ETC Group

Der Bitcoin-Makro-Investor - Juni 2024

Navigieren durch die Liquiditätsflut

research

etc-group.com

ETC Group Research

Das Research-Team der ETC Group analysiert Blockchain-Daten sowie makroökonomische und geopolitische Themen, um die Märkte und Technologien für digitale Vermögenswerte zu entmystifizieren und umsetzbare Erkenntnisse für Investoren, Händler, Finanzdienstleister und Krypto-Enthusiasten zu gewinnen.

André Dragosch, PhD

Head of Research

Kontakt

research@etc-group.com

Bei forschungsbezogenen Anfragen erreichen Sie uns via Email.

etc-group.com

Besuchen Sie unsere Website für weitere Forschungsberichte sowie unsere regelmäßigen Krypto-Updates.

Über ETC Group

Die ETC Group schlägt die Brücke zwischen digitalen Vermögenswerten und traditionellen Finanzmärkten, indem sie börsengehandelte Produkte mit institutioneller Qualität entwickelt, die Zugang zum Ökosystem der digitalen Vermögenswerte und der Blockchain bieten.

Unser Team besteht aus Finanzdienstleistungsexperten und Unternehmern, die über Erfahrungen sowohl in der Welt der digitalen Vermögenswerte als auch in der Welt der regulierten Märkte verfügen. Unser einziges Ziel ist es, integre Finanzprodukte herzustellen, die den Bedenken vieler Anleger beim Handel mit neuen Anlageklassen Rechnung tragen.

Als erster in Deutschland ansässiger Emittent von Krypto-ETPs haben wir das weltweit erste zentral abgewickelte Bitcoin-ETP an der Deutschen Börse XETRA, dem größten ETF-Handelsplatz in Europa, aufgelegt und stehen seither an der Spitze der Innovation im Management digitaler Vermögenswerte. Im Jahr 2021 führte die Terminbörse Eurex den ersten Bitcoin-Futures-Kontrakt in Europa ein, der auf unserem physischen Bitcoin-ETC BTCE basiert. Darüber hinaus haben wir kürzlich in Zusammenarbeit mit dem Wertpapierdienstleister HANetf den ersten Metaverse-ETF in Europa auf den Markt gebracht.

Als Unternehmen sind unsere Kernwerte auf kundenorientierte Innovation ausgerichtet, um die Schaffung von Anlagelösungen zu fördern, die dazu beitragen, die finanziellen Ziele unserer Kunden zu erreichen.

Inhaltsverzeichnis

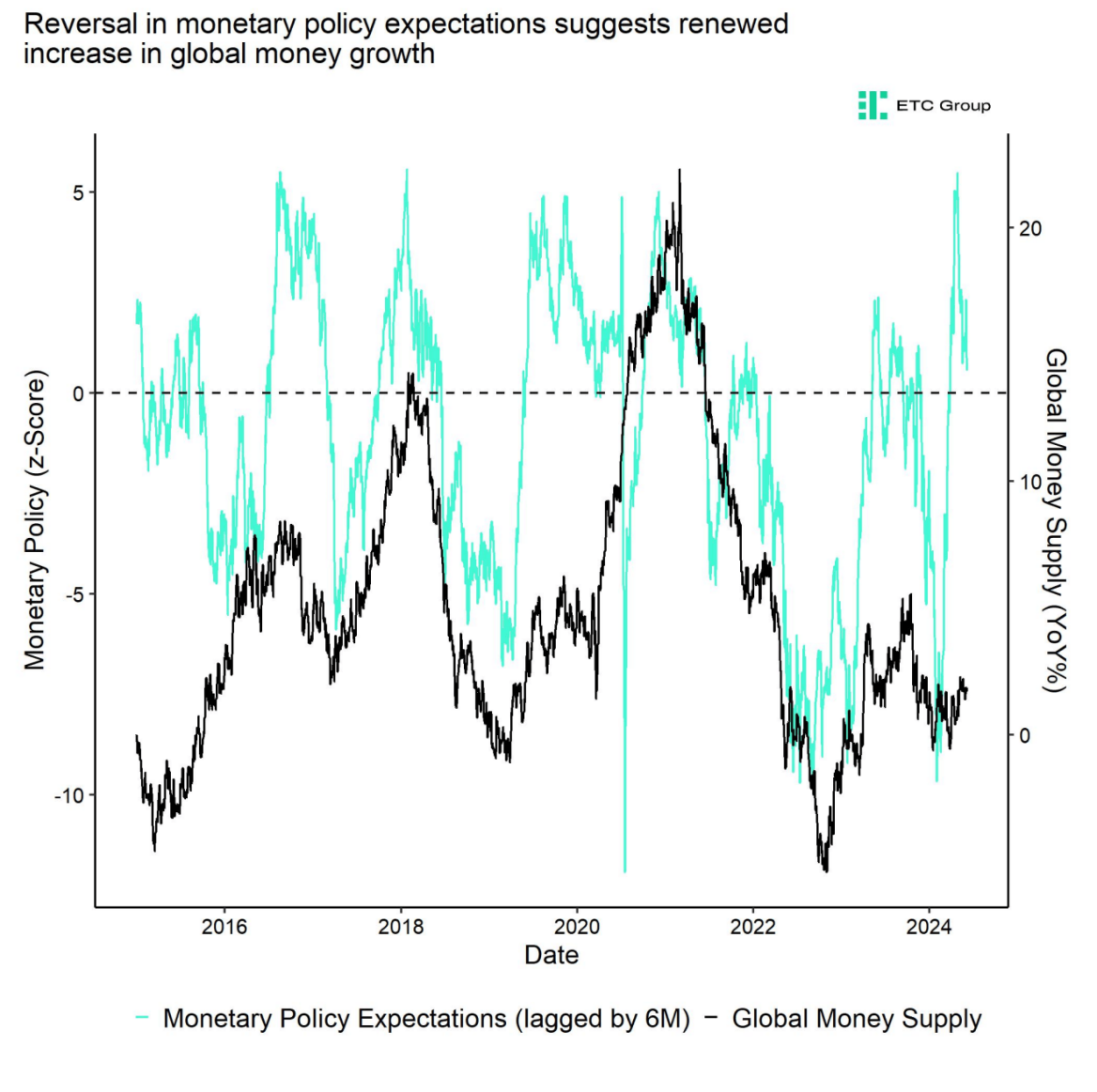
Chart des Monats 2
Performance 3
Makro-Umfeld 7
On-Chain-Entwicklungen 22
Unterm Strich 31
Anhang 31
Überblick über den Kryptoasset-Markt 31
Kryptoassets & Makroökonomie 35
Kryptoassets & Multiasset-Portfolios 37
Kryptoasset-Bewertungen 44
On-Chain-Grundlagen 47

