

Kapital & Märkte

Februar 2018

ELLWANGER & GEIGER
PRIVATBANK

48°46'41.84" N 9°10'39.22" O | Kunstmuseum Stuttgart

Schmerzhaft Normalisierung

Im Januar war es so weit: nach einem sehr guten Start in das neue Anlagejahr wurden nach monatelangen Rekordfahrten in den USA auch in Deutschland und Europa neue Dax- und Stoxx-Rekorde gefeiert. Allerdings sind seitdem Investoren eher geneigt, Gewinne mitzunehmen, als ihre Aktienpositionen weiter aufzustocken. Die ersten Gewinnmitnahmen wurden kurz vor Monatsende getätigt und setzten sich in den Februar fort. Hauptgrund ist die sehr robust wachsende Wirtschaft in den USA, die Erwartungen von stärker steigenden Zinsen und Inflationsraten in den USA schürt. Die Steuerreform wird dort positive Wirtschaftsimpulse erzeugen und über den sehr engen Arbeitsmarkt müssten sich inflationssteigernde Tendenzen durchsetzen. Wir gehen jedoch davon aus, dass die Gewinnentwicklung der Unternehmen in der Lage sein wird, diese Belastungen zu kompensieren und die Aktienmärkte in der Spur zu halten.

Die Wirtschaft in Europa brummt weiter, auch wenn die ersten ganz leichten Stimmungseintrübungen zu verzeichnen sind (z.B. leicht gesunkene Exporterwartungen). Dennoch wird die europäische Wirtschaft weiter robust wachsen, was auch die Unternehmensgewinne befeuern wird. Diese wirtschaftliche Stärke lässt leider den Eurokurs steigen, was letztendlich die Aufwärtspotentiale der europäischen Aktienmärkte zunehmend begrenzt. Der

weiter wachsende Zinsabstand sollte jedoch wieder für eine Stärkung des US-Dollars sorgen und den Druck auf die europäischen Aktiennotierungen nehmen. So besteht die Hoffnung, dass sich die europäischen Aktienmärkte im Falle einer deutlicheren Korrektur der US-amerikanischen Aktienmärkte abkoppeln können. Zu Beginn des Monats Februar mündeten die Gewinnmitnahmen in deutlichere Kursrückgänge. Die Mini-Crash-Bewegungen kamen bei einem Minus von ungefähr 10% unter den Höchstständen, die im Januar markiert werden konnten, zum Stillstand. Wie so oft nahmen die Kursstürze ihren Anfang in den USA, um sich auf dem Globus auszubreiten. Die Aktienkurse in Deutschland zeigten jedoch in der Tat die erwarteten Abkoppelungstendenzen, welche wiederum die US-Märkte etwas stützen konnten. In der Summe hat sich am fundamentalen Umfeld wenig bis nichts geändert und solange das konjunkturelle Umfeld so stabil bleibt, sollten deutliche Kursrückgänge als Kaufgelegenheit genutzt werden.

Inflations- und Zins- ängste dominieren

Weltweit ist ein sich nahezu synchron entwickelndes Wirtschaftswachstum zu verzeichnen. Der Internationale Währungsfonds hat seine Prognose für das erwartete Weltwirtschaftswachstum in 2018 um 0,2% auf nunmehr 3,9% erhöht. Auch in Deutschland zeigen eine besser als erwartet ausgefallene ZEW-Wirtschaftsklima-Prognose eben-

