

Chancen und Risiken von Krypto-Investments



Von Thomas U. Fischer, CFA
Chief Investment Officer
Berner Kantonalbank BEKB

Der Krypto-Komplex um Bitcoin & Co. hat in den letzten Jahren die Anlegergemeinschaft polarisiert wie kaum ein anderes Thema. Warren Buffett bezeichnete Kryptowährungen als unproduktive Anlagen und verglich den Hype mit der Tulpen-Spekulationsblase im 17. Jahrhundert. Ray Dalio hingegen bezeichnet Bitcoin als das digitale Gold der jüngeren Generationen, wobei ein kleiner Anteil in einem Portfolio durchaus Sinn machen könnte. Kryptowährungen werden von Befürwortern als das Geld der Zukunft und digitales Gold angepriesen. Eine Betrachtung unter diesen Gesichtspunkten erscheint deshalb angebracht.

Kryptowährungen als Geld der Zukunft?

Geld hat zwei grundlegende Funktionen: Erstens dient es als Tauschmedium und Wertmassstab. Zweitens dient es als Wertaufbewahrungsmittel über die Zeit. Geld leitet seine Tauglichkeit vom Vertrauen der wirtschaftlichen Akteure in das Medium selbst und dessen Einsatzmöglichkeiten ab.

Die globale Finanzkrise hat 2008 das bestehende Geldsystem erschüttert. Bankenpleiten und die grosse Geldmengenerweiterung motivierten einen Entwickler mit dem Pseudonym Satoshi Nakamoto, ein gänzlich privates und von Staaten und Zentralbanken unabhängiges Tausch- und Wertaufbewahrungsmittel namens Bitcoin zu erschaffen.

Die These, dass sich private Kryptowährungen als das Geld der Zukunft durchsetzen werden, ist wohl der Hauptgrund für den Krypto-Boom. Die stetig wachsende Nachfrage und eine mögliche Abwertung der gängigen Währungen, so die These, sollte zu markanten Kurssteigerungen führen. Die Empirie verwirft allerdings die Existenz einer Risikoprämie auf Währungsrisiken. Einem breit eingesetzten Tauschmittel sollte eine solche grundsätzlich abgesprochen werden.

Die dezentralen und einfachen grenzüberschreitenden Transaktionsmöglichkeiten sind gewiss interessant. Als Tauschmittel existieren heute jedoch zahlreiche effizientere Methoden. Der Energiehunger der verschiedenen Krypto-Netzwerke ist zudem heute bereits enorm: Allein Bitcoin soll gemäss aktuellen Statistiken rund 110 bis 300 Terawatt-Stunden Strom pro Jahr verbrauchen, was in etwa dem Bedarf von Holland oder Mexiko entspricht. Sehr wahrscheinlich hat der Krypto-Boom auch zu den aktuell erhöhten Energiepreisen und zur Halbleiterknappheit beigetragen. Studien zeigen zudem auf, dass z.B. das Bitcoin-Netzwerk viel langsamer ist in der Transaktionsverarbeitung als bestehende Systeme.

Bei Kryptowährungen stellen sog. Schürfer («Miner») die Infrastruktur zur Verfügung und werden dafür bei Transaktionen entschädigt. Aufgrund des hohen Bedarfs an Rechenleistung sind Schürfer mit besserer Rechenleistung (sprich: mehr Kapital) im Vorteil. Dies kann die ökonomische Ungleich-

heit nochmals verstärken – ein für die Geldschöpfung eher unerwünschter Effekt.

Die Anonymität der Teilnehmer begünstigt zudem die Verwendung der Krypto-Netzwerke für illegale Zwecke. Ein virtueller Schwarzmarkt namens Silk Road verwendete beispielsweise während seiner Existenz Bitcoin als Zahlungsmittel.

Allein unter dieser ESG-Betrachtung bestehen starke Argumente gegen einen breiten Einsatz von Kryptowährungen als allgemeines Tauschmedium.

Bei einigen Kryptowährungen wie Bitcoin besteht überdies eine Mengenobergrenze. Analog einem klassischen Gold-Standard wirkt dies deflationär. Dies ist zwar schön für Sparer, jedoch ungünstig für wirtschaftliche Anpassungsmechanismen. Sind wir denn bereit, laufend tiefere Nominallöhne zu akzeptieren?

