

GHP Arbitrium
FINANCIAL SERVICES

PPF – G7 Yield Opportunities Fund

Ist Ihr Geld bald nichts mehr wert?

1. Die Beobachtung
2. Das wirtschaftliche Umfeld
3. Obligationen im Portfoliokontext
4. Der PPF – G7 Yield Opportunities Fund

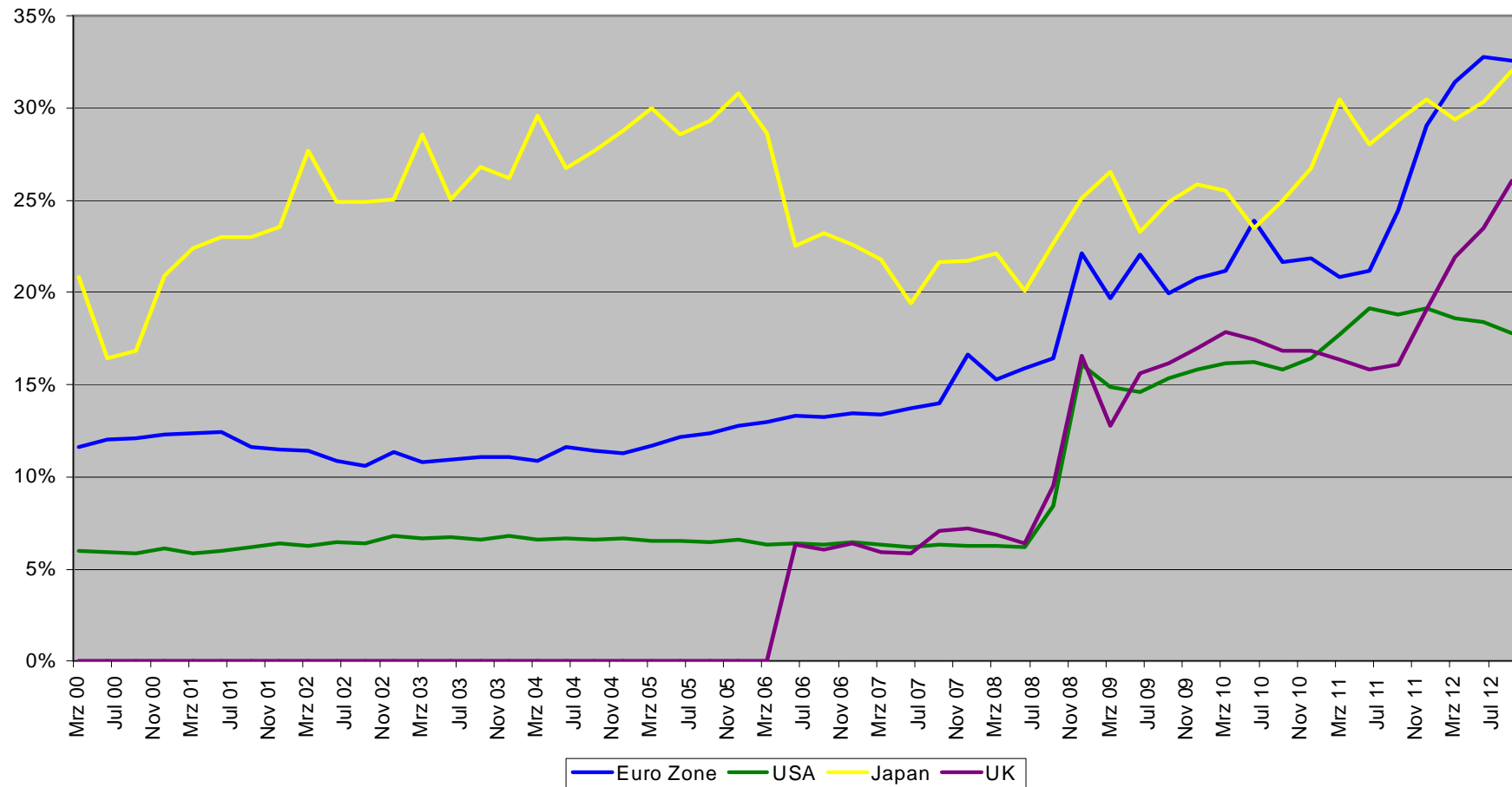
1. Die Beobachtung

- a) Die Vervielfachung der Zentralbankbilanzen
- b) Der Anstieg der Staatsverschuldung

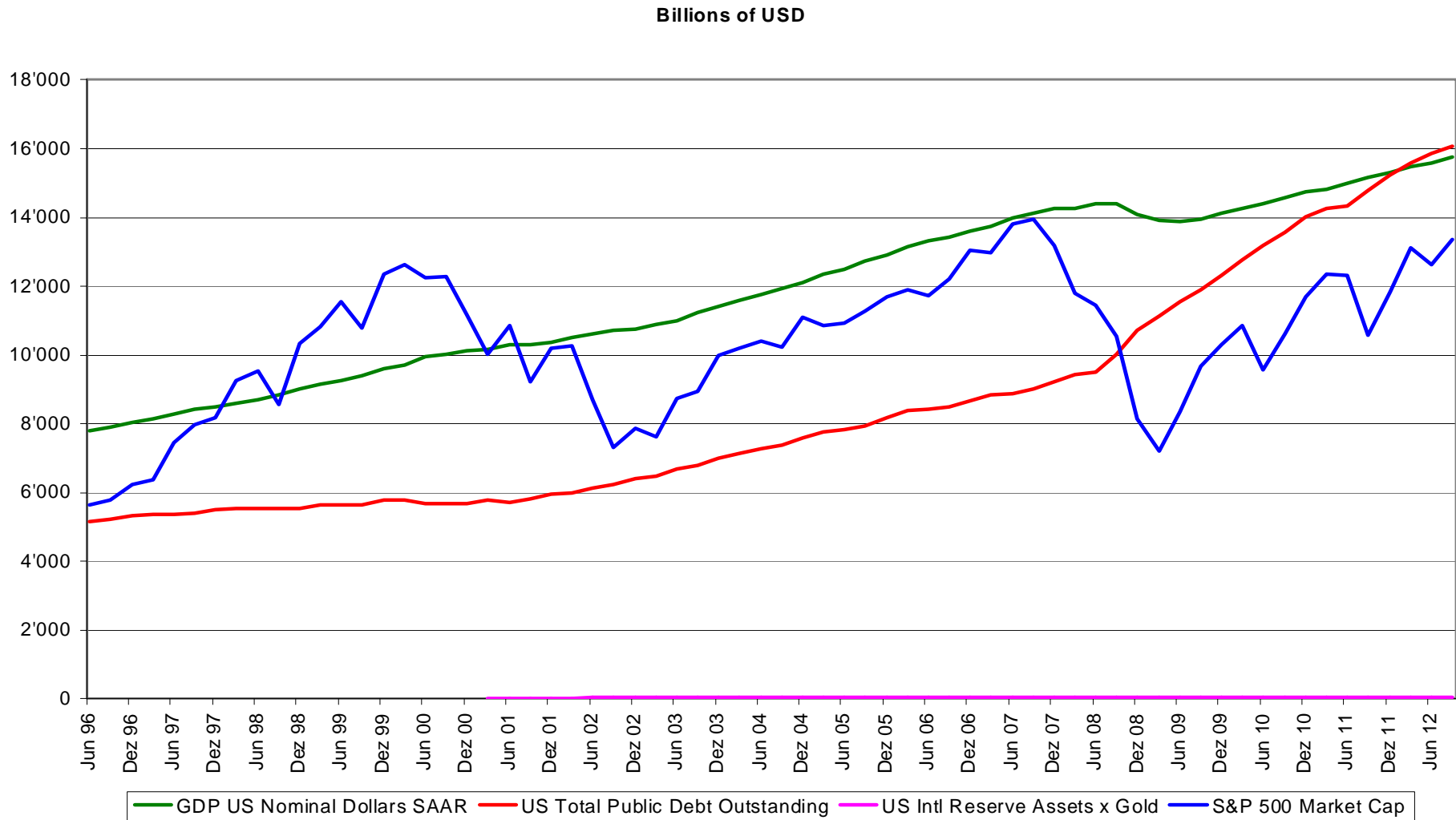
Diese Beobachtungen führen zur Schlussfolgerung, dass die Inflationsraten ansteigen werden.

