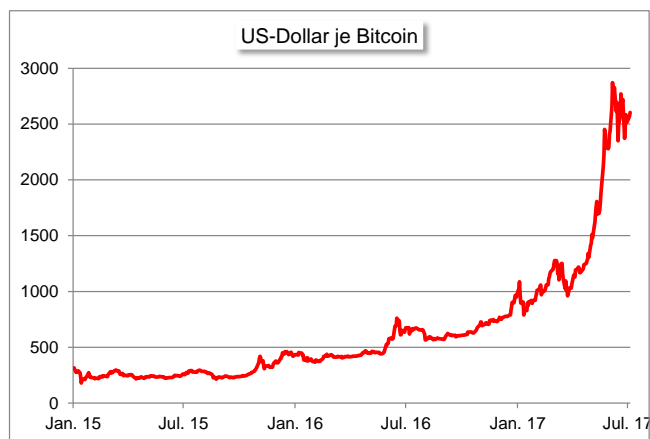


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Bitcoin: Kann eine Kryptowährung das heutige Währungssystem ersetzen?

Bitcoin – die wohl bekannteste Kryptowährung – markiert einen Höchststand nach dem nächsten. Vor einem Monat musste der bisherige Rekordwert von 2970 US-Dollar bezahlt werden, um eine Einheit Bitcoin zu erwerben. Seit Jahresbeginn erzielte die virtuelle Währung per heute einen Wertzuwachs von 74%. In den letzten 24 Monaten hat sich der Preis sogar um sagenhafte 750% erhöht.



Bei den 16,42 Millionen im Umlauf befindlichen Bitcoins ergibt sich daraus ein Gesamtwert von 42,76 Mrd. US-Dollar. Das entspricht in etwa dem Bruttoinlandsprodukt eines Jahres von Kroatien. Da auch andere Kryptowährungen, wie z.B. das zuletzt sehr populäre Ethereum, millardenschwere Werte erreichen, gibt es gute Gründe, sich mit diesem Thema näher zu befassen.

Tabelle: Die zehn größten Kryptowährungen

Kryptowährung	Kurs	Ausstehende Einheiten	Gesamtwert
Bitcoin	2.604,00	16.417.955	42.752
Ethereum	269,85	93.018.777	25.101
Ripple	0,25	34.920.190.690	8.730
Litecoin	50,48	51.864.220	2.618
Ethereum Classic	17,51	93.281.710	1.633
Dash	208,66	7.410.217	1.546
Nem	0,17	8.999.999.999	1.485
Monero	48,17	14.738.914	710
BitShares	0,23	2.547.499.142	573
Zcash	282,05	1.552.468	438

Insgesamt existieren inzwischen rund 800 Kryptowährungen. Hierunter versteht man digitale Währungen, die durch Kryptografie abgesichert sind, d.h. es werden verschlüsselte Codes zumeist dezentral und stets verteilt digital weggeschrieben. Diese dezentrale Verteilung auf viele verschiedene Server verschafft Sicherheit, weil eine Manipulation fast unmöglich ist. Viele, aber nicht alle Kryptowährungen basieren auf Blockchains, bei denen Datenblöcke an einen Datensatz nach festen Regeln angehängt werden. Bitcoin ist der bekannteste und älteste Blockchain.

Bei Bitcoin werden neue Blöcke über ein dezentrales Netzwerk geschaffen und nur dann an die Blockkette angehängt, wenn der neue Block verifiziert wurde. Die Verifizierung kostet Energie und Zeit und wird auch als „Mining“

bezeichnet. Im Gegenzug für diese Leistung erhalten „Miner“ neu geschöpfte Bitcoins. Der Schöpfungsgewinn fällt damit privaten Haushalten oder Unternehmen zu. Allerdings ist die Bitcoin-Geldmenge insgesamt begrenzt. Jedes Jahr kommt nur ein bestimmter Prozentsatz dazu, der sich immer weiter verringert, bis etwa im Jahr 2040 das Limit von rund 21 Millionen Bitcoin erreicht sein dürfte.

