

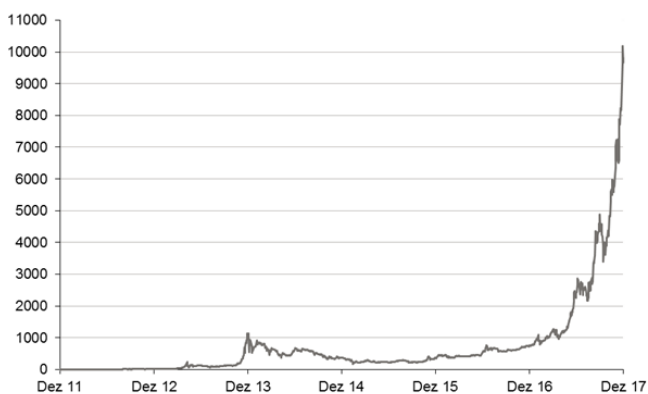


BITCOIN-BOOM OHNE ENDE?

von Dr. Jörn Quitzau

Am Dienstag dieser Woche knackte der Bitcoin-Preis die magische Marke von 10.000 US-Dollar. Damit hatte sich der Preis für einen Bitcoin seit Jahresbeginn verzehnfacht. Nur einen Tag später sprang der Preis zeitweilig über 11.400 US-Dollar. Der Wertzuwachs der letzten Wochen ist schwindelerregend, auch wenn der Wert nach einem Rücksetzer am Donnerstag auf etwas über 9.000 US-Dollar gefallen war und aktuell wieder Kurs auf die 11.000 nimmt.

Abb. 1: Wechselkurs Bitcoin/US-Dollar



In US-Dollar. Quelle: Bloomberg.

Wir haben uns in den vergangenen Jahren intensiv mit den Grundlagen von Bitcoin und anderen Kryptowährungen beschäftigt.¹ In unserem Urteil ist die zugrundeliegende Blockchain-Technologie vielversprechend. Kryptowährungen können langfristig durchaus eine gewisse Rolle im Finanzsystem übernehmen. Allerdings halten wir die Argumente, die immer wieder zur Rechtfertigung des Hypes um das digitale Geld angeführt werden, für nicht stichhaltig genug, um die Kursexplosion zu erklären. Vielmehr dürften spekulativ orientierte Anleger verantwortlich sein. Hier kommt erneut ein kurzer Überblick über einige gängige Argumente für den Preisanstieg.

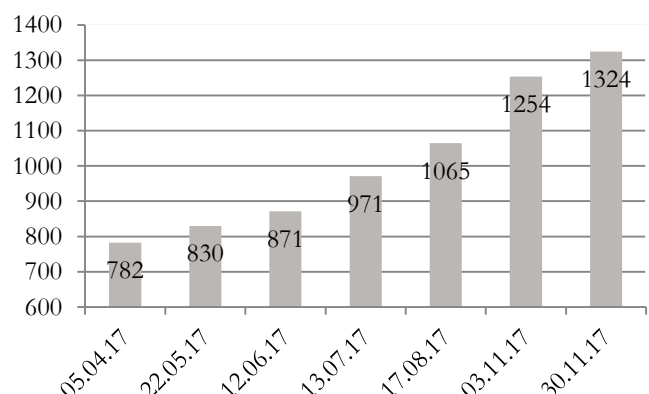
1. Bitcoin ist einzigartig

Bitcoin wurden in die Welt gesetzt, als während der globalen Finanzkrise das Vertrauen in die Geldpolitik und in die

Papiergeldwährungen erschüttert wurde. Dass die größten Notenbanken der Welt „Geldschöpfung aus dem Nichts“ praktizierten, führte bei vielen Beobachtern zur Sorge, das Finanzsystem könne kollabieren oder zumindest könne eine große Inflation folgen. Zwar sind diese Worst-Case-Szenarien bis heute nicht eingetreten, aber ein Programmierer bzw. eine Programmierer-Gruppe sah damals die Zeit für eine alternative Währung gekommen – eine Währung, die nicht vermehrbar ist. Deshalb wurde der Bitcoin so programmiert, dass die Bitcoin-Menge sukzessiv wächst, aber bei Erreichen von 21 Millionen Bitcoin-Einheiten eine Obergrenze erreicht wird. Diese festgelegte Knappheit kann vordergründig betrachtet tatsächlich Kursphantasie auslösen.

