen Unternehmen bereiten die hohen Zinsen und die erschwerten Finanzierungsmöglichkeiten in einem Umfang Sorge, wie es zuletzt während der Finanzkrise von 2008 registriert wurde. Last but not least fällt der Bestand an sogenannten «überschüssigen» Ersparnissen der Bevölkerung rasch in Richtung des Vor-Pandemie-Niveaus, was die Konsumfreudigkeit untergraben dürfte.

Warum ist der Blick in die USA momentan so wichtig? Weil beispielsweise China, welches früher oft in die Bresche sprang, wenn es darum ging,

die Weltkonjunktur am Laufen zu halten, zurzeit ebenfalls mehr Fragen aufwirft als es Antworten bereithält. Und weil Europa mit wenigen Ausnahmen (etwa Spanien) konjunkturell bestenfalls dahin dümpelt.

Andererseits hilft diese maue wirtschaftliche Entwicklung tatsächlich, die Inflation weiter zurückzudrängen. Der Trend zeigt bereits nach unten und dürfte sich so bis weit ins kommende Jahr fortsetzen. Momentan liegt die Teuerung in vielen Gegenden der Welt jedoch noch immer über dem 2%-Ziel der Notenbanken.

### Zinsgipfel in Sicht

Die gute Nachricht: Angesichts aller Umstände erscheint das Ende der Zinserhöhungen in Sicht zu sein. Vielleicht erhöht die europäische Zentralbank ihre Leitzinssätze im laufenden Jahr nochmals. In der Schweiz wäre eine weitere Erhöhung dagegen eine Überraschung.

In den USA, wo das Zinsniveau im kurzfristigen Bereich bereits höher liegt als in der alten Welt, steht die Möglichkeit einer weiteren Erhöhung zwar ebenfalls noch im Raum bzw. wird von den Fed-Verantwortlichen vorsorglich im Raum stehen gelassen. Die Märkte rechnen einem solchen Szenario im Moment aber nur eine ge-

ringe Wahrscheinlichkeit zu. Auf der anderen Seite haben sich Hoffnungen auf rasche Zinssenkungen zerschlagen. «Higher for longer» – diese Einsicht – oder sollte man besser Ernüchterung

Die **von uns eingesetzten Aktienfonds** haben seit Jahresbeginn die folgenden Renditen erzielt:

Aberdeen Asia Pacific (USD)	-8.6%
Barings ASEAN Frontiers Equities (USD)	-3.1%
BB Adamant Medtech & Services Fund (CHF)	-5.5%
BB Adamant Medtech & Services Fund (€)	-3.7%
BB Adamant Medtech & Services Fund (USD)	-4.5%
CS Index Fund Equity Switzerland Large Caps (CHF)	5.3%
Franklin Templeton FTSE India ETF (USD)	9.9%
GAM Japan Stock Fund (CHF hedged)	13.9%
GAM Japan Stock Fund (€ hedged)	15.6%
GAM Swiss Sustainable Companies Fund (CHF)	5.0%
iShares Core SPI ETF (CHF)	4.5%
iShares Stoxx Europe 600 ETF (€)	5.1%
Performa European Equities (€)	2.4%
Performa US Equities (USD)	11.3%

Performance in Fondswährung. Quelle: Bloomberg oder jeweilige Fondsgesellschaft.

sagen? – hat sich an den Finanzmärkten vor allem im September schmerzlich durchgesetzt.

Vor dieser Kulisse werden die Börsen voraussichtlich noch etwas in Warteposition verharren. Mit Kursausschlägen auf beide Seiten ist zu rechnen. Der Oktober, welcher in der Vergangenheit saisonal nicht eben ein brillanter Börsenmonat war, ist auch noch nicht ausgestanden. Auf der anderen Seite scheinen die Märkte doch schon einiges an schlechten Nachrichten eskomptiert zu haben.

