



---

# Aufgeklart

Anlagebericht – 30. Juni 2023



## Aufgeklart

Sorgen über die Konjunktur und die Inflation, aber auch über die geopolitische Entwicklung, haben den Börsen im zweiten Quartal ein Wechselbad der Gefühle beschert. Entsprechend gestaltete sich das Geschehen streckenweise durchzogen mit Kursauschlägen auf beide Seiten. Gegen Ende des Quartals gewannen die Optimisten dann wieder die Oberhand und sorgten für einen versöhnlichen Abschluss.

«Gar nicht so schlecht», ist man mit Blick auf die internationalen Aktienmärkte versucht zu sagen. Oder sogar «gut» – denn mit einem Zuwachs von 31% im ersten Semester muss sich zum Beispiel der Index der amerikanischen Technologie-Börse Nasdaq bestimmt nicht verstecken. Dieser Index profitierte vom kometenhaften Comeback bekannter Tech-Aktien wie Nvidia (+181%; der KI-Hype lässt grüssen) und Meta Platforms (+131%), aber auch von Tesla (rekordhohe Auslieferungen), Palo Alto Networks, Advanced Micro Devices, Amazon,

Broadcom, Apple sowie vielen anderen Titeln mit hohen zweistelligen Kursfortschritten.

Unter den bekannteren Aktienmärkten wurde die Nasdaq-Performance nur noch von Athen (+37%) und Buenos Aires (+106% in Lokalwährung bzw. +37% in Schweizer Franken) übertroffen. Der MSCI-Welt-Aktienindex legte in US-Dollar ausgedrückt 15% zu, der defensiv ausgerichtete Schweizer Markt mit 8,2% (gemessen am SPI in Franken) deutlich weniger, aber immerhin.

Für Furore sorgte dafür der sonst eher im Schatten dösende japanische Aktienmarkt. Der altherwürdige Nikkei 225-Index nähert sich langsam wieder der Marke von rund 39'000 Zählern. An dieses Allzeit-Höchst dürften sich vermutlich nur noch altgediente Börsianerinnen und Börsianer erinnern, war es doch zuletzt 1989 markiert und seither nicht annähernd wieder erreicht worden. Mehr dazu im Abschnitt «Aktien Japan» in Kapitel «Asset Allokation».

Auch den Obligationen lief es gut. Während die von den Notenbanken gesteuerten, kurzfristigen Leitzinssätze nochmals nach oben geschraubt wurden, sind die Renditen 10-jähriger Staats- und Unternehmensobligationen im laufenden Quartal in den meisten Währungen gesunken, was den Notierungen der ausstehenden Papiere gut bekommen ist.

### Entwicklung der Aktienmärkte seit Anfang Jahr:

		Dez. 2022	Juni 2023	Veränderung
Asien ex Japan	MSCI AC Asia ex Japan	487.5	502.2	3.0%
Europa	DJSTOXX 600	981.8	1'088.4	10.9%
Japan	MSCI Japan	2'424.1	3'000.7	23.8%
Schweiz	SPI	13'734.9	14'861.8	8.2%
USA	MSCI USA	10'663.8	12'460.0	16.8%
Welt	MSCI AC Welt Index	7'985.9	9'190.8	15.1%
Hedge Funds	HFRX Global HF	1'367.9	1'376.5	0.6%

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

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

	Reales BIP Wachstum		Kern-Teuerung	
	2023	2024	2023	2024
China	5.5%	4.8%	1.2%	2.2%
Deutschland	-0.3%	1.1%	6.0%	2.6%
EU	0.7%	1.4%	6.3%	2.9%
Grossbritannien	0.2%	0.8%	7.2%	2.9%
Japan	1.2%	1.1%	2.8%	1.5%
Schweiz	0.8%	1.4%	2.4%	1.5%
USA	1.3%	0.7%	4.1%	2.6%

Ein Grund für den Rückgang der langfristigen Renditen ist, dass die wirtschaftliche Entwicklung harzt und sich verschiedene Länder am Rande einer Rezession dahinschleppen. In den Durchschnittsschätzungen der von «Bloomberg» befragten Ökonomen (siehe Tabelle Durchschnittliche Wachstums- und Inflationsprognosen) hat sich dieser Blues indes (noch) kaum niederschlagen.

Werte pflegen.  
**Sicherheit und Erfahrung.**

Die für das laufende und das kommende Jahr gesammelten, durchschnittlichen Prognosen unterscheiden sich kaum von denen vor drei Monaten. Gerade was das laufende Jahr betrifft, sind die Zahlen teilweise sogar wieder etwas besser als Ende März.