Skeptische Stimmen

Das unglaubliche Wachstum an neuen Kryptowährungen – mittlerweile gibt es über 9'000 – ist ebenfalls kaum besonders vertrauenserweckend. Grundsätzlich könnte jede Kryptowährung von einer «besseren» Version verdrängt werden.

Skepsis besteht auch hinsichtlich der oft geringen Liquidität, der mittlerweile hohen Transaktionskosten und Risiken wie Hackerangriffen.

Staatenübergreifende Institutionen sehen denn auch in Kryptowährungen eine zunehmende Gefahr für die Finanzstabilität. Eine globale Einheitswährung ist heute sowieso kaum denkbar. Die Schwierigkeiten der Konsensfindung in der Eurozone zeigen dies exemplarisch auf.

Die Verbreitung dürfte zudem auch stark von der staatlichen Akzeptanz abhängen. Der Kanton Zug bietet zwar in einem Pilotprojekt an, die Steuerrechnung per Bitcoin oder Ethereum zu begleichen. Dass dieses Beispiel Schule

machen wird, darf bezweifelt werden – das Wechselkursrisiko trägt der Steuerpflichtige. Der Regulierungsdruck dürfte sich bei weiterer Verbreitung schon nur aufgrund der Geldwäscherei-Bekämpfung intensivieren. Der Anlegerschutz gerät ebenfalls verstärkt in den Fokus der Regulatoren. Wenn wir bedenken, dass bei einzelnen Kryptowährungen Aussagen einzelner Personen reichen, um grosse Kursänderungen auszulösen, sollte dies Fragezeichen hinsichtlich adäquater Preismechanismen und der Liquidität aufwerfen. China hat Kryptowährungen bereits verboten.

In den vergangenen Jahren wurden auch Zentralbanken auf die private Währungskonkurrenz aufmerksam und testen verschiedene Einsatzmöglichkeiten verteilter Datenbanken. Beispielsweise hat auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) 2021 gemeinsam mit weiteren Akteuren im Rahmen des Projekts Helvetia erfolgreich grenzüberschreitende Transaktionen auf Blockchain-Basis durchgeführt. Im Krypto-Hype scheinen solche Entwicklungen aktuell jedoch unterzugehen.

Kryptowährungen als digitales Gold
Kryptowährungen werden oft auch als digitales Gold bezeichnet. Beide Anlagen besitzen keine erwarteten Cashflows, weshalb eine Bewertung schwierig ist. Die Frage der Substanz ist für Kryptowährungen schnell beantwortet: Es besteht kein intrinsischer Wert; dieser hängt einzig vom Vertrauen der Teilnehmer ab. Gold besitzt hier dank seiner langen Geschichte als Tauschmedium und den physischen Eigenschaften klare Vorteile. Gold ist jedoch keine produktive Kapitalanlage, sondern sollte als Versicherung behandelt werden. Die Empirie zeigt, dass seit dem Jahr 1900 ein Bankkonto mehr abgeworfen hat als ein Goldbarren.

Wenn wir annehmen, dass Bitcoin als Versicherung in Konkurrenz zu Gold tritt, zeigen die Berechnungen der BEKB einen mutmasslichen Wert von 60'000 USD pro Bitcoin. Abgetragen auf 5 Jahre erhalten wir eine Ertrags-erwartung von 8% pro Jahr. Gewiss, diese Berechnung steht auf wackligen Füßen, dennoch kann diese Erwartung als Ausgangslage für weitere Szenario-Überlegungen hilfreich sein. Weitere

Anpassungen, wie Abschläge für das Risiko neuer Krypto-Konkurrenz bis zum Totalverlust, sind denkbar.

Die Unsicherheit der Erwartungen widerspiegelt sich denn auch in der hohen Volatilität. Wenn wir die Kursentwicklung von Bitcoin mit dem Swiss Performance Index für das Jahr 2021 vergleichen, können wir sogleich feststellen: Kryptowährungen sind volatil als Aktien (s. separate Grafik).

