

Gehören Bitcoins in ein Anlageportfolio?

Market Insights | 21. Januar 2021

Elias Hafner, Senior Investment Strategist

- Parallel zu den jüngsten Kursavancen ist das Interesse an Bitcoin gewachsen, auch bei professionellen Anlegern
- Neben all den Hoffnungen birgt die führende Kryptowährung erhebliche technische und regulatorische Risiken
- Bitcoin eignet sich zur Spekulation – wer aber Inflationsschutz sucht, findet unter den etablierten Anlageklassen bessere Alternativen

Breiteres Interesse an Bitcoin

Bitcoin ist wieder in aller Munde. Der Preis der führenden Kryptowährung erreichte Anfang Januar 2021 mit über USD 40 000 ein neues Allzeithoch. Damit notierte Bitcoin mehr als doppelt so hoch wie beim vormaligen Höchststand im Dezember 2017 (*Grafik 1*). Die Marktkapitalisierung stieg vorübergehend auf über USD 750 Mrd. Der Preisrückgang auf zuletzt rund USD 35 000 zeigt, wie hoch die Preisschwankungen bei Bitcoin ausfallen. Allerdings steht in der jüngsten Vergangenheit nach wie vor eine erstaunliche Rendite zu Buche, lag doch der Preis Anfang Oktober 2020 bei rund USD 10 000 und im vergangenen März noch bei knapp USD 5000. Mit den Kursavancen einhergegangen ist ein neuerlich hohes Interesse in der breiten Öffentlichkeit, was sich in einem steilen Anstieg der Google-Suchanfragen widerspiegelt (*Grafik 2*). Zugleich ist aber auch das Interesse professioneller Anleger an Bitcoin gestiegen. Nicht nur Hedge-Fonds investieren Kapital in die Kryptowährung, auch bei Banken und anderen institutionellen Investoren wird das Thema allmählich salonfähig.

Grafik 1: Bitcoin startet mit einem neuen Allzeithoch ins Jahr

Bitcoin-Kurs in USD



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Bloomberg, Refinitiv

Spekulation, Inflationsschutz, Risikostreuung

Mit Bitcoin sollte ursprünglich ein elektronisches Bezahl- bzw. Geldsystem geschaffen werden, das direkte Online-Zahlungen zwischen zwei Parteien ermöglicht, also ohne Finanzintermediär. Allerdings kann Bitcoin bis anhin nicht alle zentralen Funktionen von Geld wie diejenige als Tauschmittel, Recheneinheit und Wertaufbewahrungsmittel übernehmen. Insbesondere aufgrund der starken Kurschwankungen eignet sich Bitcoin beispielsweise nicht als Recheneinheit, in der Güterpreise über die Zeit miteinander verglichen werden. Dies erschwert auch den Einsatz von Bitcoin als Tauschmittel oder stabiles Wertaufbewahrungsmittel, das die heutige Kaufkraft auch morgen garantiert. Während Bitcoin somit aktuell als Geldersatz im eigentlichen Sinne durchfällt, wird die Kryptowährung aber zunehmend als Anlage in Betracht gezogen. Was sind die Beweggründe für Privatinvestoren, ihr Geld in diese digitale Anlageklasse zu stecken, bzw. für institutionelle Investoren, zumindest über ein Engagement nachzudenken?

Grafik 2: Wieder im Visier der breiten Öffentlichkeit

Google Trends: Suchanfragen für «Bitcoin», normiert 100 = Maximum



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Google Trends

Spekulation

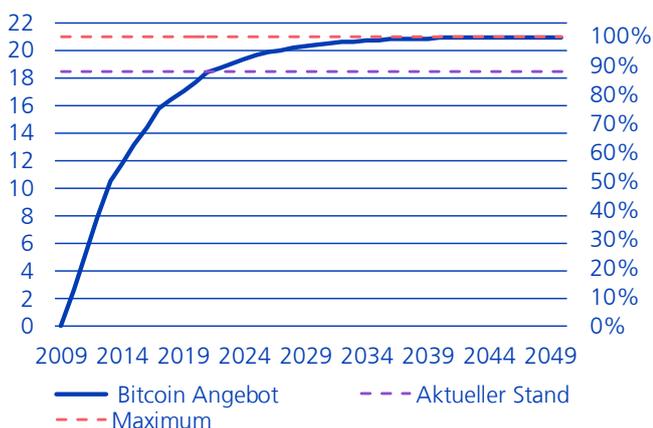
Starke Kursschwankungen sind für die Übernahme der Geldfunktion nachteilig. Gerade die Neuartigkeit und die damit verbundene hohe Wertunsicherheit machen aber einen Teil des Reizes von Bitcoin aus. Da Bitcoin weder Zinsen noch Dividenden abwirft und auch nicht über einen physischen Fundamentalwert verfügt, leitet sich der heutige Wert im Wesentlichen einzig von den Erwartungen darüber ab, wie stark die digitalen Münzen auch in Zukunft nachgefragt werden. Die enorme Unsicherheit über die künftige Akzeptanz von Bitcoins und die damit verbundenen extremen Wertschwankungen bieten beim richtigen Ein- und Ausstiegszeitpunkt die Chance, mit einem relativ kleinen Betrag einen enormen Gewinn zu realisieren. Die Aussicht auf eine hohe Wertsteigerung, also Spekulation im positiven Sinne, dürfte für viele Privatinvestoren die Hauptmotivation für eine Investition in Bitcoin darstellen. Bei einem falschen Timing droht aber im schlimmsten Fall der Totalverlust.