#### Rückläufige Inflationstrends

Anders sieht es bei der Teuerung aus. Diese hält sich trotz rückläufigem Trend teilweise noch hartnäckig und könnte damit stärker als bisher erwartet in das nächste Jahr überschwapen. Dies erklärt auch die straffe Zinspolitik vieler Notenbanken, wo Leitzinserhöhungen im zweiten Quartal an der Tagesordnung waren.

In der Schweiz etwa hat die Nationalbank (SNB) ihren Leitzins zuletzt um 0,25 Prozentpunkte auf 1,75% angehoben. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat ihren Hauptrefinanzierungssatz ebenfalls um einen Viertel-Punkt auf 4% erhöht, womit der höchste Stand seit Sommer 2008 erreicht wurde. In Grossbritannien und Norwegen ging es jüngst gar um einen halben Prozentpunkt auf 5 bzw. 3,75% nach oben. Pausiert hat die US-Notenbank, das Federal Reserve (Fed), wo mit 5% indes auch schon ein restriktives Niveau erreicht ist, welches so seit 2006 nicht mehr gesehen wurde.

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

Aberdeen Asia Pacific (USD)	-2.0%
Barings ASEAN Frontiers Equities (USD)	-1.0%
BB Adamant Medtech & Services Fund (CHF)	6.6%
BB Adamant Medtech & Services Fund (€)	7.8%
BB Adamant Medtech & Services Fund (USD)	10.2%
CS Index Fund Equity Switzerland Large Caps (CHF)	8.2%
Franklin Templeton FTSE India ETF (USD)	6.7%
GAM Japan Stock Fund (CHF hedged)	20.6%
GAM Japan Stock Fund (€ hedged)	21.8%
GAM Swiss Sustainable Companies Fund (CHF)	15.1%
iShares Core SPI ETF (CHF)	8.1%
iShares Stoxx Europe 600 ETF (€)	8.7%
Performa European Equities (€)	3.1%
Performa US Equities (USD)	17.3%

Performance in Fondswährung. Quelle: Bloomberg oder jeweilige Fondsgesellschaft.

Wer indes denkt, diese Zentralbanken stünden mittlerweile vielleicht etwas zu stark auf der Bremse, sollte einen Blick in die Türkei wagen.

Dort hat die neue Notenbankchefin Hafize Gaye Erkan – in Abkehr zu der zuvor unverständlichen, von Präsident Erdogan diktierten Tief-Zinspolitik – den Leitzinssatz mit einem Schlag von 8,5 auf 15% erhöht. Das war bitternötig, hat die türkische Lira doch allein im bisherigen Jahresverlauf gegenüber dem US-Dollar rund 28% verloren, derweil die Inflation horrende 40% beträgt. Bereits 2021 und 2022 gab die Lira gegenüber dem Greenback massiv nach.

Allerdings wird längst nicht alle Welt von einer hohen Geldentwertung geplagt. In China etwa sorgt eher das Gegenteil für Stirnrunzeln. Dort hat die Teuerung im Mai 0,2% betragen, womit sie nahe an ihrem Zweijahrestiefst notiert. Die Kerninflation (ohne die volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise) bewegt sich bei 0,6% und hat seit einem Jahr 1% nicht mehr überschritten. Für 2023 prognostizieren die Aguren 1,2%. Diese und andere Zahlen schüren im Reich der Mitte mittlerweile schon wieder Deflationsängste. Die Notenbank hat darauf jüngst mit einer Zinssenkung reagiert.

Aber auch in den USA und selbst in Europa ist der Gipfel der Inflation überschritten. Der nachlassende Trend dürfte sich fortsetzen. Das Thema wankende Banken ist jüngst ebenfalls in den Hintergrund gerückt. Die 23 grössten Kreditinstitute in den USA verfügen nach Einschätzung der Notenbank über eine krisenfeste Kapitalausstattung.

Andere von uns eingesetzte Fonds haben sich wie folgt entwickelt:

Acatif IfK Value Renten Fond (CHF hedged)	4.3%
Acatif IfK Value Renten Fond (€)	5.2%
Amundi ETF Euro Corp. Bond Fund (€)	1.5%
BCV Liquid Alternative Beta Fund (CHF hedged)	0.0%
BCV Liquid Alternative Beta Fund (Euro hedged)	0.8%
BCV Liquid Alternative Beta Fund (USD)	2.1%
Pictet CH-CHF Bond Fund	3.5%
Plenum European Insurance Bond Fund (CHF hedged)	0.2%
Plenum European Insurance Bond Fund (€)	1.1%

Performance inkl. reinvestierte Ausschüttung, wo anwendbar.

Dies hat das Fed im Rahmen eines Stress-Tests festgestellt.

