



Kryptowährungen im Portfolio Kontext

Ein Interview mit vier Führungskräften
von DWS und Galaxy.



Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar. DWS Investment GmbH; Stand: 11.12.2023.

Vorwort

Kryptowährungen sind mittlerweile zu bedeutend, als dass man sie ignorieren könnte. Was auch immer Ihre Meinung zu dieser relativ neuen Anlageklasse ist: Ein besseres Verständnis erlaubt bessere Entscheidungen zu treffen. Daher hat das DWS Research Institute mit vier Führungskräften gesprochen, zwei von der DWS und zwei von dem digitalen Vermögensverwalter und unserem strategischen Partner Galaxy Digital, um aus Anleger-Sicht über Kryptowährungen zu diskutieren. Wir hoffen, dass ihre Beiträge Ihnen helfen, ein besseres Verständnis für Kryptowährungen zu entwickeln.



Björn Jesch
Global Chief Investment Officer
DWS



Thomas Schüssler
Global Co-Head of Equities
DWS



Steve Kurz
Global Head of Asset Management
Galaxy



Chris Rhine
Head of Active Strategies
Galaxy

Inhaltsübersicht

Bühne frei - Kryptowährungen aus Anleger-Sicht	4
Kryptowährungen im Portfolio-Kontext	5
Sind Kryptowährungen eine separate Anlageklasse?	7
Wie bewertet man Kryptowährungen?	8
Haben wir die ursprüngliche Zielsetzung von Kryptowährungen hinter uns gelassen?	9
Die Regierungsperspektive	10
Blase oder Nachjustierung?	11
Glossar	13

Bühne frei - Kryptowährungen aus Anleger-Sicht

Herr Schüssler, wie ist Ihre Meinung zur Kryptowährung, ihrem Entwicklungspotential und ihrer Eignung als Anlageform?

Thomas Schüssler:

Zunächst sollten wir wahrscheinlich von Kryptowährungen im Plural sprechen. Kryptowährungen sind ein weites Feld, ich glaube, es gibt sogar tausende! Als Anlagemöglichkeit kommt vor allem Bitcoin in Frage, und eventuell Ether, denn alle anderen sind für uns noch nicht im Fokus. Es handelt sich um eine neue Anlageklasse, Bitcoin existiert erst seit 14 Jahren. Bitcoin ist in den letzten Jahren stark gewachsen und weckt viel Interesse. Ich glaube auch, dass es eine gewisse Funktion im Markt erfüllt. In Schwellenländern ist das unmittelbar einsichtig, aber für Deutschland oder die USA ist die Funktionalität weniger offensichtlich. Jedenfalls erfüllt Bitcoin meiner Meinung nach eine Funktion als Wertspeicher und ist eine Währung außerhalb des Zentralbank-Systems. Das sind meines Erachtens die Haupt-Pluspunkte aus Investorensicht.

Herr Jesch, was ist Ihre Meinung dazu?

Björn Jesch:

Ich persönlich finde das Thema faszinierend. Als Unternehmen sind wir immer interessiert, neue Anlageklassen zu verstehen. Die Finanzindustrie war immer und wird immer innovativ sein. Es gehört zu unserer treuhändischen Aufgabe, diese Entwicklungen zu verstehen und zu bewerten. Ich verstehe, dass die Erfindung von Bitcoin und anderen Kryptowährungen teilweise auf die globale Finanzkrise und die damit verbundene Sorge vor staatlichen Rettungsaktionen und um die Stabilität traditioneller Institutionen zurückzuführen ist. Zum Beispiel war eine ursprüngliche Intention von den Bitcoin Erfindern, eine Währung zu schaffen, die nicht durch eine willkürliche Ausweitung der Geldmenge abgewertet werden kann. Seitdem haben wir uns weiterentwickelt: Es sind neue Anwendungsmöglichkeiten entstanden und entsprechend haben auch die Gründe für Investitionen in Kryptowährungen zugenommen. Zu diesen zählen eine mögliche Wertsteigerung, die Nutzung als alternatives Zahlungsmittel oder eine Allokation zur Diversifizierung.

Parallel zu der wachsenden Zahl an Anwendungsmöglichkeiten ist auch das Ökosystem gewachsen. Für Kryptowährungen gibt es bereits Terminkontrakte, Experten, Analysten, sowie spezialisierte Vermögensverwalter – wie etwa Galaxy mit welchen wir eine strategische Allianz pflegen. Auch zeichnen sich bereits institutionelle Handelsaktivitäten bei großen Finanzinstitutionen ab. Unternehmen wie wir beschäftigen Innovations-Teams, in denen Spezialisten daran arbeiten, zu verstehen, wie Kryptowährungen und Blockchain unser Geschäftsmodell verändern könnten. Schlussendlich zählt für uns der Nutzen für unsere Kunden, sowohl bei Produkten, die den Zugang zu Kryptowährungen ermöglichen, als auch bei neuen Möglichkeiten für digitales Trading und Clearing von Transaktionen. Wie bei vielen neuen Technologien, wissen wir noch nicht genau, wie es weitergeht, aber wir wissen, dass wir dabei sein müssen.

Ganz genau. Eine Frage an unsere Galaxy-Gäste: Was möchten Sie hinzufügen? Was ist spezifisch für Kryptowährungen im Asset Management im Unterschied zu Kryptowährungen als Zahlungsmittel?

