
AUS AKTUELLEM ANLASS

Sehr geehrte Investoren

Zuallererst hoffen wir, dass Sie und Ihre Familien angesichts des COVID-19-Ausbruchs sicher und wohlbehalten sind. Wir schreiben Ihnen, während sich die Corona-Krise weiter ausbreitet. Es gibt immer noch viele Unbekannte und niemand kann sagen, was morgen, nächste Woche oder das Ende des Jahres für uns bereithält.

Was wir Ihnen zum jetzigen Zeitpunkt mitteilen können, ist unsere Einschätzung der letzten Tage, die Schritte, die wir unternommen haben, um den PARITON-Fonds durch diese beispiellose Zeit zu steuern, sowie ein Update zu unserem Unternehmen und unserem Team.

„Corona Sell Off“

Finanzmarktkrisen sind für unsere Generation kein neues Phänomen mehr, aber Struktur und Ausprägung der aktuellen Krise setzen mal wieder noch einen drauf.

In der Vergangenheit hatten wir oft mit großen Prozentverlusten im Aktienmarkt, niedrigen Ölpreisen, hohen Volatilitäten (VIX) und auch hohen Credit-Spreads zu kämpfen. Aber noch nie hatten wir alles zusammen parallel, dazu mit einer derartigen Dynamik und in einem weltweiten Niedrigzinsumfeld, in dem Bonds keinerlei Schutz mehr boten.

Alles wird anders oder neu?

Machen wir uns nichts vor: Die jetzt aufgetretenen Verluste bzw. Volatilität waren im PARITON höher und drastischer als wir dies wollten. Wir werden Gründe dafür darlegen und einen Blick nach vorn wagen, denn es wird auch nach der Corona-Krise bzw. -Rezession einen Finanzmarkt, eine wirtschaftliche Erholung und vor allen Dingen außergewöhnlich attraktive Investment-Opportunitäten in Form von Risikoprämien geben.

Beginnen wollen wir aber mit einem Rückblick auf die Entwicklung und die Performance der letzten Wochen, denn hierzu schulden wir Ihnen Antworten.

„Bombensicheres „Reh-Blatt“ und dennoch ...“

Kartenspieler werden diese Situationen kennen: Sie bekommen ein bombensicheres Blatt auf die Hand – ein Blatt, auf das Sie schon lange gewartet haben! Eigentlich müssen Sie nur ihr Spiel spielen und nichts kann schiefgehen. Doch, dann sitzen Sie ständig in der Mitte, die Karten sitzen gegen alle statistischen Regeln und Ihre Gegner beginnen Sie vorzuführen. Sie machen keine Spielfehler, haben ein Top Blatt und trotzdem läuft es nicht rund.

So haben wir uns in den vergangenen Wochen zeitweise gefühlt. Wir müssen plötzlich Karten zählen und unsere Strategie den neuen Gegebenheiten anpassen. Das einzig Gute ist: Wir haben noch genug starke Karten auf der Hand und abgerechnet wird zum Schluss.

Doch fangen wir mit einem kleinen Rückblick an:

Tagesverluste in Europa höher als 1987, 2008, oder zur Höhepunkt der Griechenlandkrise
Die Geschwindigkeit des Verfalls ist so noch nie dagewesen.



Quelle: Bloomberg

Entwicklungen am Kapitalmarkt

Die globalen liquiden Märkte reagierten stark auf COVID-19. Alle wichtigen Indizes haben in den letzten Wochen schwere Verluste verzeichnet. Der MSCI World, der S&P 500 und der Euro Stoxx 50 sind seit Jahresbeginn 30-35% gefallen. Selbst Safe-Haven-Anlagen wie langlaufende Anleihen und Gold, die zunächst eine Rallye verzeichneten, haben den Großteil ihrer Gewinne verloren. Die meisten Anlageklassen gingen in einen Modus hoher Korrelation über. Weder Assetklassen-, Länder- noch Sektordiversifikation hat geholfen, außer der Geldmarkt.