Die Kryptowährungen sind deshalb so attraktiv, weil sie gegenüber herkömmlichem Geld einige Vorteile bieten:

1. Sie können nicht beliebig vermehrt werden, bieten daher einen gewissen Schutz gegenüber Inflation.
2. Die Währungen sind unabhängig von Banken und staatlichen Eingriffen.
3. Da zwischen Sender und Empfänger der Kryptowährungen keine Daten ausgetauscht werden, bleibt die Anonymität von Transaktionen erhalten.

Die limitierte Geldmenge von Bitcoin wird von vielen Anlegern deshalb geschätzt, weil es die exorbitante Verschuldung von Staaten limitiert. In der wachsenden Staatsverschuldung sehen viele die Gefahr, dass eines Tages ein Schuldenabbau nur über Inflationierung gelingen kann. Die massiven Anleihekäufe der Zentralbanken wie der Federal Reserve oder der Europäischen Zentralbank werden als erstes Indiz in dieser Richtung interpretiert. Die Attraktivität der Kryptowährungen kann insofern als Misstrauen gegenüber der Zentralbankpolitik interpretiert werden.

Doch haben Kryptowährungen gegenüber dem vorherrschenden Geldsystem bedeutende Nachteile. Gerade die Limitierung der Geldmenge bringt die Gefahr von großen Preisschwankungen mit sich. Angenommen, Bitcoins wären die Weltwährung. Wächst in dieser Welt die Realwirtschaft sehr stark, so entsteht daraus eine erhöhte Nachfrage nach Geld. Dies führt dazu, dass der Wert von Bitcoins stark zunimmt. Die Preise für Güter und Dienstleistungen müssten gesenkt werden, damit sie noch gekauft werden. Es kommt also zu einer Deflation. Bleibt die Erwartung erhalten, dass der Wert des Bitcoins weiter steigt, können die Marktteilnehmer sogar ihren Konsum weiter aufschieben, was wiederum eine Deflationsspirale auslösen kann.

Die hohen Wertschwankungen des Bitcoin-Kurses behindern bereits aktuell die Akzeptanz als Zahlungsmittel. Denn wer bezahlt schon in Bitcoins, wenn er sich morgen einen höheren Kurs erhofft? Oder wer akzeptiert Bitcoins, wenn er damit rechnet, dass der Wert am nächsten Tag geringer sein wird. Entsprechend gering ist bisher der tatsächliche Umsatz in Bitcoins bei normalen Einkäufen. In den deutschen Großstädten gibt es bisher nur rund 100 Geschäfte oder Online-Anbieter, die Zahlungen in Bitcoins akzeptieren. Der tägliche Bedarf zum Leben lässt sich durch Bitcoins nicht ansatzweise decken.

Insgesamt ist die Wahrscheinlichkeit von Wertschwankungen in einem Bitcoin-Währungsregime deutlich erhöht. Trotz einer Limitierung des zur Verfügung stehenden Volumens an Geldeinheiten sind auch Spekulationsblasen

nicht ausgeschlossen. Denn selbst wenn es nicht zu hohen Inflationsraten über alle Güter und Dienstleistungen kommen kann, ist eine Verschiebung der Nachfrage zu bestimmten Gütern und damit der Preise nach wie vor möglich. Auch kann eine Spekulationsblase in der Währung selbst entstehen.