Inflationsschutz

Beim Interesse von institutionellen Anlegern oder vermögenden Privatpersonen steht weniger die Spekulation im Vordergrund. Vielmehr sind sie im aktuellen Umfeld auf der Suche nach Möglichkeiten, das Vermögen vor Kaufkraftverlust zu schützen, denn die Zentralbanken haben im letzten Jahr den geldpolitischen Expansionsgrad global nochmals in neue Sphären gehoben. Einerseits sind damit die Opportunitätskosten des alternativen Platzierens von Geld aus festverzinslichen Anlagen weiter gesunken. Andererseits wurde mit der enormen Geldschwemme und der Angebotsausweitung mittel- bis langfristig ein hohes Inflationspotenzial aufgebaut. Bitcoin verspricht hingegen eine Alternative zu Papiergeld, in der das Angebot begrenzt ist. So ist die maximal mögliche Anzahl digitaler Einheiten auf 21 Millionen beschränkt, da rund alle vier Jahre die Belohnung für die Validierungsarbeit der Transaktionen, für das sogenannte Schürfen von Bitcoins, halbiert wird (Grafik 3). Aktuell wurden bereits fast 90% der möglichen Bitcoins «abgebaut», was das langfristige

Grafik 3: Anzahl Bitcoins auf 21 Millionen begrenzt

Prognostizierte Angebotsentwicklung bis 2050, in Millionen Bitcoins und in % der maximal möglichen Anzahl Bitcoins (rechte Skala)



Quellen: Zürcher Kantonalbank

Inflationspotenzial stark beschränkt. Eine Investition in die potenziell knappe Alternative geht allerdings mit erheblichen Risiken einher.

Risikostreuung

Mit einer historischen Volatilität von über 90% bringt Bitcoin enorme Schwankungen in ein Anlageportfolio. Da die digitale Anlage weniger stark in den Finanzmarkt integriert und nicht direkt an eine Volkswirtschaft gekoppelt ist, könnte sie allerdings zur Risikostreuung beitragen. Entsprechend liegt die Korrelation zwischen Bitcoin und dem Aktienmarkt im historischen Durchschnitt nahe bei null (Grafik 4). Allerdings ist in der Grafik auch ersichtlich, dass der Gleichlauf im letzten Frühjahr, als die Aktienmärkte einbrachen, deutlich in den positiven Bereich anstieg. Der Diversifikationseffekt war also just dann nicht so stark, als er am meisten gebraucht wurde.

Enorme technische und regulatorische Risiken

Neben all den Hoffnungen und möglichen Vorteilen birgt Bitcoin massive Risiken. Dazu zählen einerseits allgemeine Risiken wie die hohen Schwankungen oder der Verlust des Passworts (privater Schlüssel), was den unwiderruflichen Verlust des Zugangs zum Bitcoin-Vermögen bedeutet. Diese Tücken der Kryptowährung stellen allerdings nicht Bitcoin als Anlagevehikel an sich in Frage. Wir sehen aber technische und regulatorische Risiken, die das Potenzial dazu haben.

Technische Risiken

Die vorherrschende Stellung von Bitcoin unter den Kryptowährungen basiert stark auf dem First-Mover-Advantage. Als erste Kryptowährung hat sie eine kritische Grösse erreicht, was im Verlauf der Zeit immer mehr Interesse geweckt und zusätzliches Kapital angelockt hat. Allerdings weist Bitcoin einige technische Kinderkrankheit auf: Die Bestätigungszeit der Transaktionsblöcke von rund 10 Minuten machen Bitcoin zu einem langsamen und damit unattraktiven Zahlungsmittel. Zudem bleiben die Transaktionen in dieser Zeit anfällig für Angriffe. Nicht

Grafik 4: Im Durchschnitt tiefe Korrelation mit Aktien

Korrelationskoeffizient zwischen Bitcoin und dem US-Aktienmarkt, gleitender Durchschnitt über 12 Monate