Volatilität

Der VIX - so hoch wie zu Zeiten der Finanzkrise



Quelle: Bloomberg

Korrelation

Renten und Aktien fielen irgendwann sogar gemeinsam



Quelle: Bloomberg

Innerhalb von wenigen Wochen haben drei grundlegende Verschiebungen stattgefunden. Erstens fielen die Ölpreise von über 60 USD pro Barrel auf derzeit ca. 25 USD: Dies führt zu einem Vermögenstransfer von ca. 3 Mrd. USD pro Tag bzw. 1,2 Billionen USD pro Jahr von den Ölproduzenten zu den Ölverbrauchern. Zweitens senkte die US-Notenbank ihren Referenzzinssatz zweimal auf eine Spanne von 0% bis 0,25% und ersparte den Kreditnehmern damit Billionen von Dollar. Drittens haben große Volkswirtschaften, darunter die USA, Europa und China, Konjunkturpakete in einer noch nie dagewesenen Größenordnung von 5-20% ihres jeweiligen BIP angekündigt.

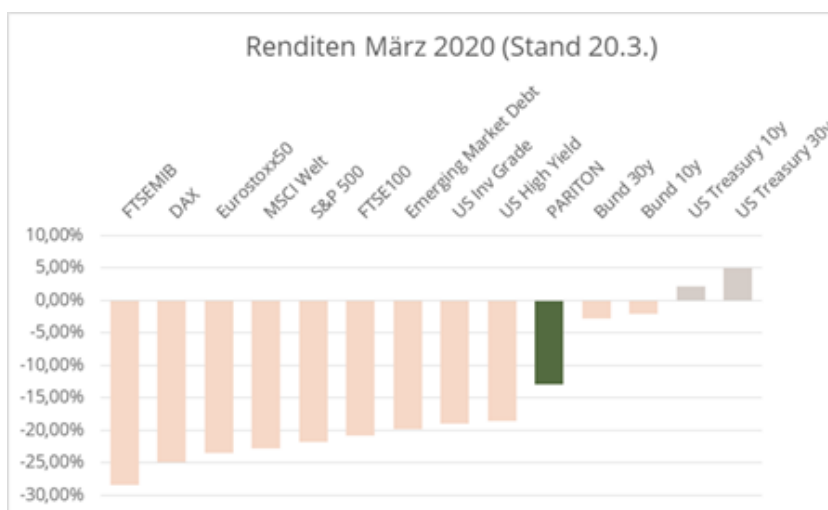
Die Marktturbulenzen werden sich zweifellos auch noch auf die illiquiden Märkte auswirken und in den kommenden Wochen und Monaten ist mit Kurskorrekturen zu rechnen. Das

Ausmaß des Preisrückgangs ist jedoch noch nicht bekannt. Wir gehen davon aus, dass sich die liquiden Märkte erst dann beruhigen werden, wenn der Höhepunkt der Virusinfektion erreicht ist und dass die illiquiden Märkte mit einiger Verzögerung folgen werden.

Entwicklung des Tungsten PARITON UI Fonds

„Corona Sell Off“

Ein klassisches 60/40 Portfolio aus MSCI Welt Aktien und dem RexP verliert bis dato im März rund 14%. Auch ein breiter diversifiziertes Portfolio hat keine bessere Ausbeute zu verzeichnen, da auch generell diversifizierende Assetklassen in hohen Tempo mitfallen.

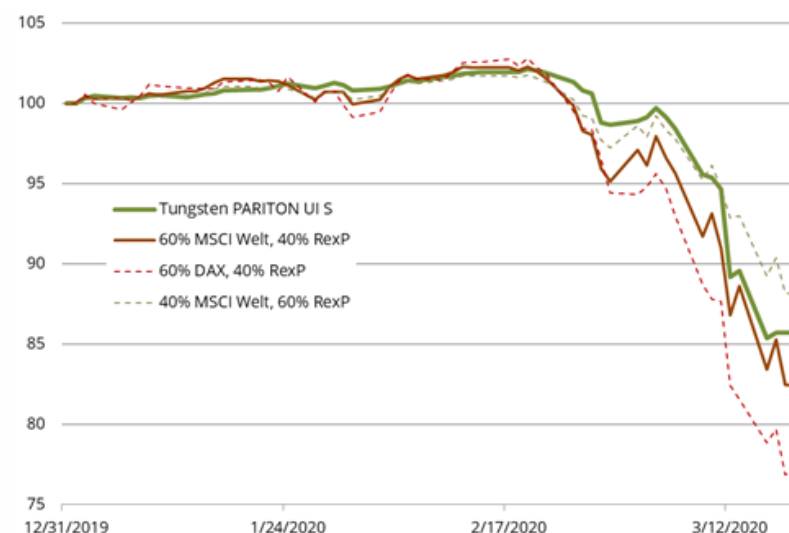


Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Verluste

Gemessen an der Benchmark, hat sich der Tungsten PARITON UI Fonds in der aktuellen Krise nicht überraschend entwickelt. Aber das ist selbstverständlich nur die halbe Wahrheit und viel zu kurz gesprungen. Wir haben immer betont, dass die Kontrolle von Verlusten im Vordergrund unseres Handels und unserer Strategie steht.