so wie in Europa knapp unter ihrem All-Time-High ausgefallene Einkaufsmanagerindizes auf ein starkes Wachstum in 2018 hin. Ausgehend von den USA machen sich viele Marktteilnehmer nun Gedanken hinsichtlich der Gefahr daraus resultierender stärker steigender Inflationsraten. Denn sowohl in den USA als auch in Europa sind die Arbeitsmärkte relativ angespannt, was auf tendenziell steigende Löhne hindeutet. In Verbindung mit steigenden Rohöl- und Rohstoffpreisen könnten die Inflationsraten die Zentralbank-Zielgrößen von ca. 2,0% durchaus übertreffen. Nun scheint die US-Zentralbank Fed auf ihrem Leitzins-Zinsanhebungspfad stringent fortzuschreiten, was weltweit die Ängste vor einem Anstieg auch der mittel- und langfristigen Zinsen befeuert. Die Durationen sollten in Portfolios eher niedrig gehalten werden, damit die Gesamtperformance nicht übermäßigen Kursverlusten resultierend aus Marktzinssteigerungen ausgesetzt ist. Die Euro-Entwicklung wirkt sich dagegen in international ausgerichteten Portfolios deutlicher aus, da der Euro-Kurs seinem Aufwärtstrend gegen den US-Dollar im Januar weiter folgte und von 1,20 auf 1,25 USD stieg. Wir gehen davon aus, dass die USD-Abwertung nun ihren Endpunkt erreicht hat. Die anstehenden Leitzinserhöhungen in den USA werden den Zinsabstand zu Europa weiter ausweiten und in Verbindung mit möglichen Unsicherheiten, die aus den Parlamentswahlen in Italien resultieren können, erwarten wir einen wieder nachgebenden Euro-Kurs.



Bargeld, Bitcoin, Blockchain & Co – die Zukunft des Geldes

Der Begriff „Geld“ leitet sich aus dem althochdeutschen Wort „gelt“ ab und beinhaltet Bedeutungen wie z.B. Vergütung, Einkommen oder Wert. Der Ursprung des Geldes liegt jedoch sehr viel früher in der Antike begründet. Eine der ersten Münzen wurde im alten Griechenland um ca. 600 v. Chr. geprägt bzw. modelliert. Um das Jahr 550 v. Chr. zeigte eine Goldmünze zum ersten Mal ein Bild eines Herrschers – des Königs Kroisos – bis heute unter dem Namen „Krösus“ in der Alltagssprache bekannt. Mit diesen Münzen wurde das uralte System der Naturalwirtschaft, in welchem Tauschwirtschaft vorherrschte oder bestehende Güter, wie Ernteezeugnisse nach einem bestimmten Verteilschlüssel an die Dorf- bzw. Stammesbewohner verteilt wurden, ersetzt.

In den darauf folgenden 2.500 Jahren erfuhr das Instrument „Geld“ vielfältige Innovationen und Ausprägungsformen. Im alten Rom führte Augustus Octavianus 23 v. Chr. seine augustianische Münzordnung ein. Die erste quasi-religiöse Bedeutung erfuhr das Instrument Geld ab 690 n. Chr., als Kalif Abt al-Malik die byzantinische Währung Solidus durch seinen Dinar ersetzte. Zunächst noch mit seinem Bildnis versehen, dann nur noch mit dem Glaubensbekenntnis des wenige Jahre zuvor installierten Islam.

In China wurden ab ca. 800 n. Chr. die Grundlagen für das Papiergeld gelegt, als das kaiserliche Schatzamt Quittungen für Einzahlungen ausgab, die in anderen Provinzen in Münzgeld umgetauscht werden konnten. Parallel dazu wurden auch in Europa durch Karl den Großen Münzen (Pfund und Denar) als Zahlungsmittel eingeführt. Dass es auch anders geht, zeigt das Beispiel der Pazifik-Insel Yap, wo um das Jahr 1000 riesige Steine als Währung verwendet wurden. Das praktische war, dass sie

aufgrund des Gewichtes und der isolierten Insellage relativ diebstahlgeschützt waren und die Transaktionshistorie nur in mündlicher Überlieferung weitergegeben werden konnte.

Diese Beispiele zeigen eine Gemeinsamkeit: egal, ob aus Gold, Messing oder Stein – die Werthaltigkeit einer Währung bzw. eines Währungsgegenstandes (z.B. Münze, runde Steine, Muscheln etc.) basiert auf einer gesellschaftlichen Übereinkunft hinsichtlich der Wertzuschreibung eines Gegenstandes.