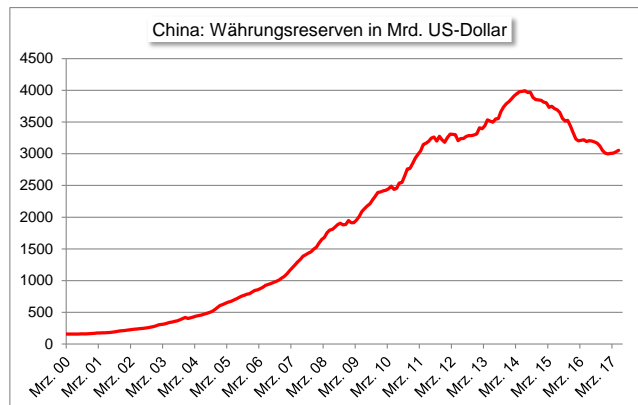
Der wesentlichste Nachteil eines Kryptowährungsregimes ist, dass keine Möglichkeit mehr besteht, stabilisierend einzugreifen. Zentralbanken können dagegen zumindest den Versuch unternehmen, ausgleichend auf wirtschaftliche Entwicklungen zu wirken. So wird in Rezessionen, die deflatorisch wirken, mehr Geld zur Verfügung gestellt, um die Preise stabil zu halten. In Boomphasen, in denen Geld reichlich vorhanden ist, sollen Zinserhöhungen die Kosten der Geldaufnahme verteuern und somit das Geldangebot verknappten. Insgesamt hat ein Bitcoin-Währungsregime viele Parallelen zum Goldstandard, der bis zum Jahr 1971 in den USA galt. Die feste Bindung des US-Dollar an die vorhandenen Goldreserven führte dazu, dass das Wachstum der Weltwirtschaft in gewisser Weise mit der geförderten Goldmenge verknüpft und somit eingeschränkt war. Erst die Aufgabe des Goldstandards ermöglichte eine deutliche Wachstumsbeschleunigung der Weltwirtschaft.

Die Anonymität wiederum kann auch ein Problem für die Kryptowährungen darstellen. Was für den einzelnen Privatbürger zunächst von Vorteil sein mag, kann für die Gemeinschaft und damit für den Staat als dessen Hüter nachteilig sein. Denn wenn Transaktionen und Besitztümer versteckt werden können, dann erschwert dies die Erhebung von Steuern und mithin die Zurverfügungstellung sozialer Leistungen durch den Staat. Aktuell ist das Transaktionsvolumen noch so gering, dass es für die gesamte Volkswirtschaft keine Relevanz hat. Sollte die auf Bitcoin lautende Parallelwelt jedoch größer werden, dann steigen die Anreize für den Staat, die Kryptowährung zu verbieten, um Steuerumgehung zu vermeiden.

Ein sehr konkretes Beispiel ist der Kapitalexpert aus China. Dieser ist durch Kapitalverkehrskontrollen aktuell stark eingeschränkt. Bitcoin und andere Kryptowährungen funktionieren dabei als Ersatzvehikel. So kauft ein Chinese im Inland Bitcoins, reist dann ins Ausland und hebt sie dort wieder ab, um dann mit den eingetauschten US-Dollar eine Immobilie z.B. in den USA zu erwerben. Zwar hat das Volumen der Transaktionen noch kein gefährliches Ausmaß angenommen, aber China kann dies auch kaum im großen Stil tolerieren. Haben doch erst rigide Kapitalverkehrskontrollen dazu geführt, dass sich das Volumen der Währungsreserven in den vergangenen Monaten wieder bei gut 3 Billionen US-Dollar stabilisieren konnte.

Zudem könnten Kryptowährungen aufgrund ihrer Anonymität auch besonders gut und leicht handhabbar für die Terrorismusfinanzierung genutzt werden. Dieser Aspekt birgt eine besonders große Gefahr, dass die virtuellen Währungen eines Tages verboten werden.

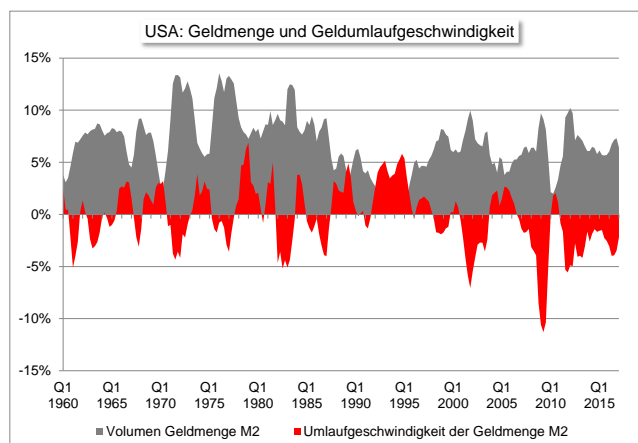
Schließlich gibt es gewisse Nachteile in der Wertaufbewahrung. Immer wieder ist es in der Vergangenheit zu Diebstählen von Kryptowährungen, auch bei Bitcoin, gekommen. Die sicherere Lagerung von Bitcoins über Offline-Wallets ist für viele zu kompliziert und unpraktisch.