Steve Kurz:

Ich glaube, im Asset Management sind Kryptowährungen erst am Anfang. Die Krypto-Community versteht noch nicht, dass Bitcoin zwar schon seit 14 Jahren existiert, deswegen aber nicht notwendigerweise im institutionellen Kontext Fuß fassen sollte oder müsste, also in einem Portfolio-Kontext, in einem Allokations-Kontext. Das Bitcoin-Netzwerk wird seit über zehn Jahren hart getestet. Zum Beispiel verbot die chinesische Politik industrielles Krypto-Mining neuer Blockchain-Blöcke, trotzdem hat die Blockchain weiter funktioniert und neue Blöcke wurden erzeugt. Bitcoin zeigte sich während aller Krypto-Zyklen resilient und widerstand regulatorischen Schwierigkeiten und Bedenken. Trotz aller Negativ-Schlagzeilen funktioniert das Krypto-Netzwerk, es ist robust und resilient. Die Anwendungsmöglichkeiten entwickeln sich, aber Kryptowährungen sind noch nicht voll in den Portfolios angekommen. Das makroökonomische Bild erlaubt meiner Meinung nach, dass Bitcoin und seine

möglichen Verwendungen im Portfolio wirklich wichtig werden.

Das große Problem Bitcoins ist die Illusion, dass Bitcoin sofort vom Markt angenommen werden muss, weil es wirklich schön designt ist – was ich im Übrigen auch finde! Es muss daran gearbeitet werden, Kryptowährungen zur Vermögensanlage und nicht nur als Zahlungsmittel zu verwenden, außerdem muss geklärt werden, aus welcher Anlagekategorie die Allokation erfolgen kann. Ich glaube, Bitcoin ist wie ein Teenager, oder ein Wachstumsunternehmen vor dem Börsengang, aber noch kein gelistetes Unternehmen. In den nächsten drei bis vier Jahren beginnt für Bitcoin eine viel größere Phase.

Ich möchte Ihr Argument unterstreichen, dass Bitcoin vom Markt ausführlich getestet wird, was für jede Anlageklasse wichtig ist. Es ist naheliegend, dass Bitcoin umso robuster wird, je mehr Marktzyklen es überlebt.

Steve Kurz:

Bitcoin ist sicher mehr getestet worden als andere Kryptowährungen, die im Vergleich zu Bitcoin wie Kleinkinder wirken. Es ist ähnlich wie beim Internet im Jahr 2001. Wir entwickeln gerade diese neue Anlageklasse und die zugehörige Technologie. Unser Ansatz bei Galaxy zielt weniger darauf, ein dezentralisiertes, globales open-source Phänomen zu verteidigen oder auch nur zu definieren. Stattdessen analysieren wir die Entwicklungen und fokussieren uns auf zwei Dinge: Auf die heute wichtigen, schon heute investierbaren Kryptowährungen und auf die Kryptowährungen, die zwar heute noch nicht investierbar, aber trotzdem wichtig sind. Und dann gibt es die große Menge der nicht wirklich bedeutsamen Kryptowährungen, und das ist auch ok so. Unser Ziel ist, alles durchzusieben und konzeptionell konsistent zu erarbeiten, wie Kryptowährungen im Portfolio-Kontext eingesetzt werden können.

Kryptowährungen im Portfolio-Kontext

Herr Schüssler, Sie erwähnten den Einsatz von Bitcoin und Ethereum bei der DWS. Können Sie uns einen Überblick geben, welche Art Fonds in diese Kryptowährungen investieren könnten? Denken Sie, dass Kryptowährungen eher auf Kundennachfrage beigemischt werden oder wegen der DWS-Auffassung, dass Kryptowährungen beigemischt werden sollten?

Thomas Schüssler:

Im Moment sind wir in der Pilot-Phase von einer sehr beschränkten Anzahl von Misch- und Aktienfonds, die sich z.B. auf spezifische Themen beziehen und bei denen Kryptowährungen zur Investmentstrategie passen. Im Moment ist eine Beimischung von Kryptowährungen weniger von Kunden-Nachfrage getrieben, sondern mehr von einer Nachfrage auf Seiten der Portfoliomanager und wie sie glauben, in diese Art von synthetischem Produkt investieren zu können.

Björn Jesch:

Ich würde gern hinzufügen, dass digitale Vermögenswerte für viele unserer Fonds aktuell aus regulatorischen und operativen Gründen nicht investierbar sind. Zum Beispiel übernehmen viele traditionelle Verwahrstellen noch keine Verwahrung und Verwaltung digitaler Vermögenswerte. Aber der Hauptpunkt ist: Als DWS haben wir Erfahrung mit einem breiten Spektrum von Anlageklassen und da Kryptowährungen mittlerweile eine beachtliche Marktkapitalisierung haben, glauben wir, dass sich Vermögensverwalter wie wir ernsthaft mit diesen auseinandersetzen sollten.

Wir müssen sehr sorgfältig darüber nachdenken, für welche Investoren Krypto-Investitionen geeignet sind, bezüglich demographischer und geographischer Charakteristika, Risiko-Bereitschaft und Investitions-Zeithorizont. Herr Rhine, was denken Sie darüber?

Chris Rhine:

Wenn Sie diese Frage aus Thomas' Perspektive für Aktienfonds stellen, rückt die Wachstums-Thematik in den Fokus, wenn Fonds in Unternehmen oder Technologien investieren, die an innovativen Produkten und Dienstleistungen arbeiten. Investoren dieser Investmentstrategie erwarten auch etwas weniger traditionelle Vermögenswerte. Sie erwarten vielleicht nicht, dass der Portfoliomanager Mega-Cap Unternehmen kauft, die jeder kennt, sondern stattdessen versucht, neue Chancen zu finden, neue Technologien, neue Produkte und Dienstleistungen, die potenziell manche der etablierten Unternehmen verdrängen könnten. Meiner Meinung nach verstehen solche Investoren, dass sie ein inkrementell höheres Risiko auf sich nehmen, aber die inkrementelle Rendite auch größer sein kann.