1.a Die Vervielfachung der Zentralbankbilanzen

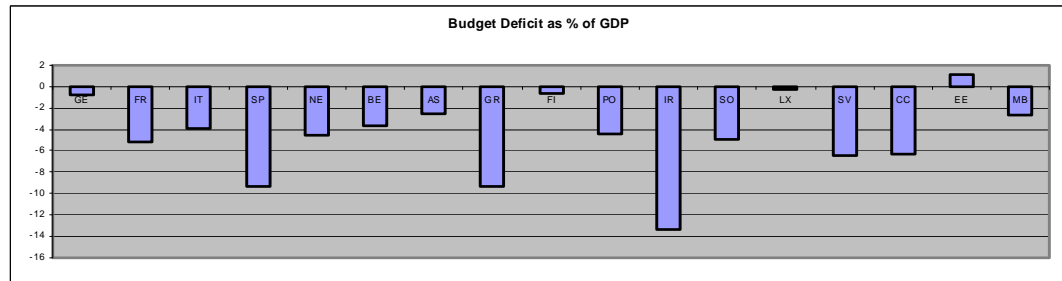
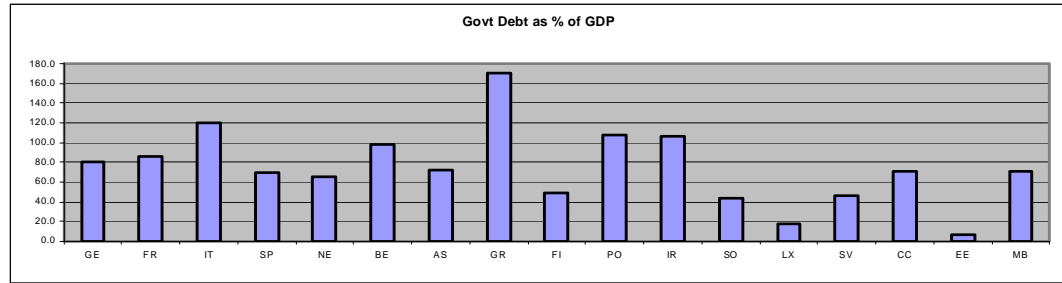
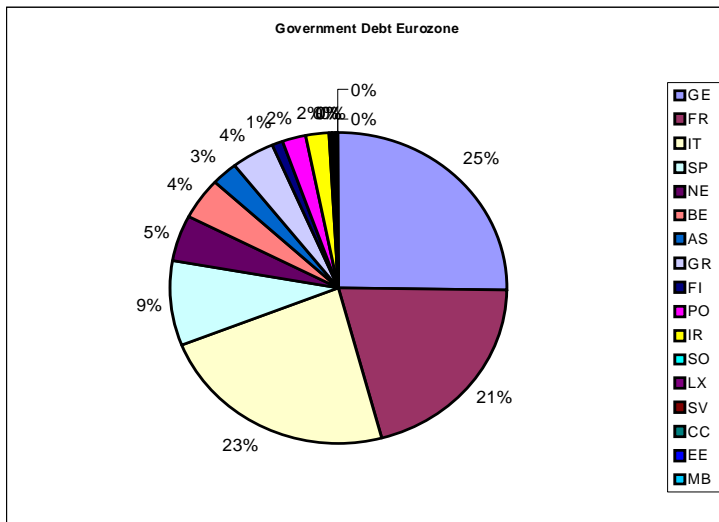
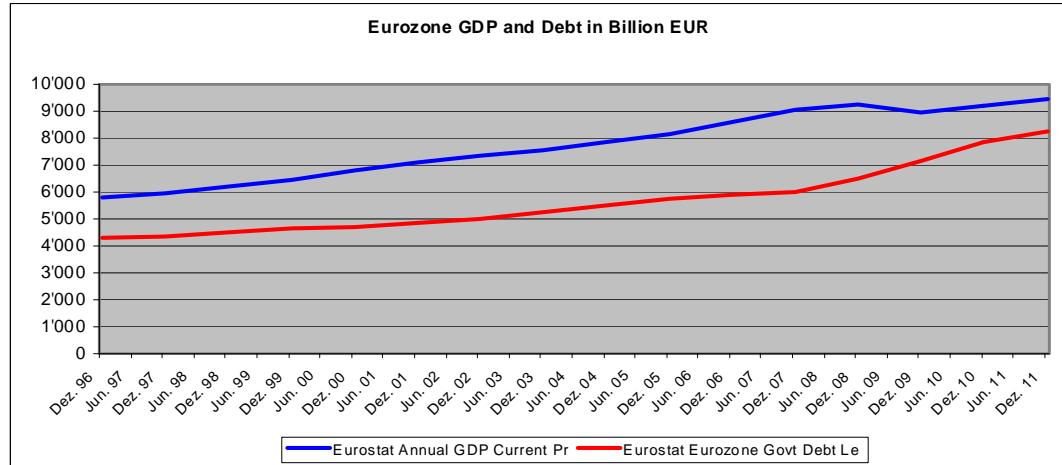
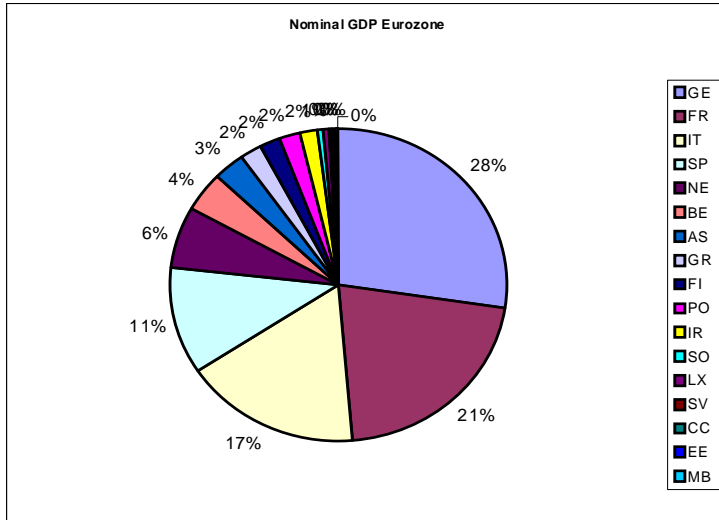
Central Banks Total Assets to Nominal GDP