Der Bitcoin-Makro-Investor - Juni 2024

Navigieren durch die Liquiditätsflut

Chart des Monats

Monetary Policy Expectations vs Global Money Supply



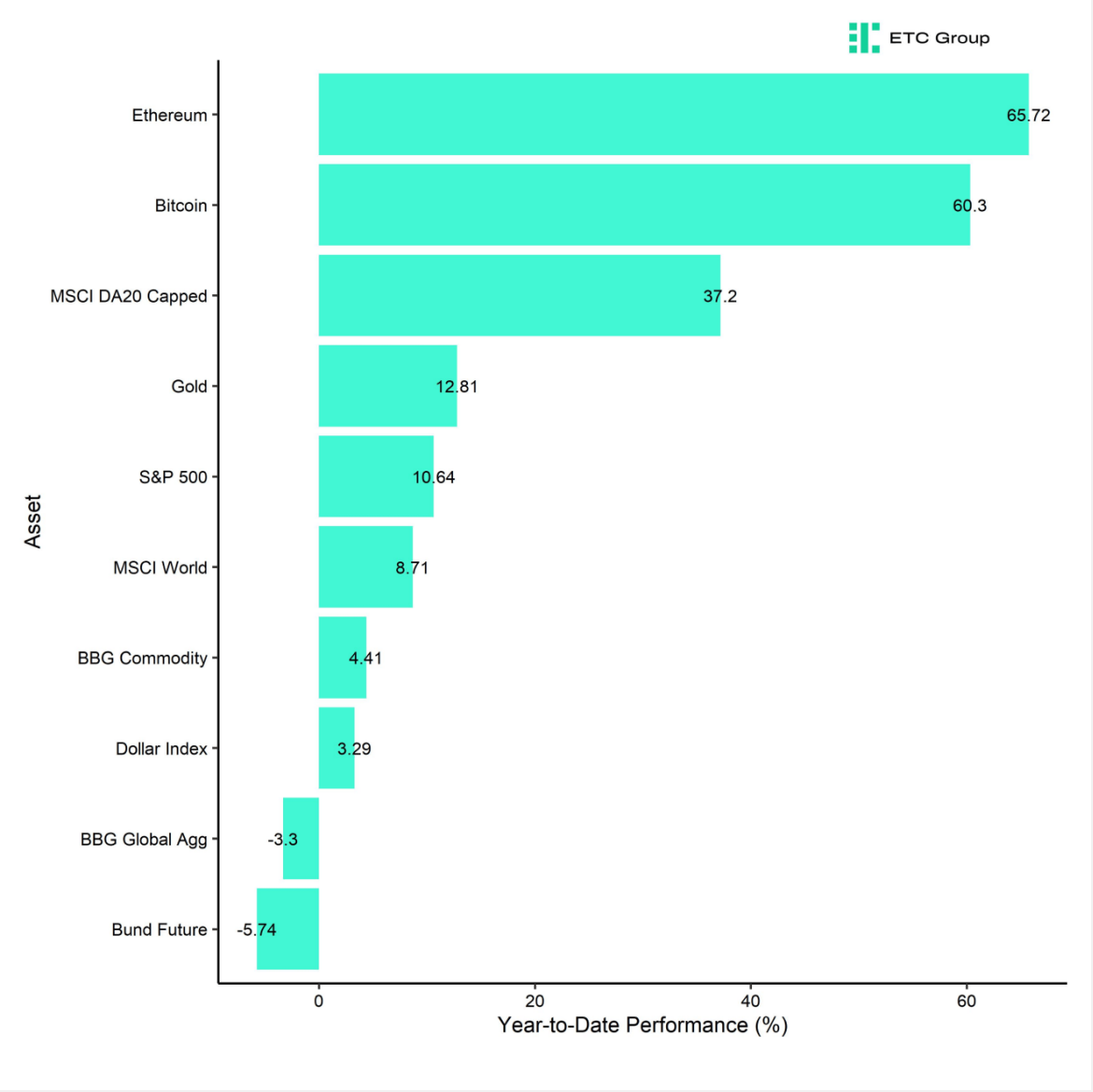
Source: Bloomberg, ETC Group

Performance

Im vergangenen Monat schnitten Kryptoassets besser ab als traditionelle Anlagen wie Aktien und Anleihen, da sich Bitcoin von überverkauften Niveaus erholte und auch der verbesserte Nachrichtenfluss dazu beitrug.