Natürlich passen Kryptowährungen nicht zu einer Blue Chip Einkommens-Investmentstrategie. Ein Grund dafür ist, dass Bitcoin kein Einkommen generiert. Ein zweiter Grund ist, dass der Investor bei Bitcoin kein traditionelles, großes gelistetes Unternehmen mit relativ niedrigem Risiko erwarten darf. Bitcoin ist immer noch sehr volatil. Wenn Portfoliomanager Kryptowährungen ins Portfolio aufnehmen, müssen sie den Fonds-Typ berücksichtigen und auch die Mentalität der Investoren, die dort investieren. Schlussendlich müssen die Positionen und ihr Beitrag zur Portfolio-Volatilität korrekt allokiert sein. Zum Beispiel macht eine 10 Prozent Ethereum Gewichtung in einem Fintech Fond keinen Sinn, weil dies wahrscheinlich einen Großteil des Gesamtportfoliorisikos ausmachen würde. Jeder Portfoliomanager sollte Krypto-Positionen geeignet bemessen, um eine exzessive Beeinflussung des Gesamtrisikos für das Portfolio zu vermeiden.

Steve Kurz:

Darf ich etwas hinzufügen. Bei Bitcoin ist im Portfolio-Kontext ungewöhnlich, dass der größte marginale Anstieg der Sharpe-Ratio des Gesamt-Portfolios bei einer Bitcoin-Allokation von null auf ein Prozent erfolgt, wenn man zum Beispiel die letzten fünf Jahre betrachtet. Wir sprechen nicht

über 3, 5 oder 10 Prozent. Die wichtige Frage ist, ob man überhaupt in Bitcoin investiert. Es gibt auch eine Diskussion, inwiefern eine Beimischung als eine Absicherung oder Art Waffe benutzt werden könnte – eine offensive Waffe, wenn man Bitcoin als Wachstums-Asset versteht, und eine defensive Waffe, wenn man Bitcoin im jeweiligen Portfolio-Kontext als Makro-Absicherung versteht. Für uns ist Krypto eine Anlageklasse im Wert von ungefähr einer Billionen Dollar und Krypto-Beimischungen sind definitiv eine Option. Portfoliomanager müssen aktiv werden, sobald Anlageklassen eine oder zwei Billionen groß sind. Es ist wichtig eine Meinung zu haben, und dann ist es auch schön und gut sich für „Nein“ zu entscheiden, aber dann hat man zumindest eine proaktive Entscheidung getroffen, Kryptowährungen nicht ins Portfolio mit aufzunehmen.

Thomas Schüssler:

Man könnte auch argumentieren, dass Bitcoin eine Anlageklasse ist, und daher zu gewissen Mischfonds passt, mehr als in reine Aktienfonds. Ich sehe hier eine Möglichkeit für eine breitere Adoption.

Steve Kurz:

Und das ist das Verwirrende an Bitcoin: Es ist gleichzeitig ein Makro-Asset, ein Wachstums-Asset, eine Anlageklasse und eine System-Absicherung. Bitcoin kann man durch so viele Blickwinkel betrachten.

Chris Rhine:

Bitcoin ist ein Makro- und auch ein Hedgefonds. In der Welt der traditionellen, long-only Fonds erhöht Krypto den Tracking Error des Fonds beträchtlich. Wenn die Performance von Portfoliomanagern relativ zu einem spezifischen Vergleichsindex gemessen wird, dann brauchen sie nicht so einen signifikanten Tracking Error. Aber in einem Hedgefonds oder in einer Mischfonds-Strategie hat die Benchmark weniger Bedeutung und es ist einfacher, eine Anlageklasse hinzuzufügen, von der man überzeugt ist.

Sind Kryptowährungen eine separate Anlageklasse?

Das ist eine sehr schöne Überleitung zu meiner nächsten Frage. Denken wir an einen Mischfonds mit traditionellen, gut definierten Anlagen, wie Aktien, Anleihen, Immobilien, Cash, etc. Es scheint so, als hätten Kryptowährungen einige charakteristische Eigenschaften mit diesen Anlageklassen gemeinsam, aber manchmal nicht genug für eine eindeutige Einordnung. Herr Schüssler, wie sollte man Ihrer Meinung nach Bitcoin und Ether einordnen?

Thomas Schüssler:

Ich bin kein Mischfonds Manager. Kryptowährungen sind eine sehr junge Anlageklasse, die man nur unter gewissen Umständen kaufen sollte. Aber eine Idee ist, dass es wie ein „risk-on gold“ ist, also ein risikoreicheres Gold. Meiner Meinung nach sind Kryptowährungen ein Rohstoff mit einem erhöhten Risiko. Sie haben eine niedrige Korrelation zu anderen Anlagen im Portfolio. Sie können die Performance signifikant verändern, denn das Wachstumspotential ist substanzial.

Steve Kurz:

Ich glaube, dass Bitcoin in den letzten fünf Jahren weniger als 0,25 mit allen großen Anlageklassen korreliert war. Wir haben Bitcoin in verschiedenen Allokationen wie Alternatives und Rohstoffe gesehen, als Makro-Overlay, als Sachwert, in einem Fintech Kontext oder in einer Technologie-Allokation. Es hängt wirklich von der Sichtweise ab, und dem Rahmen, durch den man auf das Portfolio schaut. In den letzten fünf Jahren konnte die

Sharpe-Ratio durch eine Investition aus der Anleihen Allokation heraus optimiert werden, aber das ist keine Empfehlung für die Zukunft.

Björn Jesch:

Ich stimme zu, dass Kryptowährungen keine Aktien oder Anleihen sind. Aber es gibt Kryptowährungen, die Eigentumsanteile am Netzwerk darstellen. Daher ist es aus meiner Sicht wichtig, nicht alle Kryptowährungen gleich zu bewerten. Aber wenn wir speziell über Bitcoin sprechen, handelt es sich wahrscheinlich eher um eine digitale Währung oder einen Rohstoff. Bitcoin ist immer noch sehr volatil verglichen mit traditionellen Währungen oder Gold und muss noch ein stabiles Gleichgewicht erreichen, bevor es als Wertspeicher agieren kann. Obwohl es in manchen Fällen als Zahlungsmittel benutzt wird, fürchten manche Verbraucher, dass substantielle Preisanstiege die Nutzung als Zahlungsmittel für Güter und Dienstleistungen einschränken, zumindest im Moment.