1.b Der Anstieg der Staatsverschuldung



1.b Der Anstieg der Staatsverschuldung



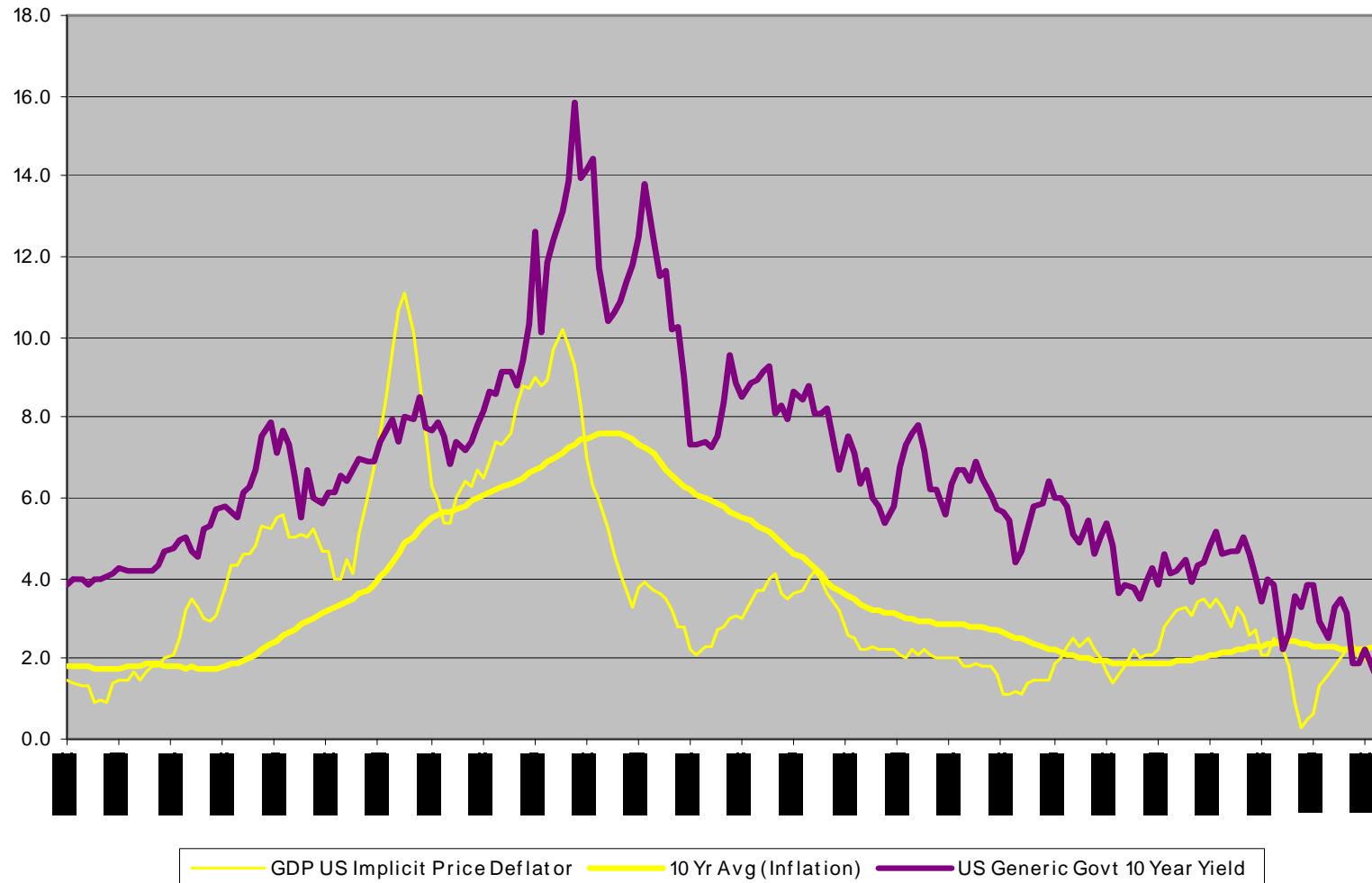
2. Das wirtschaftliche Umfeld

- a) Historischer Kontext
- b) Geldpolitik
- c) Fiskalpolitik

2.a Historischer Kontext

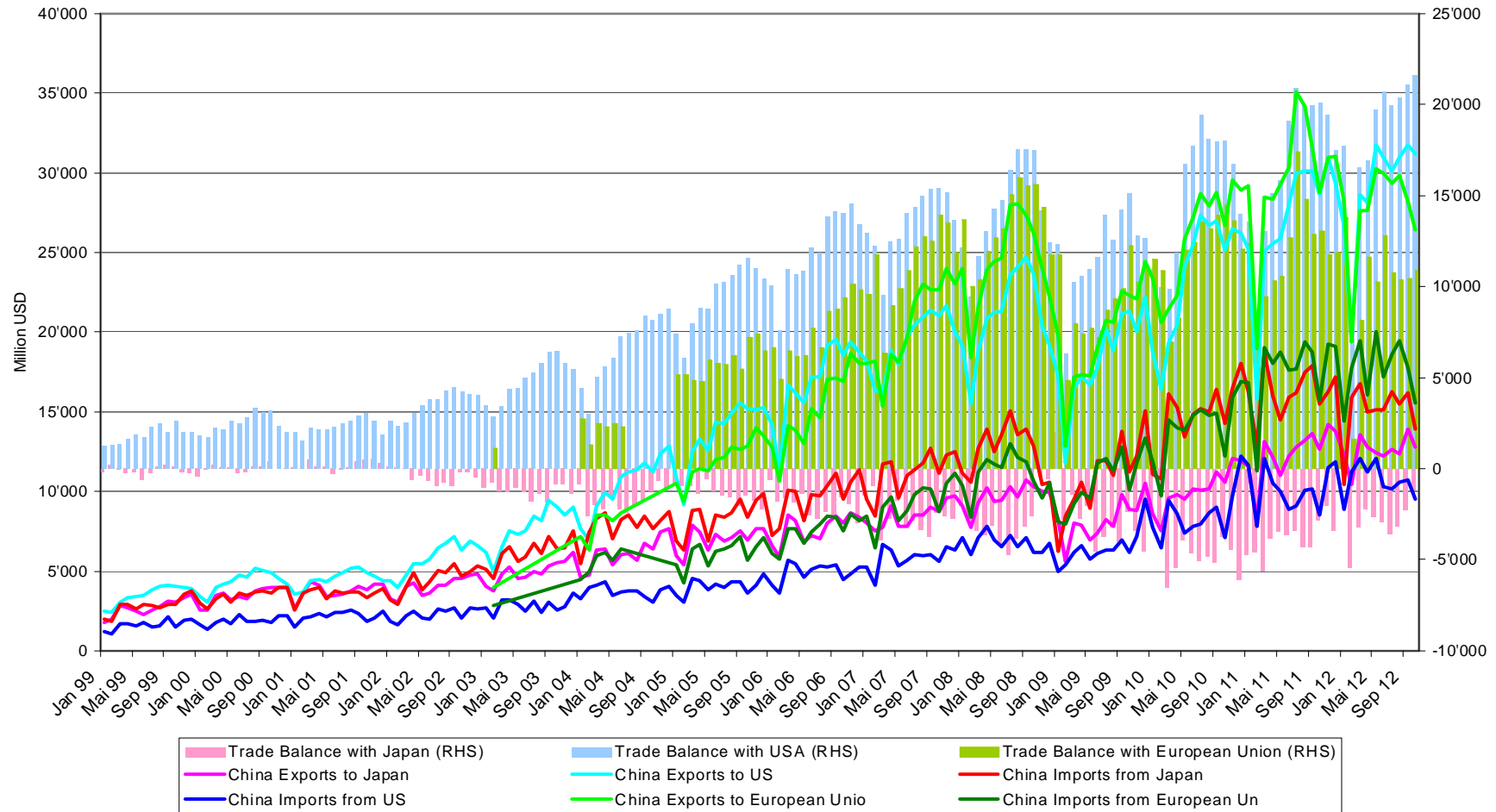
- Hinter uns liegen **drei Dekaden** mit sinkenden Inflationsraten (**Disinflation**). Die Haupttreiber dafür waren folgende:
 - Die Geldpolitik unter Paul Volcker in den 1980ern
 - Die Produktionssteigerungen dank der IT-Revolution in den 1990ern
 - Die **Globalisierung** seit dem Zerfall der UDSSR und insbesondere seit Chinas Beitritt zur WTO im Jahre 2001
 - Die **demografische** Entwicklung
- Sinkende Inflationsraten und sinkende Inflationserwartungen bedeuten sinkende Zinsen

2.a Historischer Kontext



2.a Historischer Kontext

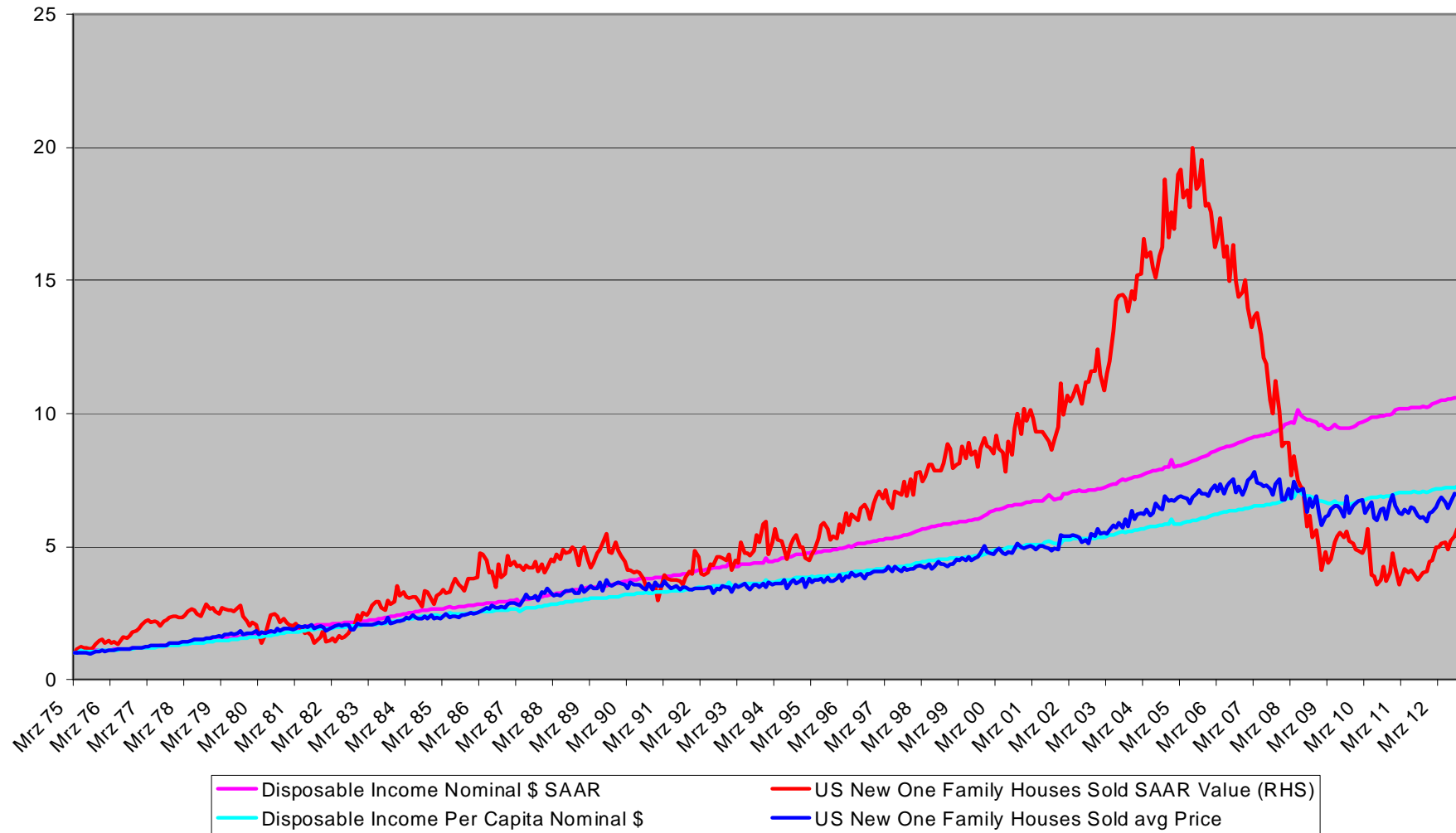
China Trade



2.a Historischer Kontext

- Sinkende Zinsen bedeuten steigende Vermögenspreise aufgrund deren Zinssensitivität. Das gilt für Obligationen, Immobilien aber auch für Aktien
- Diese Kombination **begünstigt** stark **fremdfinanzierte Strategien**
- Riskante Strategien mit hohem Fremdkapitaleinsatz zahlten sich über Jahrzehnte aus
- Immer weitere Kreise von Wirtschaftssubjekten kopierten diese Strategie
- Die Nachfrage nach Fremdkapital wird durch übermässige Kredit-schöpfung der Banken befriedigt
- Dies alles führt zu einer **stetig steigenden Verschuldung** der Haushalte und Unternehmen