Dieser Test soll dafür sorgen, dass Banken für Notlagen gerüstet sind und nicht wieder mit Steuergeldern gerettet werden müssen. Dafür untersucht das Fed, ob die Kapitalreserven ausreichen, um extreme Belastungen wie zum Beispiel einen Anstieg der Arbeitslosigkeit auf 10% oder einen Einbruch der Preise für Gewerbe-Immobilien um 40% auszuhalten.

### 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

Im zweiten Quartal haben wir damit begonnen, die liquiden Mittel schrittweise zu reduzieren und dafür die Obligationen-Quote zu erhöhen (siehe auch Abschnitt «Obligationen»).

### Obligationen

Das Umfeld für Obligationen hat sich verbessert, weshalb wir begonnen haben, die Untergewichtung dieser Anlageklasse weiter zu reduzieren. Konkret haben wir die taktische Obligationen-Quote in Franken- und Euro-Mandaten um bis zu sechs Prozentpunkte erhöht, in US-Dollar-Mandaten um etwa drei Prozentpunkte. Damit einhergehend streben wir eine leicht höhere Duration (gewichtete Restlaufzeit) der festverzinslichen Papiere in den Portfolios an. Die Verschiebung geht zulasten der liquiden Mittel (Geldmarkt).

### Aktien Schweiz

Unsere Value-Aktien-Auswahl in der Schweiz, das «Swiss Stock Portfolio» (SSP), hat sich im ersten Halbjahr erfreulich entwickelt. Es generierte eine Gesamtperformance (Kursveränderungen plus Dividenden) von 10,48% und vermochte seine Benchmark, den Swiss Performance Index (SPI), um 2,28 Prozentpunkte hinter sich zu lassen.

Im Frühjahr hat zudem die jährliche Neuausrichtung, das sogenannte Rebalancing, stattgefunden. Neu aufgenommen wurden die Titel von Barry Callebaut (Schokolade), Leonteq (Finanzdienstleistungen) und Medacta Group (Implantate).

Unverändert Teil des Swiss Stock Portfolios sind im Bereich Grundstoffe/Industrie die Werte von

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

	Dez. 2022	Juni 2023	Veränderung
Europa	2.57%	1.87%	-27%
Grossbritannien	3.67%	2.71%	-26%
Japan	0.42%	0.75%	79%
Schweiz	1.62%	1.06%	-35%
USA	3.88%	2.88%	-26%

Bucher Industries, Holcim, SFS Group, Vetropack und Zehnder. Im Bereich Konsumgüter handelt es sich um Bell Food, Emmi, Forbo, Nestlé sowie Swatch. Im Technologie-Sektor behalten Also und Swisscom ihre angestammten Plätze.

Die Finanzbranche wird weiterhin repräsentiert von Helvetia, Swiss Life und UBS. Die bisherigen Vertreter der Chemie- und Pharma-Branche – Alcon, Lonza, Novartis, Roche, Siegfried, Sonova sowie Tecan – haben es ebenfalls geschafft, in der Auswahl der günstigsten Schweizer Dividendenpapiere zu bleiben. Aus dem Portfolio ausgeschieden sind dagegen die Aktien der Cembra Money Bank und – bereits früher – diejenigen von Coltene.

Was die Entwicklung einzelner Titel im Quartal betrifft, waren Alcon, Siegfried und Novartis die Zugpferde. Die roten Laternen gingen an Leonteq, Tecan und Swatch.

Langfristig präsentiert sich die Entwicklung des SSPs sehr gut. Seit 2012 beläuft sich die durchschnittliche jährliche Performance auf 11,82%, womit die mittlere Benchmark-Performance von 9,3% deutlich übertroffen wurde. Seit 2012 hat diese Strategie eine kumulierte Gesamtperformance von rund 261% erreicht, der Index eine von 178%. In den SSP-Zahlen sind Transaktionskosten abgezogen, wogegen der Vergleichsindex kostenfrei kalkuliert ist.



Werte leben.

**Vermögensverwaltung  
ist Vertrauenssache.**

Die **Kurs/Gewinn-Verhältnisse** aufgrund der letztbekanntesten Gewinne für zwölf Monate sind zumeist gestiegen:

	Dez. 2022	Juni 2023	Veränderung
SPI Index	17.7	22.8	28.8%
DJ STOXX 600 Index	14.6	13.5	-7.5%
MSCI AC Asia ex Japan	12.3	14.8	20.3%
MSCI Japan	13.5	18.2	34.8%
MSCI USA	18.9	22	16.4%
MSCI AC Welt Index	16.7	18.8	12.6%

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

#### Aktien Europa

Die europäische Aktienausswahl, das «European Stock Portfolio» (ESP), wurde ebenfalls durchgekämmt und frisch frisirt. Dabei gab es eine ganz Reihe von Neuzugängen. Dazu zählen in der Konsumbranche Imperial Brands (Tabakprodukte) und Mowi (Fischzucht), in der Chemie- und Rohstoffbranche ArcelorMittal (Stahl) und Glencore (Rohstoffhandel).

