

„Don't ignore us!“ - warum Cryptos ins Portfolio gehören

Wie unser Teaser zur Artikelserie „Crypto Unchained - Jetzt geht's los!“ bereits aufzeigt, standen institutionelle Investoren überwiegend als Beobachter des Treibens an den Märkten für Digitale Assets lange Zeit an der Seitenlinie. Auch die temporäre Hochphase von Cryptos zum Jahreswechsel 2017/2018 war im Wesentlichen durch Privatinvestoren getrieben.

Doch dieses Mal ist es anders, Cryptos lassen sich nicht mehr ignorieren. Cryptos stehen - flankiert von Analysen, Podcasts, Konferenzen und regulatorischer Neuerungen - verstärkt im Fokus großer, institutioneller Investoren. Und das Interesse an der neuen Assetklasse wächst bei institutionellen Kapitalanleger „alter Schule“ stetig weiter. Dabei stellen sich etliche zentrale Fragen, wie bspw. „handelt es sich bei Digitalen Assets überhaupt um eine Assetklasse?“ oder „ergibt es Sinn, bei herkömmlichen Wertpapierportfolios Cryptos beizumischen?“ Wir wollen in diesem Artikel strukturiert versuchen, Antworten zu geben.

«We've now hit a critical mass of institutional engagement [in crypto]. Everyone from the major banks to PayPal and Square is getting more involved, which is a loud and clear signal that crypto is now an official asset class.»

- Michael Novogratz, CEO von Galaxy Investment Partners im Mai 2021 (Quelle: GS Top of Mind)

«Bitcoin and other cryptocurrencies aren't assets. Assets have some cash flow or utility that can be used to determine their fundamental value. Bitcoin and other cryptocurrencies have no income or utility.»

- Nouriel Roubini, Ökonomieprofessor an der New York University im Mai 2021 (Quelle: GS Top of Mind)

To be or not to be (an asset class)...

Beginnen wir also mit der Frage, ob es sich bei Cryptos um eine Assetklasse handelt. Bereits eine kurze Internetrecherche zu dieser Fragestellung zeigt eines auf: **Es herrscht Ambivalenz.** Spricht man mit prominenten Vertretern aus dem Bereich der Kryptoinvestoren, so scheint die Antwort klar und selbsterklärend: Cryptos begründen eine eigene Assetklasse. Hört man hierzu hingegen Ökonomen eher älterer Schule an, so wird die Fragestellung - häufig unter Zuhilfenahme von Lehrbuchdefinitionen - verneint. Wir wollen uns dieser Fragestellung mit einigen Zahlen nähern, die ein Gefühl über die Dimensionen dieses Marktes vermitteln. Die nachfolgende Grafik zeigt die eindrucksvolle Entwicklung der Marktkapitalisierung des aktuell mehr als 7000 Tokens umfassenden Crypto-Marktes.

Abb.1: Gesamtkapitalisierung & Handelsvolumen des Crypto-Marktes im Zeitablauf



Stand: 17.11.2021 | Quelle: Tradingview

Nun ist die bemerkenswerte **Größe des Marktes von aktuell ca. 2,5 Billionen USD** sicherlich nicht Maß alleine für die Beantwortung der Frage, ob es sich um eine Assetklasse handelt. Zumal alleine Bitcoin und Ethereum über 60% der gesamten Marktkapitalisierung auf sich vereinen. Abseits dieser beiden Schwergewichte, wird es dann aber schnell tief einstellig, was den prozentualen Marktanteil von anderen Token angeht, wodurch dem Markt eine **hohe Granularität** attestiert werden kann. Das **Handelsvolumen mit aktuell ca. 145 Mrd. USD pro Tag** lässt zudem auf eine gute Fungibilität und rege Handelsaktivität im Markt schließen. Auch die regulatorische bzw. aufsichtsrechtliche Seite sollte nicht außer Acht gelassen werden. Zwar erfolgt eine Einordnung von Digitalen Assets in den aktuellen regulatorischen Rahmen im nächsten Artikel, doch ein wesentlicher Punkt sei vorweggenommen: **Cryptos finden mittlerweile konkrete aufsichtsrechtliche Beachtung** und werden bspw. im Kreditwesengesetz (KWG) der Gruppe der Finanzinstrumente zugeordnet (siehe § 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 10 KWG). Somit lässt sich auch aus dieser Warte das Verständnis von Cryptos als Assetklasse vertreten.