**Andere von uns eingesetzte Fonds** haben sich wie folgt entwickelt:

Acatis IfK Value Renten Fond (CHF hedged)	4.3%
Acatis IfK Value Renten Fond (€)	5.7%
Amundi ETF Euro Corp. Bond Fund (€)	1.5%
BCV Liquid Alternative Beta Fund (CHF hedged)	-0.7%
BCV Liquid Alternative Beta Fund (Euro hedged)	0.6%
BCV Liquid Alternative Beta Fund (USD)	2.4%
Pictet CH-CHF Bond Fund	3.5%
Plenum European Insurance Bond Fund (CHF hedged)	0.6%
Plenum European Insurance Bond Fund (€)	2.1%

Performance inkl. reinvestierte Ausschüttung, wo anwendbar.

Die Bewertungen, beispielsweise anhand der Kurs/Gewinn-Verhältnisse gemessen, liegen in der Nähe ihrer langfristigen Mittelwerte (Schweiz, USA) oder leicht darunter (Europa, Welt). Angesichts unserer neutralen Aktiengewichtung und der nahezu neutralen Obligationenquote sind wir der Meinung, für die momentane Unsicherheit mit Chance auf Besserung im kommenden Jahr richtig positioniert zu sein.

#### Asset Allokation

An den Sitzungen des Anlagekomitees haben wir die folgende Asset Allokation eines ausgewogenen Schweizer-Franken-Portfolios mittlerer Risikostufe ohne kundenseitige Einschränkungen beschlossen. Mandate in anderen Referenzwährungen weisen teilweise abweichende Veränderungen und Gewichtungen auf.

#### Geldmarkt

Wir haben Teile der Liquidität nach und nach für selektive Käufe von Obligationen eingesetzt. Ansonsten lässt sich feststellen, dass es in dieser Anlagekategorie endlich wieder etwas Rendite gibt, sofern in Call- und Festgelder investiert werden kann. Je nach Bank gilt es dabei allerdings gewisse Mindestbeträge zu beachten. Bei der Verzinsung von Kontoguthaben zeigen sich die Banken dagegen nach wie vor sehr zurückhaltend, um nicht zu sagen knausrig.

#### Obligationen

Seitwärts – das fasst die Kursentwicklung an den Obligationenbörsen im dritten Quartal in einem Wort zusammen. Auffällig ist, wie sich die Währungsabsicherungen wegen den nun wieder existierenden Zinsdifferenzen zwischen den verschiedenen Währungen verteuert haben.

Gab es in Zeiten der globalen Null- oder Negativzinsen kaum Performance-Unterschiede zwischen einzelnen Währungsklassen desselben Fonds, zeigt sich heute, dass die Hedging-Kosten wieder zu deutlichen Differenzen in der Performance führen. Dies hat mit der wieder grösseren Zinsdifferenz zwischen den verschiedenen Währungen zu tun.

Seit Jahresbeginn haben sich die **Renditen zehnjähriger Staatsobligationen** fast überall erhöht:

	Dez. 2022	Sept. 2023	Veränderung
Europa	2.57 %	2.84 %	11 %
Grossbritannien	3.67 %	4.44 %	21 %
Japan	0.42 %	0.77 %	83 %
Schweiz	1.62 %	1.10 %	-32 %
USA	3.88 %	4.57 %	18 %

Beispielsweise hat der Acatis IfK Value Renten Fonds, welcher sich erfreulich entwickelt hat, in Euro im bisherigen Jahresverlauf 5,7% Gewinn gebracht. Der gleiche Fonds in der gegen die Währungsrisiken abgesicherten Franken-Tranche hat nur 4,3% erzielt. Diese Entwicklung lässt sich natürlich auch bei abgesicherten Aktien-Fonds beobachten (siehe auch Tabellen «Die von uns eingesetzten Aktienfonds...» und «Anderer von uns eingesetzte Fonds ...»).