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Bloomberg, Refinitiv

zuletzt ist der enorme Energiebedarf für den Validierungsprozess ein grosser Kritikpunkt. Schätzungen zufolge konsumiert das Bitcoin-Netzwerk mittlerweile mehr Energie als die Schweiz. Schnellere, sicherere und effizientere Varianten digitaler Assets könnten daher Bitcoin vom Thron stossen. Wie Beispiele aus anderen Bereichen zeigen, kann sich der First-Mover-Advantage auch als Nachteil entpuppen. Zudem bleiben viele offene Fragen: Wird immer ein genügend hoher Anreiz bestehen, um unter dem Einsatz von enormer Rechenleistung Transaktionen zu validieren? Bleiben Bitcoins wirklich ein knappes Gut? Können künftig Quantencomputer mit ihrer enormen Rechenleistung die Sicherheit von Bitcoin bedrohen und somit zu einem Vertrauens- und Preiszerfall führen? Die Antworten auf diese Fragen wird erst die Zukunft geben.

Regulatorische Risiken

Nach der jüngsten Kursentwicklung sind wieder vermehrt warnende Stimmen von regulatorischer Seite erklingen. So forderte zuletzt die Präsidentin der Europäischen Zentralbank (EZB), Christine Lagarde, eine Regulierung auf globaler Ebene für das «hochspekulative» Asset. Denn auch nach mehr als zehn Jahren sind Bitcoin und Co. vergleichsweise wenig reguliert, insbesondere in den westlichen Staaten. Dass Bitcoin nicht in der Lage ist, in den klassischen Geldfunktionen mit den staatlichen Währungen zu konkurrieren, kann in diesem Zusammenhang paradoxerweise auch als Schlüssel zum bisherigen Erfolg gesehen werden. Ein Weckruf für viele Regulatoren und Währungshüter war allerdings die Ankündigung der Facebook-Währung Libra (nun unter dem Namen «Diem» bekannt), weil damit eine ernst zu nehmende private Konkurrenz zu den gesetzlichen Zahlungsmitteln entstehen könnte. Es wäre naiv zu glauben, dass Staaten nicht alles unternehmen werden, um ihre Geld- und Steuerhoheit zu bewahren. Die Coronakrise hat die Bereitschaft dazu nochmals erhöht. Die weitgehende Anonymität von Bitcoin bietet nach wie vor eine attraktive Plattform für die Schattenwirtschaft. Nach dem pandemiebedingten Anstieg der globalen Schuldenberge werden viele Staaten das Verbergen von Steuersubstrat aber nicht weiter hinnehmen. Die massive Geldmengenausweitung der Zentralbanken selbst ist zudem dem Vertrauen in staatliche Währungen bereits abträglich. Private Konkurrenz, die dieses Vertrauen weiter unterwandert, kommt da äusserst ungelegen. Schliesslich besteht mit dem enormen Energiehunger des Bitcoin-Netzwerks ein Kritikpunkt, der den Nerv der Zeit trifft. Zu den möglichen Regulierungen gehören steuerliche Massnahmen und stärkere Geldwäschereibestimmungen, Einschränkungen der Verwendung bis hin zum Verbot von Bitcoin, das beispielsweise in verschiedenen Schwellenländern bereits in Kraft ist. Andererseits sind die Währungshüter selbst bestrebt, Projekte im Bereich der digitalen Zahlungsmittel nun schneller voranzutreiben.

Zur Spekulation, aber nicht als Inflationsschutz

Bitcoin ist hochspekulativ. Wer Chancen auf einen hohen Gewinn sucht, grosse Risikofreudigkeit mitbringt sowie einen Totalverlust tragen kann, dem ist von einem Investment in Bitcoin so wenig abzuraten, wie von einem Casinobesuch. Angesichts der starken Performance der letzten Monate ist allerdings der Spielraum für Gewinne zwangsläufig dünner geworden.

Wer hingegen sein Vermögen vor Kaufkraftverlust schützen will, sollte sich zuerst fragen, welche Alternativen zu Bitcoin bestehen, um dieses Ziel zu erreichen. So emittieren beispielsweise verschiedene Staaten inflationsgeschützte Anleihen, die zumindest den Kaufkraftverlust in Höhe der Konsumentenpreis-inflation kompensieren. Mit Gold existiert zu diesem Zweck zudem ein über Jahrtausende erprobtes Wertaufbewahrungsmittel, das im direkten Vergleich eine weit weniger volatile Alternative zu Bitcoin darstellt. Daneben gibt es andere Realanlagen wie Immobilien, die aufgrund einer hohen Lagequalität über die Zeit Wertstabilität versprechen und zudem einen Einkommensstrom generieren. Immobilieninvestitionen in direkter Form sind zwar illiquide und nicht teilbar, indirekte Anlagen bieten hier aber Abhilfe. Schliesslich bieten auch Aktien langfristig einen Inflationsschutz. Im Gegensatz zu Bitcoin weisen Aktien insgesamt nicht nur eine weit tiefere Schwankungsbreite auf, sie werfen auch einen Dividendenstrom ab und stellen nicht zuletzt eine Investition in eine produktive Tätigkeit dar. Angesichts der massiven technologischen und regulatorischen Risiken, mit denen Bitcoin konfrontiert ist, gibt es kaum Gründe, Bitcoin als Investition zum Schutz vor dem Kaufkraftverlust den etablierten Alternativen vorzuziehen.

