

# Tungsten Observer

## Ausgabe # 3

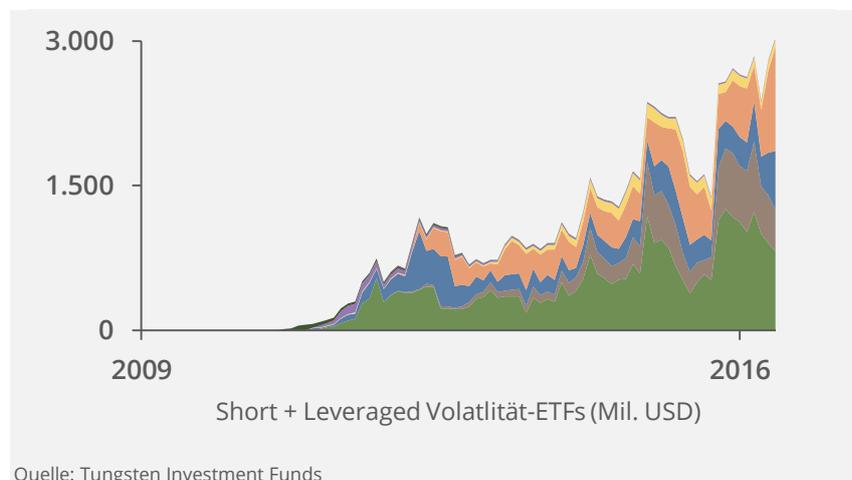
Im aktuellen Observer nehmen wir uns einem Thema an, das etwas verborgener im Kapitalmarkt zu suchen ist – aber nicht weniger relevant. Es geht um „Volatilität“. Beginnen wir das Themenfeld von verschiedenen Seiten zu beleuchten – dies bestimmt nicht zum letzten Mal.

### „Crazy For You“<sup>1</sup>

Starten wir mit dem Hinweis auf einen regelrechten Boom bei standardisierten „Short“ und gehebelten Volatilitätsprodukten (ETFs).

#### „Wag the Dog“

Allein 9 bekannte Short Volatilität-ETFs stehen repräsentativ für rund 20.000 % Zuwachs in Asset under Management. Stellt sich die Frage, ab wann der Schwanz mit dem Hund wedelt?



Was steht wohl hinter einer derartigen Entwicklung? Einfach das erweiterte und immer liquider handelbare Produktspektrum (bspw. VIX Future)? Das verständliche Bedürfnis neue Asset-Klassen zu erschließen und Portfolios breiter zu diversifizieren? Oder die absolute bzw. relative Attraktivität dieser Asset-Klasse?

Bleiben wir bei letzterem Gedanken. Bei den oben aufgeführten Produkten fungiert der Investor als Risikoversicherer am Kapitalmarkt. Bleibt die Frage, wie ergeht es den Versicherten?

<sup>1</sup> So sehnsüchtig, wie Madonna den gleichnamigen Song in ihrer ersten Filmrolle vorträgt, suchen Investoren scheinbar nach der neuen Asset-Klasse Volatilität.

## „Two ways. Gradually, then suddenly.“<sup>2</sup>

Am Beispiel eines VXX-Investments, also quasi der Gegenseite, könnte man ablesen, dass hier die Seite des Versicherungsgebers alternativlos ist. Optionen sollte man also verkaufen und nicht kaufen – Rätsel gelöst.

### „Stirb langsam“

Seit 2009 +150 % Rendite einer klassischen S&P 500 Anlage vs. -99,8 % bei Long Volatilität. Zur falschen Zeit am falschen Ort – wie bei John McClane, ein Kampf um Leben und Tod.