#### Aktien Schweiz

Der «Blues» der Märkte ist auch an den Schweizer Aktien nicht vorbeigegangen. Der Swiss Performance Index (SPI) gab im dritten Quartal 3,3% nach.

Dennoch konnte unsere nach Value-Kriterien zusammengestellte Aktienausswahl, das «Swiss Stock Portfolio» (SSP), im bisherigen Jahresverlauf mit einer Gesamtperformance (Kursveränderungen plus Dividenden) von 7% ein erfreuliches Resultat generieren. Der Swiss Performance Index (SPI), welchen als Referenzgrösse dient, brachte es bis Ende September auf ein Plus von 4,6%.

Besonders erfreulich haben sich im SSP die Papiere von UBS (+25,4%), Also (+19,6%) und Swiss Life (+9,3%) entwickelt. Die UBS ist nach der Übernahme der CS rasch vorangeschritten und konnte damit in der Investorengemeinde Klarheit und



Werte pflegen.

**Transparente und bankenunabhängige Vermögensverwaltung.**

Zuversicht schaffen. Swiss Life profitierten vom guten Geschäftsverlauf des Konzerns, der, wie bei vielen anderen Versicherern auch, vom höheren Zinsniveau begünstigt wird.

Die roten Laternen für das dritte Quartal gehen an Zehnder (-25,7%), Lonza (-20,2%) sowie Barry Callebaut (-15,6%). Während die erstgenannte Gesellschaft die Flaute in der europäischen Bauindustrie zu spüren bekommt, litten die Lonza-Valoren unter dem Abgang ihres CEOs, Pierre-Alain Ruffieux, sowie der Einstellung der Produktion des Moderna-Corona-Impfstoffs am Standort Visp.

Die **Kurs / Gewinn-Verhältnisse** aufgrund der letztbekanntesten Gewinne für zwölf Monate haben sich unterschiedlich entwickelt:

	Dez. 2022	Sept. 2023	Veränderung
SPI Index	17.7	15	-15.3%
DJ STOXX 600 Index	14.6	12.7	-13.0%
MSCI AC Asia ex Japan	12.3	15.5	26.0%
MSCI Japan	13.5	16.7	23.7%
MSCI USA	18.9	21.8	15.3%
MSCI AC Welt Index	16.7	18.2	9.0%

Quelle: Bloomberg. MSCI-Indizes sind Net Total Return.

Langfristig präsentiert sich die Entwicklung des SSPs sehr gut. Seit 2012 beläuft sich die durchschnittliche jährliche Performance auf 11,3%, womit die mittlere Benchmark-Performance von 8,8% deutlich übertroffen wurde. Seit 2012 hat diese Strategie eine kumulierte Gesamtpformance von rund 250% erreicht, der Index eine von 169%. In den SSP-Zahlen sind Transaktionskosten abgezogen, wogegen der Vergleichsindex kostenfrei kalkuliert ist. Die Positionen wurden nicht aktiv verändert, womit wir aktuell neutral gewichtet sind.

#### Aktien Europa

Ganz ähnlich verlief die Entwicklung bei den europäischen Aktien. Der breite Markt gab, gemessen am DJ Stoxx 600 Index, im Dreimonatszeitraum um 2,1% nach. Nichtsdestotrotz gelang es unserer Direktanlage-Auswahl, dem «Europe Stock Portfolio» (ESP), weiter Boden gut zu machen. Über die vergangenen drei Monate ging es um 1,3% nach oben.

Im bisherigen Jahresverlauf hat diese, nach Value-Kriterien zusammengestellte Auswahl damit eine Gesamtpformance (Kursgewinne plus Dividenden) von 9,9% gebracht. Der Vergleichsindex DJ Stoxx 600 hat 8,5% geschafft.