2.a Historischer Kontext



2.a Historischer Kontext

- Ab Mitte der nuller Jahre beginnt eine Entwicklung, die die stark verschuldeten Haushalte in Nöte bringen wird
- Die **Globalisierung verliert ihren disinflationären Charakter**
- Die stetig steigende Nachfrage der BRIC-Staaten nach Industriemetallen, Energieträger und Nahrungsmittel lässt deren Preise in die Höhe schnellen
- Die Inflationserwartungen steigen und mit ihnen die Zinsen
- Die Immobilienblase platzt und verursacht die „Lehman-Krise“
- Die gesunkenen Vermögenspreise bedeuten, dass
 - die Haushalte und Unternehmen Fremdkapital zurückzahlen müssen
 - weil das nicht alle können, entstehen bei den Banken faule Kredite, die abgeschrieben oder weitergereicht werden müssen
- Wir befinden uns in einer **Bilanzrezession**

2.a Historischer Kontext

- Die internationale Finanzkrise bringt auch Schwächen in der Konstruktion des EUR - Währungsraumes schonungslos zum Vorschein
- Die Finanzkrise wird zur EUR - Krise
- Die Flucht der Anleger in die sicheren Häfen bewirken rekordtiefe Zinsen der Staatsanleihen der Zentralstaaten (USA, Japan und Deutschland)

2.b Die Geldpolitik

- Durch ihren Aktivismus in der Ära Greenspan verhinderten die Zentralbanken mittelschwere Rezessionen und deren bereinigende Wirkung auf stark fremdfinanzierte Strategien
- Dieser **Greenspan-Put** führte zu einer falschen Risikowahrnehmung der Wirtschaftssubjekte
- Das von Greenspan als konsumfördernd gelobte **Home Equity Extraction** erhöhte den Leverage im Immobiliensektor zusätzlich
- Nach dem Platzen der Blase und in der darauffolgenden Bilanzrezession entstanden im Bankensektor aus der übermässigen Kreditschöpfung zu Boomzeiten nun **faule Kredite**
- Diese kontaminierten Aktiva müssen abgeschrieben oder weitergereicht werden

2.b Die Geldpolitik

- „Quantitative Easing“ und der daraus folgende Anstieg der Bilanzsumme der Zentralbanken (auf der Aktivseite MBS im Falle des Fed, Olive Bonds im Falle der EZB und auf der Passivseite Zentralbankengeld) ist nichts anderes als die **Verlagerung** dieser **kontaminierten Aktiven** vom privaten Finanzsektor **zu den Zentralbanken**
- Somit ist die Vervielfachung der Geldmenge und somit der Bilanzsumme der Zentralbanken das Gegenstück zur Bilanzrezession und nur das **Echo der vorangegangenen Kreditschöpfung** während der Boomjahre
- Das Inflationspotenzial dieser Bilanzverlängerung ist also klein, da sie eine **Vergangenheitsbewältigung** darstellt

2.c Die Fiskalpolitik

- Die Bilanzrezession bewirkt eine Nachfrageschwäche der Haushalte und der Unternehmen die von der Gewinnmaximierung zur Schuldenminimierung übergehen
- Die so entstehende **Nachfrangelücke muss vom Staat gedeckt** werden, um ein Abgleiten in eine schwere Rezession zu verhindern
- Das hat einen Anstieg der Staatsverschuldung durch **strukturelle Budgetdefizite** zur Folge (Faustregel: solange die Budgetdefizite bestehen, befinden wir uns in einer Bilanzrezession)
- Um die Defizite zu eliminieren, müssen entweder die Steuern erhöht und/oder die Leistungen des Staates abgebaut werden (**Fiscal Cliff**)
- Beides ist negativ für den Konsum und die Stimmung

3. Obligationen im Portfoliokontext

- Der Obligationenanteil in einem Portfolio ist **Hort der Stabilität** (tiefe Volatilität), **Sicherheit** (investment Grade) und des **Cash-Flows** (Coupon Einkünfte)
- Der Anteil macht typischerweise 33 bis 66 Prozent eines Portfolios aus
- Zur Zeit liegen die Renditen von 10-jährigen Staatsanleihen bei 0.5% in der Schweiz, 0.8% in Japan ,1.5% in Deutschland und 1.75% in den USA. Bei kürzeren Laufzeiten sind die Sätze entsprechend tiefer. Die Renditen von AAA Schuldner sind nur leicht höher
- Im goldenen Dreieck von **Rendite, Liquidität und Sicherheit** müssen wir unser Obligationenportfolio positionieren. Die Sicherheit muss noch in die Komponenten Kreditrisiko und Laufzeitrisiko aufgeteilt werden

4. Der PPF – G7 Yield Opportunities Fund

- Um die Rendite zu steigern gibt es grundsätzlich drei Möglichkeiten
 - Erhöhung der Duration (Laufzeitrisiko)
 - Erhöhung des Kreditrisikos (schlechtere Schuldnerqualität)
 - Investitionen in illiquide Wertpapiere
- In den meisten Portfolios werden diese Faktoren kombiniert
- Der PPF - G7 Yield Opportunities Fund konzentriert sich jedoch grossmehrheitlich auf das Laufzeitrisiko
- Der Renditetreiber des Fonds ist das Fixed Income Future Portfolio
- Bei einer normalen Zinsstrukturkurve ist die quartalsweise Rollrendite der Futures positiv. Das heisst, wir verkaufen den kurzen Kontrakt höher, als wir den nächsten kaufen. Mit einer Marge von 5% des Fondsvolumens halten wir ein Fixed Income Futures Portfolio, dessen Underlying ca. dem 1.8 fachen des Fondsvermögens entspricht. Die gewichtete Duration des Portfolios beträgt zur Zeit gut 7 Jahre

4. Der PPF – G7 Yield Opportunities Fund

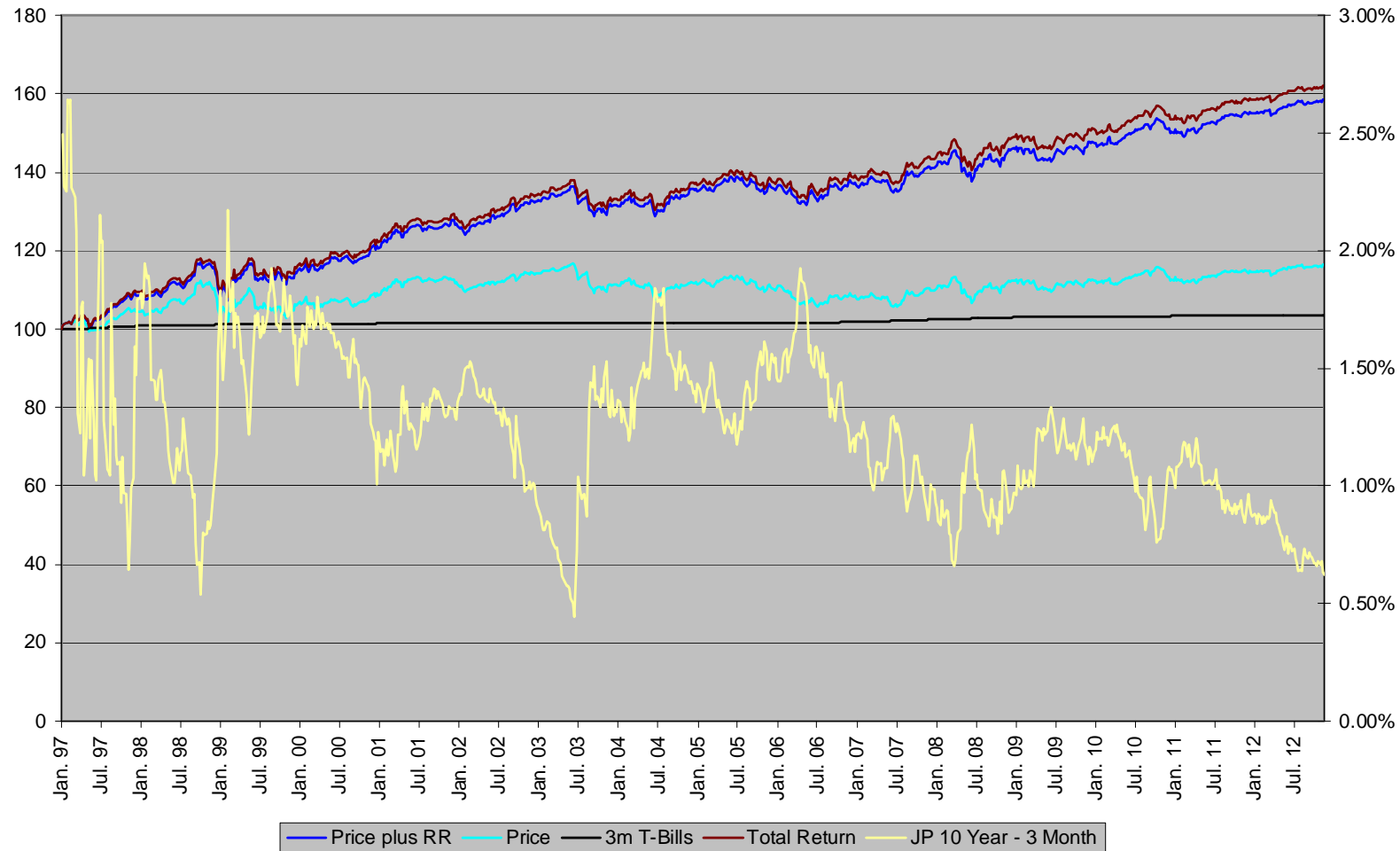
- Das Exposure ist über die Regionen Nordamerika, Asien und Europa und über die Laufzeiten von einem bis 30 Jahre verteilt, wobei wir momentan die kurzen Laufzeiten mangels Rendite sehr stark untergewichtet haben
- Das Fondsmanagement beruht auf dem **Constant Volatility Ansatz**. Die Idee dahinter ist, dass wir bei schlechtem Wetter langsamer fahren als bei gutem Wetter und so das Risiko konstant halten. Bei steigender Volatilität in den Märkten reduzieren wir das Exposure entsprechend um die Zielvolatilität von aktuell 6% konstant zu halten
- Die mathematischen Berechnungen werden von Dr. Trapletti von der Swiss Yield AG kontinuierlich vorgenommen und allfällige Empfehlungen werden im Fondsmanagement umgesetzt