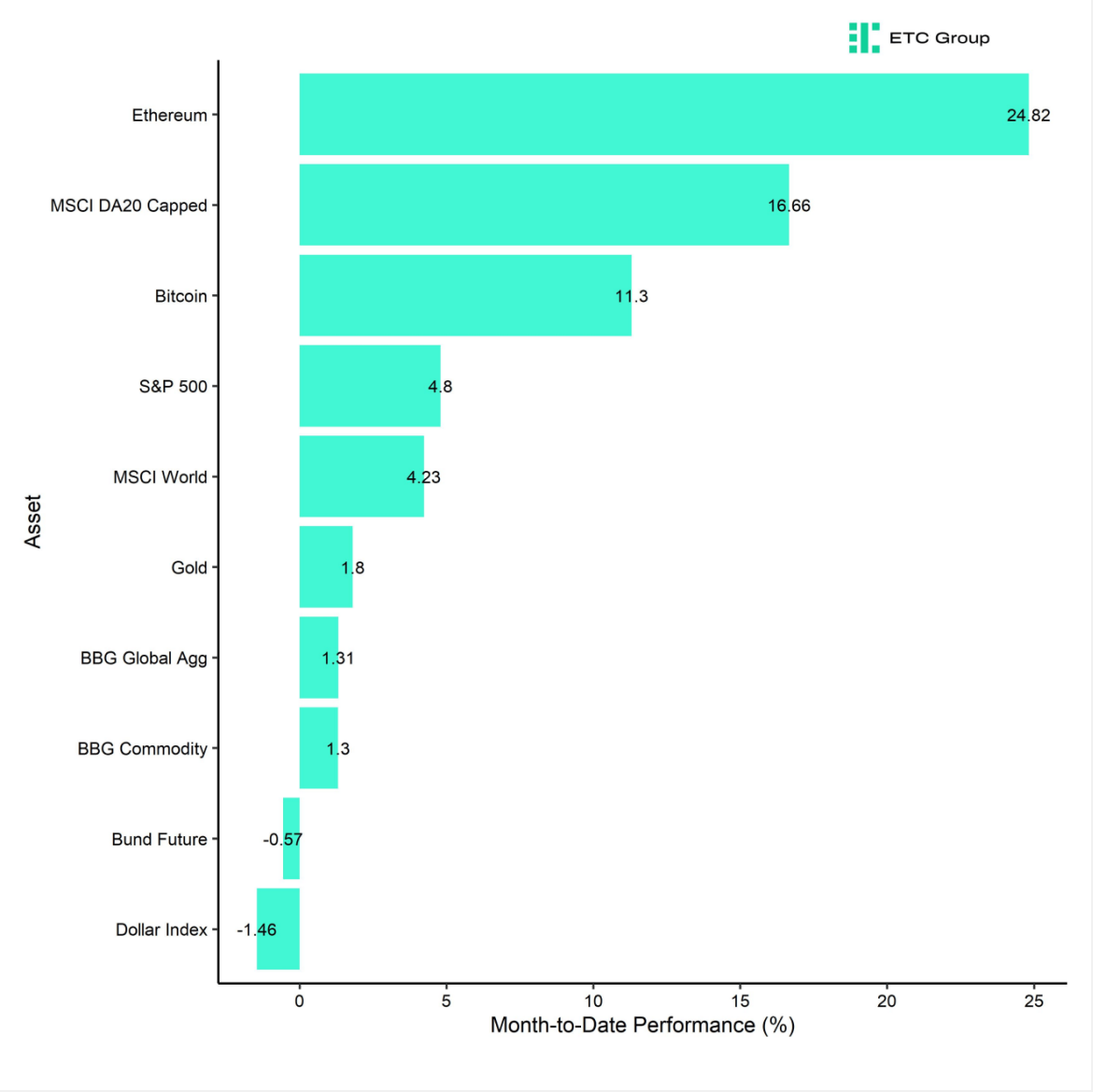
Ethereum konnte sich aufgrund der Zulassung des Ethereum-Spot-ETF in den USA besser entwickeln als Bitcoin. Infolgedessen verringerte sich die Dominanz von Bitcoin in Bezug auf die Marktkapitalisierung hauptsächlich zugunsten von Ethereum. Dennoch gelang es anderen Altcoins im Mai nur vorübergehend, Bitcoin zu übertreffen, was ein Zeichen dafür ist, dass die Risikobereitschaft noch nicht vollständig in die Kryptoanlagenmärkte zurückgekehrt ist.

Cross Asset Performance (YtD)



Source: Bloomberg, Coinmarketcap; performances in USD exept Bund Future

Cross Asset Performance (MtD)



Source: Bloomberg, Coinmarketcap; performances in USD exept Bund Future

Ein genauerer Blick auf die Performance unserer Produkte zeigt auch, dass die 1-Monats-Performance im Mai relativ uneinheitlich war. Einerseits gelang es Solana und Ethereum, Bitcoin zu übertreffen, während andererseits andere Altcoins wie Litecoin oder XRP eine deutlich unterdurchschnittliche Performance aufwiesen.

ETC Group Product Performance Overview (%)

	Year-to-Date	1 month	3 months	6 months	1 year	3 years	5 years
ETC Group MSCI Digital Assets Select 20	37.2	12	8	69.4	110	15.6	-
ETC Group Physical Bitcoin	57.9	7	9.5	76.3	138.3	79.9	-
ETC Group Core Bitcoin	-	8.1	-	-	-	-	-
ETC Group Physical Ethereum	60.8	18.6	11.8	84.2	95.3	48.3	-
ETC Group Ethereum Staking	-	19.8	13	-	-	-	-
ETC Group Physical Solana	54.9	21.6	44.3	174.1	676.5	-	-
ETC Group Physical Litecoin	9.5	-0.3	10	18.4	-10.8	-55.4	-
ETC Group Physical XRP	-17.1	1.7	-11.9	-15	3	-	-
ETC Group Physical Cardano	-25.9	-1.7	-30.3	16.1	17.5	-	-
ETC Group Global Metaverse ETF	1.7	0.6	-0.2	11.6	30.1	-	-

Source: Bloomberg, ETC Group; Performances in EUR; all information are subject to change; past performance not indicative of future returns; Data as of 2024-05-31

Aus makroökonomischer Sicht könnte dies auf die Tatsache zurückzuführen sein, dass sich das breite makroökonomische Liquiditätswachstum noch nicht in harten Daten niedergeschlagen hat. Obwohl die auf verschiedenen Finanzmarktpreisen basierenden geldpolitischen Erwartungen in den letzten Monaten deutlich nachgelassen haben, ist das globale Geldmengenwachstum immer noch relativ gering (**Grafik des Monats**).

Die Aussicht auf einen Zinssenkungszyklus der Fed beflügelt nach wie vor die Risikobereitschaft an den traditionellen Finanzmärkten, und die Fed Funds Futures preisen bereits den Beginn des Zinssenkungszyklus bis Ende 2024 ein.

Gleichzeitig scheinen die Rezessionsrisiken in den USA wieder aufzutauchen, denn die führenden Beschäftigungsindikatoren haben sich im Mai erneut abgeschwächt. Unterdessen hat die Wiederbeschleunigung des chinesischen Wachstums zu einem Mini-Boom bei den zyklischen Rohstoffpreisen geführt, der die Zinssenkungen der Fed durch einen erneuten Anstieg der Inflation gefährdet.

Dieser Bericht versucht, verschiedene Makroindikatoren wie das globale Wachstum und die Geldpolitik zu betrachten und diese widersprüchlichen Kräfte abzuwägen, um Hinweise darauf zu geben, wie sich dies auf Bitcoin und Kryptoassets in Zukunft auswirken könnte.

Unterm Strich: Bitcoin und Kryptowährungen haben sich im Mai besser entwickelt als traditionelle Vermögenswerte wie Aktien. Ethereum schnitt aufgrund der Zulassung des Ethereum-Spot-ETF in den USA besser ab als Bitcoin. Allerdings

gab es im Mai keine breitere Outperformance von Altcoins, die auf eine entscheidende Rückkehr der Risikobereitschaft hindeuten würde.