Zu den besten Titeln des Quartals mit je rund 20% Performance zählten im ESP die norwegische

#### Kurs/Buchwert und Dividendenrendite wichtiger Aktienmärkte:

	Kurs/ Buchwert	Div. Rendite
SPI Index	3.4	3.0%
DJ STOXX 600 Index	1.8	3.5%
MSCI AC Asia ex Japan	1.4	2.7%
MSCI Japan	1.4	2.2%
MSCI USA	4.1	1.6%
MSCI AC Welt Index	2.8	2.1%

Quelle: Bloomberg. MSCI-Indizes sind Net Total Return.

Equinor sowie die spanische Repsol. Die steigenden Erdölnotierungen halfen diesen beiden Energietiteln. Auf dem Bronze-Medaillen-Platz folgt der norwegische Fisch- und Meeresfrüchte-Produzent Mowi (+16,6%). Nicht in der Gunst der Anlegerinnen und Anleger lagen die Aktien von Volkswagen (-11,4%), Tietoevry (IT-Dienstleistungen, -12,8%) sowie DHL Group (-13,8%).

Die langfristige Performance des ESP seit 2004 weist eine jährliche Durchschnittsrendite von 7% auf, verglichen mit 6,4% der Benchmark. Kumuliert sind so im Portfolio seit 2004 insgesamt 278% zusammengekommen, wogegen die kumulierte Index-Performance auf 238% zu stehen kommt. In den Zahlen für das ESP sind überdies Trans-

aktionskosten und Quellensteuern abgezogen, während der Referenzindex ohne Kosten kalkuliert wird. In europäischen Dividendenwerten sind wir leicht untergewichtet. Die Entwicklungen von SSP und ESP können stets auch auf unserer Webpage [www.salmann.com](http://www.salmann.com) verfolgt werden, und zwar im Bereich «Anlagestrategien».

#### Aktien USA

Der amerikanische Aktienmarkt hat im dritten Quartal ebenfalls Luft abgelassen. Die breiten Marktbarometer wie der MSCI- oder der S&P-500-Index haben je etwa 3% eingebüsst. Im bisherigen Jahresverlauf bleibt Wallstreet aber unter den besten Märkten der Welt und verteidigt die zweistellige Performance für den Verlauf über neun Monate. Weit enteilt notiert nach wie vor der Index der Technologie-Börse Nasdaq. Er hat seit Silvester, nicht zuletzt wegen dem Hype um die künstliche Intelligenz, 25% gewonnen.

Die Entwicklung der amerikanischen Börse ist indes mit einem grossen «Aber» zu betrachten. Die gute Performance der Indices geht nämlich im Wesentlichen auf acht Aktien zurück, nämlich Apple, Microsoft, Amazon, Nvidia, Alphabet, Tesla, Meta und Berkshire Hathaway (welche ihrerseits eine grosse Position an Apple hält). Diese Aktien machen 29% des S&P-500-Index aus. Würde man alle 500 Titel im Index gleich gewichten, stünde der Markt im bisherigen Jahresverlauf bei einer

Seit Anfang Jahr haben sich ausgewählte **Devisen-Kurse** wie folgt entwickelt:

	Dez. 2022	Sept. 2023	Veränderung
CHF / Euro	0.9896	0.9676	-2.2%
CHF / USD	0.9245	0.9153	-1.0%
Euro / USD	0.9341	0.9458	1.3%
Yen / USD	131.1200	149.37	13.9%

Quelle: Bloomberg.

schwarzen Null, schreibt das unabhängige Research-Haus «The Macro Strategy Partnership».

Wir haben in amerikanischen Aktien im vergangenen Quartal keine Veränderungen vorgenommen und sind weiterhin leicht übergewichtet.

#### Aktien Asien (ohne Japan)

Asiatische Aktien wurden im Sommer ebenfalls früh von einer herbstlichen Melancholie erfasst und bröckelten ab. Eine löbliche Ausnahme bildete Indien, wo sich die Kursavance des ersten Semesters fortgesetzt hat. Die Positionen erfuhren keine Veränderung, die neutrale Gewichtung ebenfalls nicht.