Im Bereich der Energieversorgung zählen Repsol neu zur Auswahl, im Finanzwesen ist es die MAN Group und im Gesundheitswesen Roche sowie Sanofi. Der Verpackungshersteller Mondi hat es

ebenfalls neu ins Portfolio der fundamental günstigsten europäischen Dividendenwerte geschafft, ebenso die Technologiewerte Cargotec, STMicroelectronics und TietoEvry. Last but not least sind Volkswagen neu auf dieser Liste zu finden. Im Gegenzug sind 13 Titel aus dem Depot ausgeschieden.

Ihre Plätze verteidigen konnten Ahold, Yara International, A2A, Equinor, Hannover Rück, IG Group, Legal & General sowie Nordea Bank. Ebenfalls im Sattel hielten sich die Aktien von Ipsen, AP Moller-Maersk, Deutsche Post und Barratt Developments.

Im bisherigen Jahresverlauf hat die europäische Aktienausswahl eine Gesamtperformance (Kursgewinne plus Dividenden) von 8,44% gebracht. Der Vergleichsindex DJ Stoxx 600 hat 10,85% geschafft. A2A, Hannover Rück und Ipsen zählten im zweiten Quartal zu den besten Titeln, ArcelorMittal, TietoEvry und Mowi hießen die Schlusslichter.

Die langfristige Performance des ESP seit 2004 weist eine jährliche Durchschnittsrendite von 6,98% auf, verglichen mit 6,57% der Benchmark. Kumuliert sind so im Portfolio seit 2004 insgesamt 273% zusammengekommen, wogegen die kumulierte Index-Performance auf 246% zu stehen kommt. In den Zahlen für das ESP sind überdies Transaktionskosten und Quellensteuern abgezogen, während der Referenzindex ohne Kosten kalkuliert wird.

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

	Kurs/ Buchwert	Div. Rendite
SPI Index	2.9	2.9%
DJ STOXX 600 Index	1.7	3.4%
MSCI AC Asia ex Japan	1.5	2.7%
MSCI Japan	1.5	2.3%
MSCI USA	4.3	1.6%
MSCI AC Welt Index	2.9	2.1%

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

In früheren Anlageberichten haben wir jeweils die kumulierte Performance seit 1992 gezeigt, also seit wir überhaupt eine einheitliche Strategie mit einzelnen europäischen Aktien verfolgen. Neu beschränken wir uns an dieser Stelle auf die Zahlen seit 2004, also ab dem Zeitpunkt, seit dem die heutige, eng auf den Value-Stil mit den aktuellen Auswahlkriterien fokussierte Salmann-Strategie angewandt wird.

#### Aktien USA

Ungeachtet ihrer im Vergleich zu anderen Ländern hohen fundamentalen Bewertung haben US-amerikanische Aktien auch ausserhalb des

Technologie-Bereichs ein flottes Quartal hingelegt und können sich einer zweistelligen Semester-Performance erfreuen. Wir haben in amerikanischen Aktien im vergangenen Zwölfwochen-Zeitraum keine Veränderungen vorgenommen und sind weiterhin leicht übergewichtet.

#### Aktien Asien (ohne Japan)

Die asiatischen Schwellenländer standen im vergangenen Quartal im Bann der wirtschaftlichen Abkühlung in den Industrienationen. Für sie bedeutet das tendenziell weniger Exporte. Zudem lasten die rückläufigen Rohstoffpreise auf ihren Handelsbilanzen. Da erstaunt es nicht, dass diese Börsen im Rückwärtsgang führen. Wir haben keine Änderungen vorgenommen und sind in dieser Weltregion neutral gewichtet.

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

	Dez. 2022	Juni 2023	Veränderung
CHF / Euro	0.9896	0.977	-1.3%
CHF / USD	0.9245	0.8956	-3.1%
Euro / USD	0.9341	0.9167	-1.9%
Yen / USD	131.1200	144.31	10.1%

Quelle: Bloomberg.

### Aktien Japan

Japans Aktienmarkt ist wieder in aller Munde. Allein ausländische Investoren haben im zweiten Quartal für netto 39 Milliarden US-Dollar Aktien im Land der aufgehenden Sonne gekauft. Aufmerksamkeit hat die Börse im Tokioter Kabutocho-Bezirk auch durch Aussagen der Anleger-Legende Warren Buffett generiert, nachdem dieser gesagt hatte, japanische Aktien seien im Portfolio seines Investment-Vehikels Berkshire

Unsere **Asset Allokation** zusammengefasst:

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

Bezogen auf Referenzwährung Schweizer Franken.