Mit der fest programmierten Knappheit ist es allerdings nicht weit her. Denn auch wenn die Bitcoin-Obergrenze von 21 Millionen Einheiten unverrückbar sein sollte, gibt es keinerlei Garantie dafür, dass nicht ähnliche oder sogar „baugleiche“ Kryptowährungen „aus dem Nichts“ geschaffen werden und damit das ursprüngliche Ziel der Unvermehrbarkeit unterlaufen wird. Tatsächlich schießen neue Kryptowährungen wie Pilze aus dem Boden (s. Abbildung 2). Derzeit gibt es 1.324 Kryptowährungen – mit stark steigender Tendenz –, von denen Bitcoin der Marktführer ist.

Abb. 2: Anzahl der Kryptowährungen



Quelle: Coinmarketcap.com.

¹ Vgl. zum Beispiel Berenberg/HWWI (2017), Die Zukunft des Geldes – Das Geld der Zukunft, in: Strategie 2030.

Dieser rasante Zuwachs ist möglich, weil Kryptowährungen nicht von Staaten oder Zentralbanken herausgegeben, sondern im Regelfall von Privatleuten mit entsprechenden Programmierkenntnissen geschaffen werden. Es gibt also kaum Markteintrittsbarrieren. Hinzu kommt, dass es in diesem Jahr mit „Bitcoin Cash“ eine Abspaltung vom Bitcoin gegeben hat. Dies mutet etwas merkwürdig an, denn Bitcoin hatte doch ursprünglich mit dem Nimbus der Unveränderbarkeit auf sich aufmerksam gemacht und dies als Abgrenzungsmarkmal gegenüber Papiergeldwährungen geltend gemacht.

Inzwischen ist also klar: Digitale Währungen sind weitaus anfälliger für Geldschöpfung „aus dem Nichts“ als die etablierten Papiergeldwährungen. Das häufig vorgetragene Argument, Bitcoin sei so etwas wie ein seltener Rohstoff und deshalb geeignet, als eigene Asset-Klasse eingestuft zu werden, klingt deshalb sehr seltsam. Der Preisboom ist aus dieser Perspektive jedenfalls mit Vorsicht zu betrachten.

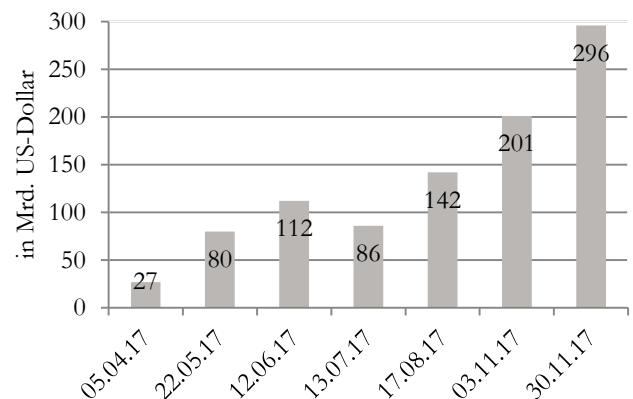
2. Bitcoin: Standard unter den virtuellen Währungen