In der DWS sehen wir Kryptowährungen meistens als eine Alternatives Allokation innerhalb einer strategischen Asset Allokation (SAA) und ich fühle mich im Moment am wohlsten damit, Kryptowährungen als neue Anlageklasse mit eigenen, besonderen Eigenschaften zu betrachten. Es gibt zahlreiche Unterschiede zu anderen traditionellen Anlageklassen und viele neue Arten Kryptowährungen wie Bitcoin zu bewerten. Als Grundlagen hierfür können etwa die Mining-Kosten oder die Anzahl der aktiven Wallets dienen. Vielleicht müssen wir einfach flexibel sein und akzeptieren, dass es diese neuen Interpretationsmöglichkeiten gibt.

Wie bewertet man Kryptowährungen?

Das ist wieder eine schöne Überleitung zu meiner nächsten Frage. Wir haben darüber gesprochen, in welche Anlageklasse Kryptowährungen eingeordnet werden können. Nun wollen wir zu Bewertungsfragen übergehen. Herr Schüssler und Herr Jesch, was denken Sie zur Bewertung von Kryptowährungen?

Thomas Schüssler:

Bitcoin produziert kein Einkommen, was offensichtlich zu Kontroversen führt. Investoren wie Warren Buffett sagen, Bitcoin ist nichts wert. Aber ein Kunstwerk ist auch nur das wert, was die Leute bereit sind zu bezahlen. Das Gleiche gilt für Gold, das ebenfalls kein Einkommen generiert. Deswegen gehört Bitcoin für mich in dieselbe Kategorie wie Gold. Bitcoin kann nicht aufgrund seines Einkommens bewertet werden, aber man könnte es relativ zu anderen Anlageklassen bewerten oder basierend auf seiner Historie. Man könnte für Bitcoin eine Kostenbasis benutzen oder einen realisierten Preis, oder man basiert die Bewertungsuntergrenze auf den Mining Kosten.

Eine absolute Bewertung ist für Bitcoin schwieriger als für Gold, weil wir nur einen ungefähr zehnjährigen Zeithorizont haben. Bei Gold können wir hunderte Jahre zurückgehen und es ist viel stabiler. Nichtsdestotrotz können wir Bitcoin in verschiedenen Liquiditäts-, Aktienmarkt- und anderen Marktphasen bewerten.

Björn Jesch:

Bei der DWS haben wir ein Team, das sich mit genau diesem Thema beschäftigt. Basierend auf einem quantitativen Modell werden ökonomische und Blockchain-native Faktoren analysiert, die den Preis von Bitcoin und Ethereum beeinflussen können. Investmentspezialisten wählen hierbei Faktoren für das Modell aus, die sie als aussagekräftig identifiziert haben. Ich kann nicht alles verraten, aber als Ergänzung zu den intuitiven Marktfaktoren finden wir die Analyse öffentlich zugänglicher Zahlen wie User Accounts und „on-chain“ Aktivitäten ebenfalls nützlich. Diese Faktoren bieten wertvolle Erkenntnisse für die Preisprognose von Kryptowährungen.

Trotzdem bleibt es herausfordernd, Kryptowährungen zu erklären und zu prognostizieren, da sie inhärent hochvolatil bleiben. Deswegen verstehen wir die errechneten Werte eher als eine Richtung, nicht aber als ein genaues Ergebnis.

Ich glaube eine der wichtigsten Eigenschaften von Bitcoin, die einige unserer Leser sicherlich kennen, andere aber vielleicht auch nicht, ist, dass das Bitcoin-Angebot auf 21 Millionen Coins absolut limitiert ist. Diese Eigenschaft unterscheidet Bitcoin erheblich von Fiat-Währungen und vielen anderen Anlageklassen. Momentan sind wir bei 19,5 oder vielleicht etwa 20 Millionen Coins. Aus der Anfängervorlesung Wirtschaftswissenschaften wissen wir, dass die Angebotskurve wegen der Beschränkung vertikal verlaufen muss. Deswegen ist die Nachfrage ein erheblicher Einflussfaktor für den Preis, ist das richtig?

Chris Rhine:

Ja, das ist wirklich so. Wie andere Anlagen mit limitiertem Angebot sind die Preisänderungen nicht immer inkrementell, denn die Nachfrage kann signifikant schwanken. Deswegen sehen wir bei Bitcoin im Vergleich zu anderen Vermögenswerten mehr Preisvolatilität. Ich glaube, der Vergleich zu Kunstwerken ist wirklich treffend. Obwohl Kunstwerke nicht täglich bewertet werden, können die Preise innerhalb eines Jahres phänomenal schwanken. Insgesamt sind die Preise signifikant gestiegen, seit mehr und mehr in Kunst investiert wird.

Das Gleiche gilt für Ether, aber es gibt auch einen Unterschied. Wenn man Ether als das neue weltweite Buchhaltungssystem begreift, die Blockchain der Welt, dann resultiert die Ether-Funktionsweise für Angebot und Nachfrage in einem relativ gleichbleibenden Angebot von Ether Token durch den neu eingebauten Verbrennungs-Mechanismus (burn mechanism). Die Ether Nachfrage wird durch die Nachfrage nach Block Speicherplatz (block space) getrieben werden. Ethereum ist eine Smart Contract Plattform, auf der Entwickler dezentrale Anwendungen entwickeln können. Eine Zunahme von Ethereum Aktivitäten und Anwendungen wird den Ether Bedarf steigern, um die

Transaktionen zu buchen. Hier liegt ein Unterschied zu Bitcoin: Mehr Anwendungen und mehr Aktivitäten auf Ethereum steigern die Ether Nachfrage. Im Unterschied zu einer Konzeption als Wertspeicher basiert Ethereums Wertversprechen viel stärker auf einer Rohstoff Analogie. Zum Beispiel steigt die Nachfrage nach Öl, wenn die Leute mehr Auto fahren, was den Ölpreis treibt. Analog steigt die Nachfrage nach Ether, wenn neue Anwendungen mehr Nutzer anlocken. So könnte der Ether Preis mit der Zeit ebenfalls steigen.