Did you know?

Die insgesamt rund 200.000 Tonnen Gold die im Laufe der Menschheitsgeschichte gefördert wurden, haben aktuell einen Wert von ca. 12 Billionen USD. Das vergleicht sich mit dem Crypto-Marktvolumen von aktuelle ca. 2,5 Billionen USD.

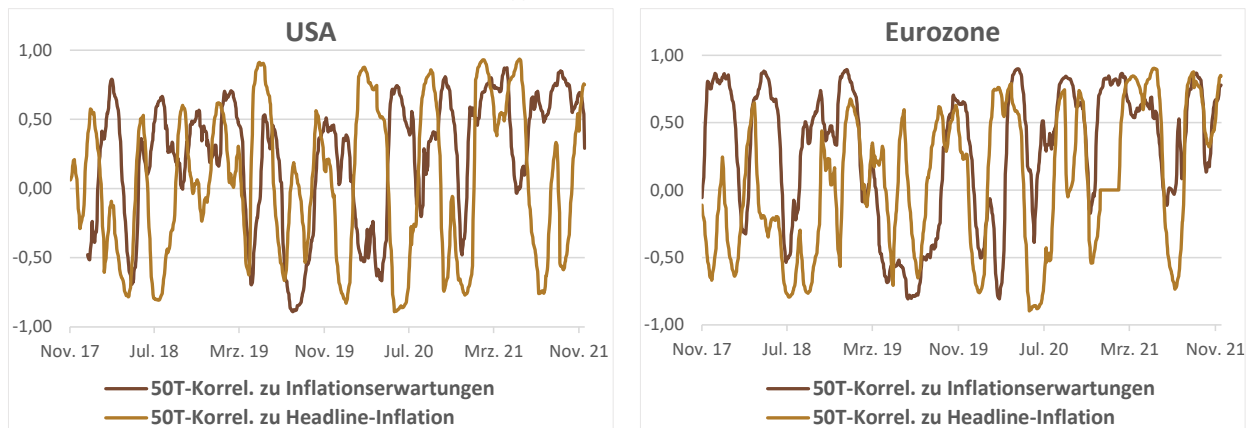
Cryptos beimischen – wozu?

Versteht man Cryptos also als eigene Assetklasse (und das tun wir hier fortfolgend), stellen sich unmittelbar praktische Fragen, bspw. nach den Funktionen Digitaler Assets für Investoren oder ob eine Berücksichtigung von Cryptos im Rahmen von herkömmlichen Multi-Asset-Portfolios Sinn ergibt. Neben einem simplen **Spekulationsgedanken** könnte man Cryptos als Assetklasse folgende drei Funktionen zusprechen: **Werterhaltung, Absicherung, Performanceverbesserung.**

Dem ein oder anderen wird sicherlich schon einmal die Begrifflichkeit „Digitales Gold“ als Bezeichnung für Bitcoin untergekommen sein. Hierbei wird auf die teilweise zu Gold ähnlichen Eigenschaften von Bitcoin bzw. vieler Digitaler Assets im Allgemeinen abgestellt. Hierbei gibt es jedoch viele Besonderheiten zu beachten. Daher wäre eine mögliche **Werterhaltungsfunktion** von Cryptos - insbesondere vergleichend zu Gold als „sicherem Hafen“ - in einem separaten Artikel genauer zu beleuchten.

Eng verbunden mit einer möglichen Werterhaltungsfunktion ist die zur Debatte stehende **Absicherungsfunktion** von Cryptos, insbesondere gegen Inflation. Befeuert wird die Vermutung des Inflationsschutzes insbesondere durch die deflationäre Konstruktion vieler Token. So ist bspw. die maximale Anzahl jemals verfügbarer Bitcoins auf 21 Millionen Stück begrenzt. Andere Token sind wiederum mit einem „Verbrennungs-Algorithmus“ ausgestattet, anhand dessen unter bestimmten Voraussetzungen oder nach gewissen zeitlichen Abständen Tokens vernichtet werden.