Hathaway nun die grösste Position nach den amerikanischen Titeln.

Nippon profitiert im Moment von einem Wirtschaftswachstum, welches über dem der USA liegt, ferner von tiefen Zinsen sowie einer geringen Inflation. Zudem unternehmen japanische Konzerne vermehrt Anstrengungen, sich aufzuheben, etwa durch Aktien-Rückkäufe und erhöhte Dividenden-Ausschüttungen. Wir haben im zweiten Quartal keine Veränderungen vorgenommen und sind hier weiterhin leicht übergewichtet.

### Alternative Anlagen

Alternative Investments traten punkto Rendite im vergangenen Quartal wie auch im ersten Semester mehr oder weniger auf der Stelle. Unsere Position hat sich (in US-Dollar gemessen) etwas besser als der Referenzindex entwickelt. Wir haben an den Beständen nichts verändert und sind somit in alternativen Anlagen wie gehabt untergewichtet.

### Edelmetalle

Zurzeit halten wir keine Edelmetall-Positionen.

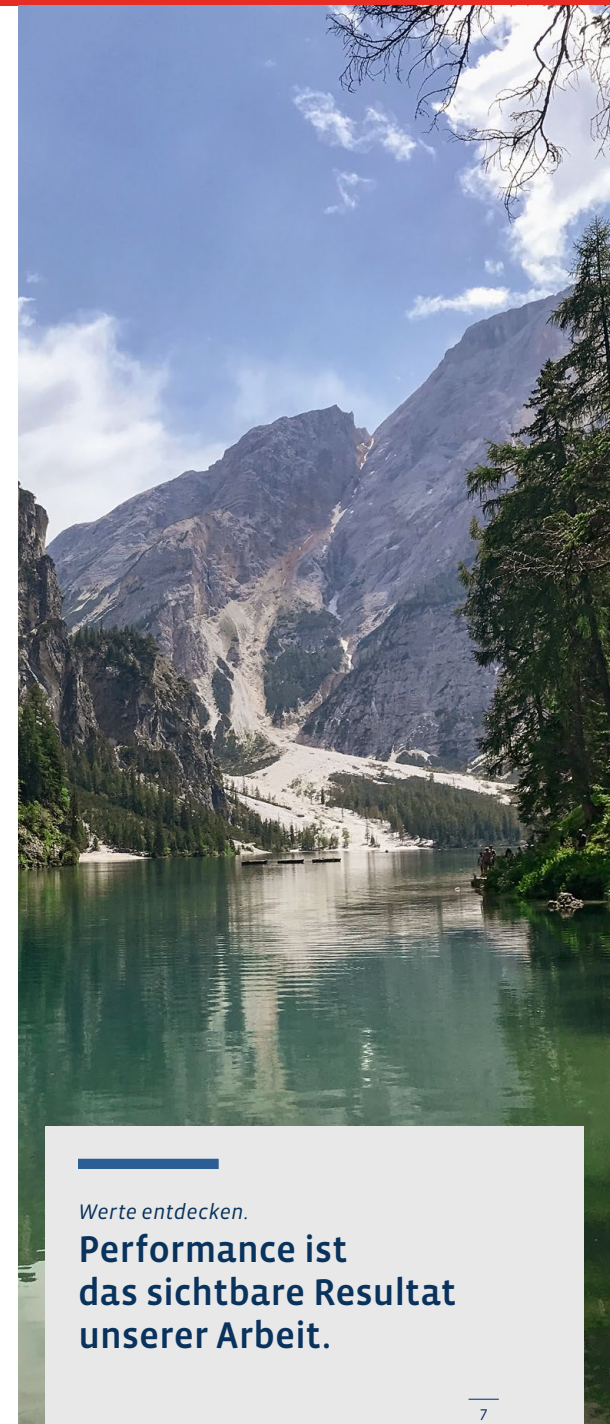
### In eigener Sache

**Adrian Müller**, Leiter des Portfoliomanagements und Vorsitzender des Anlagekomitees, ist Anfang

Juni in den Kreis der Partneraktionäre aufgenommen worden. Adrian Müller, CFA, absolvierte die Banklehre mit Berufsmaturität in einer Schweizer Bank. Nach dem Abschluss erarbeitete er sich dort Kenntnisse im Bereich der Kundenberatung sowie in der Wertschriftenabteilung. Anschliessend studierte er Betriebsökonomie an der FHS St.Gallen (B.Sc. in Business Administration) mit Vertiefung Corporate Finance. Er ist seit 2008 bei Salmann tätig, seit 2018 Mitglied der Geschäftsleitung und nun Partner.