Kryptowährungen nehmen Fahrt auf

Das betrifft nicht nur Papiergeld, bei dem jedem klar ist, dass der Fetzen Papier, so kunstvoll er auch hergestellt ist, nicht den auf ihm gedruckten bzw. ihm zugemessenen (Material-) Wert haben kann. Dies gilt auch und vor allem für ein neues Phänomen der letzten Jahre – die Kryptowährungen (Digitalwährung). Die bekannteste Kryptowährung, die die Schlagzeilen der letzten Monate beherrschte, ist der sog. „Bitcoin“. Dabei handelt es sich um eine von derzeit rund 1.400 unterschiedlichen existierenden Kryptowährungen, die in den letzten Jahren „erfunden“ worden sind.

Was nun versteht man unter einem Bitcoin? Erfunden wurde diese internetbasierte Währung („Kryptowährung“) als Folge der Finanzkrise 2007/2008 in den Jahren 2007 bis 2009. Das Vertrauen in die Finanzintermediäre, wie Banken und Versicherungen, war im Gefolge der Finanzkrise stark in Mitleidenschaft geraten. Einige Finanzakteure fragten sich, wie man in diesen unsicheren Systemen bzw. am besten außerhalb dieser unsicheren Systeme sichere Finanztransaktionen tätigen kann. Ein nicht näher bekannter Autor namens Satoshi Nakamoto veröffentlichte unter diesem Pseudonym einen Fach-Artikel mit dem Titel „Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System“, was übersetzt so viel bedeutet wie: „Bitcoin: ein Anwender-Netzwerk bezogenes elektronisches Zahlungssystem“.

Der „Bitcoin“ ist zwar eine Währung,

aber im Gegensatz zu den althergebrachten keine staatliche Währung und ohne staatliches Zahlungsverkehrssystem. Somit haben Zentralbanken ebenso wenig wie Geschäftsbanken Einflussmöglichkeiten auf die Ausgestaltung und Werthaltigkeit dieser Währungen.

Blockchain-Technologie als Innovation

Es stellt sich die Frage, wie diese Währung funktioniert und wie die gesellschaftliche Übereinkunft bei dieser Währung hinsichtlich einer Wertzuschreibung aussieht. In diesem Fall gibt es keine zentrale Vertrauensstelle, wie z.B. eine Bank, die die Sicherheit einzelner Transaktionen garantiert. Die Neuerung bei den sog. Kryptowährungen besteht darin, dass ein dezentral geführtes, für jedermann zugängliches Transaktionsbuch geschaffen wird, das durch den jeweiligen Benutzer einsehbar und veränderbar ist. Diese Veränderbarkeit gilt jedoch nur für neue Transaktionen. Dieses System kann nur dann funktionieren, wenn die historisch durchgeführten Transaktionen zwar nachvollziehbar, aber nicht mehr veränderbar sind. Dies gelingt durch die dezentrale Vernetzung vieler Datenbanken, die alle Kopien des Transaktionsbuches enthalten, sodass es nicht mehr möglich ist, nachträglich etwas zu verändern. Denn es ist unmöglich, in allen dezentral geführten Datenbanken gleichzeitig ein Detail einer historisch durchgeführten und vielfach kopierten Transaktionskette zu verändern.

Ein sog. Blockchain ist, einfach übersetzt, eine Kette aus Datenblöcken. Diese Datenblöcke enthalten Transaktionsdaten (Ziffern) mit entsprechenden Informationen, wer wem wie viele Bitcoins gezahlt hat. Jeder Nutzer dieser Kryptowährung besitzt eine Kontonummer auf einer öffentlich einsehbaren Datenbank, auf der jede Überweisung erfasst und gespeichert wird. Damit ist jede einzelne Transaktion in einer chronologisch angeordneten Transaktionskette seit der Erfindung dieser Bitcoin-Währung im Jahr 2009 nachvollziehbar. Da diese Transaktions-



kette millionenfach auf Computern in der ganzen Welt gespeichert ist, ist dieses System sehr fälschungssicher, da jeder die Kopien miteinander vergleichen kann.

Wie entsteht ein „Bitcoin“?