#### Aktien Japan

In Japan zeigte sich der Markt von einer freundlichen Seite, was dem Land der aufgehenden

Sonne half, die zweistellige Jahresperformance zu verteidigen. Wir haben im dritten Quartal keine Veränderungen vorgenommen und sind als Folge der relativen Wert-Verschiebungen gegenüber anderen Märkten hier nun übergewichtet.

#### Alternative Anlagen

Wir haben an den Beständen nichts verändert und sind somit in alternativen Anlagen wie gehabt untergewichtet.

Unsere **Asset Allokation zusammengefasst:**

Anlagekategorie	
Geldmarkt	übergewichtet
Obligationen	untergewichtet
Aktien Schweiz	neutral
Aktien Europa	leicht untergewichtet
Aktien USA	leicht übergewichtet
Aktien Asien	neutral
Aktien Japan	übergewichtet
Edelmetalle	keine Position
Alternative Anlagen	untergewichtet

Bezogen auf Referenzwährung Schweizer Franken.

#### Edelmetalle

Zurzeit halten wir keine Edelmetall-Positionen.

#### In eigener Sache

Neu in unserem Team ist **Nicole Kindle**. Sie arbeitet als Assistentin der Geschäftsleitung und betreut den Empfang. Bevor sie zu Salmann stiess, absolvierte Nicole eine Banklehre und arbeitete als Sachbearbeiterin einer liechtensteinischen Bank. Wir heissen Nicole herzlich willkommen und wünschen ihr viel Erfolg und Genugtuung an ihrer neuen Arbeitsstelle.

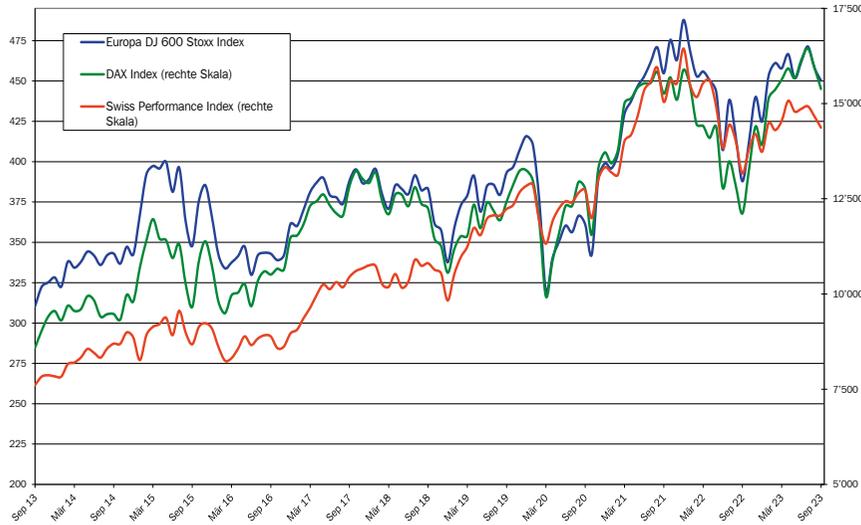
Mit diesem Anlagebericht verabschiede ich mich altersbedingt von der Rolle als Autor und Produktionsverantwortlicher dieser regelmässigen Salmann-Publikation. Seit ich am 30. Juni 2009 die Verantwortung für die Berichterstattung an Kunden und interessierte Kreise übernahm, habe ich insgesamt 58 solche Quartalsberichte verfasst. Dabei durfte ich sowohl über himmelhoch jauchzende Börsen, beziehungsweise musste ich auch über abgrundtief betrübte Finanzmärkte berichten. Ich werde weiterhin als Kundenbetreuer aktiv sein, wogegen die Verantwortung für diesen Bericht fortan von Markus Gartmann übernommen wird. Herzlichen Dank für Ihre Lesetreue.

Werte bewirtschaften.