Steve Kurz:

Ich glaube, unsere Diskussion unterstreicht einige wichtige Sachverhalte. Portfoliomanager können, wenn sie sich zum ersten Mal mit Kryptowährungen beschäftigen – ob mit einer skeptischen oder offenen Grundeinstellung - durch einen Vergleich von Bitcoin mit Gold oder einen Vergleich für Ethereum viel verstehen. Das Bitcoin Angebot ist verifizierbar knapp. Wir halten Gold ebenfalls für verifizierbar knapp – aber man kann unmöglich alles vorhersehen: Asteroiden könnten Gold enthalten oder ein bestimmtes Preis-Level macht plötzlich eine neue Goldmine rentabel. Jedenfalls steigert bei Bitcoin eine hohe Nachfrage nicht das Angebot, weil der Code dies nicht erlaubt.

Bei der Marktakzeptanz gibt es eine weitere wichtige Bitcoin-Gold Analogie, die Markteinführung von Gold ETFs. Man kann argumentieren, dass der Gold Zugang über ETFs einen nachhaltigen Bullen Markt auslöste. Deswegen beobachten wir das Bitcoin ETF Drama in den USA. Bei der aktuellen Weltbevölkerung von 8 Milliarden Menschen besitzen heute nur 100 Millionen Menschen Bitcoin, wir sehen also eine große Zugangslücke. Diese Sichtweise ist vielleicht ungewöhnlich, aber meiner Meinung nach aufschlussreich.

Auf jeden Fall. Sie haben ein ganz neues Thema angeschnitten, die Entwicklung des Ökosystems. Zum Beispiel argumentieren manche, dass die Markteinführung von hochverzinslichen Anleihen ETFs den Markt für hochverzinsliche Anleihen auf verschiedene Arten signifikant verbessert hat. Aber das ist vielleicht nicht ganz unser Thema.

Steve Kurz:

Das ist die „Doping“ Argumentation, weil zu einem liquiden, übertragbaren Vermögenswert zusätzlich Termingeschäfte und ETFs angeboten werden.

Haben wir die ursprüngliche Zielsetzung von Kryptowährungen hinter uns gelassen?

Lassen Sie uns jetzt das Angebots- und Nachfrage Thema verlassen und über Bitcoins Ursprung sprechen. Eine der Gründungsideen war Misstrauen gegenüber dem Finanzsystem nach der globalen Finanzkrise und Bedenken gegenüber Fiat-Währungen. Glauben Sie, dass diese Zielsetzungen immer noch Bedeutung haben oder gibt es mittlerweile neue Zielsetzungen?

Chris Rhine:

Ich glaube, Bitcoin wird immer eine Anlageklasse bleiben, die vollständig unabhängig von monetären Autoritäten ist und seine Wertspeicherfunktion behalten, unabhängig vom Verhalten der Zentralbanken.

Allgemein sind viele Technologien für einen bestimmten Zweck erfunden worden, aber dann haben wir verstanden, dass es für diese Technologien viel bessere Anwendungsmöglichkeiten gibt. Wir sehen das bei digitalen Vermögenswerten und bei Kryptowährungen, besonders in Verbindung mit Smart Contracts. Bisher ist ein großer Teil des Krypto-Ökosystems mit der Vorstellung eines dezentralisierten Finanzsystems gebaut worden, in dem Bitcoin als

Zahlungsmittel fungiert. Aber jetzt sehen wir, und ich glaube, auch in den nächsten fünf Jahren, dass die bisherige Nutzung im Retailgeschäft das Potential der Technologie auf der institutionellen Ebene zeigen wird. Zum Beispiel haben wir Diskussionen über die Tokenisierung von Vermögenswerten, oder die Nutzung öffentlicher Blockchains für transnationale 24/7 Zahlungen, wo zum Beispiel ein multinationales Unternehmen in Australien für eine Zahlungsabwicklung nicht warten muss, bis die Banken in Nordamerika öffnen. Diese Anwendungen erweitern die ursprünglich strikte Auffassung, dass Kryptowährungen eine Anti-Regierung, Anti-Establishment Art des Wirtschaftens darstellen.

Lassen Sie uns zu einer anderen möglichen Anwendung kommen. Herr Schüssler, was denken Sie über Bitcoin zur Inflationsabsicherung?

Thomas Schüssler:

Ganz so einfach funktioniert es nicht. Man kann nicht behaupten, diese oder jene Anlage diene zur Inflationsabsicherung. Es hängt davon ab, um welche Anlage es sich handelt, und wie die jüngste Vergangenheit aussieht. In dem momentanen inflationären Umfeld sind noch nicht einmal unsere Häuser eine Inflationsabsicherung. Auch Gold nicht. Wenn Bitcoin im vergangenen Jahr fünf Kurssprünge hatte, kann es keine Inflationsabsicherung bieten. Nach 2021 konnte Bitcoin keine Inflations-

absicherung sein, weil es seinen Wert vervielfachte. Bitcoin ist einfach zu teuer. Kurz gesagt, es gibt keine Inflationsabsicherung per se.