Die Preis-Rallye ließe sich damit rechtfertigen, dass Bitcoin eine weite Verbreitung und Akzeptanz findet und sich dadurch als der Standard unter den digitalen Währungen etabliert. Die in der Digitalökonomie weit verbreitete „The winner takes it all-Logik“ könnte erklären, dass der Kurs des Marktführers quasi durch die Decke geht. Zwei Argumente sprechen allerdings gegen diese mögliche Erklärung: 1. Bitcoin ist derzeit zwar die mit Abstand bekannteste virtuelle Währung, als Zahlungsmittel spielt sie aber noch keinerlei Rolle. Obwohl Bitcoin noch nicht für Einkäufe, aber schon für Finanztransaktionen genutzt werden, ist bei weitem keine Alleinstellung zu erkennen. 2. Existierte eine solche Alleinstellung, könnte dies erklären, dass der Bitcoin-Preis in die Höhe schießt. Dann aber müssten die Preise aller anderen Kryptowährungen stagnieren oder gar sinken. Tatsächlich boomt aber der gesamte Markt. Im April 2017 lag die Marktkapitalisierung aller virtuellen Währungen (incl. Bitcoin), bei gerade mal 27 Milliarden US-Dollar. Seitdem ist die Marktkapitalisierung auf 296 Mrd. US-Dollar gestiegen (Stand: 30.11.2017). Rechnet man Bitcoin heraus, liegt die Marktkapitalisierung aller anderen Währungen bei rund 130 Mrd. Das ist eine Vervielfachung seit April 2017 (s. Abbildung 3).

Preissprünge beim Bitcoin werden immer mal wieder darauf zurückgeführt, dass große Online-Händler wie Amazon beabsichtigen, Bitcoin als Zahlungsmittel zu akzeptie-

ren. Sollte die Akzeptanz als Zahlungsmittel auf diese Weise deutlich steigen, wäre dies eine gute Nachricht. Solange der Bitcoin-Kurs aber so schwankungsanfällig bleibt, würde die Akzeptanz nur auf dem Papier stehen. Diejenigen, die Bitcoin besitzen, werden mit dieser Währung keine Einkäufe tätigen, wenn der Bitcoin-Kurs rasant in die Höhe schießt und sich die Kaufkraft dadurch ebenfalls rasant erhöht. Wenn in der ökonomischen Theorie, dass Deflation zu Kaufzurückhaltung führt, auch nur ein Fünkchen Wahrheit steckt, dann werden Bitcoin und andere Kryptowährungen in Phasen steigender Kurse für alles genutzt, aber sicher nicht für Einkäufe.² Andersherum werden in Zeiten kräftig fallender Kurse die Händler nochmal überdenken, ob sie Bitcoin wirklich als Zahlungsmittel akzeptieren, weil ihre Verkaufserlöse sonst schon im Tagesverlauf zusammenschmelzen könnten.

Abb. 3: Marktkapitalisierung der Kryptowährungen



Quelle: Coinmarketcap.com.

3. Anonymität

Die weitgehende Anonymität bei Bitcoin-Transaktionen macht einen Teil der Attraktivität aus. Ob legal oder illegal – wer gegenüber wem auch immer nicht transparent sein möchte, findet in Kryptowährungen momentan das geeignete Vehikel. So wurde der Bitcoin-Preisboom zu Jahresbeginn häufig damit erklärt, dass Chinesen mithilfe der virtuellen Währung die chinesischen Kapitalverkehrskontrollen umgehen. Auch Freunde des Bargeldes könnten

² Als die Inflationsrate in der Eurozone vor rund drei Jahren knapp in den negativen Bereich rutschte, sah sich die EZB veranlasst, ihre Geldpolitik zu lockern, u.a. damit die Verbraucher wegen sinkender Preise ihre Einkäufe nicht aufschieben. Die EZB hatte also Sorge, die Verbraucher könnten Einkäufe aufschieben, weil die Preise auf Jahressicht um 0,5 % sinken könnten. In Bitcoin gerechnet sind die Preise seit Jahresbeginn um rund 90 % (!) gesunken.

sich mit Bitcoin eindecken, für den Fall, dass eines Tages das Bargeld abgeschafft wird. Allerdings: Da eine Bargeldabschaffung nirgends unmittelbar bevorsteht, gibt es keinen Grund für Hektik und Aktionismus. Als grundsätzliches Argument ist die Anonymität also durchaus stichhaltig, die jüngsten Kurssprünge können damit jedoch kaum erklärt werden.