**Exakte, sorgfältige  
Analyse steigert den  
Ertrag.**

## Aktienmärkte auf einen Blick

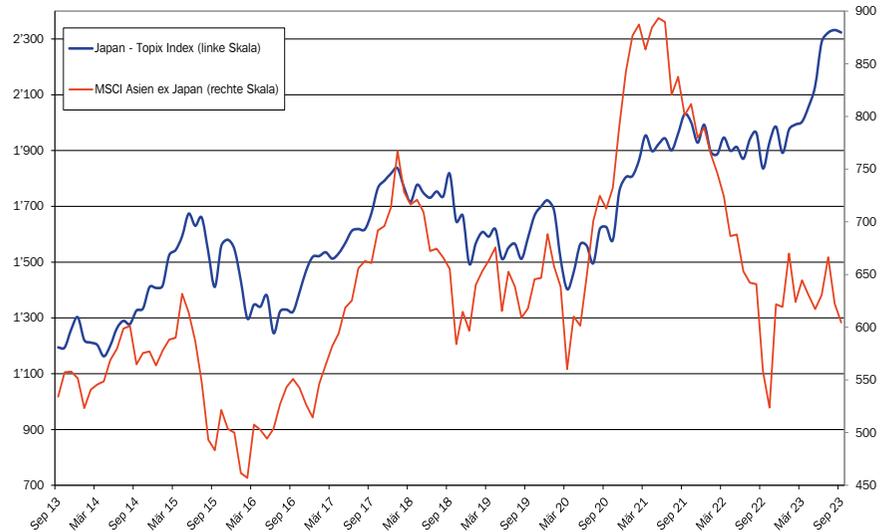
Aktienindizes Europa in Index-Punkten



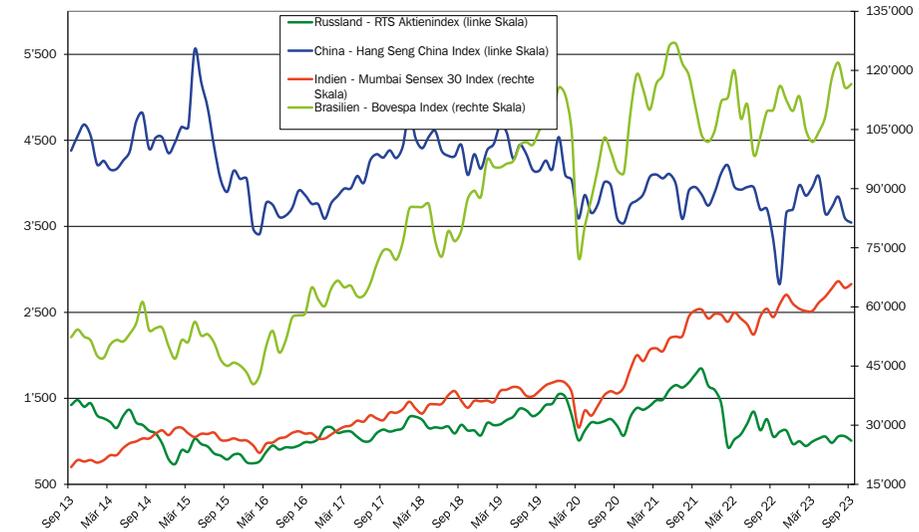