Doch wenn Bitcoin oder eine andere Kryptowährung die Funktion des Zahlungsmittels nicht erfüllen werden, können sie vielleicht doch wegen ihrer Limitierung eine neue Art der Wertaufbewahrung als Alternative zu Gold darstellen. Doch auch hier gilt es wesentliche Bedenken zu beachten. Zum einen weisen alle Kryptowährungen eine hohe Volatilität auf. Zwar wurden mit der Zeit in den meisten Fällen bisher Kursgewinne erzielt, ein falscher Einstiegszeitpunkt kann jedoch auch erhebliche temporäre oder dauerhafte Wertverluste mit sich bringen. Die Volatilität ist derzeit höher als bei Gold. Zudem ist zwar Bitcoin im Volumen limitiert, aber immer neue virtuelle Währungen könnten das Interesse in andere Richtungen lenken und so vielleicht für den Gesamtmarkt zu einem Wachstum führen, aber nicht für jede einzelne Kryptowährung.

Für die nähere Zukunft dürfte die Fantasie bei Kryptowährungen jedoch noch erhalten bleiben, zumal die expansive Geldpolitik der Zentralbanken fortgesetzt werden dürfte. Ein Verbot steht aufgrund der geringen Relevanz noch nicht zur Diskussion. Im Gegenteil hat mit Japan die erste große Volkswirtschaft Bitcoin als Zahlungsmittel legalisiert. Langfristig ersetzen werden Kryptowährungen wegen der diversen Nachteile das bisherige Zahlungssystem jedoch nicht. Je bedeutender die Kryptowährungen werden, desto stärker sind die Anreize für eine Regulierung durch den Staat, was wiederum deren Attraktivität mindert.

Für die Bedenkenräger bezüglich Inflationsgefahren sei in diesem Zusammenhang erwähnt, dass zwar die Geldmenge seit Jahren kräftig ansteigt, dafür aber die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes stark abgenommen hat. Das bedeutet, dass zusätzliche Liquidität schon allein deshalb notwendig ist, um diese Entwicklung auszugleichen.

