



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

27. Mai 2021

### Bitcoin & Co: Eine sinnvolle Beimischung für liquide Multi-Asset-Portfolios?

Kryptowährungen haben in den letzten Jahren eine nahezu atemberaubende Wertentwicklung an den Tag gelegt. Allein in den letzten fünf Jahren hat die Kryptowährung Bitcoin gegenüber dem US-Dollar rund 16.000% an Wert zugelegt. Wir wollen allerdings an dieser Stelle nicht darüber spekulieren, ob sich dieser für eine Währung in der Finanzgeschichte fast singuläre Wertanstieg auch nur annähernd in den kommenden Jahren fortsetzen wird. Jegliche Aussage dazu wäre aus unserer Sicht so spekulativ, dass sie sich für fundamental argumentierende Volkswirte fast verbietet. Aus volkswirtschaftlicher Sicht ließe sich allenfalls argumentieren, dass Kryptowährungen grundsätzlich dann weiter an Attraktivität gewinnen, wenn Notenbanken ihre primäre Rolle zunehmend in der Feinsteuerung der Konjunktur und der Refinanzierung von Staaten sehen und weniger in dem Erhalt der Geldwertstabilität. Denn dann weisen einige (nicht alle!) Kryptowährungen wie beispielsweise der Bitcoin einen grundsätzlichen Vorteil gegenüber „echten“ Währungen auf: Während die Geldmenge klassischer Währungen beliebig ausgeweitet werden kann und zuweilen auch zum Spielball politischer Überlegungen wird, ist beim Bitcoin die maximale Menge sämtlicher jemals im Umlauf befindlichen digitalen „Münzen“ mathematisch begrenzt. Die Knappheit dieser Währung ist quasi eine „eingebaute“ Eigenschaft, während man beim Euro oder dem US-Dollar hinsichtlich der zukünftigen Knappheit nur bedingte Aussagen treffen kann. Genau das hat Kryptowährungen schon in der Vergangenheit attraktiv erscheinen lassen und wird auch in der Zukunft für eine hohe Attraktivität sorgen. Allerdings kennt kein Mensch die Antwort auf die Frage, wie viel dieser attraktiven Eigenschaft schon eingepreist ist. Es lässt sich keine Art

von Kaufkraftparität berechnen, und auch mit Zins- und Wachstumsdifferenzen lässt sich nicht argumentieren, wenn man aus fundamentaler Sicht einen fairen Wert für Kryptowährungen herleiten möchte. So kann es nicht überraschen, dass der phänomenale Aufstieg von Bitcoin und anderen digitalen Währungen zeitweise mit erheblichen Volatilitäten einhergegangen ist. Allein in den letzten Wochen haben Bitcoins gegenüber ihrem vorherigen Höchststand bis zu 38% an Wert verloren. Trotzdem kommt ein Bitcoin-Investor, der z.B. vor drei Jahren eingestiegen ist, auch nach diesem Krypto-Crash vor Lachen kaum in den Schlaf, um es einmal etwas flapsig auszudrücken.

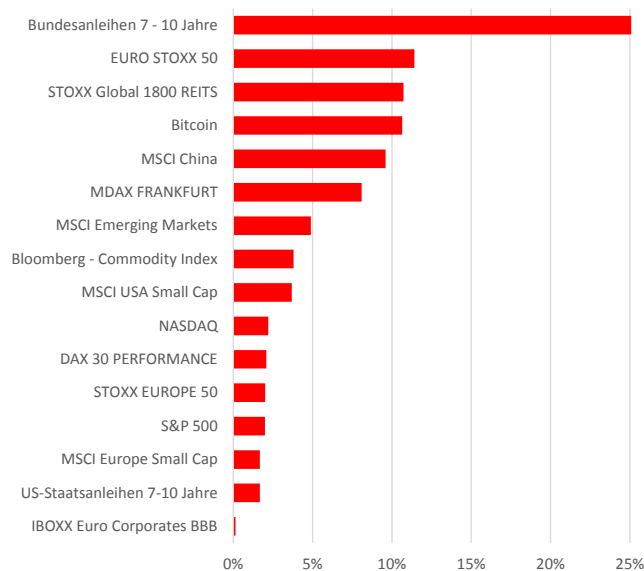
So ist es nur folgerichtig, dass auch immer mehr Kunden die berechtigte Frage stellen, ob Kryptowährungen aufgrund ihrer spezifischen Eigenschaften neben Aktien und Anleihen nicht auch einen Platz in einem liquiden Portfolio haben sollten. Vor dem Hintergrund des zukünftigen Performancepotenzials ist diese Frage wie schon oben skizziert kaum seriös zu beantworten; neben der zu erwartenden Performance gibt es aber noch ein weiteres zentrales Kriterium, das über die Aufnahme in Multi-Asset-Portfolios entscheiden sollte: Der Diversifikationseffekt. Diversifikationsaspekte werden viel zu oft unterschätzt, wenn es um die Konstruktion von Portfolios geht. Wenn man genau wüsste, wie sich welche Assetklasse in Zukunft entwickeln wird, bräuchte man nicht auf diese Dimension der Portfoliokonstruktion achten. Es würde vollkommen ausreichen, einfach ausschließlich das beste Asset mit dem größten Performancepotenzial zu kaufen. Aber gerade weil die Zukunft ungewiss ist, sollte man nicht alles auf eine Karte setzen. Und hier