**Markus Gartmann** ist im Juni zum Direktor befördert worden. Er ist 2020 als Kundenbetreuer zu Salmann Investment Management gestossen. Heute zählen neben der Verantwortung für die Kundenberatung und Akquisition auch Tätigkeiten im Anlagekomitee zu seinen Aufgaben. Markus Gartmann ist Bankfachmann und Finanzplaner mit eidgenössischem Fachausweis. Er verfügt über mehr als 20 Jahre Erfahrung im Private Banking. Neben seiner Affinität zur klassischen Vermögensverwaltung hat er langjährige Erfahrung in der gesamtgesellschaftlichen Beratung von Privatkunden, welche Themenkreise wie Finanzierungen, Finanzplanungen oder Nachfolgeregelungen einschliesst.

Wir gratulieren Adrian Müller und Markus Gartmann herzlich zu diesen Karriereschritten und wünschen Ihnen in ihrer Tätigkeit weiterhin viel Erfolg und Genugtuung.

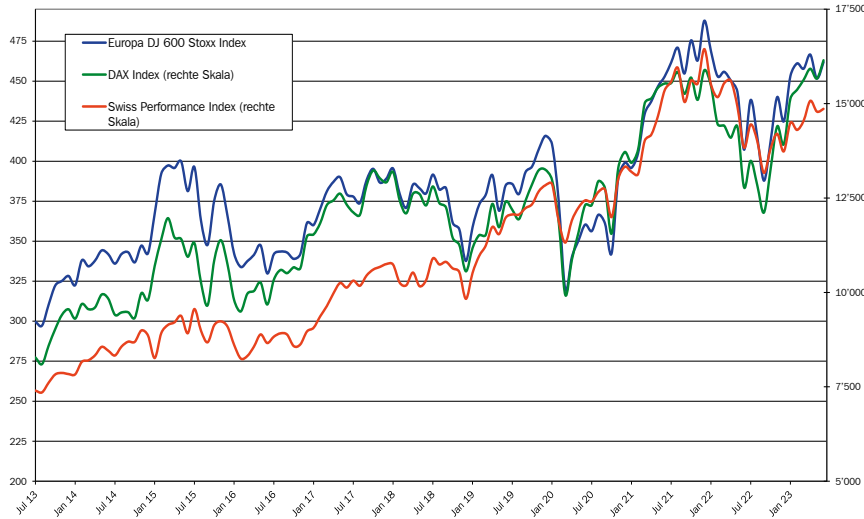


*Werte entdecken.*

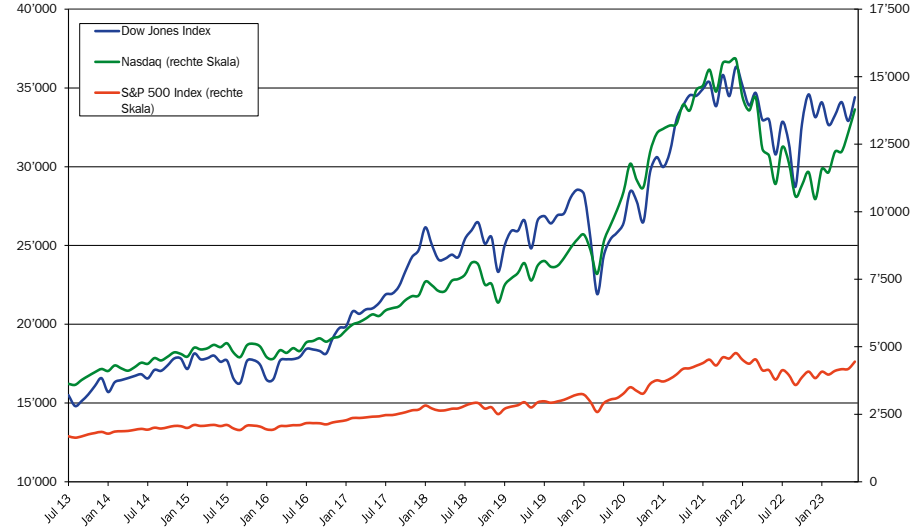
**Performance ist  
das sichtbare Resultat  
unserer Arbeit.**