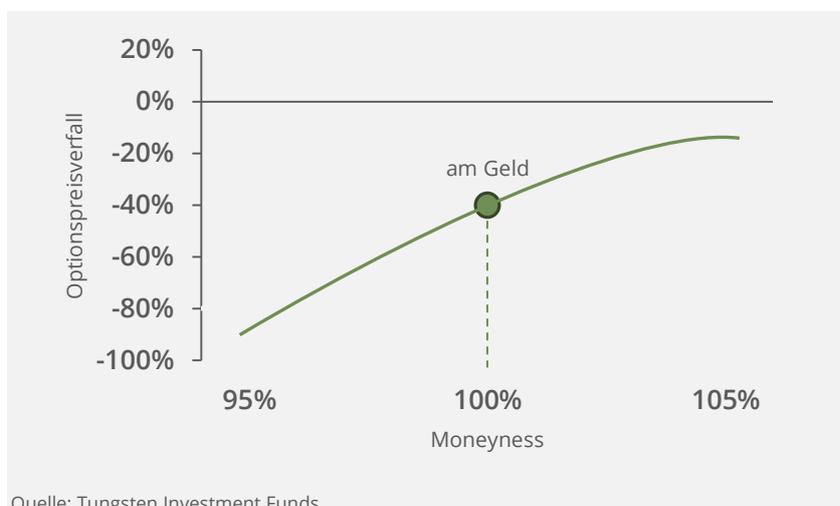


## „Why are Put Options so Expensive?“<sup>3</sup>

Auch akademisch kann man dies begründen. Bspw. verdeutlichen dies die Studien des Professors Bondarenko anhand des S&P 500.

### Wie aus dem Lehrbuch

Am Geld liegende 1-Monats Puts verdienen durchschnittlich nur 40 % ihres Prämienaufkommens. Zudem sieht man, dass Optionen die weiter aus dem Geld liegen noch höhere durchschnittliche Verluste ihrer Prämienausgaben hinnehmen müssen.



<sup>2</sup> Ernest Hemingway auf die Frage: „How did you go bankrupt?“

<sup>3</sup> Verweis auf die gleichnamige Studie und Updates des von Oleg Bondarenko verfassten Papers.

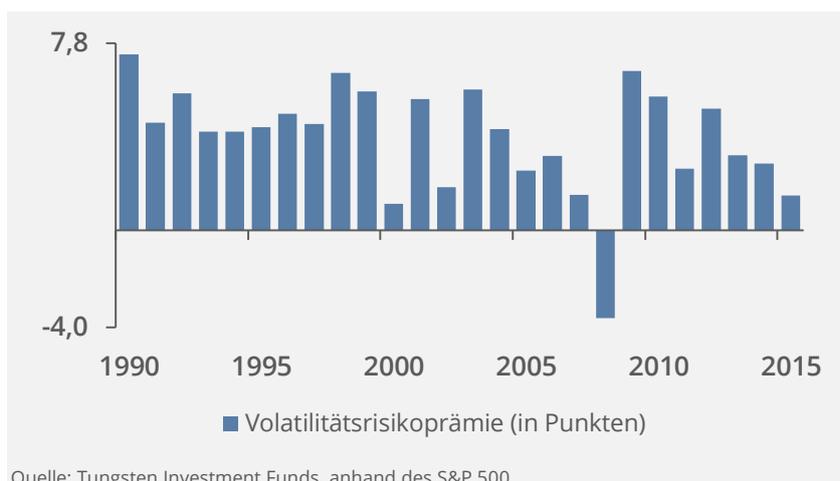
Bondarenko weist also empirisch nach, dass es weitaus attraktiver ist, Optionen zu verkaufen als zu kaufen. Und diese Attraktivität steigt, umso weiter der Strike der Optionen aus dem Geld liegt (Moneyness). Letztendlich bedeutet dies, dass „Crash-Szenarien“ im Optionspreis naturgemäß übertrieben reflektiert sind. Aber man darf natürlich nicht gerade im falschen Moment einsteigen. Der professionelle Versicherer wird sich diesem Timing-Risiko nicht aussetzen.

## Klassisches Versicherungsgeschäft

Als tatsächliche Risikoprämie könnte man indes den Abstand der bezahlten impliziten Volatilität im Durchschnitt über der tatsächlich realisierten Volatilität ansehen:

### Theoretical Edge

Ohne die Berücksichtigung von Slippage und Handelskosten sieht das Ganze doch attraktiv aus – fast ein mittelprächtiger Bond aus den guten alten Zeiten. Und wir haben hier Optionen die am Geld liegen verwendet, nicht die oben als attraktiver befundenen OTM-Optionen.