Angesichts der aktuellen Entwicklungen am Crypto-Markt könnte man leichtfertig sagen „stimmt, Cryptos schützen vor Inflation“, denn die teils rekordhohen aktuellen Inflationszahlen gehen mit erheblichen Kursanstiegen bei vielen Token einher. Diese Betrachtung greift allerdings etwas zu kurz. Betrachtet man bspw. einen längeren Zeitraum, so zeigt sich **weder zu Inflationserwartungen noch zu de facto eingetretener Inflation eine signifikante Korrelation.**

Abb.2: Rollierende Korrelationen zwischen Crypto und Inflationkennzahlen

„Crypto“ = BBG Crypto Index | „Inflationserwartungen“ = 5Y5Y-Inflationswaps | Quelle: Tresides

Aber auch dieser relativ kurze Zeitraum ist natürlich nicht wirklich repräsentativ für eine Assetklasse. Wie bereits erwähnt: mit der zunehmenden Reife dieser Assetklasse werden sich auch in Bezug auf die beschriebenen Korrelationen validere Aussagen tätigen lassen. Apropos Korrelationen, dieses Stichwort bringt uns direkt und ohne Umwege zur dritten und aus unserer Sicht interessantesten Funktion, die sich Cryptos zusprechen lässt: **Performanceverbesserung eines Multi-Asset-Portfolio**.

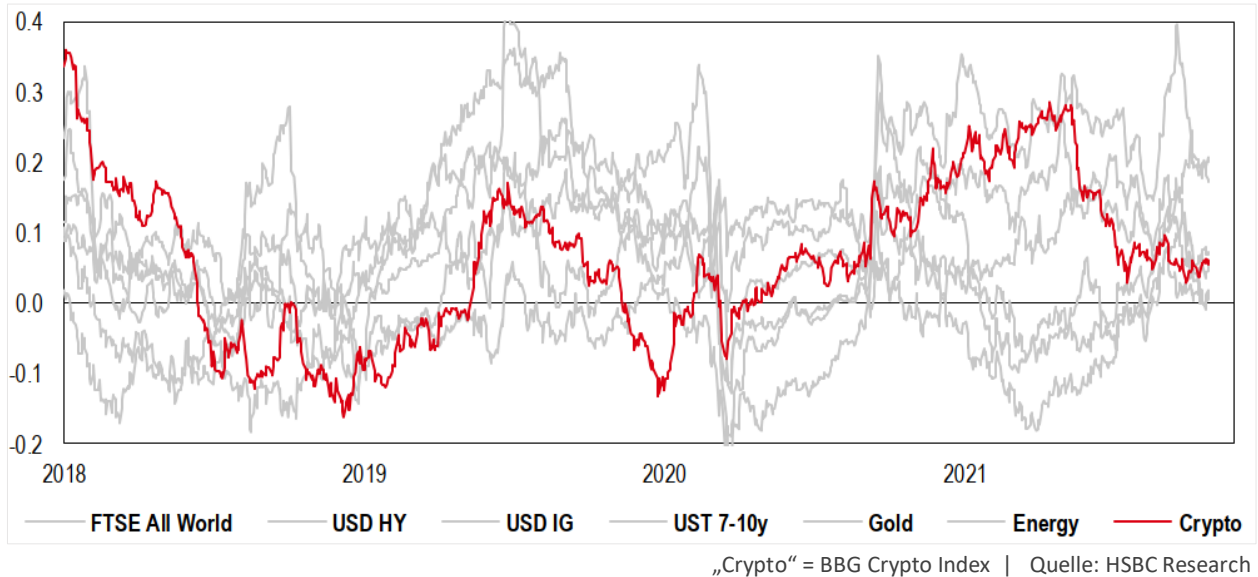
Mehr Performance = mehr besser...oder?

Hier gilt es zunächst inne zu halten und sich kurz über den Begriff „Performanceverbesserung“ klar zu werden. Gemeint ist damit keineswegs die eindimensionale Steigerung der Wertentwicklung eines Portfolios, ungeachtet dessen Volatilität. Vielmehr beinhaltet dieser Begriff die **Verbesserung der Portfolioeigenschaften im Sinne einer Erhöhung der risikoadjustierten Performance**. Um sich der Fachtermini aus der Markowitz'schen Portfoliotheorie zu bedienen, geht es also um eine potentielle Aufwärtsverschiebung der Effizienzkurve. Regionen übergreifend wurde in den letzten Jahren sowohl in der Wissenschaft als auch seitens der institutionellen Investorenschaft ein derartiger Effekt auf Multi-Asset-Portfolios untersucht und diskutiert.¹ Eine wichtige Beobachtung im zeitlichen Verlauf dieser Diskussion ist die Veränderung der Risikoeigenschaften von Cryptos. Betrachtet man bspw. die ersten Multi-Asset-Studien aus den Jahren 2017 oder 2018 stellt man fest, dass damals offenbar nur wenig für eine Beimischung von Cryptos zur Verbesserung des Rendite-Risiko-Profiles eines Multi-Asset-Portfolios sprach. Vor dem Hintergrund der einst erratischen Kursbewegungen, erscheinen diese Studienergebnisse - zumindest aus Risikogesichtspunkten - nicht weiter verwunderlich.