Makro-Umfeld

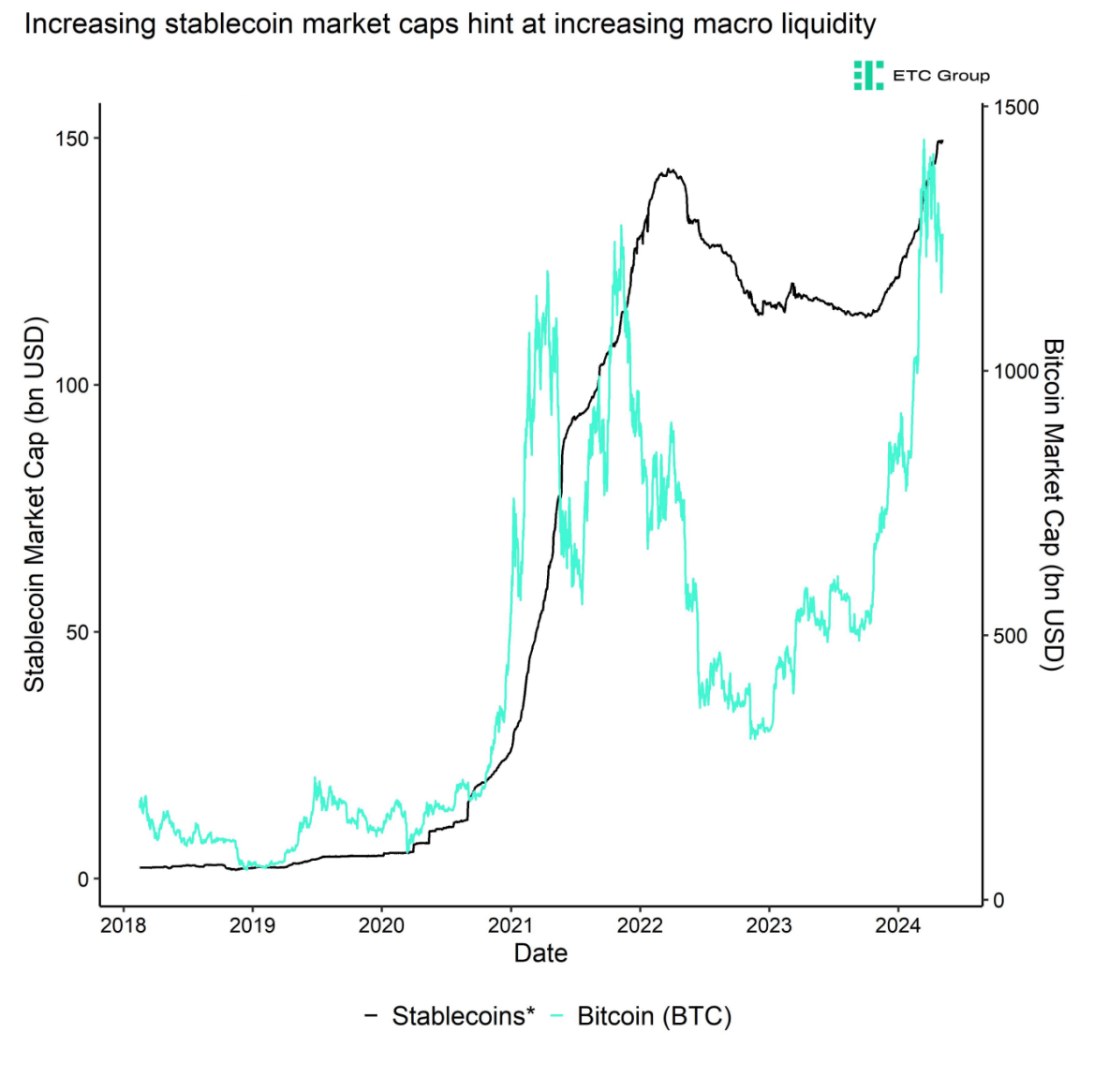
Eine der am häufigsten gestellten makroökonomischen Fragen ist wahrscheinlich, ob a) die makroökonomische Liquidität sich tatsächlich dreht und b) wie sich dies auf Bitcoin und Kryptoassets in Zukunft auswirken könnte?

Tatsächlich ist das Wachstum der US-Geldmenge M2 im April 2024 zum ersten Mal seit November 2022 wieder positiv, nachdem die Geldmenge in den USA zuvor am längsten geschrumpft war.

Dies geschieht nach einem der längsten Rückgänge der breiten Geldmenge in den USA, der je verzeichnet wurde.

Auch andere alternative Indikatoren deuten auf eine Rückkehr der Makro-Liquidität hin. So ist beispielsweise der jüngste Anstieg der gesamten Stablecoin-Marktkapitalisierung bei den größten Stablecoins USDT, USDC und DAI ebenfalls ein Beleg für diesen Anstieg der Gesamtliquidität auf Makroebene.