4. Der PPF – G7 Yield Opportunities Fund

- Ohne Risiko gibt es keine Zusatzrendite. Der PPF – G7 Yield Opportunities Fund holt sich diese **Zusatzrendite** fast ausschliesslich über das Laufzeitrisiko. Der Grundsatz, dass ein Schuldner für längere Laufzeiten höhere Zinsen bezahlen muss ist der Return Driver des Fonds
- Der grösste Risikofaktor ist ein überraschender Zinsanstieg. Durch den Constant Volatility Ansatz und dem ins Fondsmanagement integrierten Risikomanagement sind wir zuversichtlich solche Events besser zu überstehen als herkömmliche Bondportfolios, Real Estate Portfolios und Aktienportfolios
- Weil der Fonds seine Performance vor allem durch das Future Portfolio generiert und dieser Erfolg aus Kursgewinnen besteht, waren im Jahre 2011 keine Einkommenssteuern fällig
- Der Fonds ist somit auch aus **steuerlicher Sicht** äusserst interessant

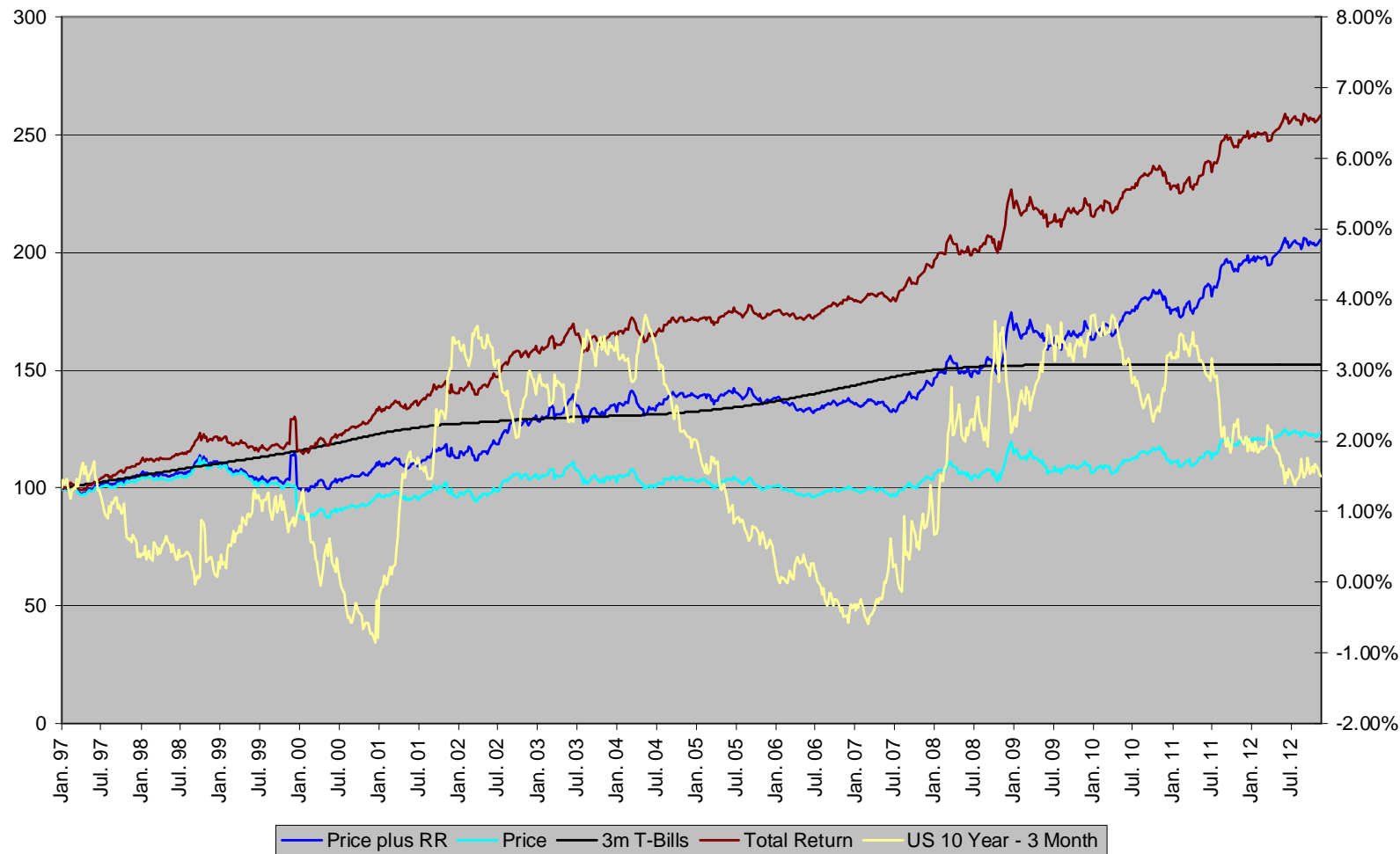
4. Der PPF – G7 Yield Opportunities Fund

