

Digital Assets: Aufstieg einer neuen Anlageklasse



Von **Carsten Menke**, Head Next Generation Research, Julius Bär

Nach der letztjährigen Krise ist an den Kryptomärkten Ernüchterung eingekehrt, doch scheint sich die Schockstarre langsam zu lösen. Auch wenn diese Krise wie niemals zuvor Werte vernichtet hat, waren die Kurskorrekturen im Rahmen dessen, was die Anlageklasse in ihrer kurzen Geschichte mehrfach zu verzeichnen hatte. Am Beispiel des Bitcoins wird dies deutlich: Bereits 4 Mal seit dem Jahr 2010 musste er eine Korrektur von über 70% hinnehmen. Dies zeigt, dass Kryptowährungen – wie sie oft genannt werden – nichts für risikoaverse Anleger sind.

Wir bevorzugen den Begriff «Digital Assets», einerseits da die Verwendung von Blockchains und ihrer Krypto-Token über eine Währungskomponente hinaus geht und wir andererseits der Überzeugung sind, dass private Kryptowährun-

gen grundsätzlich nicht die etablierten gesetzlichen Währungen ersetzen werden. Dennoch sind wir vom Potenzial der unterliegenden Blockchain-Technologie überzeugt, im Sinne einer digitalen Infrastruktur für die Zukunft, und sehen in den «Digital Assets» eine im Aufstieg befindliche Anlageklasse.

Renditen und Risiken

Der Wert aller umlaufenden Krypto-Token beläuft sich aktuell auf etwa 1,1 Billionen US-Dollar, verglichen mit einem Höchststand von knapp 3 Billionen Ende 2021. Etwa die Hälfte davon entfällt auf Bitcoin, ein weiteres Sechstel auf Ethereum. Faktisch dominieren diese beiden Netzwerke die Tausende von Token umfassende Kryptowelt. Der Anteil aller Kryptos an den umlaufenden Aktien und Anleihen beträgt we-

niger als 1%, was deutlich macht, dass es sich bei «Digital Assets» trotz aller Erwartungen und aller Euphorie um eine Nische handelt. Dies sollte aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass namhafte Token trotz der Kryptokrise des Jahres 2022 in den letzten drei Jahren ansehnliche Kurssteigerungen aufweisen konnten. Führend waren Ethereum, Cardano und Bitcoin mit durchschnittlichen Jahresrenditen von 65% (Ethereum) bzw. 35% (Cardano und Bitcoin).

Im Vergleich dazu schnitten traditionelle Anlageklassen auf den ersten Blick weniger gut ab: Der Nasdaq und der S&P 500 brachten «nur» etwa 10% pro Jahr ein, US-Hochzinsanleihen magerere 2%. Was dieser Vergleich allerdings ausser acht lässt, ist die Tatsache, dass auch für Kryptos das fundamentale

Zusammenspiel von Rendite und Risiko gilt. Normalisiert man die zuvor genannten Renditen um die Volatilität der Anlagen, ergibt sich ein anderes Bild: Ethereum liegt mit einem Rendite-/Risiko-Verhältnis von 0,8 zwar immer noch vorn, doch folgen der S&P 500 und Bitcoin mit 0,6 nun direkt dahinter, vor dem Nasdaq und Cardano (0,4) sowie den US-Hochzinsanleihen (0,3). Damit wird deutlich, dass die risikoadjustierten Renditen auch bei Kryptos nicht in den Himmel wachsen und die Strategie, alles auf eine Karte zu setzen, hier nicht minder riskant ist als bei jeder anderen Anlageklasse.

Diversifikation und Differenzierung

Doch wie verhalten sich Kryptos im Rahmen einer Anlagestrategie? Bewegen sie sich mit anderen Anlageklassen, insbesondere den Aktien, die zumeist die Hauptrisikouelle darstellen, oder bieten sie Diversifikationspotenzial? Hierüber gibt die Korrelation mit dem Aktienmarkt Auskunft. Für Bitcoin und andere Kryptos liegt sie im Mittel der letzten 5 Jahre bei 0,3, was einen moderaten Gleichlauf signalisiert. Allerdings steigt sie in Zeiten von Risikoaversion auf bis zu 0,6, so dass die Diversifikationseigenschaften genau dann schwinden, wenn sie benötigt werden. Am Beispiel von Bitcoin zeigt sich dies erneut sehr gut: In 7 der letzten 10 Phasen von Risikoaversion schnitt er mit einem mittleren Rückgang von -21,5% spürbar schlechter ab als der Aktienmarkt mit -11,5%. Alles in allem sind Kryptos also Risikoanlagen, die sich ähnlich wie Aktien verhalten, aber dennoch eine gewisse Diversifikation bringen. Jedoch stehen sie hier sicheren Häfen wie US-Staatsanleihen oder Gold deutlich nach.

Wie schaut es mit der Diversifikation innerhalb der Kryptos aus? Hier zeigt sich ein recht grosser Gleichlauf zwischen den verschiedenen Token; es macht also für das Portfolio keinen grossen Unterschied, ob Anleger nur in Bitcoin oder Ethereum oder breiter gestreut investieren. Wir sehen diesen Gleichlauf der Kryptos als charakteristisch für eine junge Anlageklasse. Er signalisiert ein noch nicht stark ausgeprägtes Verständnis der Anleger dafür, welchen Nutzen die verschiedenen

Netzwerke stiften und wie sie sich unterscheiden.