Björn Jesch:

Im Allgemeinen kam es zu einer Bitcoin Preissteigerung in einer Periode mit niedriger Inflation. Seit die Inflation angezogen hat, ist der Preis signifikant gefallen. Aber ich bin nicht sicher, ob wir wirklich sagen können, dass diese zwei Dinge direkt in Verbindung stehen. Das ist das alte Korrelation- oder Kausalität-Argument.

Ich glaube, dass nach der Finanzkrise sehr viel Liquidität und billiges Geld zirkulierte. Es klingt plausibel, dass Investoren etwas von dem Geld in neue Anlagen steckten. Das könnte ein Grund für den schnellen Kursanstieg bei Bitcoin sein. Es ist auch unstrittig, dass Bitcoin seit dessen Erfindung die Inflation überholt hat und signifikante reale Gewinne erzielt hat.

Ich glaube, was Leute wirklich meinen, wenn sie über Bitcoin als Inflationsabsicherung sprechen, ist, dass die Anzahl der Bitcoin auf 21 Millionen Stücke limitiert ist, was durch einen transparenten und feststehenden Emissionsplan (issuing schedule) sichergestellt wird. Die Erfinder limitierten die Anzahl bewusst, um eine Abwertung durch eine Ausweitung der Geldmenge unmöglich zu machen.

Die Regierungsperspektive

Im letzten Teil unserer Unterhaltung würde ich gerne mit Ihnen über regulatorische Aspekte von Kryptowährungen und die Regierungssicht auf Kryptowährungen sprechen. Regierungen könnten ab einem gewissen Punkt besorgt werden. Sie könnten Kryptowährungen als Bedrohung ihrer eigenen Währungen und ihrer Fiskalpolitik sehen. Halten Sie es für möglich, dass die US-Regierung Kryptowährungen aus Angst um

den US-Dollar oder aus anderen Gründen zu Tode regulieren könnte?

Steve Kurz:

Ich denke, die Antwort lautet Ja. Hätten Sie mich vor vier Jahren gefragt, hätte ich geantwortet, die größte Bedrohung sei ein koordiniertes, hartes Durchgreifen der G20. Aber ignorieren wir Kryptowährungen für einen Moment. Offensichtlich ist, dass wir die Technik hinter Kryptowährungen nicht ignorieren können. Der chinesische digitale Renminbi zeigt klar, dass digitales Geld absolut zu unserer Zukunft gehören wird. Und in der Tat gibt es ein

Wettrüsten. In Ländern mit hierarchischeren Strukturen kann man digitales Geld einführen, genauso, wie man dort einfacher Straßen und Häuser bauen kann. Man kann dort die Schaffung einer digitalen Währung erzwingen, und diese durch eine kryptographische Umsetzung in digitalen Wallets realisieren.

Die USA haben ein anderes politisches System, dort ist es sehr schwierig, das so zu machen. Gleichzeitig hätten wir ohne diese Unternehmen und Unternehmer, die den Fortschritt in den USA vorantreiben, und ohne durchdachte Regulierung von Stablecoins und digitalen Zentralbankwährungen, nicht die Grundlage für den digitalen Dollar.

Aber wenn man unter die Oberfläche schaut und an die Situation vor drei oder vier Jahren zurückdenkt, wurde meiner Meinung nach von allen Parteien Wissen erworben, von den Republikanern, von den Demokraten, und sowohl im Repräsentantenhaus als auch im Senat. Man kann anderer Meinung sein, aber ich glaube, dass die Trägheit, in der wir

uns momentan befinden, kein großes Risiko für die Existenz von Bitcoin ist oder für Bitcoins Fähigkeit, in einem regulierten Umfeld zu operieren. Das Beste, was eine Regierung wie die der USA tun kann, und was sie in der ersten Jahreshälfte in 2023 sehr versucht hat, ist, es zu verlangsamen. Sie sagen: Lasst uns alles verlangsamen, und dann bauen wir es wieder innerhalb des Systems auf, so wie es für uns komfortabel ist und wir es kontrollieren können.

Wichtig ist auch, uns daran zu erinnern, dass Kryptowährungen momentan und in absehbarer Zukunft in Dollar gehandelt werden. Ich kann mir nicht wirklich vorstellen, dass die Federal Reserve oder auch die Regierung über einen möglichen Einfluss auf den Dollar oder eine Bedrohung des Dollars sehr besorgt ist, wenn der Handel von Kryptowährungen Dollar-basiert ist. Eine größere Sache wäre es, wenn die USA weiterhin die Entwicklung digitaler Vermögenswerte behindern und wir andere Länder übernehmen sehen, sodass ein größerer Transaktionsanteil in Euro, Yuan oder in einer anderen Währung bepreist würde.

Blase oder Nachjustierung?

Herr Schüssler und Herr Jesch, ich möchte auf **etwas zurückkommen, und zwar die „Greater Fool Theorie“: Man kauft, wenn man glaubt, selbst zu einem höheren Preis weiterverkaufen zu können. Nach dieser Theorie war Bitcoin eine anschwellende Blase, die dann platze. Oft verschwinden die Unternehmen nach dem Platzen der Blase, wie manche dotcom-Unternehmen. Aber Bitcoin sank von einem Höchststand auf ein Preisplateau. Der Bitcoin-Preis passte sich dem neuen Level an und ist lange relativ stabil geblieben. Wie ist das mit der „Greater Fool Theorie“ und der Vorstellung einer Preisblase zu vereinbaren?**

Thomas Schüssler:

Ich glaube kaum, dass diese Theorie hier passt. Wie schon gesagt, Gemälde werden aus demselben Grund gekauft – weil man hofft, sie nach 20 Jahren zum doppelten Preis

weiterverkaufen zu können. Ich verstehe diesen Vorgang nicht notwendigerweise nach der „Greater Fool Theorie“, sondern es ist eine Sache von Knappheit. Genauso funktioniert es bei Land. Solange kein Einkommen erwirtschaftet wird, kann man die Anlage als Spekulation bezeichnen. Und in diesem Sinne ist Bitcoin eine Spekulation.