Buy and hold 10 year Japanese government bond



4. Der PPF – G7 Yield Opportunities Fund

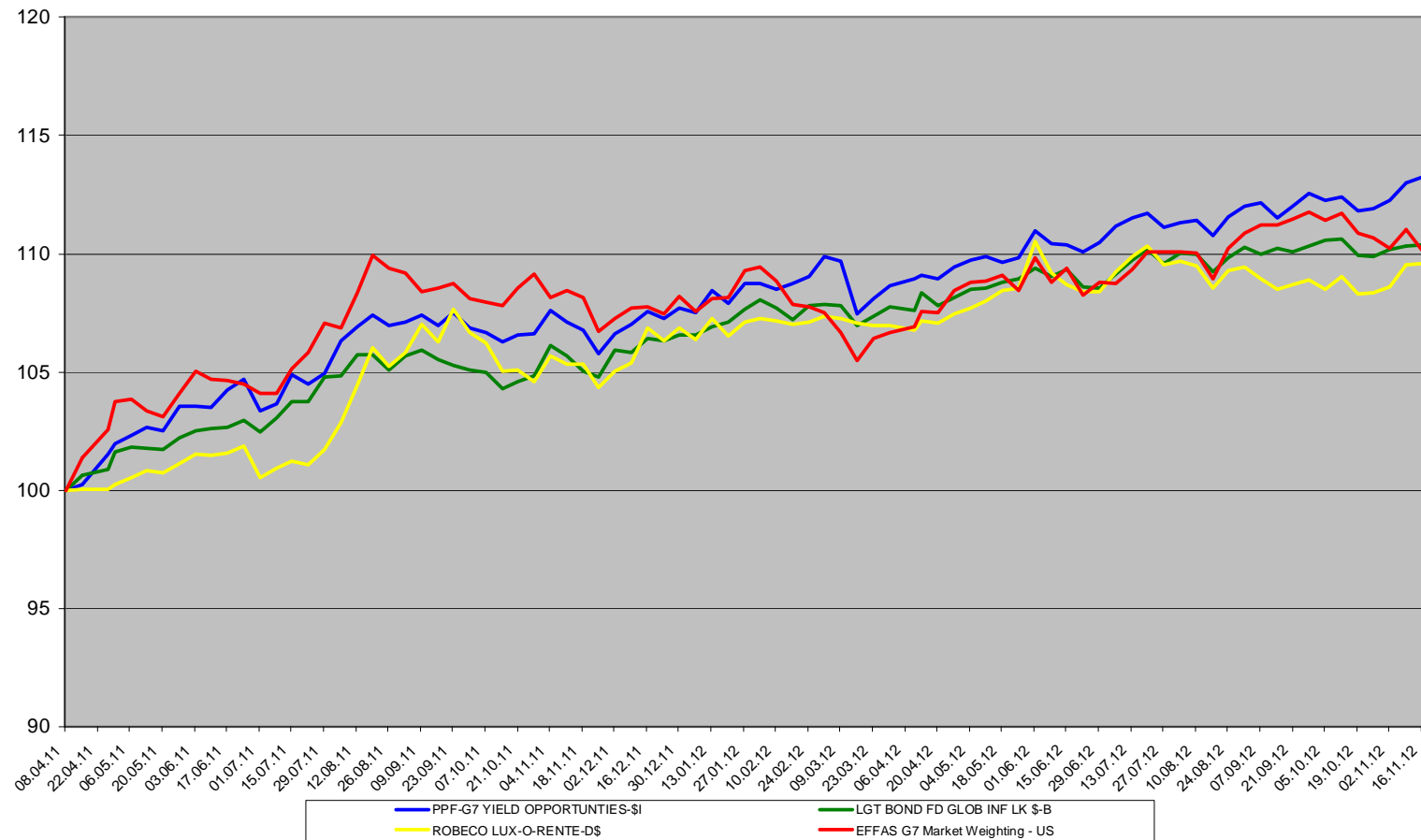
Buy and hold 10 year US treasury note



4. Der PPF – G7 Yield Opportunities Fund

Performance Vergleich seit Auflegung: USD/USDI - Anteilsklasse

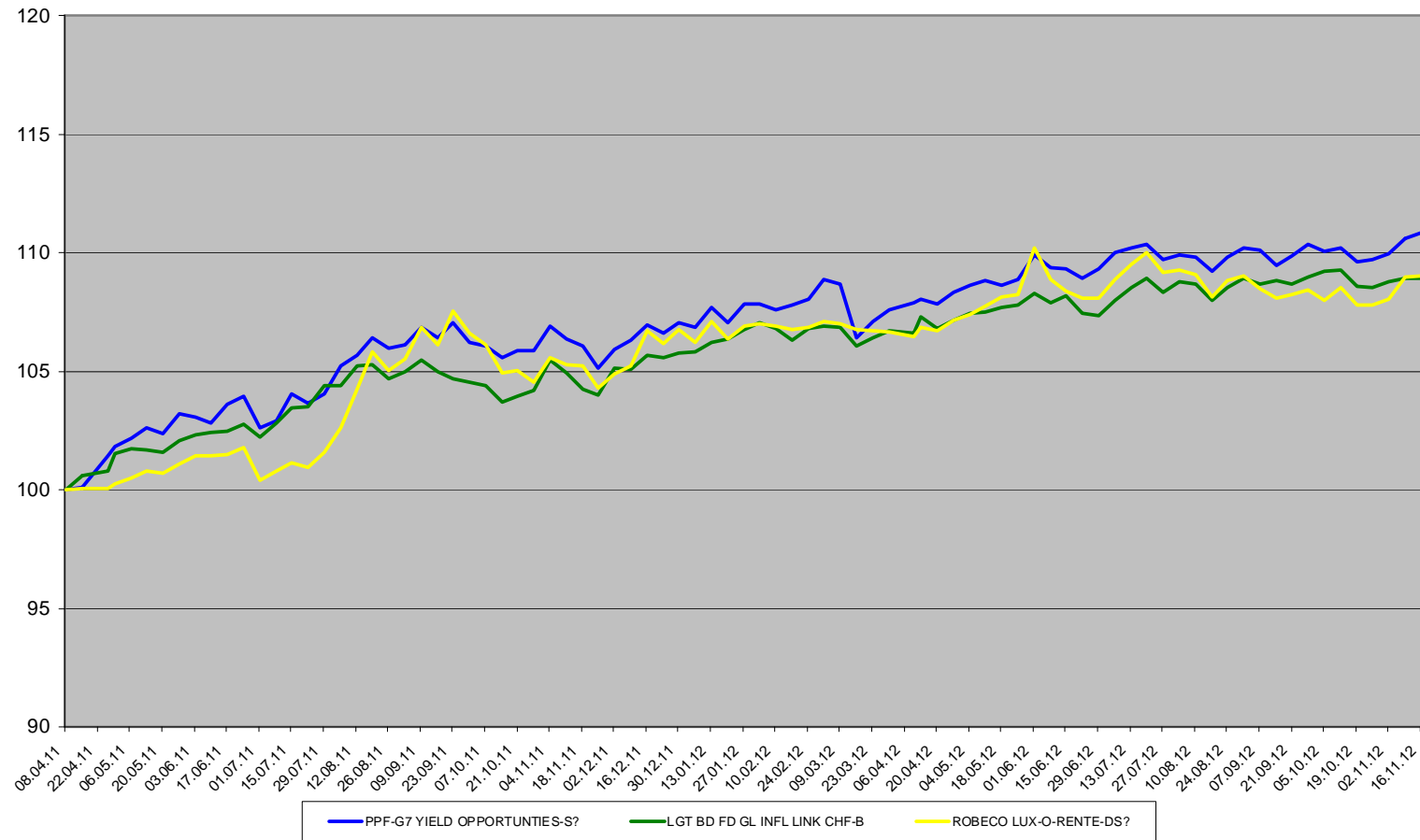
Normalized USD (08.04.2011 = USD 100)



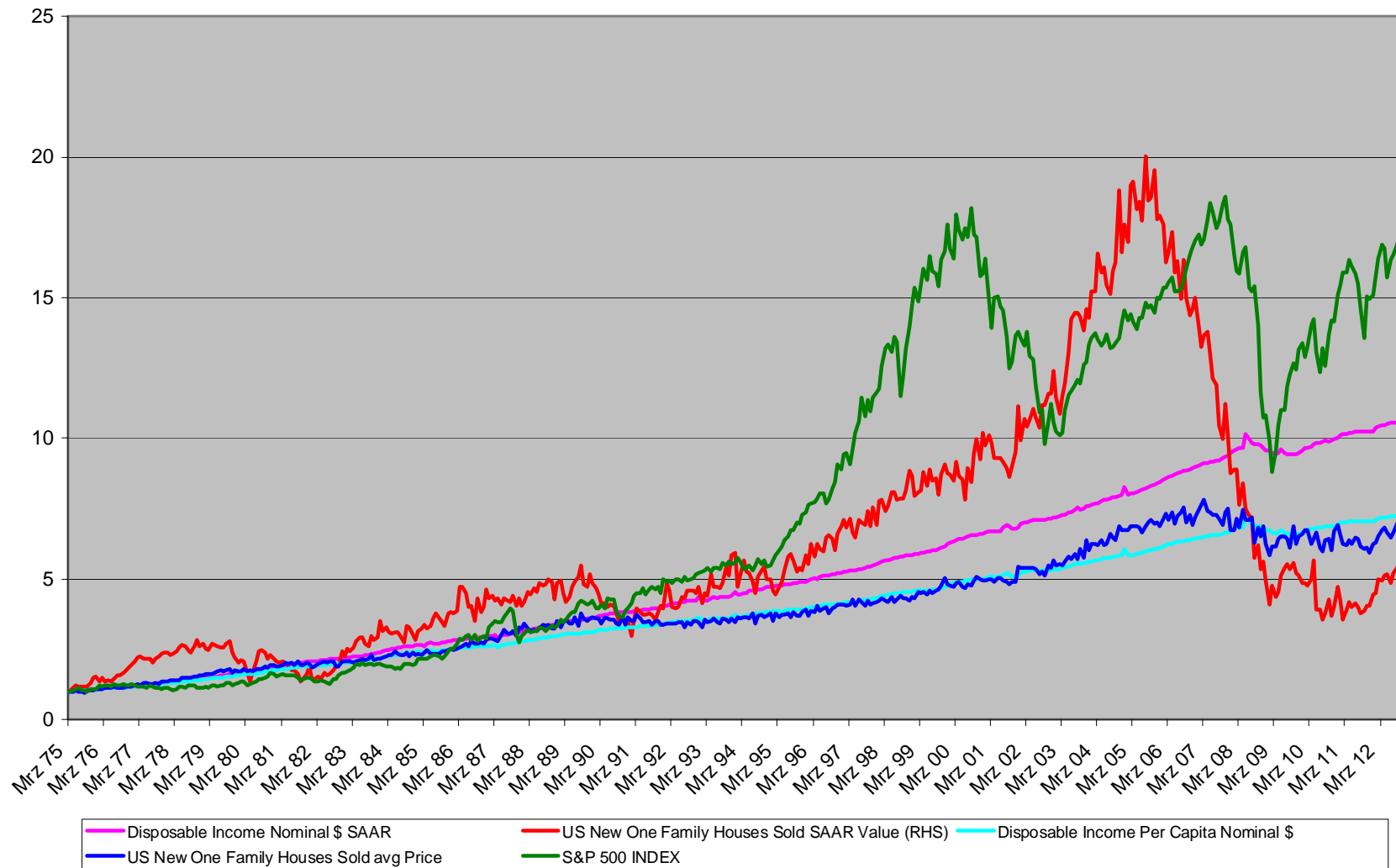
4. Der PPF – G7 Yield Opportunities Fund