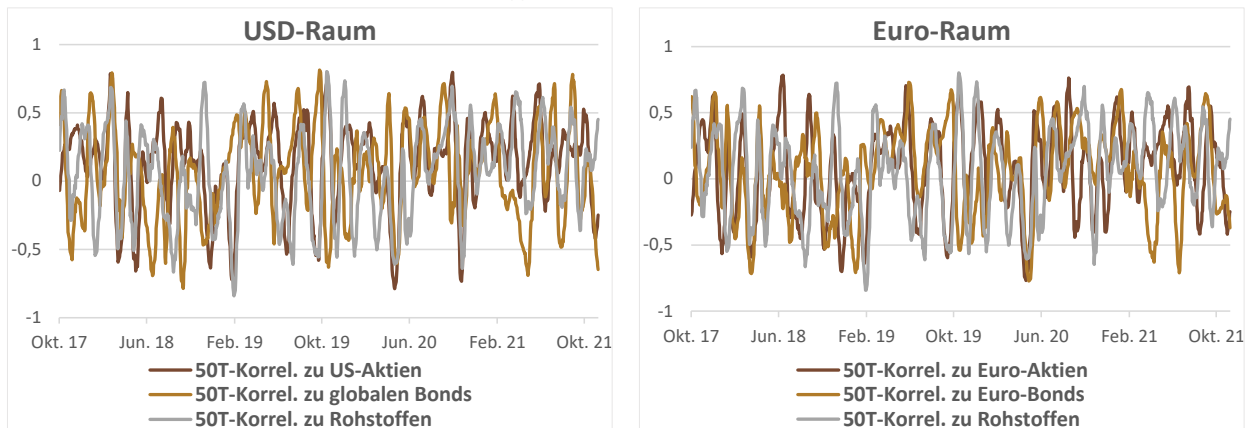
Zwar handelt es sich bei Cryptos weiterhin um eine Assetklasse mit hoher Schwankungsanfälligkeit, jedoch ist mit zunehmender Reife der Assetklasse auch ein Rückgang des allgemeinen Volatilitätsniveaus zu beobachten. Nicht zuletzt deshalb scheint die **Beimischung von Cryptos zunehmend interessanter**.² So kommen Analysten der internationalen Großbank HSBC in einer kürzlich veröffentlichten Studie zum Ergebnis, dass sich die risikoadjustierte Wertentwicklung von Cryptos (hier stellvertretend in Form des Bloomberg Crypto Index) in den vergangenen drei Jahren nicht wesentlich von der herkömmlicher Assetklassen unterschieden hat – und das bei durchaus positiven Korrelationseigenschaften, wie der nachfolgenden Graph aus Sicht eines USD-Investors aufzeigt.

¹ Stellvertretend für viele Studien sei exemplarisch auf "Cryptocurrency: A new investment opportunity?" (Lee, Guo, Wang; 2018) oder „Evaluation of Multi-Asset Investment Strategies with Digital Assets“ (Petukhina, Sprünken; 2020) verwiesen.

² Weiterführend sei hier auch auf die Studie "The diversification benefits of cryptocurrencies in multi-asset portfolios: cross-country evidence" (Colombo, Cruz, Paese, Cortes; 2021) verwiesen, welche interessante Aspekte für Crypto-Portfolioeigenschaften vor sowie nach der Covid-Pandemie beleuchtet und ebenfalls zu positiven Ergebnissen kommt.