Meiner Meinung nach zeigt Bitcoin in jüngster Zeit verlängerte Zyklen. Bitcoin verlor während der Abwärtsbewegungen die Hälfte oder sogar noch mehr an Wert. Aber dasselbe wiederholte sich 2018 und 2014, wo Bitcoin fälschlicherweise totgesagt wurde. Der jetzige Zyklus dauert schon fast vier Jahre. In 2023 hat die Fed die Zinsen angehoben und alles ging abwärts. Bitcoin verlor stärker an Wert, weil es stärker liquiditätsgetrieben ist. 2023 ging es parallel zum Aktienmarkt wieder aufwärts. Falls die Fed in 2024 die Zinsen senkt, könnte dies ein sehr günstiges Umfeld für Bitcoin sein.

Björn Jesch:

Meiner Meinung nach können wir nicht verschweigen, dass lange Zeit über eine Bitcoin-Blase gesprochen wurde und viele einfach auf das Platzen der Blase warteten. Aber als die Blase anfang kleiner zu werden, passierte etwas Seltsames – der Preis pendelte sich schlicht auf einem niedrigeren Level ein, blieb aber weit entfernt von einem Existenz-bedrohenden Level, das die finanzielle Rentabilität in Frage gestellt hätte. In der Tat ist der Bitcoin Preis in 2023 signifikant gestiegen. Deswegen glaube ich, dass Todesanzeigen übertrieben waren.

Es mag sich merkwürdig anhören, aber für mich ist die Volatilität und sogar eine kleine Blase mit zugehörigem Crash in Ordnung. Das ist fast wie ein Training Programm, das eine neue Anlageklasse und dessen Investoren absolvieren müssen, um den Preisfindungsmechanismus und die Materie zu verstehen. Natürlich hoffe ich, dass die Volatilität zum größten Teil hinter uns liegt. Von jeder guten Krise kann man lernen.

Bei alledem sollten Investoren nicht vergessen, dass die einfachste und beste Risikovorsorge für jede Anlageklasse eine Stückelung des investierten Kapitals ist. Man sollte nachts gut schlafen können. Wir arbeiten an einem Research Paper, um unseren Investoren die historischen Auswirkungen von verschiedenen Allokationen aufzuzeigen. Ich möchte hier nicht vorgereifen, aber kleine Allokationen könnten interessant sein.

Herr Kurz und Herr Rhine, haben Sie ein Schlusswort oder einen Ausblick für uns?

Steve Kurz:

In den nächsten sechs bis zwölf Monaten könnten Bitcoin und Ethereum interessant sein, obwohl es in der Makro-Sichtweise recht wolkig werden könnte. In der Makro-Umgebung verändern sich möglicherweise die Zinssätze. Wir sehen gleichzeitig neue Produkte am Markt. Außerdem haben wir noch nicht über das „Bitcoin Halving“ gesprochen, also die Verlangsamung der Geschwindigkeit, mit der neue Bitcoins in den Kreislauf eingespeist werden. Das Halving ist für April 2024 vorgesehen. Wenn wir Bitcoins Resilienz während des Bärenmarktes bedenken, zusätzlich zu den anderen Dynamiken, haben wir für die nächsten sechs bis zwölf Monate einen moderaten Bullen-Ausblick.

Chris Rhine:

Unsere Diskussion fokussierte hauptsächlich auf Bitcoin. Bitcoin ist einzigartig, woran man häufig zuerst denkt. In der Zukunft ist interessant, in die Unterschiede zwischen Bitcoin und Ethereum einzutauchen. Bitcoin ist eher ein Wertspeicher, während Ethereum eher eine Technologieanlage ist.

Ganz genau, an diesen Themen arbeiten wir aktuell gemeinsam zwischen DWS und Galaxy. Herr Jesch, Herr Schüssler, Herr Kurz, Herr Rhine, vielen Dank für Ihre Zeit und Ihre wunderbaren Einsichten – das war eine fantastische Unterhaltung.

Strategische Allianz DWS - Galaxy

Die DWS, einer der weltweit führenden Vermögensverwalter, und die Galaxy Digital, ein innovatives Unternehmen für Finanzdienstleistungen und Investmentmanagement im Bereich digitaler Vermögenswerte und Blockchain-Technologie, haben eine strategische Allianz vereinbart, um zunächst in Europa eine umfassende Reihe von börsengehandelten Produkten (exchange-traded commodities, ETCs) auf bestimmte Kryptowährungen zu entwickeln. Zukünftig könnten die beiden Unternehmen auch andere Lösungen für digitale Vermögenswerte entwickeln.

Der Markt für digitale Vermögenswerte wird zunehmend reifer und umfasst schon heute rund ~1.5 Billionen US-Dollar (zum 05.12.2023). Die DWS und die Asset Management Einheit von Galaxy wollen zusammen daran arbeiten, europäischen Anlegern durch kosteneffiziente Anlagelösungen für traditionelle Depots Zugang zu diesem Markt zu ermöglichen. Mit dieser strategischen Allianz macht die DWS einen wichtigen Schritt hin zur Entwicklung umfassender digitaler Lösungen, die Anlegern den Zugang zum wachsenden Blockchain- und Digital-Asset-Universum ermöglichen sollen. Die DWS und Galaxy gehen eine exklusive Zusammenarbeit für ETCs auf Kryptowährungen im europäischen Markt ein. Es wird erwartet, dass die Kooperation die internationalen Vertriebskapazitäten von Galaxy erheblich verbessern wird, indem sie den Zugang zu europäischen Anlegern, welche am Markt für digitale Vermögenswerte partizipieren möchten, erleichtert.