So weit so gut und meist bekannt! Verborgener und relevant sind Entwicklungen wie die Folgenden, die Sie auf den nächsten Seiten finden.

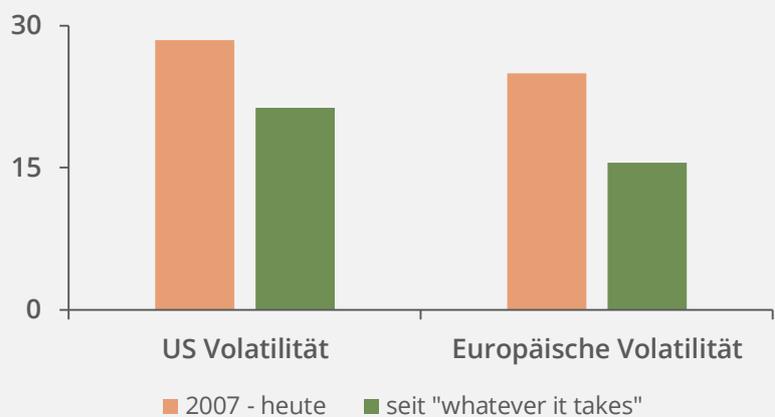


## Vorsprung durch Technik

Die mit Liquidität überfluteten Märkte wirken wie eine hervorragende Luftfederung. Arbitragekorridore nehmen ab und in der Konsequenz fällt Volatilität strukturell.

### 3 Magische Worte

Seit Draghis berühmter berüchtigter Rede wird der „Patient Markt“ schnellstmöglich besänftigt. Die durchschnittliche Volatilität hat sich um gut 20 % verringert.



Quelle: Tungsten Investment Funds

Aber ...

## „Oscar hat die Hosen voll“

### „The Sixth Sense“

Je höher der SKEW Index, desto höher die vom Markt erwartete Wahrscheinlichkeit extremer Draw Downs im S&P 500!

Der SKEW Index preist aktuell ein, dass der Aktienmarkt jeden 8. Monat einen Verlust von rund 8 % erleidet. „Normalerweise“ sollte dies jeden 50. Monat geschehen. Wer hat hier den 6. Sinn?



Quelle: Tungsten Investment Funds

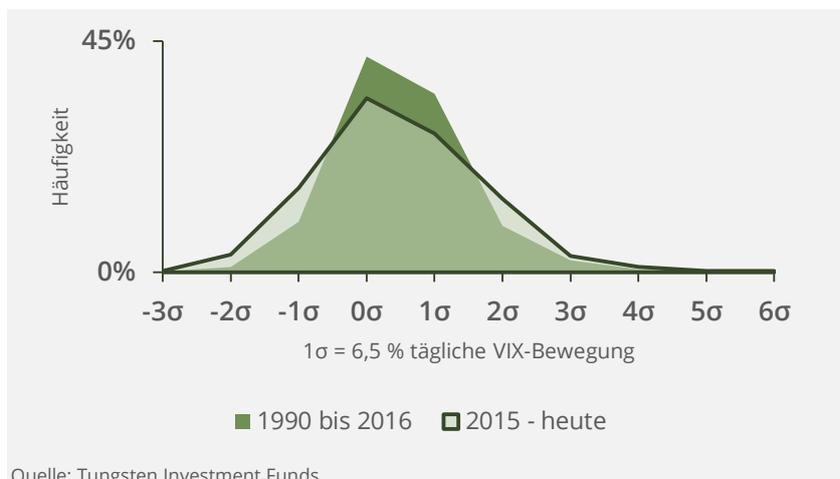
Obwohl Volatilität also durchschnittlich fällt, steigt die Furcht vor Crashes. Der „Patient Markt“ scheint labil ...

## Bipolares Verhalten

... und tatsächlich! Die Gemütslage am Kapitalmarkt hat sich merklich verändert.

### Murphy's Law

Obwohl im Durchschnitt die Volatilität also gefallen ist, ist diese extremer verteilt. Statistisch handelt der VIX ungewöhnlich oft besonders hoch, oder besonders niedrig. 15 % mehr Verteilungsmasse an den extremen Enden des VIX Index. Insbesondere linksseitig – dort, wo es um die Beruhigung geht.