PARITON vs. Benchmarks



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Aus dieser Perspektive sind wir selbst enttäuscht. Enttäuscht, auch wenn es für diese Entwicklung nachvollziehbare und erklärbare Faktoren gibt.

Fangen wir mit einem der schmerzhaftesten Punkte an: **Diversifikation**

Diversifikation hat kurzfristig überhaupt nicht funktioniert. Der traditionelle Garant für Stabilität – Bonds, bzw. Regierungsanleihen sind als Diversifikator in dieser Krise quasi komplett ausgefallen.

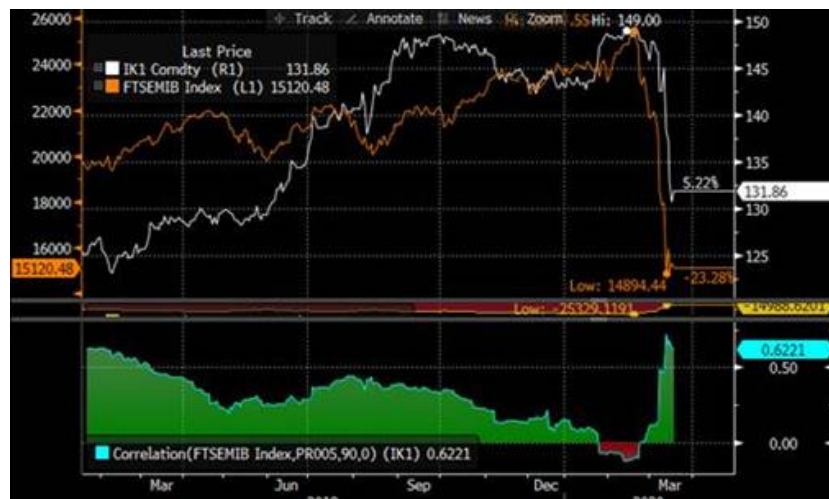
Jedoch: Diesen Umstand hatten wir bereits antizipiert! Noch im letzten Monatsbericht hatten wir vermerkt, dass die Laufzeitenstruktur bei Staatsanleihen keine Risikoprämien mehr bot. In der Quintessenz konnten wir viele Staatsanleihen nicht mehr als eigenständige Assetklasse in der Portfoliokonstruktion berücksichtigen, was zum teilweisen Abbau von Bonds führte. Lange Staatsanleihen waren somit nur noch in einer Rumpfquote als Diversifikator im Portfolio. Dass diese Anleihen in einer schockartigen Krise überhaupt keinen Schutz mehr geboten haben, hat uns dennoch überrascht und beeindruckt.

Unsere Strategie hatte aber auch an einer anderen Flanke zu kämpfen und zwar im Kreditbuch.

Peripherie

Italien ist momentan von der Corona-Krise am stärksten betroffen.

Dies schlägt sich auch in den Assetpreisen nieder. Nicht nur italienische Aktien mussten verhältnismäßig hohe Rückgänge hinnehmen. Auch italienische Staatsanleihen sind stark betroffen.



Quelle: Bloomberg

So litt unser Portfolio über Gebühr an der Ausweitung der Credit Spreads in der europäischen Peripherie – Peripherieanleihen haben uns in den letzten Jahren öfter ihre Risikoseite gezeigt, jedoch war die Risikoprämie stets angemessen, so dass die Peripherie stets ein Garant für positiven Carry im PARITON war. Die Verluste in 10-jährigen

italienischen Staatsanleihen glichen im März zeitweise denen von Aktien. Gerade in den letzten Tagen hat sich hier aber auch schon eine Erholung gezeigt, die auch der Entwicklung des PARITON Fonds half.

Womit der Übergang zum schwerhaftesten Faktor dieser Tage hergestellt ist: Synthetische Credits. Diese Flanke war weniger überraschend, denn in einer Phase mit extrem schnellem Verfall im Aktienmarkt und springender Volatilität, tut sich diese Strategie naturgemäß immer schwer.