Performance Vergleich seit Auflegung: CHF - Anteilsklasse

Normalized CHF (08.04.2011 = CHF 100)

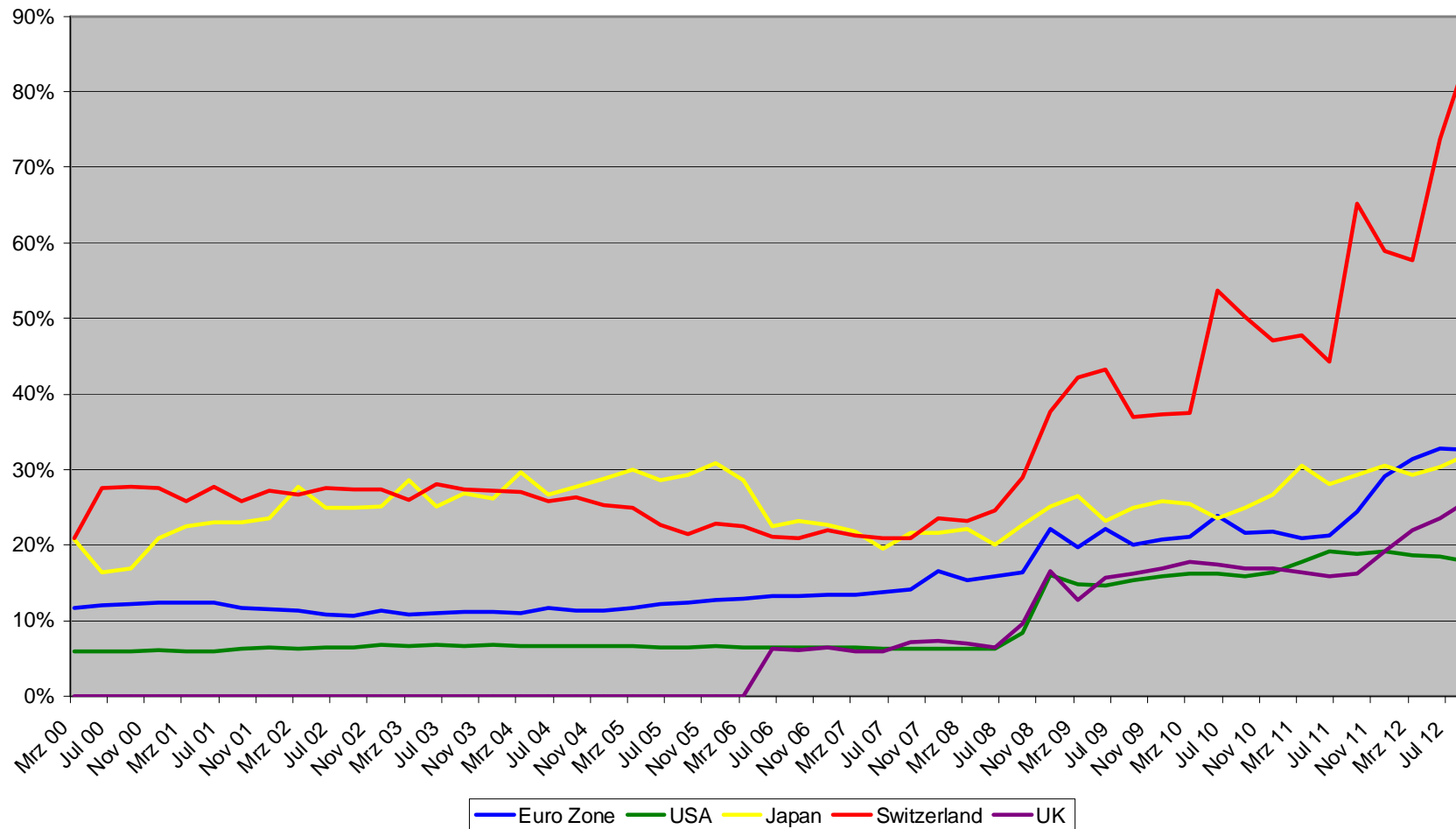


Anhang



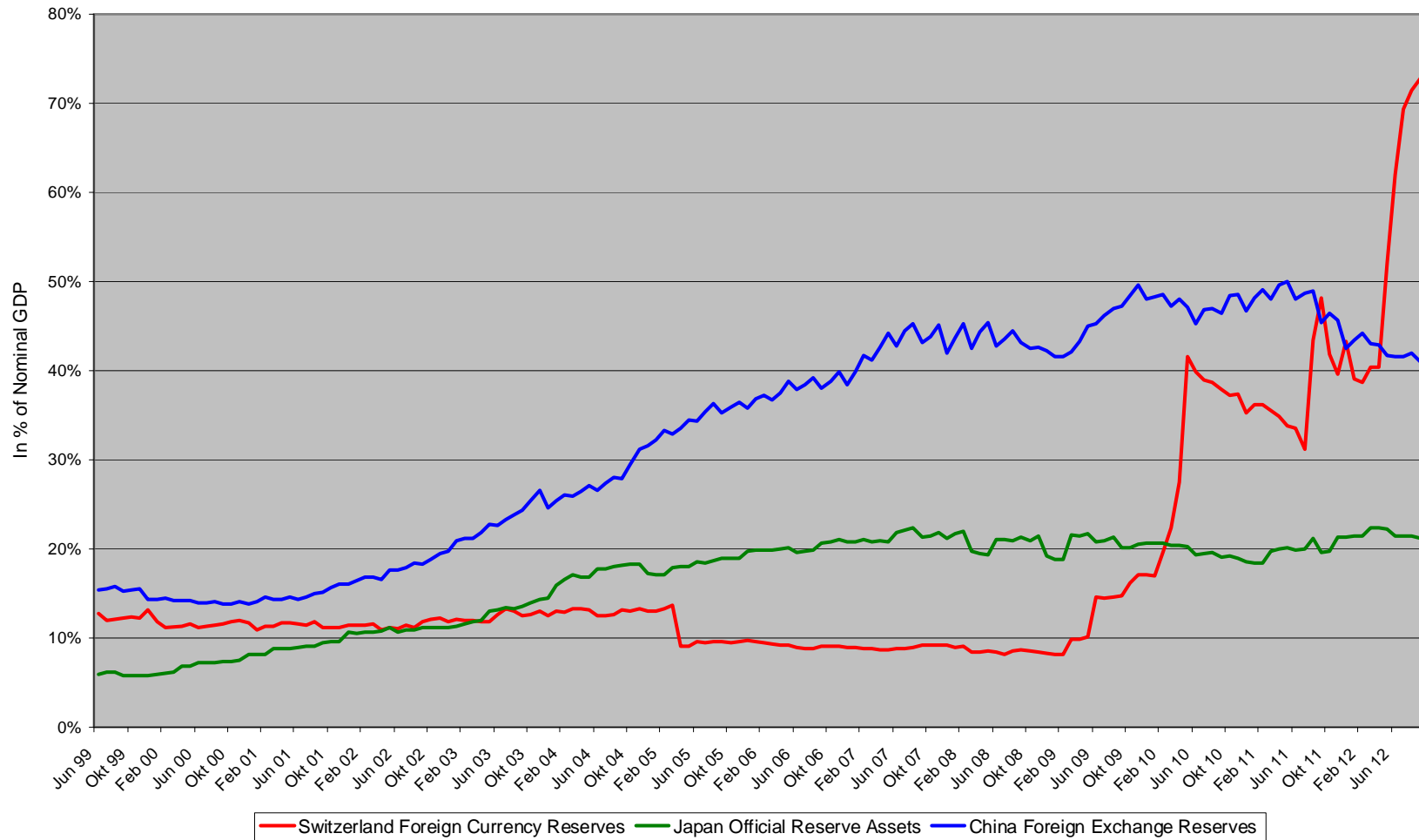
Anhang

Central Banks Total Assets to Nominal GDP

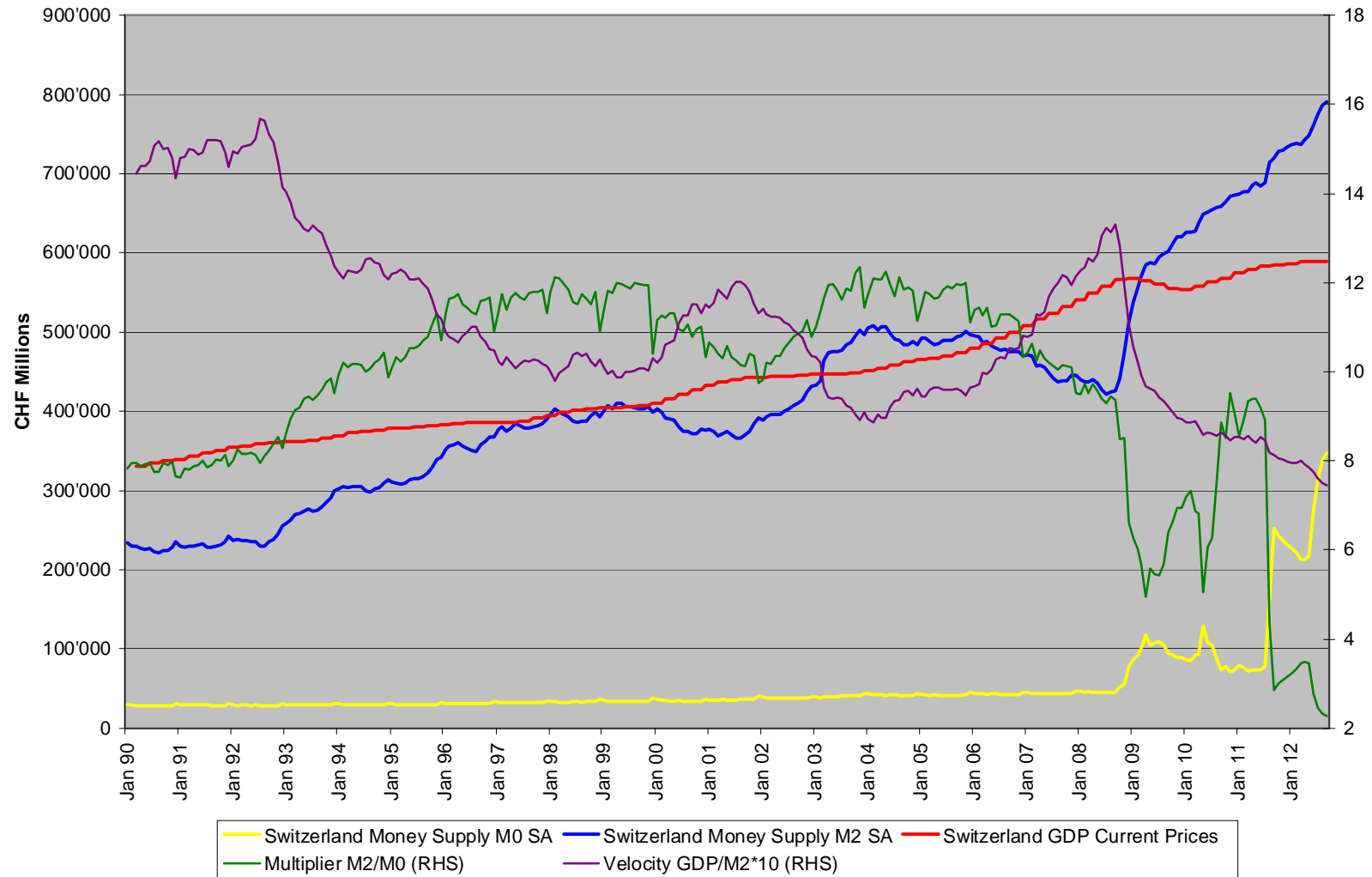


Anhang

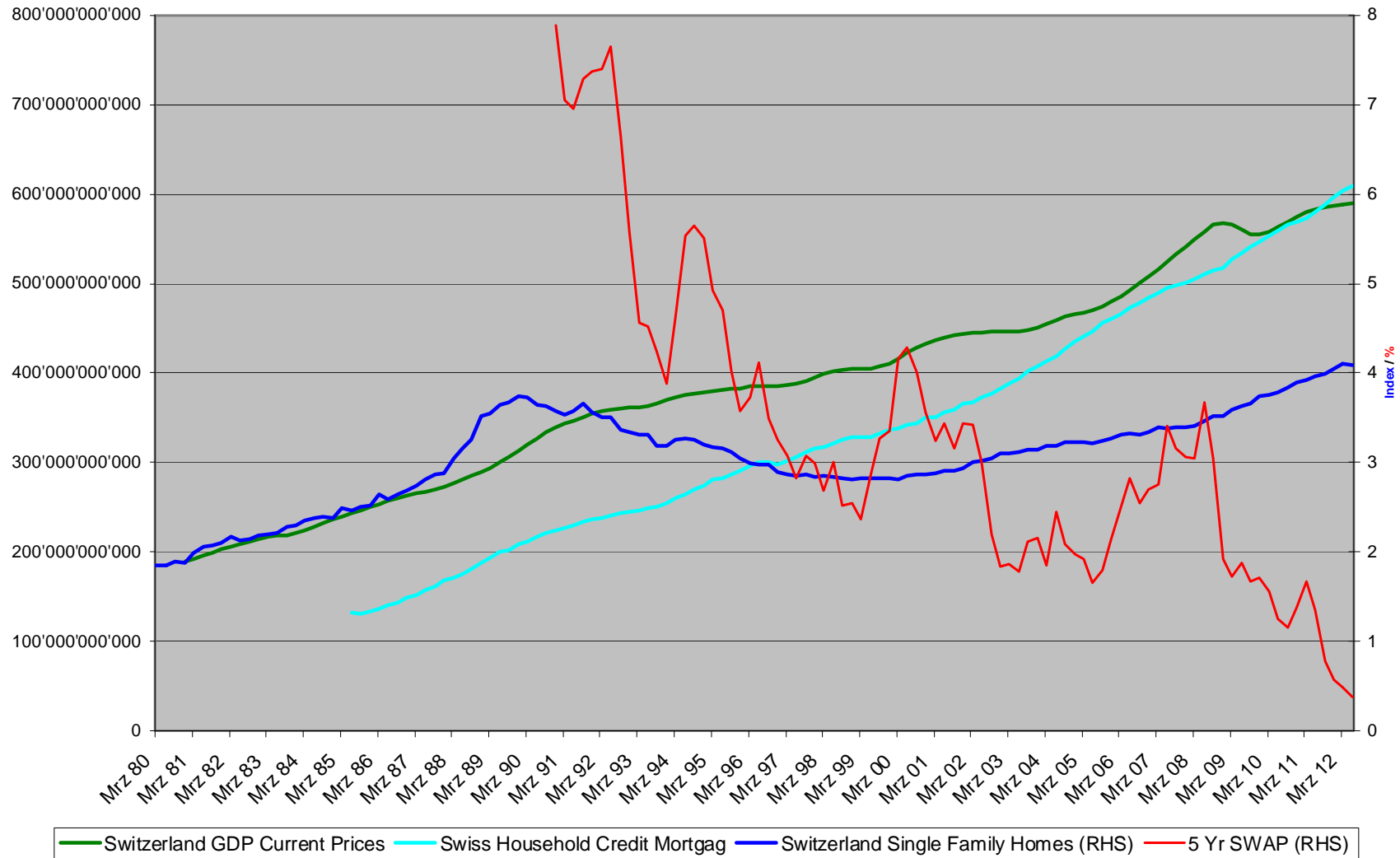
What Governments and Central Banks did to weaken their own Currency



Anhang



Anhang



Disclaimer

This publication has been prepared by GHP Arbitrium solely for the purpose of supplying information to investors and business clients of GHP Arbitrium and its affiliates to whom it is distributed.

It is not intended for persons who are retail clients within the meaning of the United Kingdom's Financial Services Authority rules nor for persons who are restricted in accordance with US or Japanese securities laws.

It is not and should not be construed as an offer or solicitation to buy or sell any security or any interest in securities or enter into any transaction.

This publication has been prepared by GHP Arbitrium solely from publicly available information. Information contained herein and the data underlying it have been obtained from, or based upon, sources believed by us to be reliable, but no assurance can be given that the information, data or any computations based thereon are accurate or complete. Past performance is not indicative of future performance. Unless otherwise attributed, forecasts of future performance represent estimates based on factors we consider relevant. Actual performance may vary. Consequently, no expressed or implied warranty can be made regarding future performance. Opinions stated in this report are subject to change without notice.

GHP Arbitrium and its affiliates, connected companies, employees or clients may enter into transactions contrary to any conclusions that might be drawn from the information contained herein or have positions or make markets or act as principal or agent in transactions in any securities mentioned herein or derivative transactions relating thereto.

This document may not be altered, reproduced or redistributed, or passed on to any other party, in whole or in part, without the prior written consent of GHP Arbitrium.

André M. Hämmerli, T +41 43 344 41 06, andre.haemmerli@ghp-arbitrium.com

GHP Arbitrium AG, Freigutstrasse, 8022 Zürich, Switzerland

T +41 43 344 41 11, www.ghp-arbitrium.ch