kommt die Mathematik ins Spiel, denn die gleichzeitige Betrachtung von Volatilitäten und Korrelationen sowie die daraus abgeleitete Zusammenstellung von Märkten und Assetklassen ist mit dem Bauchgefühl alleine nicht mehr gut darstellbar. Vor einigen Jahren hätte man vermutlich aus Modellsicht den finanzmathematischen Großmeister Markowitz bemüht, um ein vermeintlich optimales Portfolio zu konstruieren. Heute neigt man eher dazu, um diese Lösung einen Bogen zu machen, da sie für den Optimierungszeitraum im Rückspiegel immer perfekte Ergebnisse liefert, bei einer Echtzeitanwendung dann aber nicht selten weitgehend an der Aufgabe scheitert, die Ergebnisse zu liefern, die in der Optimierungsperiode erzielt wurden. Der Grund liegt vereinfacht gesagt darin, dass Markowitz-Ansätze nicht hinreichend robust sind, sondern immer akademisch optimale Lösungen finden, die aber nur dann in einer Echtzeitanwendung funktionieren, wenn sich gegenüber dem Optimierungszeitraum sowohl Rendite- als auch Risikoeigenschaften nicht ändern. Das aber ist eine nahezu heroische Annahme. Denn während tatsächlich Risikoeigenschaften hinreichend stabil sind, ändern sich Renditeeigenschaften oftmals noch schneller als die Wetterlage in einem typischen Hamburger Sommer.

Daher geht der Trend heute in die Richtung, Modelle zu verwenden, die die historische Performance von Assetklassen weder kennen noch für die Zukunft fortschreiben wollen. Vielmehr wird der Fokus ausschließlich auf Risiken und Diversifikationseigenschaften gelegt. Der vielleicht beste Vertreter dieser Modellgattung ist der Ansatz der maximalen Diversifikation. Hier wird ein Optimizer dazu gebracht, Märkte und Assetklassen so miteinander zu kombinieren, dass bei einem vorgegebenen Risiko (gemessen als Volatilität des Portfolios) der zu erwartende Diversifikationseffekt maximiert wird. Aus Millionen von möglichen Portfoliostrukturen wird also die Portfoliostruktur ausgewählt, die bestmöglich Assetklassen und Märkte kombiniert, die über wenig Gleichlauf in der Wertentwicklung verfügen und sich damit in der Summe am besten ergänzen. Wir haben nun so einen Optimizer mit der Aufgabe versehen, ab Mitte 2017 Tag für Tag Portfolios zu konstruieren, die zum einen (bei maximal 50% Fremdwährungsexposure) eine maximale Volatilität von 12% aufweisen und zum anderen maximal diversifiziert sind. Dabei wurden Tag für Tag nur Daten verwendet, die historisch verfügbar waren; an keiner Stelle wurde in die Zukunft geschaut und damit Wissen unterstellt, dass zu dem Zeitpunkt gar nicht verfügbar gewesen wäre. Das Ergebnis ist eindeutig und lässt keinen

Zweifel zu. Der Optimizer hätte in den letzten Jahren nahezu kontinuierlich Bitcoins beigemischt; im Durchschnitt lag das Gewicht bei etwa 10%. Nur wenige Assetklassen hätten ein noch höheres Gewicht aufgewiesen.

Allokation von Assetklassen bei maximaler Diversifikation (Mittelwert seit Juni 2017)



Auch am aktuellen Rand würde der Optimizer Bitcoins mit einem Gewicht von 12% versehen, um den Diversifikationseffekt im Portfolio zu maximieren – trotz der aktuell hohen Volatilität und wohlgerneht komplett ohne das Wissen um die gute Wertentwicklung der Vergangenheit. Unsere anfängliche Frage nach der Sinnhaftigkeit einer Beimischung von Kryptoassets (hier am konkreten Beispiel von Bitcoins) lässt sich damit eindeutig beantworten. Zumindest aus statistischer Perspektive können Bitcoins und auch andere vergleichbare digitale Währungen ein attraktiver Baustein in einem liquiden Portfolio sein. Allein diese Tatsache dürfte dazu führen, dass sich immer mehr Anleger für diese Art von Assets interessieren und diese allozieren. Über Zertifikate oder ETN (Exchange Traded Notes) lässt sich zudem auch ohne spezielle Kryptowallets Zugang zu dieser Assetklasse finden. Allerdings muss ein Anleger bereit sein, sich komplett neuen und sehr andersartigen Risiken zu öffnen. Man sollte sich zudem mental darauf einstellen, dass je nach momentanem Gemütszustand von Elon Musk entsprechende Twiternachrichten den Kurs von Kryptowährungen verdoppeln und halbieren können. Und dass China durch das Aussprechen von Bitcoin-Verboten ebenfalls einen massiven Einfluss auf die Wertentwicklung hat. Wer damit umzugehen weiß, kann vielleicht einen zweiten Blick auf diese Assetklasse wagen.

## Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	27.05.2021 15:48	20.05.2021 -1 Woche	26.04.2021 -1 Monat	26.02.2021 -3 Monate	26.05.2020 -12 Monate	31.12.2020 YTD
<b>Aktienmärkte</b>						
Dow Jones	34572	1,4%	1,7%	11,8%	38,3%	13,0%
S&P 500	4209	1,2%	0,5%	10,4%	40,7%	12,1%
Nasdaq	13732	1,4%	-2,9%	4,1%	47,0%	6,5%
Russell 2000	2264	2,6%	-1,5%	2,9%	62,5%	14,6%
DAX	15475	0,7%	1,2%	12,2%	34,5%	12,8%
MDAX	33014	2,1%	-0,1%	5,6%	29,7%	7,2%
TecDAX	3379	0,3%	-4,4%	1,0%	6,5%	5,2%
EuroStoxx 50	4054	1,4%	0,8%	11,5%	35,2%	14,1%
Stoxx 50	3458	1,0%	1,8%	10,7%	20,0%	11,3%
SMI (Swiss Market Index)	11395	2,2%	2,1%	8,3%	15,9%	6,5%
FTSE 100	7041	0,3%	1,1%	8,6%	16,0%	9,0%
Nikkei 225	28549	1,6%	-2,0%	-1,4%	34,2%	4,0%
Brasilien BOVESPA	124401	1,4%	3,2%	13,1%	45,6%	4,5%
Russland RTS	1596	2,4%	5,1%	13,1%	30,3%	15,1%
Indien BSE 30	51115	3,1%	5,6%	4,1%	67,0%	7,0%
China CSI 300	5338	2,9%	5,1%	0,0%	37,8%	2,4%
MSCI Welt (in €)	2970	1,1%	-0,4%	8,3%	26,5%	11,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	1352	1,9%	-1,4%	0,4%	31,4%	5,4%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	170,29	145	-54	-311	-187	-735
Bobl-Future	134,68	37	-23	47	-34	-50
Schatz-Future	112,04	2	-6	-14	0	-24
3 Monats Euribor	-0,54	3	3	3	-26	5
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,53	-1	0	-3	-12	0
3 Monats \$ Libor	0,14	-2	-5	-5	-24	-10
Fed Funds Future, Dez 2021	0,08	0	-1	-1	8	0
10-jährige US Treasuries	1,62	-1	5	17	93	70
10-jährige Bunds	-0,17	-7	13	12	25	40
10-jährige Staatsanl. Japan	0,08	0	1	-9	7	6
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,18	-5	7	3	29	31
US Treas 10Y Performance	683,55	0,6%	0,1%	-0,3%	-5,7%	-4,5%
Bund 10Y Performance	662,78	1,0%	-0,5%	-0,5%	-1,7%	-3,2%
REX Performance Index	492,64	0,5%	-0,1%	0,0%	-0,6%	-1,3%
IBOXX AA, €	0,28	-7	6	3	-28	26
IBOXX BBB, €	0,71	-7	6	-1	-103	16
ML US High Yield	4,74	-8	1	-10	-274	-24
Wandelanleihen Exane 25	7436	-10,3%	-10,9%	-8,9%	0,6%	-10,7%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
S&P Commodity Spot Index	513,90	2,3%	3,2%	7,7%	69,3%	25,5%
MG Base Metal Index	432,65	-0,9%	2,6%	7,1%	67,7%	22,0%
Rohöl Brent	68,78	5,6%	4,5%	4,1%	89,5%	32,5%
Gold	1890,56	0,6%	6,3%	9,4%	10,6%	-0,4%
Silber	27,87	-0,3%	6,6%	6,2%	62,2%	5,6%
Aluminium	2368,00	0,1%	-1,3%	10,2%	58,4%	20,0%
Kupfer	9961,25	-0,7%	1,9%	9,0%	87,0%	28,5%
Eisenerz	206,89	-2,0%	16,5%	24,9%	125,8%	32,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	2754	-2,5%	-1,9%	64,4%	444,3%	101,6%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,2184	-0,2%	0,8%	0,5%	11,0%	-0,7%
EUR/ GBP	0,8598	-0,4%	-1,1%	-1,0%	-3,3%	-3,9%
EUR/ JPY	133,41	0,3%	2,2%	3,6%	13,1%	5,5%
EUR/ CHF	1,0969	-0,2%	-0,9%	-0,2%	3,5%	1,5%
USD/ CNY	6,3822	-0,8%	-1,6%	-1,5%	-10,6%	-2,3%
USD/ JPY	109,16	0,4%	1,0%	2,4%	1,5%	5,7%
USD/ GBP	0,7058	-0,1%	-1,9%	-1,3%	-12,8%	-3,5%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude  
+49 40 3282-2572  
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller  
+49 40 3282-2452  
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse  
+49 40 3282-2411  
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite  
+49 40 3282-2439  
cjasperneite@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.