Ein regelmässig vorgebrachtes Argument für Krypto-Investments ist die historisch tiefe Korrelation mit anderen Anlageklassen. Es gibt Gründe für diese Situation in der frühen Adoptions-Phase, in welcher andere Kurstreiber als bei gängigen Anlageklassen am Werk sind. Das kurze Zeitfenster an verfügbaren Daten ist jedoch problematisch, da es kaum zuverlässige Rückschlüsse auf die zukünftige Verhaltensweise in verschiedenen ökonomischen Regimes zulässt. Heute kann für Kryptowährungen eine erhöhte Korrelation mit Aktien festgestellt werden; ob dies anhält ist offen. Unterstellt man Bitcoin in Zukunft ähnliche Charakteristika wie Gold, so dürfte ein Diversifikationseffekt in Zukunft dennoch Bestand haben.

Kurzum, Kryptowährungen können langfristig keine reale Risikoprämie bieten. Moderat optimistische Ertrags-schätzungen für die nächsten Jahre können bei rund 8 bis 10% Rendite pro Jahr angesetzt werden. Im negativen Fall ist mit einem Totalverlust zu rechnen. Die Volatilität dürfte in den nächsten Jahren erhöht bleiben, langfristig ist eine untere Grenze von ungefähr 15% denkbar. Die Diversifikationseffekte könnten sich zudem im Fall von Bitcoin denjenigen von Gold angleichen, gesichert ist dies jedoch nicht.

Weitere Krypto-Investments

Aufbauend auf Kryptowährungen und Distributed-Ledger-Technologie (DLT) erleben auch sogenannte Non-Fungible Tokens (NFTs) einen Boom. Dies sind digital einzigartige Objekte wie Kunstwerke, welche auf digitalen Plattformen gehandelt werden. NFTs stellen einen digitalen Eigentumsbeweis dar. Diese Objekte sind jedoch bloss Liehaberobjekte. Insofern ist auch bei NFTs in der überwiegenden Mehrheit

der Fälle keine Substanz vorhanden. Marktbeobachter führen aktuell zudem das NFT-Interesse primär auf Spekulationstätigkeit zurück. Die überwiegende Mehrheit der heutigen NFTs dürfte deshalb kaum Investierbarkeit besitzen.

Für eine umfassende Betrachtung sollte nebst dem Medium jedoch auch noch die damit verbundene Technologie betrachtet werden. Bei der den Kryptowährungen zugrundeliegenden Distributed-Ledger-Technologie werden die Datenbank-Einträge dezentral von den Teilnehmern geführt und synchronisiert. Der funktionierende Beweis der DLT wurde durch die Lancierung von Bitcoin erbracht und wird heute als technologischer Meilenstein betrachtet. In den letzten Jahren kamen zahlreiche Visionen für weitere Einsatzformen abseits der Kryptowährungen hinzu. Die steigende Anzahl an Startup-Firmen, die sich DLT widmen, deutet auf grosse Hoffnungen der DLT hin. Für Investments erscheint dies aufgrund der Verbindung mit produktiver Tätigkeit der sinnvollste Bereich, um am Krypto-Hype zu partizipieren. Die Charakteristik entspricht dabei Venture-Capital-Anlagen. Dass die Risiken bei diesen Investments ebenfalls hoch sind, ergibt sich dabei von selbst.

Fazit für umsichtige Investoren

DLT hat nach Jahren der technologischen Lethargie wieder Optimismus ausgelöst, der mindestens teilweise berechtigt ist. Kryptowährungen hingegen blicken in eine unsichere Zukunft. In einem umsichtig aufgebauten Portfolio sollte eine Quote kaum die 2%-Marke übersteigen.

Zwei schwere Krisen haben seit 2008 zu massiven monetären Expansionen geführt. Die aktuelle Teuerungsentwicklung scheint nun eine noch vor zwei Jahren kaum denkbare Zinswende mit sich zu bringen, denn es ist kaum davon auszugehen, dass die Zentralbanken die Inflationserwartungen aus dem Ruder laufen lassen werden. Damit könnte ein wichtiger Motivator für den Krypto-Boom beendet werden. Wie viele der aktuellen Krypto-Anlagen diese Entwicklung überleben werden, bleibt offen.

thomas.fischer@bekb.ch
www.bekb.ch