Gleichwohl ergeben sich gerade nach derartigen Phasen besondere Opportunitäten, die noch wesentlich ausgeprägter zu erwarten sind, als die Erholung von „normalen“ Anleihen.

Im Übergang von einem niedrig Volatilitäts-Umfeld in ein hoch Volatilitäts-Umfeld leiden synthetische Credit-Strategien umso mehr, je länger und heftiger diese Ausweitung andauert. Das aktuelle Umfeld mit seiner explosionsartigen Entwicklung, die nun schon fast vier Wochen andauert, ist also der perfekte Sturm für diese Strategie.

Gegen diese Übergangsphasen setzen wir stets Sicherungsstrategien ein, mit denen wir versuchen, die Risiken steigender Volatilität zu begrenzen. Diese Sicherungsstrategien waren auch diesmal Teil des Portfolios. In normalen Volatilitätsumfeldern sind diese Sicherungen immer natürlicher Bestandteil unserer Strategie. Ebenso gehört es zu unserer Vorgehensweise, diese Sicherungen zu monetarisieren, sobald sie wirken. Im Nachhinein ist man immer schlauer, aber wir haben zu früh angefangen unsere Sicherungen nicht mehr weiter auszubauen. Im Rückblick war dies unglücklich. Die Kosten für weitere Sicherungsmaßnahmen schienen uns übertrieben und schlichtweg zu hoch.

Ein vorsichtiger Blick nach vorn

Die volkswirtschaftlichen Implikationen der aktuellen Krise sind nicht von der Hand zu weisen – Aktienkurse werden diese auch langfristig einbeziehen. Ergo, eine Erholung der Aktienmärkte auf die alten Höchststände kann dauern. Viel eher ist zu erwarten, dass wir sehr viel stärker schwankende Seitwärtsmärkte mit gewissen Aufwärtsdrift sehen werden. Ob diese Entwicklung ihren Ausgangspunkt von diesem Niveau nimmt, oder von einem nochmal 10% bis 20% tieferen Niveau, ist nicht seriös absehbar.

Was eher abzusehen ist, ist das zu allererst die Volatilität wieder fallen wird. Nicht nur weil Volatilität immer zum Mittelwert tendiert (mean reverting), sondern weil wir aus einem Umfeld dynamischer Veränderung in ein neues Umfeld übergehen.

Der Absicherungsdruck nimmt ab, so dass sich irgendwann auch wieder eine Preissensitivität für Absicherungen einstellen wird. Dies haben bereits viele Krisen, aber insbesondere die große Finanzkrise 2008 gezeigt.

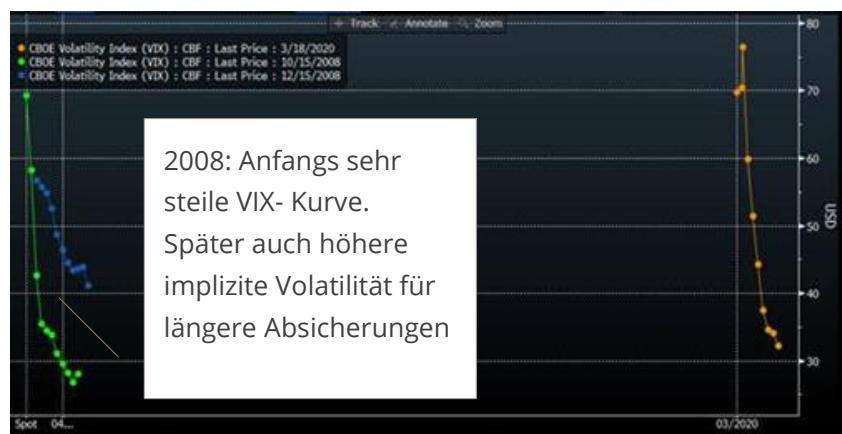
Aufgrund der langfristigen Implikationen der weltweiten Shut Downs wird die Volatilität nach einem ersten Rücksetzer sehr wahrscheinlich länger auf einem strukturell höheren Niveau verweilen - sozusagen, *„Higher for Longer“*. Diese Phasen bieten wiederum besondere Opportunitäten für synthetische Credit-Strategien. Wir erwarten für längere Zeit sehr attraktive Risikoprämien!