Aktienindizes USA in Index-Punkten



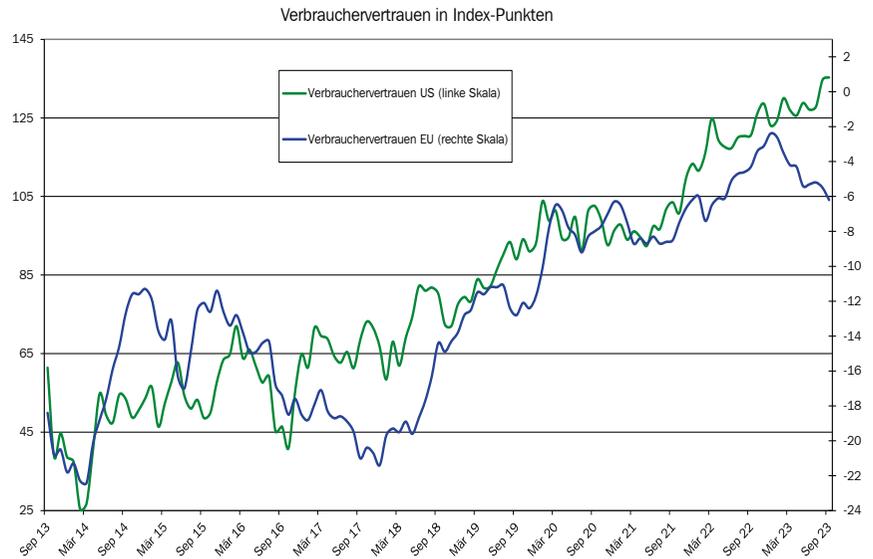
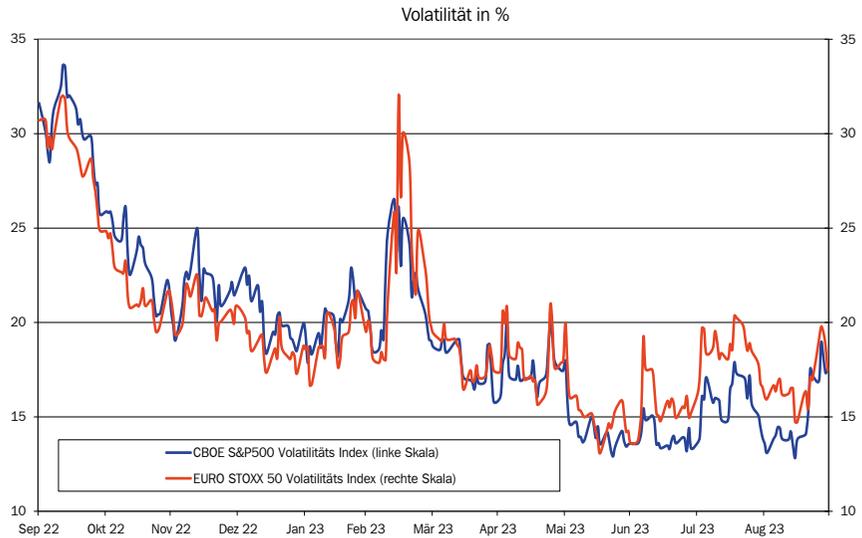
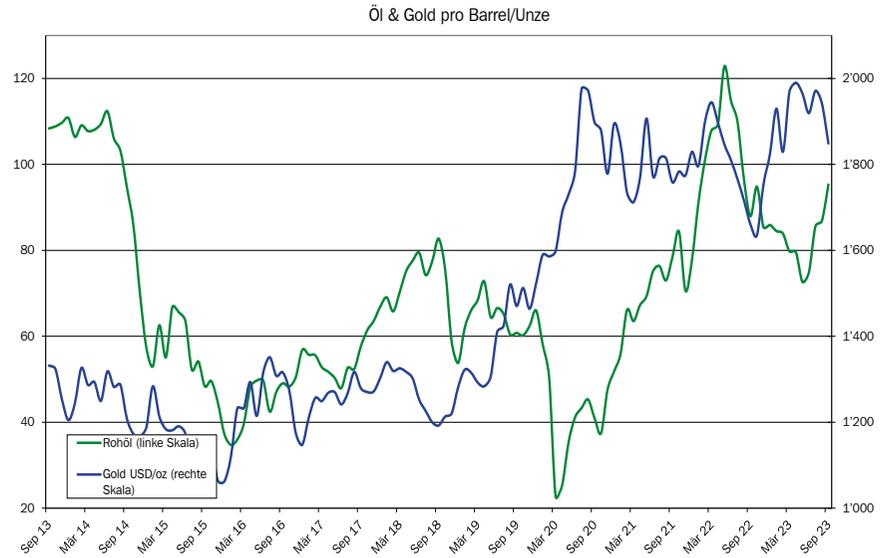
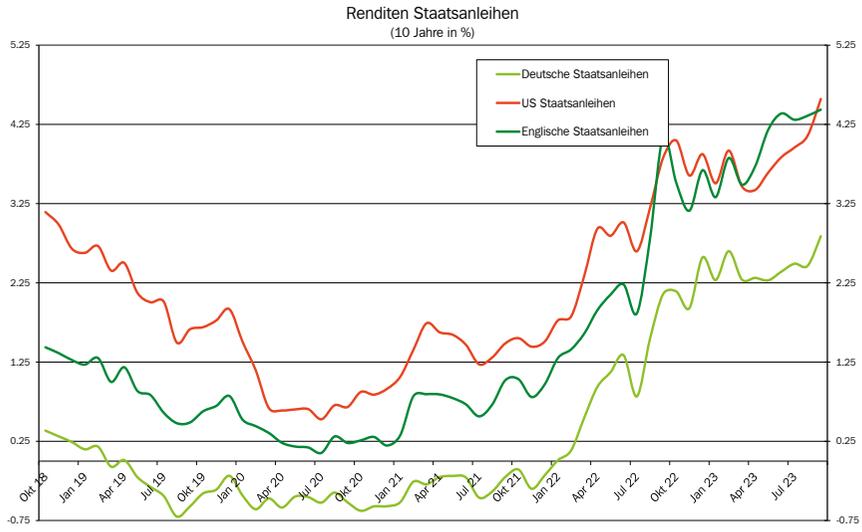
Aktienindizes Asien & Japan in Index-Punkten