Market Caps: Stablecoins vs Bitcoin



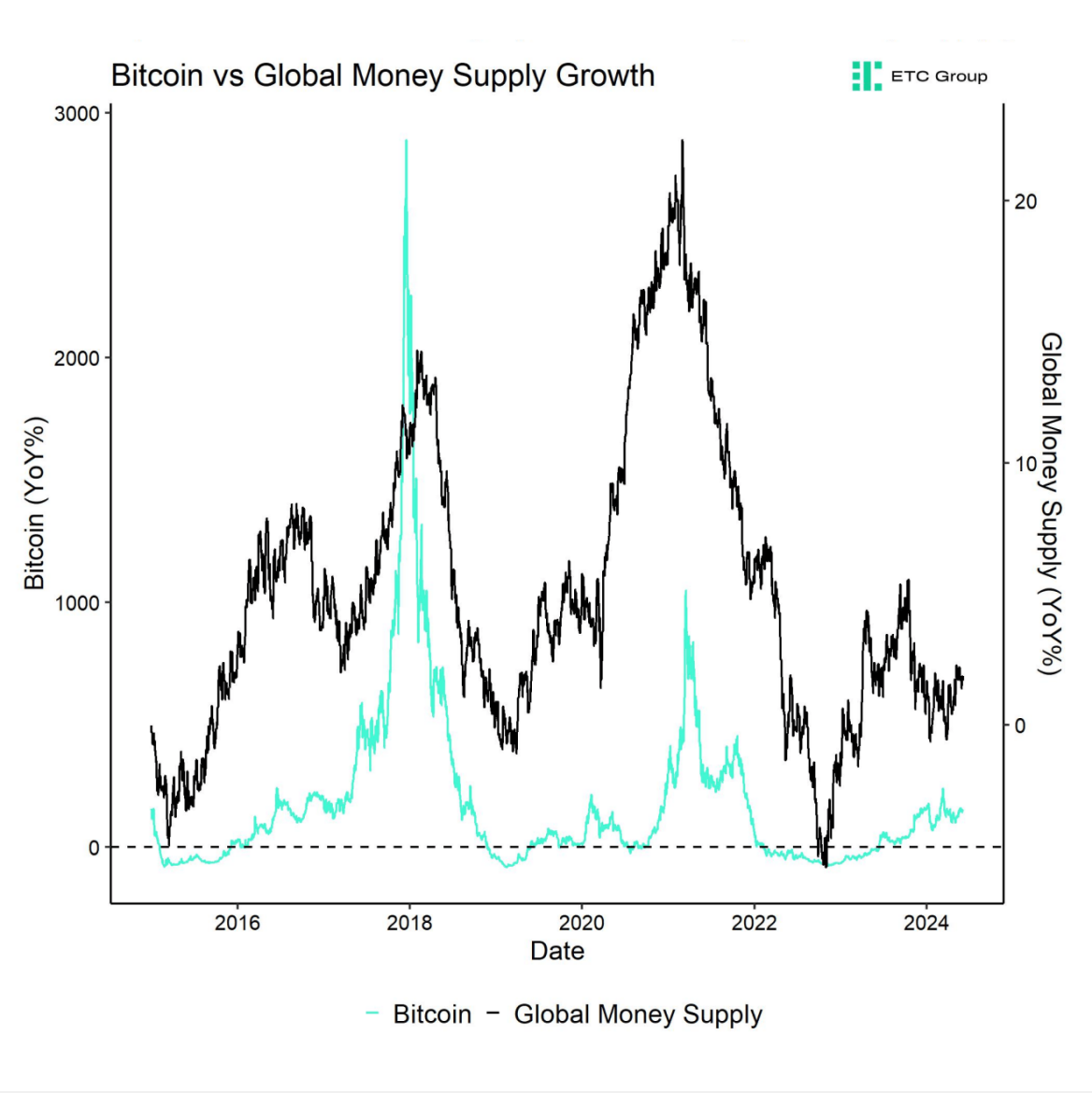
*USDT, USDC and DAI; Source: Bloomberg, Glassnode, ETC Group

Dieser Anstieg der gesamten Stablecoin-Marktkapitalisierung fiel auch mit dem Beginn des Bitcoin-Bullenmarktes ab 2023 zusammen.

Der Grund, warum diese Rückkehr der Makro-Liquidität so wichtig ist, liegt darin, dass es im Allgemeinen eine enge Beziehung zwischen der Performance von Bitcoin und Kryptowährungen und den Wachstumsmetriken von Geldmenge und Liquidität gibt.

In der Tat war die Entwicklung von Bitcoin in der Vergangenheit eng mit dem Auf und Ab des globalen Geldmengenwachstums verknüpft.

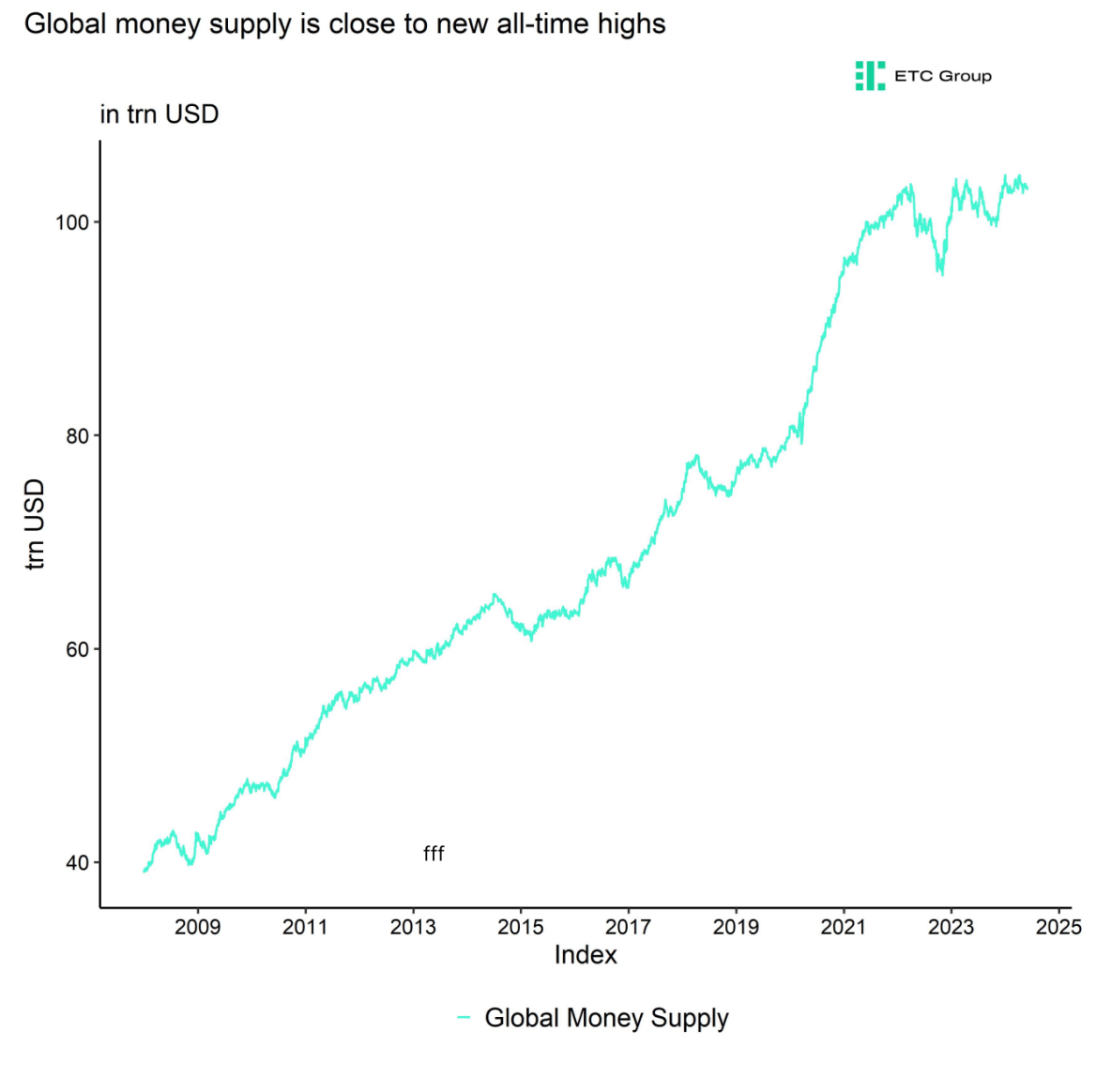
Bitcoin vs Global Money Supply Growth



Source: Bloomberg, ETC Group

Während die US-Geldmenge die Talsohle zu durchschreiten scheint und wieder ansteigt, befindet sich die globale Geldmenge bereits in der Nähe neuer Allzeithochs und hat sich seit Ende 2022 beschleunigt - was mit dem Tiefstand von Bitcoin (im November 2022) übereinstimmt. Auf den ersten Blick scheint die Tatsache, dass die globale Geldmenge nahe an ihrem Allzeithoch ist, mit der Tatsache übereinzustimmen, dass Bitcoin gerade ebenfalls neue Allzeithochs erreicht hat.