Die Allianz soll die starke Expertise der DWS im Portfoliomanagement, in der Produktstrukturierung und im Vertrieb von liquiden sowie illiquiden Anlageklassen mit der technischen Infrastruktur von Galaxy und deren Fähigkeiten in der Vermögensverwaltung und dem Research für digitale Vermögenswerte kombinieren. Zudem soll die Zusammenarbeit beiden Unternehmen Impulse geben, um gemeinsam von aufkommenden Möglichkeiten für digitale Vermögenswerte zu profitieren.

Glossar

Bitcoin: Die historisch erste und größte Kryptowährung, die dezentralisierte Peer-to-Peer Transaktionen ermöglicht.

Block: Ein Block ist eine Datenstruktur, in der digitale Transaktionen gespeichert werden. Blöcke sind die elementaren Einheiten von Blockchains.

Blockchain: Eine Blockchain ist eine Kette von Datenblöcken, die durch Kryptographie unveränderbar verkettet sind und auf einer verteilten und dezentralisierten Datenbank gespeichert sind.

Börsengehandelter Fonds (Exchange-traded fund, ETF): Ein Wertpapier, das einen Index nachbildet und wie eine Aktie an der Börse gehandelt wird.

Coin: Eine Kryptowährung oder ein digitaler Vermögenswert, der unabhängig von einer anderen Plattform ist und auf einer eigenen Blockchain basiert.

Digitale Zentralbankwährung (CBDC): Eine digitale Form einer nationalen Fiat-Währung, die durch die Zentralbank reguliert wird.

Digitale Vermögenswerte: Digitale Vermögenswerte repräsentieren Werte, Rechte und Pflichten digital auf einer Blockchain.

Ether: Die native Kryptowährung der Ethereum Blockchain.

Ethereum: Ein dezentrales, öffentliches Blockchain Netzwerk das zusammensetzbare Smart Contracts unterstützt, die für die Erstellung von dezentralen Applikationen und Tokens genutzt werden, und Peer-to-Peer Transaktionen unterstützt.

Fiat-Währungen: Fiat-Währungen werden von Regierungen ausgegeben und gestützt, so wie der US-Dollar oder der Euro.

Halving: Die Belohnung für das Zufügen neuer Bitcoin-Blöcke in Form neuer Bitcoins wird alle 210.000 Blocks halbiert. Dieser Mechanismus kontrolliert die Anzahl neu zirkulierender Bitcoins ebenso wie Bitcoins schlussendlich limitiertes Angebot.

Hedge: Eine Investition, um das Risiko von negativen Preisentwicklungen einer Anlage zu reduzieren.

Hedgefonds: Ein Anlageinstrument, das weniger reguliert ist als ein Publikumsfonds und Kapital von verschiedenen Investoren sammelt und verschiedene Investmentstrategien anwendet.

Kryptowährung: Ein digitaler Vermögenswert, der auf einer Blockchain gespeichert wird und oft weder von einer zentralisierten Autorität ausgegeben noch kontrolliert wird.

Mining: Bei Proof-of-Work basierten Blockchains beschreibt Mining den Prozess, gültige neue Blöcke zur Speicherung von Transaktionen zu erzeugen. Um einen neuen Block mit dem bisher Letzten zu verketteten, muss ein komplexes mathematisches Rätsel gelöst werden, das Rechenleistung erfordert.

Mischinvestitionen: Bestimmt das Investieren in mehr als eine Anlageklasse und erzeugt so eine Gruppe oder ein Portfolio von Anlagen mit variierenden Gewichtungen und Anlageklassen. Dadurch steigt die Diversifizierung des Gesamtportfolios, während das Risiko (Volatilität) abnimmt.

Risk-on/ risk-off: Beschreibt ein Investment-Verhalten, das nur auf einer veränderten Risiko-Wahrnehmung basiert.

Sharpe Ratio: Setzt die Überschuss-Rendite (die Rendite, die den risikofreien Zinssatz übersteigt) ins Verhältnis zum Anlagerisiko, gemessen durch seine Standard-Abweichung.

Smart Contract: Ein Smart Contract ist eine digitale Übereinkunft, die auf einer Blockchain gespeichert wird. Smart Contracts etablieren die Bedingungen der Übereinkunft ebenso wie traditionelle Verträge, aber die Bedingungen werden in Computercode geschrieben. Daher wird die Übereinkunft automatisch ausgeführt, sobald die Bedingungen erfüllt sind.

Stablecoin: Ein Stablecoin ist ein digitaler Token, der an einen Vermögenswert wie z.B. Fiat-Währung oder Gold gekoppelt wird.

Tokenisierung: Der Prozess, in dem Vermögenswerte, Rechte und Pflichten in einen digitalen, auf einer Blockchain handelbaren Token umgewandelt werden.

Tracking error: Eine normalerweise unbeabsichtigte Abweichung zwischen z.B. einem Indexfonds und einem Portfolio.

U.S. Federal Reserve (Fed): Die Zentralbank der Vereinigten Staaten, oft als „Fed“ bezeichnet.

Volatilität: Der Grad der Abweichung einer Zeitreihe von Handelspreisen. Die Volatilität kann zur Messung des Anlagerisikos genutzt werden.

Wallet: Ein (Krypto-) Wallet ist eine Hardware oder Software, um Blockchain Adressen sowie public und private Keys zu verwahren.

Wichtige Hinweise

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemittlung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, [simuliert oder tatsächlich realisiert], sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlage-strategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. So darf dieses Dokument weder innerhalb der USA, noch an oder für Rechnung von US-Personen oder in den USA ansässigen Personen direkt oder indirekt vertrieben werden.

Per 02.01.2024 verwaltet Chris Rhine von Galaxy einen Fonds, der in Bitcoin und Ether investiert ist.

DWS Investment GmbH 2023

Herausgeber: DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

Stand: 02.01.2024; 098679-1 (01/2024)