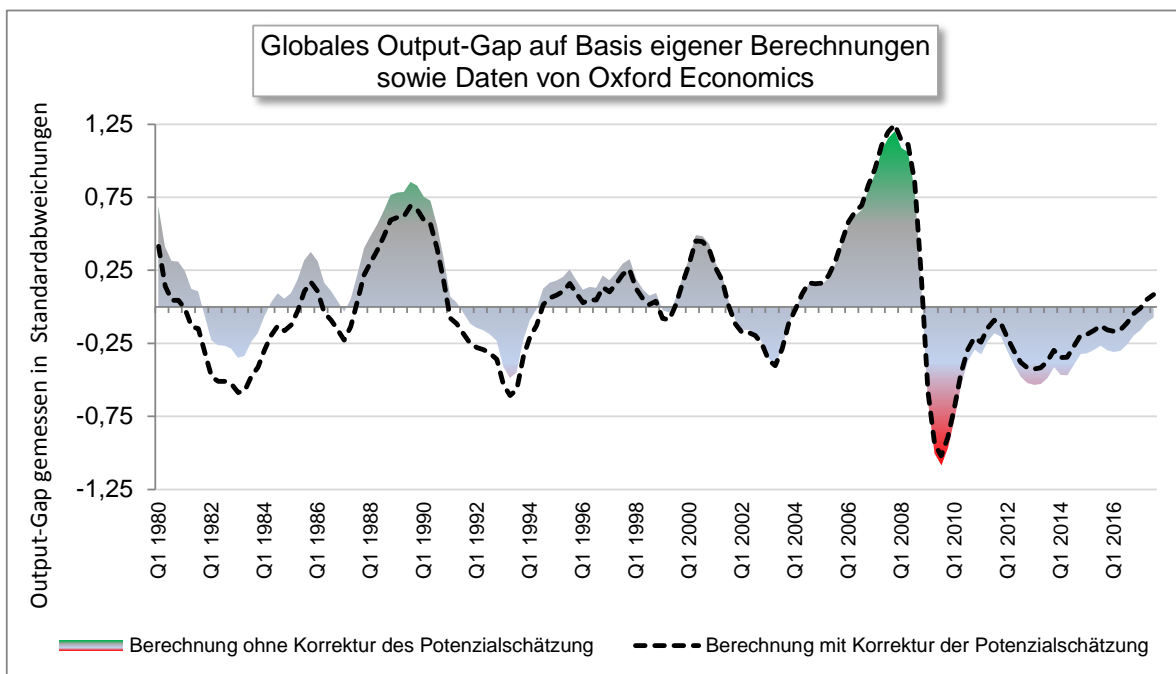


Wochenausblick für die Zeit vom 10. Juli bis 14. Juli 2017

	Feb.	Mrz.	Apr.	Mai	Juni	Juli	Veröffentlichung
D: Exporte, m/m	1,0%	0,4%	0,9%	0,3%			10. Juli
D: Exporte, y/y	6,2%	4,7%	5,7%	7,5%			10. Juli
D: Importe, m/m	-1,5%	2,1%	1,2%	0,2%			10. Juli
D: Importe, y/y	5,7%	10,6%	11,5%	11,6%			10. Juli
D: Konsumentenpreise, m/m - final	0,6%	0,2%	0,0%	-0,2%	0,2%		13. Juli
D: Konsumentenpreise, y/y - final	2,2%	1,6%	2,0%	1,5%	1,6%		13. Juli
D: Kerninflation, m/m - final	0,5%	0,6%	-0,1%	0,1%	0,1%		13. Juli
D: Kerninflation, y/y - final	1,3%	1,1%	1,6%	1,3%	1,4%		13. Juli
E-19: Sentix	17,4	20,7	24,0	27,4	28,4	28,2	10. Juli
E-19: Industrieproduktion, m/m	-0,1%	0,2%	0,5%	0,2%			12. Juli
E-19: Industrieproduktion, y/y	1,6%	2,2%	1,4%	2,7%			12. Juli

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Die Konjunktur hat noch Luft nach oben!



Wir legen bei Warburg einen sehr hohen Wert auf die Bestimmung der aktuellen Position im Konjunkturzyklus. Schließlich werden Gewinne und Inflationsraten langfristig von der konjunkturellen Entwicklung bestimmt, und Märkte können sich nicht kontinuierlich von Gewinntrends und Preisentwicklungen der Realwirtschaft abkoppeln, so dass eine belastbare Konjunkturschätzung immer die Basis für gute taktische Allokationsentscheidungen bildet. Allerdings gibt es nicht den einen perfekten Konjunkturindikator; vielmehr existieren viele realwirtschaftliche Indikatoren sowie viele Stimmungsindikatoren, die alle auf die eine oder andere Art für die Bestimmung der Position im Konjunkturzyklus hilfreich sind. Das erklärt auch, warum es zu einem gegebenen Zeitpunkt bei Volkswirten nie ein homogenes Meinungsbild hinsichtlich der aktuellen konjunkturellen Lage gibt, denn je nach präferierten und analysierten Zeitreihen kann man durchaus zu unterschiedlichen Einschätzungen kommen. In der akademischen

Welt existiert aber zumindest ein aus theoretischer Sicht elegantes und leistungsfähiges Konzept, mit dem man grundsätzlich die aktuelle konjunkturelle Lage gut beschreiben kann. Dabei handelt es sich um das sog. Output-Gap oder die Produktionslücke. Hierbei geht es letztlich um die Differenz zwischen dem tatsächlichen Bruttoinlandsprodukt und dem Produktionspotenzial. Das Produktionspotenzial entspricht dabei der Wertschöpfung, die mit einer inflationsstabilen, konjunkturneutralen Situation einhergeht. Dieses konjunkturneutrale Produktionspotenzial ist allerdings nicht leicht zu bestimmen, und es gibt gute Gründe anzunehmen, dass es derzeit eher über- als unterschätzt wird. Trotzdem zeigen unsere Berechnungen, dass die Weltwirtschaft von einem Boom und einer Überhitzung noch ein wenig entfernt ist. Aus dieser Perspektive spricht vieles dafür, dass auch der aktuelle konjunkturelle Aufschwung trotz hoher Dynamik in den kommenden Monaten noch nicht sein Ende finden wird.