Global Money Supply



Source: Bloomberg, ETC Group

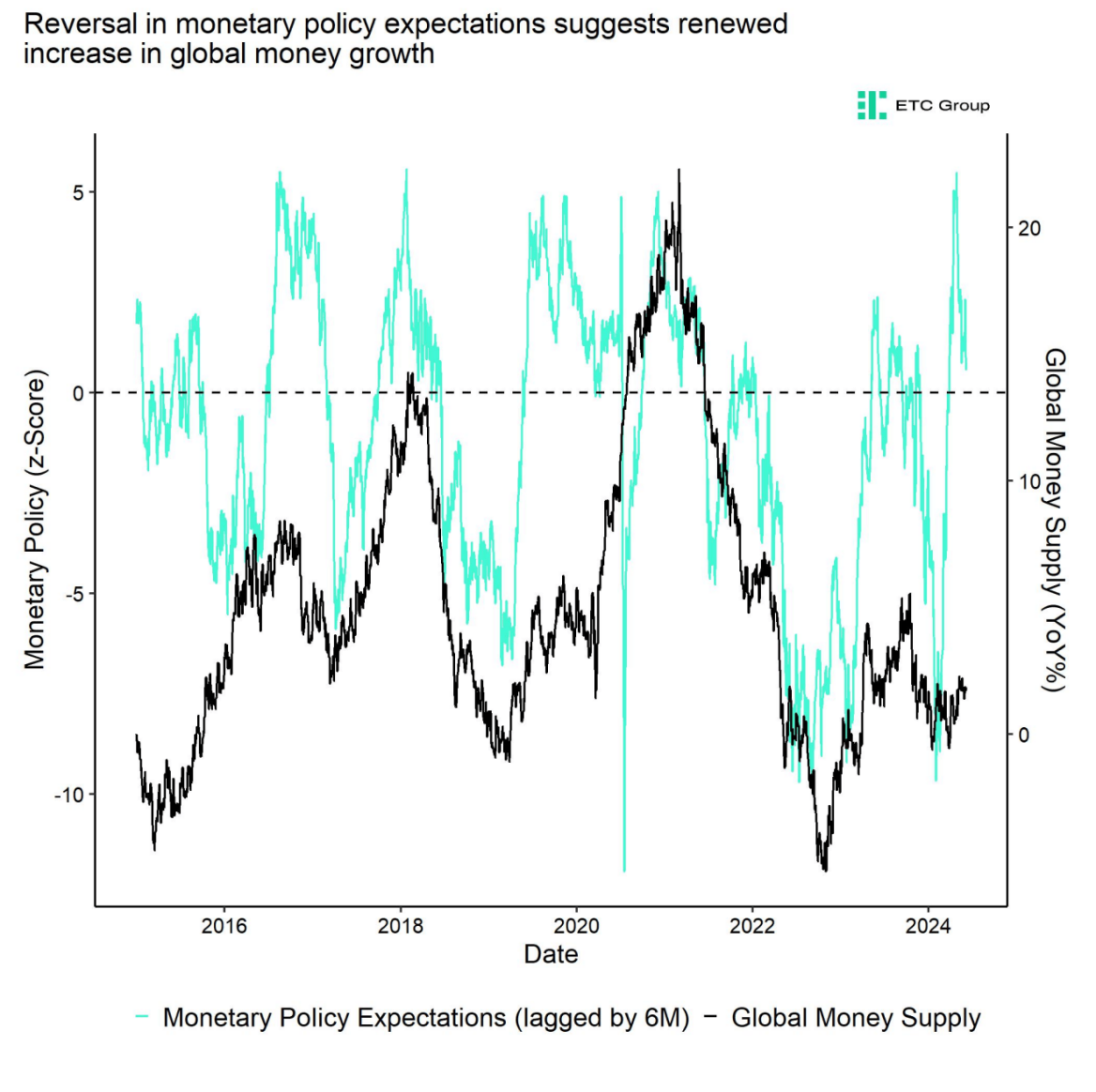
Wie wird sich dies in Zukunft entwickeln?

Es ist jedoch wichtig zu beachten, dass die Entwicklungen auf den Finanzmärkten und die Geldpolitik den Entwicklungen bei den harten Daten wie dem globalen Geldmengenwachstum vorausgehen.

Auf der Grundlage einer täglichen Messung der geldpolitischen Erwartungen, die von den Finanzmarktpreisen abgeleitet wird, haben die geldpolitischen Erwartungen eine erneute Beschleunigung des weltweiten Geldmengenwachstums signalisiert.