## Aktienmärkte auf einen Blick

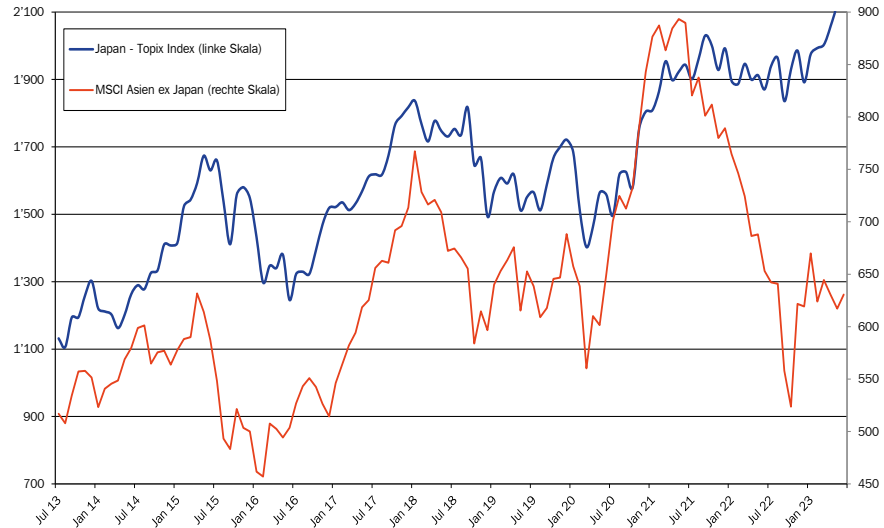
Aktienindizes Europa in Index-Punkten



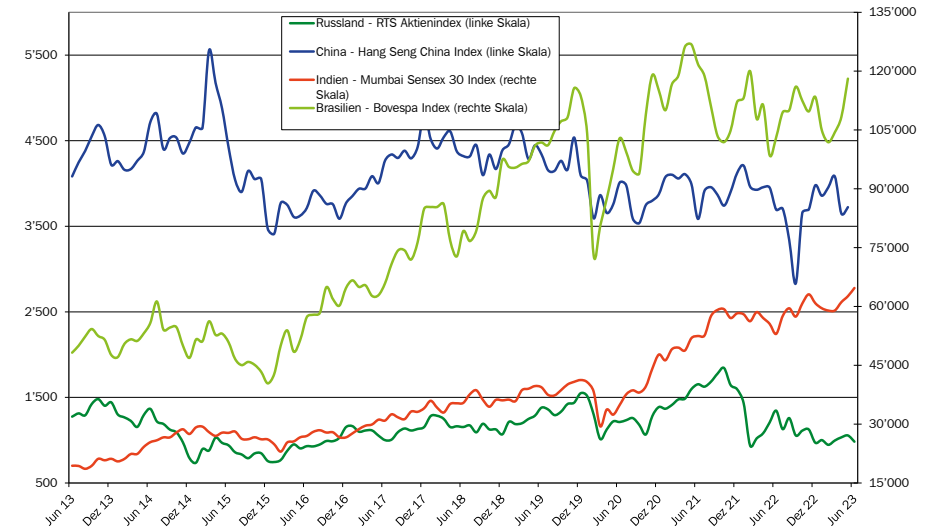
Aktienindizes USA in Index-Punkten



Aktienindizes Asien & Japan in Index-Punkten

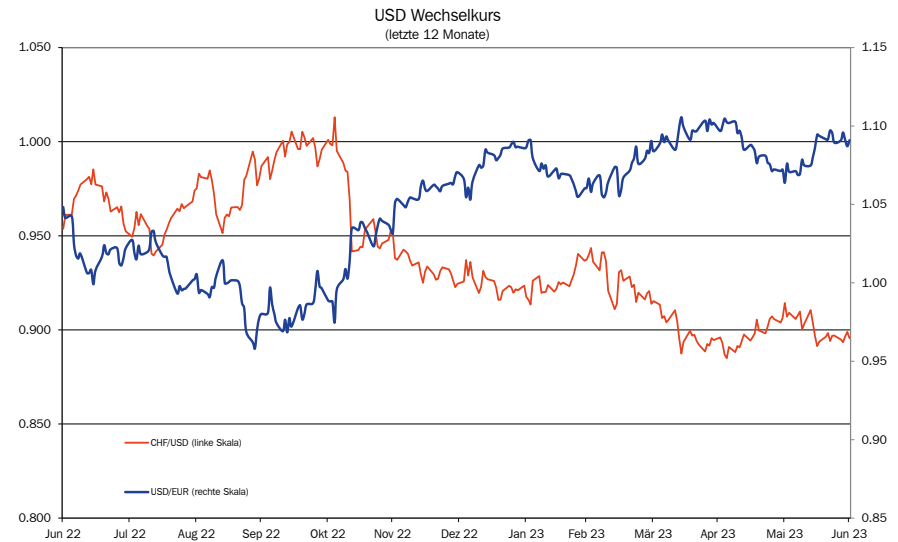
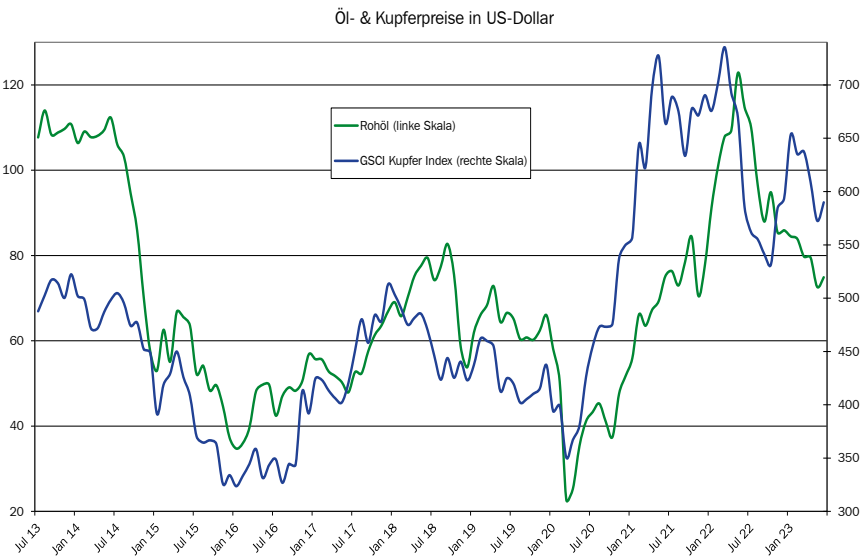
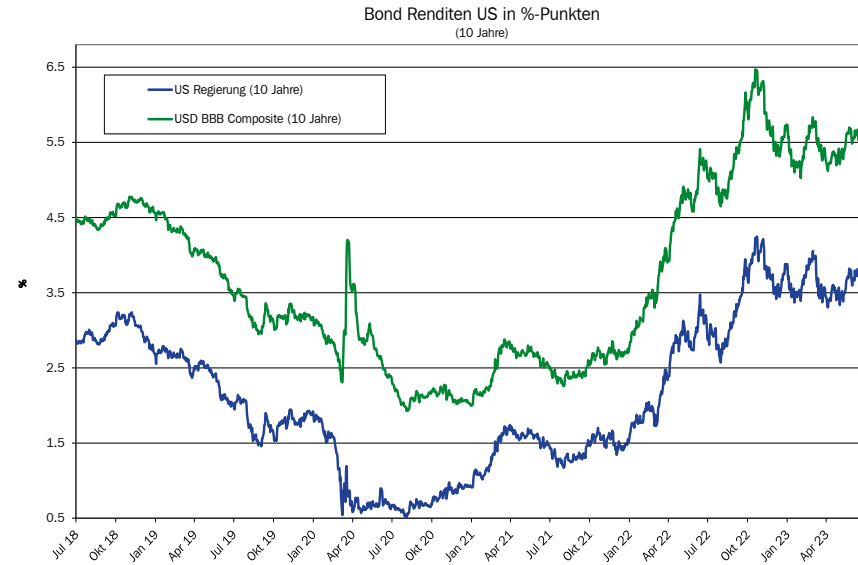