Aus unserer Sicht zeigen sich aktuell aber Tendenzen einer Konvergenz zu Bitcoin und Ethereum, was ihre Position als dominierende Netzwerke unterstreicht. Bitcoin, auf der einen Seite, steht für Sicherheit und Dezentralisierung, was auf Kosten der Skalierbarkeit geht. Damit eignet sich Bitcoin grundsätzlich nicht als Zahlungsmittel, wohl aber sehr gut als Wertspeicher, nicht zuletzt aufgrund der hohen Energieintensität des «Minings». Bitcoin könnte unserer Meinung nach künftig eine Art «digitales Gold» werden, obwohl es bislang den Beweis eines sicheren Hafens in Zeiten steigender Risikoaversion schuldig geblieben ist. Schon heute sehen wir Bitcoin als Versicherung gegen systemische Risiken im Finanzsystem, sollten sie wieder zu Tage treten. Ethereum, auf der anderen Seite, hat sich in den letzten Monaten als das bevorzugte Netzwerk für Smart Contracts und dezentrale Applikationen positioniert. Anders als einige Wettbewerber funktionierte das Netzwerk auch während der Krise problemlos. Es verfügt über eine grosse Anzahl Entwickler, die sukzessive die Schwachstellen angehen und mittels Upgrades Verbesserungen herbeiführen. Damit ist Ethereum in unseren Augen aktuell der führende Kandidat, die digitale Infrastruktur der Zukunft bereit zu stellen.

Kryptos im Portfoliokontext

Um die zuvor diskutierten Faktoren gesamtheitlich zu betrachten, haben wir die Performance zweier Portfolios simuliert: Das erste investiert zu je 50% in Aktien und Anleihen; das zweite mischt 1% Bitcoin bei, d.h. die Aktien- und Anleihenquote ist je 49,5%. Wir greifen für diese Analyse auf Bitcoin zurück, da es über die längste Historie verfügt. Beide Portfolios werden halbjährlich auf ihre Ausgangsallokation angepasst. Würden wir dies nicht tun, so hätte Bitcoin bereits nach den ersten zwei Jahren einen dominanten Anteil von 65% erreicht, was die gesamte Analyse wertlos hätte werden lassen. Ausserdem erachten wir unseren Ansatz gegenüber einer klassischen Portfoliooptimierung als aussagekräftiger, da letztere aufgrund des vorteilhaften Risiko-/Rendite-Ver-

hältnisses von Bitcoin zu einer übermässig hohen Gewichtung geführt hätte.

Vergleicht man die beiden Portfolios, so lässt sich trotz des geringen Bitcoin-Anteils ein positiver Einfluss auf die Performance feststellen: Seit Anfang 2012 hätte das Bitcoin-Portfolio fast 150% zugelegt, verglichen mit 100% für das Referenzportfolio, was einer annualisierten Rendite von 7,9% bzw. 5,9% entspricht. Gleichzeitig hätte die Beimischung von Bitcoin die annualisierte Volatilität von 7,3% auf 8,7% erhöht, was aber dennoch zu einer besseren risikoadjustierten Rendite für das Bitcoin-Portfolio geführt hätte. Der maximale Verlust wäre mehr oder weniger gleich gewesen, und der Anteil der positiven Monate wäre leicht gesunken. Auch diese Analyse bestätigt, dass Bitcoin eine Risikoanlage und (noch) kein sicherer Hafen ist.

Aufgrund des risikofreundlichen Umfelds an den Finanzmärkten während des grössten Teils des Analysezeitraums folgt, dass eine höhere Allokation in Bitcoin zu noch höheren absoluten Renditen geführt hätte. Wesentlich aussagekräftiger ist aber wieder der Blick auf die risikoadjustierten Renditen, da diese die hohe Volatilität des Bitcoins berücksichtigen. Eine relativ geringe Allokation von 0,5% bis 1% in Bitcoin hätte zu besseren risikoadjustierten Renditen im Vergleich zum Referenzportfolio geführt. Bei einer schrittweise höheren Bitcoin-Allokation von 2,5% bis 5% hätten diese Vorteile jedoch zu schwinden begonnen, da die risikoadjustierten Renditen im Vergleich zum Nicht-Bitcoin-Portfolio aufgrund der zusätzlichen Volatilität allmählich sanken. Noch höhere Bitcoin-Allokationen hätten zu einer erheblichen Veränderung der Portfoliomerkmale geführt. Insbesondere wären die risiko bereinigten Renditen unter 1 gesunken. Dies macht einmal mehr deutlich, dass Kryptos nur für Anleger geeignet sind, die bereit und in der Lage sind, die damit verbundenen Risiken zu tragen – was in einem Portfolio aber eine Option für eine längerfristige Renditesteigerung oder -optimierung bedeuten kann.

carsten.menke@juliusbaer.com
www.juliusbaer.com