Die Erfinder dieser „Währungs-Technologie“ haben von vornherein eine Obergrenze in den Datenbanken hinterlegt. Diese beläuft sich auf maximal 21 Millionen Bitcoins, die in der Summe produziert werden können. Diese Produktion erfolgt durch Teilnehmer an diesem System, die neue Transaktionen (Überweisungen) generieren und damit der vorhandenen Transaktionskette neue Datenblöcke hinzufügen. Diese werden wieder weltweit dezentral gespeichert und können nachträglich nicht mehr verändert werden. Diese Teilnehmer werden „Miner“ (Schürfer) genannt, da sie für ihre Tätigkeit und verwendete Rechnerleistung mit neu geschaffenen Bitcoins belohnt werden. Im März 2016 waren 15,4 Mio. Bitcoins existent, im Juli 2017 bereits 16,5 Mio. Da die Generierung von neuen Bitcoins immer komplizierter wird und immer mehr Rechnerleistung erfordert, wird sich die Steigerungsrate des Bitcoin-Wachstums stark verlangsamen. Experten schätzen, dass erst im Jahr 2130 die Obergrenze der Bitcoins erreicht sein wird.

Dies ist jedoch nicht so einfach, da in den hinterlegten Algorithmen Rechenaufgaben hinterlegt sind, die es erst zu

lösen gilt, bevor man neue Bitcoins „schürfen“ kann. Damit soll eine zu schnelle, inflationäre Neuschaffung der Bitcoin-Währung verhindert werden. Die Entwickler und Programmierer, die hier tätig werden, sind in einer sogenannten „Open-Source-Community“ verbunden, in welcher jeder das Bitcoin-Protokoll und das codierte Regelwerk des Bitcoin-Systems mitverwalten kann. Selbst Änderungen des Regelwerks können nur auf basisdemokratischem Weg in dieser Community geändert und beschlossen werden, was Veränderungen umso mehr verlangsamt, je mehr Teilnehmer involviert sind.

Bitcoin-Nachteile

Ein Problem der Blockchain-Technologie in Verbindung mit der neuen Bitcoin-Währung liegt in der Skalierbarkeit begründet. Es sind derzeit nur bis zu sieben Transaktionen pro Sekunde möglich. Zum Vergleich: das VISA-Netzwerk ermöglicht bis zu 1.700 Transaktionen pro Sekunde. Dies führt zu hohen Gebühren (20 – 30 € pro Transaktion) und langen Wartezeiten.

Da es keine Regulierung für die internetbasierten Kryptowährungen gibt, weiß niemand genau, welchen Wert man dieser Währungseinheit beimessen kann. Daher schwankt der Wert einer virtuellen Bitcoin-Münze sehr stark. Die Voraussetzung für die Akzeptanz als Zahlungsmittel setzt allerdings eine gewisse Wertstabilität und Rechts-

sicherheit voraus.

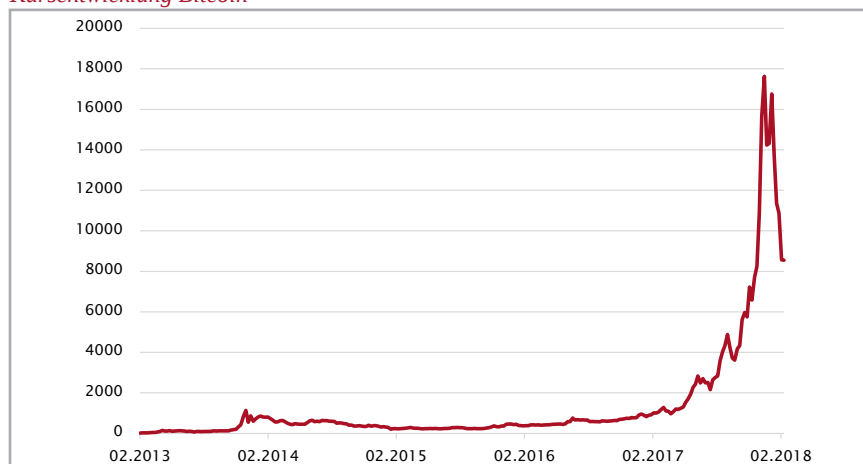
Der Bitcoin jedenfalls hat sich zu einem außerordentlichen Spekulationsobjekt entwickelt, das enormen Kurschwankungen unterworfen ist. Als Anlageobjekt ist eine solche Kryptowährung in keiner Weise geeignet - wenn, dann nur für sehr spekulativ orientierte Investoren. Man darf auch nicht verkennen, dass aufgrund der wachsenden Konkurrenz der Marktanteil der Bitcoins von 90% auf knapp 50% gesunken ist. Konkurrenzwährungen wie Ethereum, Litecoin oder Z-Coin mischen inzwischen mit.