In der Asset-Klasse Volatilität preist der Markt scheinbar „unbekannte Unbekannte“ ein, die die Zentralbankpolitik mit sich bringt.

## Alles heiße Luft?

Also Volatilität shorten? Nicht unbedingt. Risikoadjustiert ähnelt der Erfolg eines Short Volatilitätsinvestment anhand des XIV (inverser VXX) einem 3x gehebelten S&P 500 – jedoch mit viel höherem Risiko.

### „Für ein paar Dollar mehr“

Während sich der XIV seit 2012 fast vervierfachte, rentierte der S&P mit lediglich 90 %. Sollte man wie im Italo-Western mit Volatilitätinvestments auf „Kopfgeldjagd“ gehen?

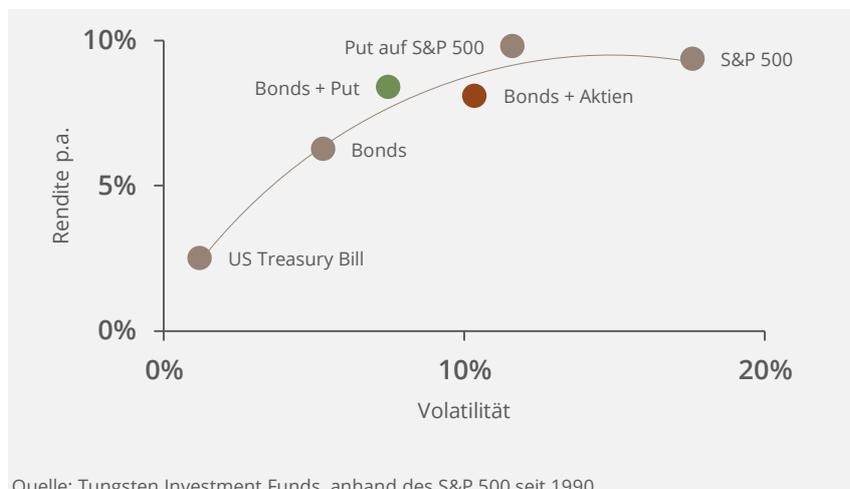


## Short Put = Long Basiswert

Hätte man allerdings sein klassisches Aktienexposure durch einen Short Put auf dieselben Aktien hergestellt, so wäre nicht nur die Rendite höher, sondern auch das Risiko deutlich geringer.

### „Ziemlich beste Freunde“

Ersetzt man den Aktienanteil eines traditionellen 50 / 50 Aktien-Bond-Portfolios (hier: rot) durch einen Short Put auf Aktien, so verbessert sich das Rendite-Risiko-Profil (hier: grün).



Quelle: Tungsten Investment Funds, anhand des S&P 500 seit 1990

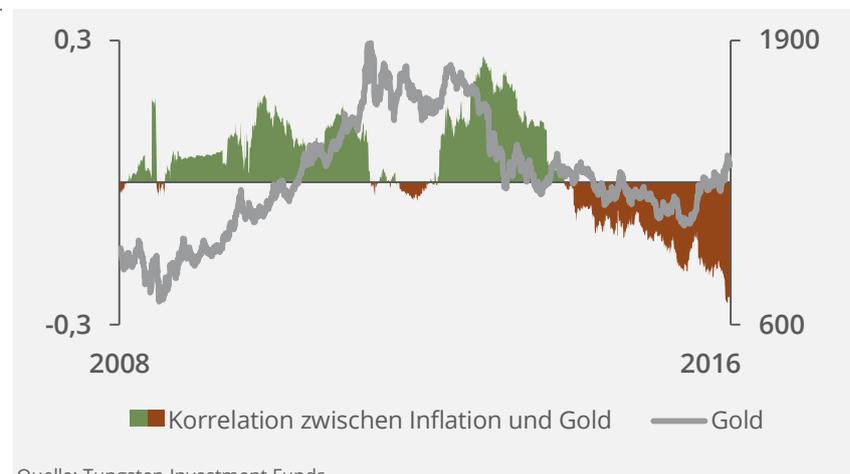
Hieraus lässt sich der Schluss ziehen, dass der Einsatz von Optionsstrategien in der Portfoliokonstruktion erheblichen Mehrwert liefern kann. Wir beobachten weiter.