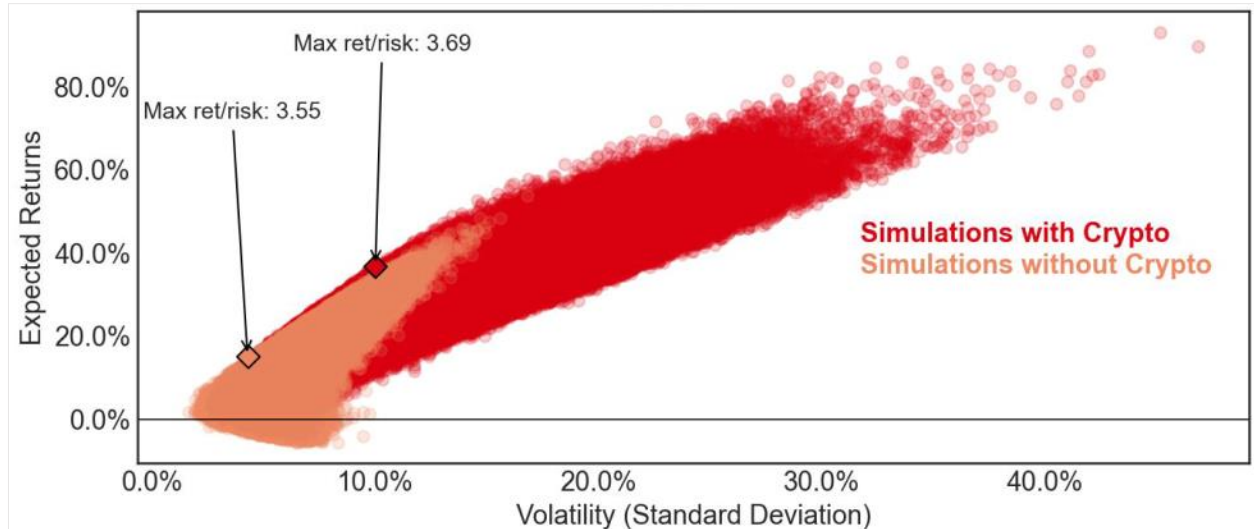
Abb.3: Risikoadjustierte Performances von Crypto im Vergleich zu anderen Assetklassen

Zur Vollständigkeit für die Betrachtung von Cryptos als Beimischung gehört neben Rendite und Risiko auch die **Korrelation zu anderen Assetklassen**. Schließlich geht es ja nicht um das Ersetzen einer bewährten Assetklasse durch Cryptos, sondern vielmehr darum, ob eine zusätzliche Beimischung sinnvoll ist. Auf die Korrelationsfrage geht auch das US-Haus JP Morgan in einer Studie aus dem Januar dieses Jahrs konkreter ein und kommt in Bezug auf die Korrelation von Bitcoin zu diversen anderen Assetklassen zu dem Ergebnis, dass sich keine stetig signifikante Korrelation ausmachen lässt. Ein entsprechendes Ergebnis - bezogen auf den Bloomberg Crypto Index - wird auch aus den nachfolgenden Grafiken ersichtlich:

Abb.4: ROLLIERENDE KORRELATIONEN ZWISCHEN CRYPTO UND ANDEREN ASSETKLASSEN

Euro-Raum-Betrachtung erfolgt unter Bereinigung von FX-Effekten | „Crypto“ = BBG Crypto Index | Quelle: Tresides

Ein positiver Korrelationseffekt auf Multi-Asset-Portfolios lässt sich ableitend hieraus also vermuten. Doch wie in vielen Teilbereichen des Lebens greift auch hier das Sprichwort „alles ist gut, aber in Maßen“. **Wieviel ist also das „richtige Maß“**, sprich die richtige Quote zur Beimischung in ein Multi-Asset-Portfolio? In der oben bereits erwähnten Studie kommen die Analysten von HSBC zum Ergebnis, dass eine kleine Beimischung von Cryptos von bis zu 5% einem Multi-Asset-Portfolio zu einer Verbesserung der Risiko-Rendite-Eigenschaften verhilft. Visualisiert unter Zuhilfenahme der oben bereits erwähnten Effizienzkurve sehen die Studienergebnisse wie folgt aus:

Abb.5: Ergebnisse einer Multi-Asset-Portfoliosimulation mit und ohne Crypto-Beimischung