	Stand 06.07.2017 16:18	Veränderung zum			
		15.06.2017 -1 Woche	19.05.2017 -1 Monat	21.03.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	21373	0,1%	2,7%	3,4%	8,2%
S&P 500	2417	-0,6%	1,5%	3,1%	8,0%
Nasdaq	6234	1,1%	2,5%	7,6%	15,8%
DAX	12349	-2,7%	-2,3%	3,2%	7,6%
MDAX	24507	-2,0%	-2,1%	4,8%	10,4%
TecDAX	2208	-1,8%	-0,6%	12,2%	21,9%
EuroStoxx 50	3448	-2,2%	-3,9%	0,5%	4,8%
Stoxx 50	3110	-2,0%	-3,9%	-0,4%	3,3%
SMI (Swiss Market Index)	8842	-0,1%	-2,0%	2,6%	7,6%
FTSE 100	7332	-1,2%	-1,9%	-0,6%	2,6%
Brasilien BOVESPA	62867	1,5%	0,4%	-0,2%	4,4%
Russland RTS	1008	1,6%	-7,3%	-10,1%	-12,5%
Indien BSE 30	31369	0,9%	3,0%	6,4%	17,8%
China Shanghai Composite	3213	2,6%	3,9%	-1,5%	3,5%
MSCI Welt (in €)	1920	-1,8%	-0,6%	-1,4%	1,4%
MSCI Emerging Markets (in €)	1010	-1,4%	-0,5%	-1,6%	8,3%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	160,60	-399	-70	104	-355
Bobl-Future	131,40	-133	-27	30	-223
Schatz-Future	111,86	-20	-30	-28	-44
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3 Monats \$ Libor	1,29	2	10	13	29
10-jährige US Treasuries	2,38	22	14	-5	-7
10-jährige Bunds	0,56	28	19	10	46
10-jährige Staatsanl. Japan	0,10	6	6	4	5
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,00	17	12	7	21
US Treas 10Y Performance	586,26	0,1%	1,0%	2,6%	2,9%
Bund 10Y Performance	614,24	0,2%	1,0%	1,9%	0,2%
REX Performance Index	479,51	-1,0%	-0,7%	-0,4%	-1,2%
IBOXX AA, €	0,75	-2	1	-6	8
IBOXX BBB, €	1,30	-4	-10	-29	-20
ML US High Yield	6,07	9	6	-23	-39
JPM EMBI+, Index	822	-0,6%	0,4%	2,8%	6,5%
Wandelanleihen Exane 25	7174	-0,6%	-0,6%	3,0%	3,7%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	388,70	-2,4%	-6,0%	-8,0%	-7,6%
MG Base Metal Index	289,34	0,7%	-0,4%	-4,4%	3,4%
Rohöl Brent	48,51	3,3%	-9,5%	-5,2%	-14,5%
Gold	1224,29	-2,4%	-2,3%	-1,5%	5,8%
Silber	16,39	-2,0%	-2,1%	-6,7%	2,1%
Aluminium	1857,75	-0,2%	-4,3%	-2,9%	9,0%
Kupfer	5717,50	1,4%	0,9%	-0,5%	3,5%
Eisenerz	57,00	1,8%	-8,8%	-35,2%	-28,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	847	-0,9%	-11,4%	-29,4%	-11,9%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1398	2,1%	2,0%	5,5%	8,1%
EUR/ GBP	0,8808	0,8%	2,5%	1,7%	3,2%
EUR/ JPY	128,95	4,9%	3,7%	6,1%	4,5%
EUR/ CHF	1,0974	0,9%	0,5%	2,1%	2,2%
USD/ CNY	6,7975	-0,1%	-1,3%	-1,3%	-2,2%
USD/ JPY	111,38	0,4%	0,1%	-0,3%	-4,7%
USD/ GBP	0,7730	-1,4%	0,7%	-3,5%	-4,5%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn	+49 40 3282-2419	jrahn@mmwarburg.com	Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@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.