„Angstbarometer“ VIX

VIX 2008/2009 vs. 2020

Zwar ist jede Krise anders, aber das interessiert die Struktur der „Angst“, bzw. den VIX nicht.

Wir erwarten das das Fallen des VIX – ähnlich wie 2008 länger dauern wird, als sein Anstieg. Kurze Volatilität wird fallen, längere Volatilität steigen. Ein guter Boden für Risikoprämienstrategien



Quelle: Bloomberg

Kontakt

Fondsmanagement: Tungsten Capital Management GmbH, Hochstraße 35, 60313 Frankfurt, www.tungsten-funds.com
Sales: Tel.: +49 69 710 426 777, info@tungsten-funds.com

Zudem werden synthetische Credit-Strategien konventionelle Credit-Strategien signifikant outperformen. Nicht zuletzt deswegen, weil mit steigenden Default-Rates zu rechnen ist und synthetische-Credit-Strategien auf stabilere Unternehmen abstellen können.

In den Bond-Märkten wird es voraussichtlich zu einer Versteilerung der Zinskurven kommen, so wie bisher nach allen QE Maßnahmen. Die Märkte werden die fiskalen Bazooka-Maßnahmen noch stärker eskomptieren als bisher, oder haben bereits damit begonnen, dies zu tun.

Es wird anders, aber nicht neu!

Diese Krise ist keine Krise des Finanzmarktes. Finanzmärkte funktionieren in ihrer Struktur weiterhin sehr gut. Die Risikoprämien aller Assetklassen sind gestiegen. Risikoprämienkonzepte werden wieder zulegen können, auch wenn Aktien mehr oder weniger volatil seitwärts handeln. Risikoprämienkonzepte leben von ihrem „positiven Carry“. Dieser ist gerade in Phasen, in denen Aktien nicht nur stark nach oben laufen, überlegen.

Dies ist die eigentliche Stärke dieser Strategiekonzepte und der Grund für deren langfristige Attraktivität.

PARITON zeichnet sich durch den strukturellen Einsatz synthetischer Credit-Strategien aus. Von dieser Teilstrategie werden in den nächsten Monaten die verlässlichsten Performance-Beiträge zu erwarten sein.

Fondsinvestoren werden sich gleichzeitig vermutlich in den kommenden Monaten auf eine höhere Fondsvolatilität einstellen müssen. Nicht nur, weil das Umfeld strukturell volatil bleibt, sondern weil ein bisher verlässlicher Diversifikator wohl weiterhin ausfallen wird: **Staatsanleihen.**

Bonds beginnen zwar damit, langsam wieder Risikoprämien aufzubauen, aber Allokationen in diesem Bereich können entsprechend nur zaghaft und sehr vorsichtig aufgebaut werden.

Ein freundschaftlich verbundener Mitwettbewerber hat in einem ähnlichen Bericht geschrieben, dass die einsetzende Phase, in der aus extremer Volatilität mittlere Volatilität wird, die Mutter aller Opportunitäten darstellt.

Soweit wollen wir wirklich nicht gehen. Aber wir sehen in der Tat noch viele starke Karten auf unserer Hand und deswegen die Gewissheit, dass wir unser Reh-Blatt nur extrem konzentriert in Ruhe zu Ende herunterspielen müssen.

Genau hierzu sind wir bereit, dies für Sie zu tun, denn wir wollen, dass Sie sich in absehbarer Zeit gemeinsam mit uns über neue Höchststände im Tungsten PARITON freuen.

Kontakt

Fondsmanagement: Tungsten Capital Management GmbH, Hochstraße 35, 60313 Frankfurt, www.tungsten-funds.com
Sales: Tel.: +49 69 710 426 777, info@tungsten-funds.com

Last – not least

Glücklicherweise sind alle unsere Teammitglieder bisher bei guter Gesundheit. Unser Team ist auf zwei Standorte verteilt und wir haben eine Kombination aus Büro- und Heimarbeitsroutine eingeführt. Unser IT-System ist so ausgerüstet, dass fast alle Teammitglieder von zu Hause aus ohne Unterbrechung mit unseren Systemen arbeiten können.

Unser Unternehmen ist bankenunabhängig. Wir haben eine gesunde Bilanz ohne Schulden. Wir sind und bleiben voll und ganz auf der Seite unserer Investoren und sind entschlossen, den Sturm gemeinsam mit Ihnen zu überstehen.

Bleiben Sie gesund!