## „Nicht alles Gold, ...“

Themenwechsel: Negative Korrelation zwischen Inflation und Gold. Das hatten wir länger nicht mehr.

### ... was glänzt.“

Will der Markt uns sagen, dass er sich auf weitere Zentralbankinterventionen einrichtet? Oder schützt Gold jetzt auch vor Deflation?



Quelle: Tungsten Investment Funds

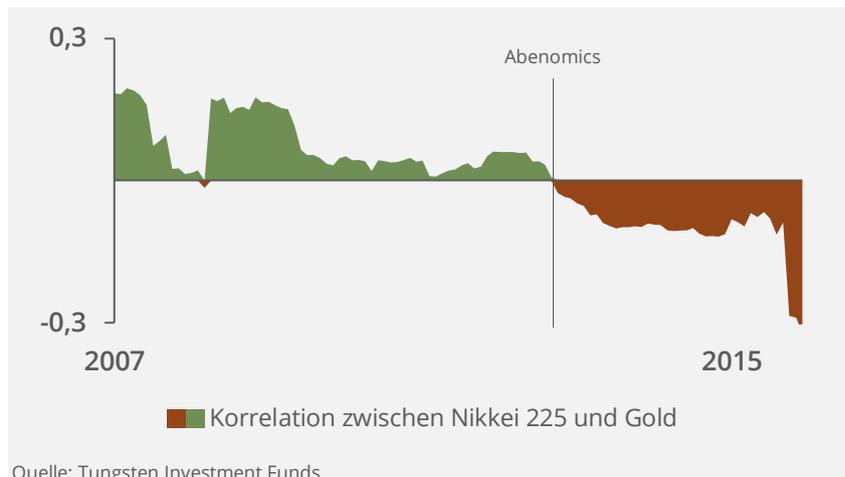
## „Yes Minister & Yes, Prime Minister“

Was ist da los Mr. Prime Minister Shinzō Abe?

### „Things Have Changed“

*Bob Dylan*

Mit Eintreten der Abenomics kam es zu einem Bruch der Korrelation bzw. zu zunehmend ausgeprägter negativer Korrelation zwischen Gold und dem Nikkei.



Führt der Goldmarkt sein Eigenleben oder wird er gar manipuliert – wie zunehmend gemunkelt wird? Immerhin beginnt er sich abzukoppeln, aber dazu mehr in einem späteren Observer.

Die monetäre „Superbazooka“ hinterlässt Spuren. Manche kann man bereits am Kapitalmarkt ausmachen. Noch viele andere werden uns in den nächsten Monaten und Jahren beschäftigen bzw. überraschen. Aus Sicht eines Observers ist das interessant, aus Sicht eines Portfolio Managers wird es sehr schwierig.

Bis zum nächsten Mal.

Ihr Team Tungsten

#### Wichtige Informationen – bitte sorgfältig lesen:

Dieses Dokument wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die Tungsten Capital Management GmbH, Frankfurt am Main, deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird deshalb vollständig ausgeschlossen. Es stellt keine Finanzanalyse im Sinne des §34b WpHG, keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Historische Wertentwicklungen lassen keine Rückschlüsse auf ähnliche Entwicklungen in der Zukunft zu. Diese sind nicht prognostizierbar. Alle in der Darstellung geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der Tungsten Capital Management GmbH zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Informationen erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die Tungsten Capital Management GmbH behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die Tungsten Capital Management GmbH kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können zudem für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Dieses Dokument oder die Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar.

#### Kontakt

**Fondsmanagement:** Tungsten Capital Management GmbH, Hochstraße 35, 60313 Frankfurt, [www.tungsten-funds.com](http://www.tungsten-funds.com)  
**Sales:** Tel.: +49 69 710 426 777, [info@tungsten-funds.com](mailto:info@tungsten-funds.com)