Aktienindizes BRIC in Index-Punkten



## Obligationenrenditen und andere Kennziffern





**Rechtliche Hinweise**

Angebotsbeschränkung: Die im Anlagebericht der Salmann Investment Management AG (nachstehend SIM) publizierten Informationen begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder Tätigkeit sonstiger Transaktionen. Der Inhalt ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Publikation bzw. den Zugang zu Informationen verbietet (aufgrund der Nationalität der betreffenden Person, ihres Wohnsitzes oder aus anderen Gründen). Die vorliegenden Informationen werden von SIM unter grösster Sorgfalt zusammengestellt. SIM übernimmt jedoch keine Gewähr für die Korrektheit, Vollständigkeit und Aktualität der Informationen. Die Informationen stellen keine Entscheidungshilfen dar. Bei Anlageentscheiden lassen Sie sich bitte von qualifizierten Personen beraten. Risiko/Warnung: Der Wert von Investitionen kann steigen oder fallen. Die künftige Performance von Investitionen kann nicht aus der vergangenen Kursentwicklung abgeleitet werden. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen zusätzlich Währungsschwankungen. Anlagen mit hoher Volatilität können hohen Kursschwankungen ausgesetzt sein. Haftungsausschluss: SIM haftet in keinem Fall (Fahrlässigkeit eingeschlossen) für Verluste oder Schäden (speziell direkte und Folgeschäden) irgendwelcher Art, die aus oder im Zusammenhang mit einem Zugriff auf diesen Bericht oder darin enthaltener Verknüpfungen entstehen könnten. Quelle der Grafiken: Bloomberg.

---

## Schlusswort

Wir danken Ihnen für das in uns gesetzte Vertrauen und wünschen Ihnen viele goldene Herbsttage.

**Alfred Ernst**  
Direktor, Kundenbetreuer

---

## Kontaktieren Sie uns

**Salmann**  
Investment Management AG

Beckagässli 8  
FL-9490 Vaduz

T +423 239 90 00  
F +423 239 90 01

[www.salmann.com](http://www.salmann.com)