Offene Fragen und Ausblick

Es gibt immer wieder Gründe, die einen weiteren Anstieg der Bitcoin-Kurse und einen weiteren Boom am Markt für Kryptowährungen auslösen können. Dazu gehört eine bessere technische Performance, die zu einer höheren Geschwindigkeit bei Transaktionen führen würde. Insbesondere dürfte die Kursphantasie aber durch neue Finanzprodukte und einfachere Investitionsmöglichkeiten getrieben werden. Denn noch sind Kryptowährungen ein Nischensegment im Anlagemarkt.

Insofern ist bisher die überzeugendste Erklärung für den Preisboom des Jahres 2017 die Spekulation auf weiter steigende Notierungen. Auch hier gilt die alte Börsenweisheit: Die Hausse nährt die Hausse. Es verdichten sich die Anzeichen für eine massive spekulative Übertreibung. Sowohl das „Flächen-Bombardement“ mit für Bitcoin-Investments werbenden Emails als auch die Bitcoin-Suchanfragen bei Google sollten zur Vorsicht mahnen. Und dennoch kann niemand seriös prognostizieren, ob sich die Kurse im kommenden Jahr erneut vervielfachen oder ob das Ende der Euphorie nahe ist. So lange mehr Anleger in den Markt drängen als andere aussteigen möchten, steigen die Preise weiter. Doch die Euphorie kann ebenso abrupt enden und zu schmerzlichen Verlusten führen.

Je mehr Aufmerksamkeit der Markt auf sich zieht, umso wahrscheinlicher werden regulatorische Eingriffe. So haben sich in den vergangenen Tagen gleich mehrere offizielle Institutionen zu Wort gemeldet. Die amerikanische Notenbank und die Deutsche Bundesbank haben vor den langfristigen Gefahren digitaler Währungen gewarnt. Die deutsche Finanzaufsicht Bafin warnt vor möglichen Totalverlusten bei Investments in Kryptowährungen. Aber auch andere Experten sind skeptisch: Wirtschaftsnobelpreisträger Joseph Stiglitz fordert ein Verbot von Bitcoin. Auch Nobelpreisträger Robert Shiller, Experte für Übertreibungen an den Finanzmärkten, traut dem Bitcoin-Hype nicht.

Da die Kryptowährungen nicht an nationale Grenzen gebunden sind und da sie dezentral organisiert sind, ist eine effiziente Regulierung keineswegs trivial. So könnte beispielsweise ein Verbot von Bitcoin kaum global durchgesetzt werden und die Einhaltung schwer überwacht werden. Allerdings dürfte ein Verbot auf große Teile der potentiell Interessierten so abschreckend wirken, dass die Kursphantasie nennenswert ausgepreist werden dürfte. Nachdem China und Südkorea im September dieses Jahres die „Initial Coin Offerings“, bei denen sich Unternehmen Kapital durch die Ausgabe von Kryptowährungen verschaffen, verboten hatten, kam der gesamte Markt schwer unter Druck. Rückblickend war es allerdings nur eine kurze Episode, denn die Kurse schossen nach der Korrektur wieder unbeeindruckt in die Höhe.

Unabhängig von der weiteren Preisentwicklung dürften Kryptowährungen ihren Platz im Finanzsystem finden. Auch mehrere Notenbanken erforschen die Möglichkeiten und Risiken der Kryptowährungen. Allerdings erwarten wir auf absehbare Zeit keine Geld-Revolution. Es gibt nahezu unüberwindbare Hürden, um die etablierten Währungen ernsthaft in Bedrängnis zu bringen.³

³ Vgl. dazu erneut Berenberg/HWWI (2017), Die Zukunft des Geldes – Das Geld der Zukunft sowie Berenberg (2017), Bursting the blockchain bubble, Berenberg Thematics.



IMPRESSUM

Makro-Team Hamburg

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

Wolf-Fabian Hungerland
+49 40 350 60-8165 | wolf-fabian.hungerland@berenberg.de

Cornelia Koller
+49 40 350 60-198 | cornelia.koller@berenberg.de

Dr. Jörn Quitzau
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

Berenberg Makro erscheint
zu folgenden Themen:

Konjunktur
Geldpolitik
Währungen
Osteuropa
► Trends

www.berenberg.de/publikationen