Welcher Hype um die Kryptowährungen entstanden ist, zeigt das Beispiel der Firma EastmanKodak, deren Aktienkurs an einem Tag um über 30% gestiegen ist, nur weil das Unternehmen angekündigt hat, eine eigene Kryptowährung aufzulegen. Noch besser machte es ein britisches Unternehmen, das seinen Namen von „on-line plc“ in „On-line Blockchain plc“ änderte und daraufhin seinen Aktienkurs vervierfachen konnte. Aufgrund der Vielzahl an verschiedenen Kryptowährungen ist jedoch überhaupt noch nicht klar, welche oder wie viele Währungen sich durchsetzen werden. Das Zauberwort „Blockchain“ scheint aber viele Investoren zu elektrisieren.

Ein weiteres Problem ist insbesondere in Zeiten des Klimawandels der exorbitant hohe Stromverbrauch bei der Generierung und Bearbeitung der Bitcoins. Durch die parallele Einschaltung weltweit vernetzter Computer und Datenbanken übertrifft der Stromverbrauch aller „Bitcoin-Miner“ Schätzungen zufolge den Stromverbrauch eines Landes wie Dänemark. Eine einzelne Transaktion (Überweisung plus Schürfung neuer Bitcoin) verbraucht umgerechnet etwa 100 kWh, was den Wochenverbrauch eines Einfamilienhaushalts in Deutschland widerspiegelt.

Die Nichtregulierung, die die Internet-Community als Vorteil erlebt, wendet sich in einen Nachteil, da trotz der umfangreichen Vorsichtsmaßnahmen in den oben beschriebenen Algorithmen-Maßnahmen offensichtlich doch Missbrauch Tür und Tor geöffnet scheint. Immer wieder erstaunen Be-

Kursentwicklung Bitcoin



Quelle: Bloomberg



richte, dass Bitcoins in Millionenhöhe verschwunden, entwendet oder „gehackt“ wurden. Als eines der ersten Länder hat nun Thailand Geschäfte mit Digitalwährungen, wie Bitcoin verboten. Der Krypto-Börse Bitfinex wird vorgeworfen, den Bitcoin-Kurs manipulativ unterstützt zu haben. Anlegern, die in Kryptowährungen investieren, muss klar sein, dass sich hier keine offizielle Aufsichtsbehörde um ordnungsgemäße Abläufe kümmert. Der Gedanke dahinter heißt Selbstregulierung mit allen Vor- und Nachteilen.

Blockchain-Technologie bleibt

Auch wenn noch nicht sicher ist, welche Kryptowährung sich eines Tages durchsetzen wird, eines scheint klar zu sein: die Blockchain-Technologie wird sich als Innovation durchsetzen und behaupten. Nicht nur in Verbindung mit dem großen Projekt „Industrie 4.0“ sind sichere Datenverbindungen und -übertragungen essentiell notwendig. Auch in vielen anderen Wirtschaftsbereichen, wie Versicherungen, Katasterämter, Logistik oder sonstige dezentralisierte Märkte (z.B. Speicherplatz und Rechenleistung) finden sich Anwendungsbeispiele dieser neuartigen Technologie. Der große Vorteil der neuen Blockchain-Technologie besteht darin, die

Vormachtstellung der großen US-Internetunternehmen zu durchbrechen. Dies setzt allerdings Bildungsinitiativen und Investitionen in diesem Bereich voraus.

Bargeld vor dem Aus?