Nicht zuletzt muss dem Diversifikationspotenzial die hohe Volatilität entgegengestellt werden. Zudem sind die statistischen Risikoeigenschaften aufgrund der kurzen Historie noch wenig erhärtet, und der Anstieg der Korrelation mit dem Aktienmarkt über die letzten zwölf Monate muss sich erst noch als temporär erweisen. Schliesslich werden die Hauptrisiken, die Bitcoin grundsätzlich in Frage stellen könnten, nur unzulänglich in den historischen Risikokennzahlen widerspiegelt. Ob man das Ziel einer besseren Risikostreuung mit der Beimischung von Bitcoin im Portfolio erzielen kann und unter dem Strich nicht einfach mehr Risiko ins Portfolio holt, mag zumindest bezweifelt werden.

Kontakt



Elias Hafner, Senior Investment Strategist
Spezialgebiet: Währungen
Investment Strategy & Economic Research
Zürcher Kantonalbank, Telefon: +41 44 292 35 51

Zürcher Kantonalbank

Die Zürcher Kantonalbank ist eine führende Universalbank im Wirtschaftsraum Zürich mit nationaler Verankerung und internationaler Ausstrahlung. Sie ist eine selbständige öffentlich-rechtliche Anstalt des Kantons Zürich und wird von den Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch mit der Bestnote (AAA bzw. Aaa) eingestuft. Mit über 5000 Mitarbeitenden bietet die Zürcher Kantonalbank ihren Kundinnen und Kunden eine umfassende Produkt- und Dienstleistungspalette. Zu den Kerngeschäften der Bank zählen das Finanzierungsgeschäft, das Vermögensverwaltungsgeschäft, der Handel und der Kapitalmarkt sowie das Passiv-, das Zahlungsverkehrs- und das Kartengeschäft. Die Zürcher Kantonalbank bietet ihren Kundinnen und Kunden sowie ihren Vertriebspartnern umfassende Produkte und Dienstleistungen im Anlage- und Vorsorgebereich an.

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation dient Informations- und Werbezwecken. Sie stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Bezug von Bankdienstleistungen dar, noch bildet sie die Grundlage für einen Vertrag oder Verpflichtungen irgendwelcher Art. Bei der Publikation handelt es sich nicht um einen Prospekt oder ein Basisinformationsblatt.

Aufgrund rechtlicher, regulatorischer oder steuerlicher Bestimmungen kann die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen für bestimmte Personen Einschränkungen unterliegen, die sich namentlich aufgrund des Wohnsitzes bzw. Sitzes, der Nationalität oder der Kundensegmentierung ergeben können. Einschränkungen bestehen insbesondere für US-Personen gemäss den einschlägigen Regulierungen.

Diese Publikation enthält allgemeine Informationen und berücksichtigt weder persönliche Anlageziele noch die finanzielle Situation oder die besonderen Bedürfnisse eines spezifischen Empfängers. Der Empfänger sollte die Informationen vor einer Anlageentscheid sorgfältig auf ihre Vereinbarkeit mit seinen persönlichen Verhältnissen überprüfen. Für die Einschätzung rechtlicher, regulatorischer, steuerlicher und anderer Auswirkungen wird dem Empfänger empfohlen, sich durch Fachpersonen beraten zu lassen.

Die Publikation wurde von der Zürcher Kantonalbank mit geschäftsbühlicher Sorgfalt erstellt. Die Zürcher Kantonalbank bietet jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der darin enthaltenen Informationen und lehnt jede Haftung für Schäden ab, die sich aus der Verwendung der Publikation ergeben.

Diese Publikation wurde nicht unter Einhaltung der «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung erstellt. Mit jeder Investition sind Risiken, insbesondere diejenigen von Wert- und Ertragsschwankungen, verbunden. Wertentwicklungen und Renditen der Vergangenheit sind keine Garantie für den zukünftigen Anlageerfolg. Investitionen in Fremdwährungen unterliegen Wechselkursschwankungen.

© 2021 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.