„Crypto“ = BBG Crypto Index | Quelle: HSBC Research

Konkret wurden im Rahmen dieser Studie auf Basis realer Renditeverteilungen aus dem Jahr 2021 Simulationen aus Sicht eines USD-Investors angestellt. Dabei wurde ein Multi-Asset-Portfolio, bestehend aus dem S&P 500 Aktienindex, verschiedenen US-Staatsanleihen, USD-Unternehmensanleihen sowie Gold zugrunde gelegt. Anschließend erfolgten Rendite-Risiko-Simulationen einerseits mit und andererseits ohne Beimischung einer Crypto-Quote von knapp 5% (was sich wiederum in einer vorangegangenen Analyse als „optimale“ Gewichtung erwiesen hatte). Die Beimischung führt in der Simulation zu einer Verschiebung der Effizienzkurve nach oben und damit zu einer **Verbesserung der Rendite-Risiko-Eigenschaften des Modellportfolios**.

Eine Analyse von JP Morgan weist für ein Modellportfolio, bestehend aus Bitcoin, Gold, internationalen Anleihen und Aktien über einen Zeitraum von fünf Jahren ein vergleichbares Ergebnis auf. Natürlich erfolgen derartige Studien in der Retrospektive und unter „Laborbedingungen“, wie teilweise der Annahme normalverteilter Renditen oder einem Nichtvorhandensein von Transaktionskosten und sind daher mit entsprechender Vorsicht zu genießen. Dennoch lässt sich auf Basis aktuellster Studien der oben genannte Performanceverbesserungseffekt für Multi-Asset-Portfolio bestätigen.

Die Tresides Crypto-Strategie

Wir haben in diesem Artikel bisher also Folgendes gelernt: Der Markt der Cryptoassets weist Eigenschaften einer noch jungen Assetklasse auf und ist definitiv zu groß um ihn zu ignorieren. Diese neue Assetklasse ist in vielen Bereichen hochliquide und investierbar. Des Weiteren trägt eine Beimischung dieser Assetklasse zu klassischen Wertanlagen zu einer Verbesserung der Portfoliokennzahlen bei.

Eine wichtige Frage drängt sich unmittelbar auf diese Aussagen hin auf: Wie sähe ein Investment in Cryptos zur Beimischung konkret aus? Sicherlich ließen sich da etliche passive Index-Strategien anführen, die im Buy-and-hold-Ansatz bspw. auch die Basis obiger Studien bildeten. Auch die simple Single-Coin-Beimischung in Form eines mittelbaren Bitcoin- und Ethereum-Investments wäre natürlich denkbar. **Doch wir gehen einen Schritt weiter.** Wir sind der Überzeugung, dass sich im Crypto-Markt durch eine **Kombination aus tiefgreifender Fundamentalanalyse und Unterstützung künstlicher Intelligenz** durch einen aktiven Managementansatz ein Mehrwert für unsere Kunden generieren lässt. Wir vereinen in unserer Tresides Crypto-Strategie die langjährige persönliche Crypto-Trading-Erfahrung unseres Teams mit einem quantitativen Modell, welches uns auf Basis von markttechnischen Indikatoren sowie automatisierter Sentimentanalysen von Google-Trends- und Twitter-Daten Impulse für unsere

Investments liefert. Das Thema der Einzeltoken-Analyse spielt dabei genauso eine wichtige Rolle, wie das in diesem Segment weiterhin unerlässliche Timing.

So, dann ist ja alles geklärt jetzt in Bezug auf die Sinnhaftigkeit und Möglichkeit der Investition in Cryptos - könnte man meinen. Aber da haben wir die Rechnung natürlich ohne die faszinierende Welt Juristerei gemacht. Unser Jurist Stefan Seeberger würde nämlich die Frage eines institutionellen Kunden, wie sich denn unsere Tresides Crypto-Strategie umsetzen ließe, mit einem konkreten und bestimmt formulierten „es kommt drauf an“ beantworten. Was genau damit gemeint ist und welche vielfältigen Möglichkeiten es für Sie bereits heute gibt, Ihr Investment in Cryptos mit uns umsetzen zu können, erläutern wir in unserem nächsten Artikel. Sollten Sie nicht bis nächste Woche warten wollen oder sonstige Fragen und Anregungen zum Thema Crypto im Allgemeinen oder zu unserer Tresides Crypto-Strategie im Konkreten haben, zögern Sie bitte nicht, uns zu kontaktieren. **Wir freuen uns auf den Dialog mit Ihnen.**

- Ihr Tresides Crypto-Team