Doch viele stellen sich nun die Frage, ob das Bargeld wirklich vor dem Aus steht. In einem Land wie Deutschland, in welchem immer noch mehr als 12 Mrd. Euro in Form von eigentlich nicht mehr gültigen D-Mark-Scheinen existieren, scheint zweifelhaft, ob das Bargeld in Kürze durch bargeldlose Zahlungssysteme ersetzt werden kann. Eine kürzlich durchgeführte Studie der Boston Consulting Group (BCG) ergab, dass die bargeldlose Bezahlung in Deutschland relativ langsam wächst. Zwischen 2010 und 2016 war hier ein Wachstum von 7% zu verzeichnen. In den nächsten Jahren wird gerade mal mit einem Wachstum an bargeldlosen Zahlungen in Höhe von 3% gerechnet. Als Gründe werden infrastrukturelle Probleme im Zahlungsverkehr und vor allen die emotionale Zurückhaltung der Deutschen angeführt.

Als Vorteil der Barzahlung wird von vielen Kunden die Einhaltung der Anonymität angeführt, die in Zeiten des „Big Data“ hoch geschätzt wird. Gegner der Barzahlung führen gerade diese Anonymität als Problem an, da hier krimi-

nellen Tätigkeiten wie Steuerhinterziehung oder Drogenhandel Vorschub geleistet werden kann.

In Deutschland zumindest muss noch nicht befürchtet werden, dass Bargeld so schnell verschwinden wird. Die Abschaffung von großen Geldscheinen, wie z.B. dem 500-Euro-Schein, dürfte allerdings keine großen Widerstände erleben, da die Mehrheit der Bevölkerung solche Scheine selten bis nie in den Händen hat. Aber selbst der wissenschaftliche Beirat des Wirtschaftsministeriums plädiert vehement für die Beibehaltung des Bargeldes ohne staatliche Beschränkung, um den verfassungsrechtlichen Schutz der informationellen Selbstbestimmung der Bürger zu gewährleisten.

In der Zwischenzeit kann in anderen Ländern beobachtet werden, wie der bargeldfreie Zahlungsverkehr zunehmend Barzahlung ersetzt. So zum Beispiel in China, wo kaum noch jemand in Cafés, Restaurants oder Geschäften bar zahlt, sondern so gut wie jede Rechnung mit dem Smartphone begleicht. So auch in Schweden, wo Münzen und Scheine kaum mehr Verwendung finden. Letztendlich werden wohl Faktoren wie Geschwindigkeit und Bequemlichkeit den Ausschlag geben. Zumindest, wenn die Konsumenten beim Thema Sicherheit beim bargeldlosen Zahlungsverkehr keine Bedenken mehr haben.

IMPRESSUM

BANKHAUS ELLWANGER & GEIGER KG
Börsenplatz 1, 70174 Stuttgart

Arbeitsgericht Stuttgart HRA 738

Persönlich haftender Gesellschafter:
Dr. Volker Gerstenmaier, Mario Caroli

Ihr Ansprechpartner:
Michael Beck, Leiter Asset Management
Tel.: 0711/2148-242, Fax: 0711/2148-250
E-Mail: michael.beck@privatbank.de

Redaktion:
Michael Beck

www.privatbank.de/kapitalmarkt

Ausgabe Februar 2018

WICHTIGE HINWEISE

Die Darstellungen geben die aktuellen Meinungen und Einschätzungen zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder. Sie können ohne Vorankündigung angepasst oder geändert werden. Die enthaltenen Informationen wurden sorgfältig geprüft und zusammengestellt. Eine Gewähr für Richtigkeit und Vollständigkeit kann nicht übernommen werden. Die Informationen sind keine Anlageberatung, Empfehlung oder Finanzanalyse. Für individuelle Anlageempfehlungen und umfassende Beratungen stehen Ihnen die Berater unseres Hauses gerne zur Verfügung. Die Urheberrechte für die gesamte inhaltliche und graphische Gestaltung liegen beim Herausgeber und dürfen gerne, jedoch nur mit schriftlicher Genehmigung, verwendet werden.

Ergänzende Hinweise:

- (1) Angaben zur steuerlichen Situation sind nur allgemeiner Art. Für eine individuelle Beurteilung der für Sie steuerlich relevanten Aspekte und ggf. abweichende Bewertungen sollten Sie Ihren Steuerberater hinzuziehen.
- (2) Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Entwicklungen.
- (3) Finanzinstrumente oder Indizes können in Fremdwährungen notiert sein. Deren Renditen können daher auch aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.