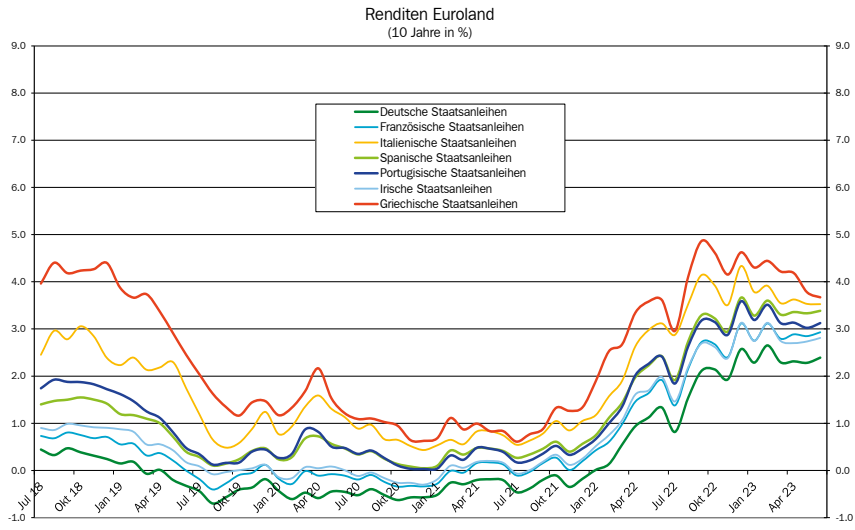


Aktienindizes BRIC in Index-Punkten





## Obligationenrenditen und andere Kennziffern



**Notizen**

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

**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 entspannende Sommertage.

**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)