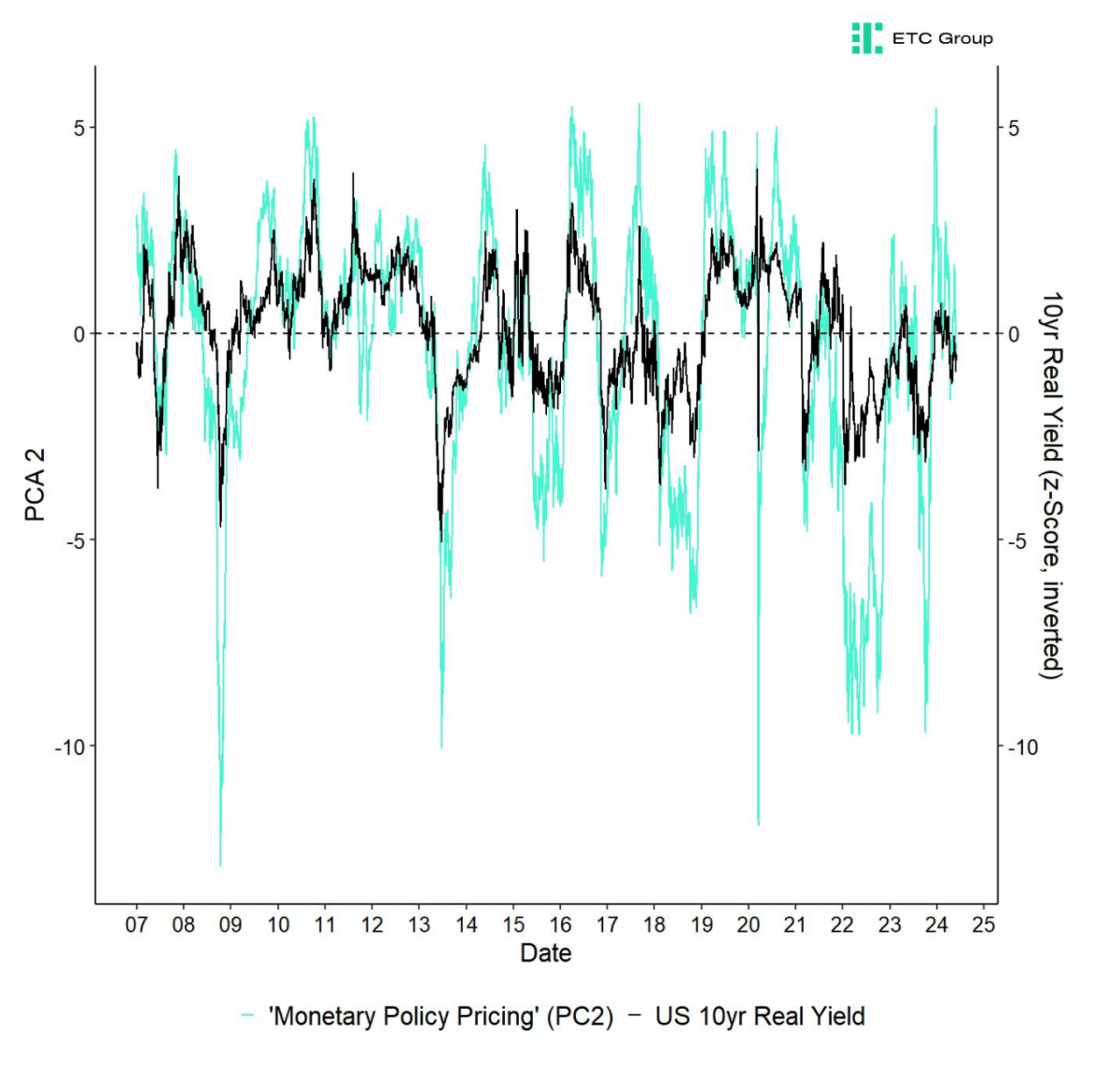
Diese jüngste Lockerung der geldpolitischen Erwartungen hat sich noch nicht in harten Daten wie dem Geldmengenwachstum niedergeschlagen.

Monetary Policy Expectations vs Global Money Supply



Source: Bloomberg, ETC Group

Monetary Policy Pricing vs US 10yr Real Yield



Source: Bloomberg, ETC Group

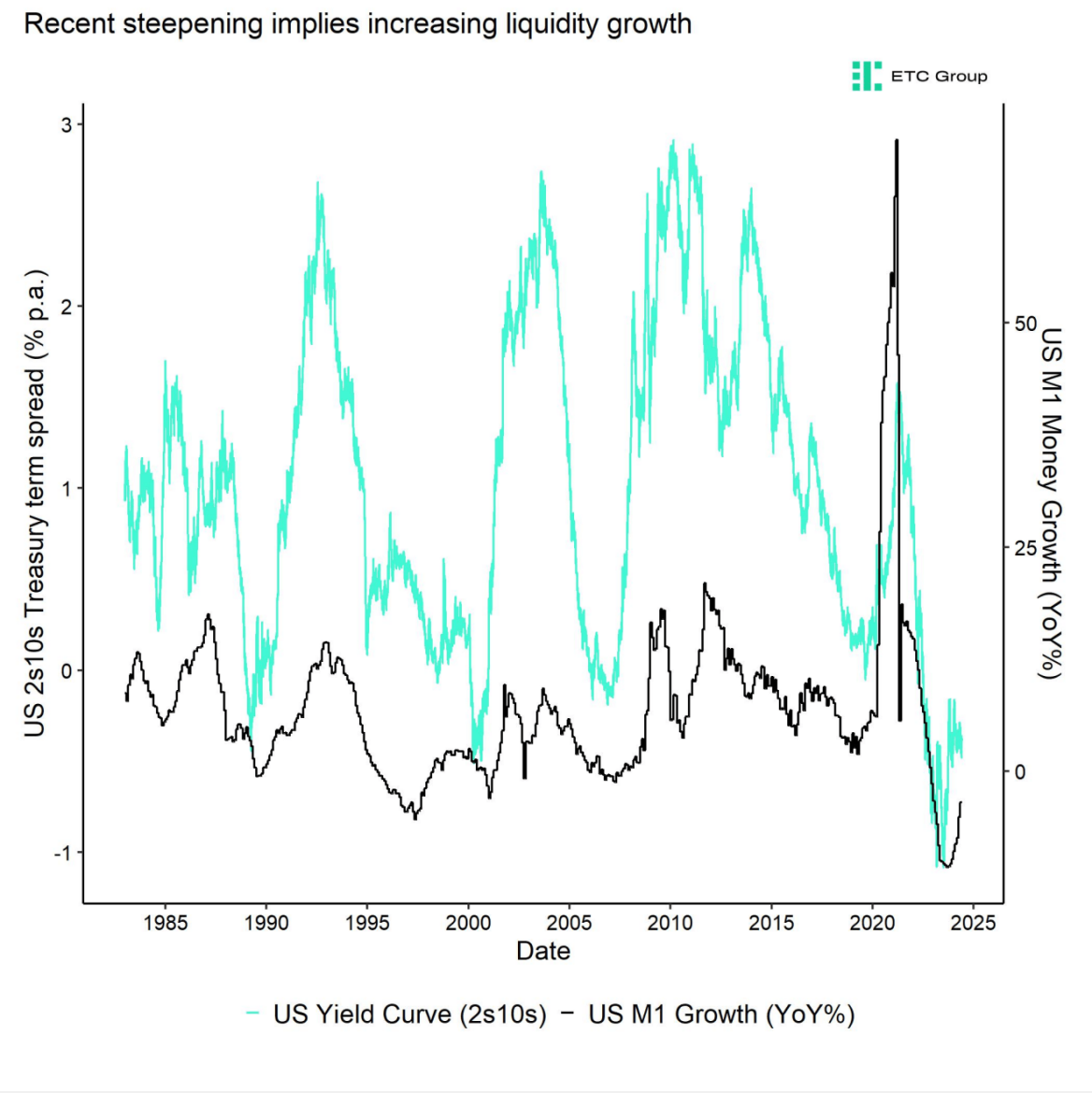
Der Grund für diese Verschiebung der geldpolitischen Erwartungen ist die Tatsache, dass die Märkte in Erwartung eines endgültigen geldpolitischen Kurswechsels der Fed im Allgemeinen zugelegt haben. So preisen die Märkte beispielsweise immer noch einen Zinssenkungszyklus der Fed ein.

Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts preisen die Fed Funds Futures eine weitere Zinssenkung bis Dezember 2024 ein, da die Arbeitsmarkt- und Inflationszahlen in jüngster Zeit schwächer als erwartet ausgefallen sind. Der Markt geht also davon aus, dass die Fed den Zinssenkungszyklus bereits im Jahr 2024 beginnen wird.

Infolgedessen hat auch die US-Renditekurve begonnen, steiler zu werden, da die kurzfristigen Zinsen in Erwartung dieser möglichen Zinssenkungen schneller gesunken sind als die langfristigen Renditen.

Dies steht im Einklang mit einem erwarteten Anstieg der US-Liquidität wie der Geldmenge M1.

US 2s 10s Treasury term spread vs US liquidity growth



Source: Bloomberg, ETC Group

Im Allgemeinen besteht auch eine umgekehrte Beziehung zwischen dem kurzen Ende der Zinskurve und der Steilheit der Zinskurve. Mit anderen Worten: Die Steilheit der Zinskurve wird im Allgemeinen durch das kurze Ende und letztlich durch die Fed Funds

Rate bestimmt.

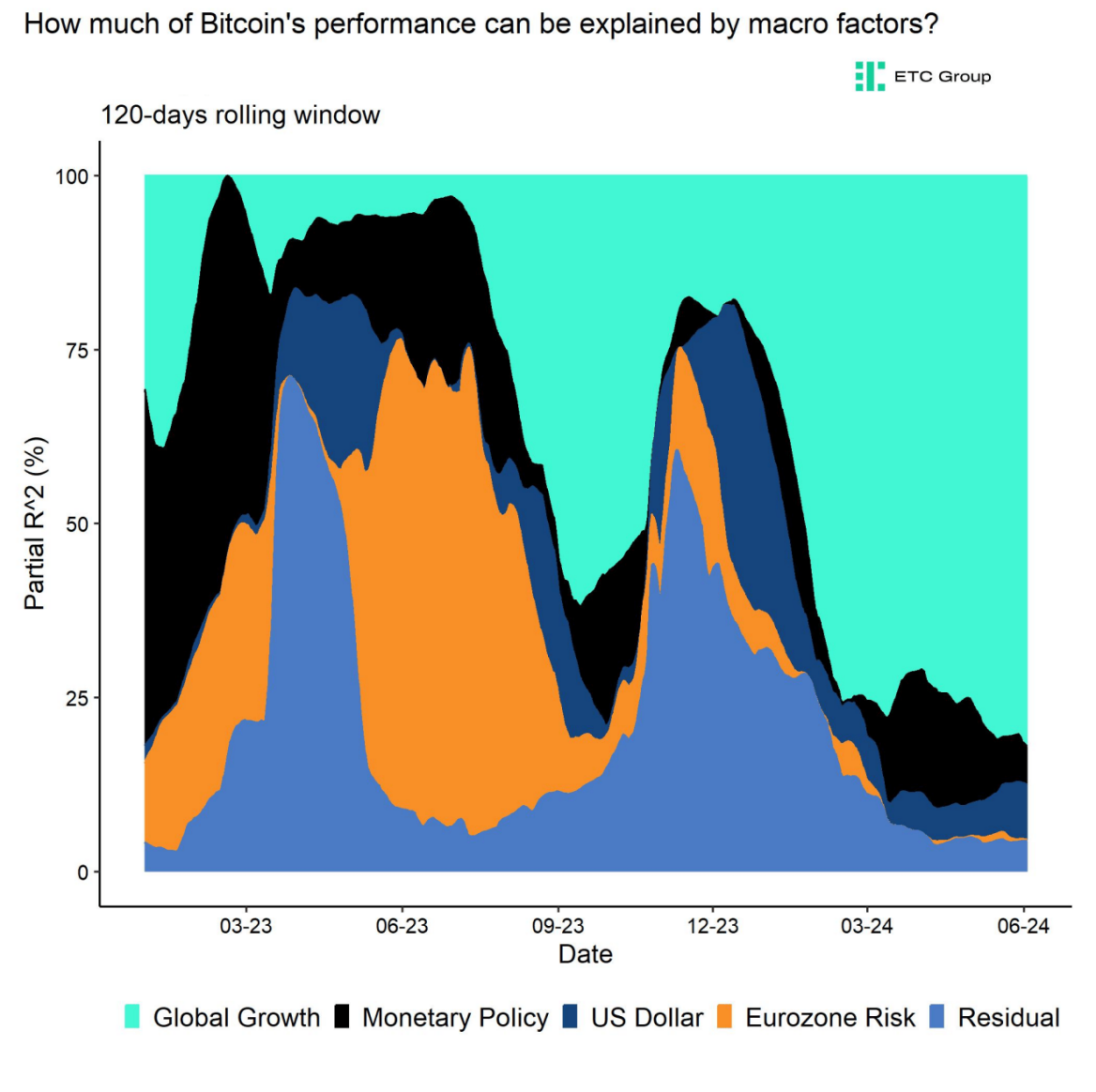
Wie könnte sich diese (erwartete) Kehrtwende in der US-Geldpolitik auf Bitcoin auswirken?

Zunächst einmal ist die Empfindlichkeit von Bitcoin gegenüber der Geldpolitik nicht immer geradlinig und linear.

Es ist wichtig zu beachten, dass manchmal die Geldpolitik wichtig sein kann, während manchmal die globalen Wachstumserwartungen oder andere Makrofaktoren wichtiger sein können. Wir sprechen von sogenannten "Makro-Regimen".

Nach unseren Berechnungen konnten in den letzten 120 Handelstagen rund 82% der Bitcoin-Performance mit Veränderungen der globalen Wachstumserwartungen erklärt werden, nicht mit der Geldpolitik!

Rolling partial R^2 of macro factors to Bitcoin



Source: Bloomberg, ETC Group

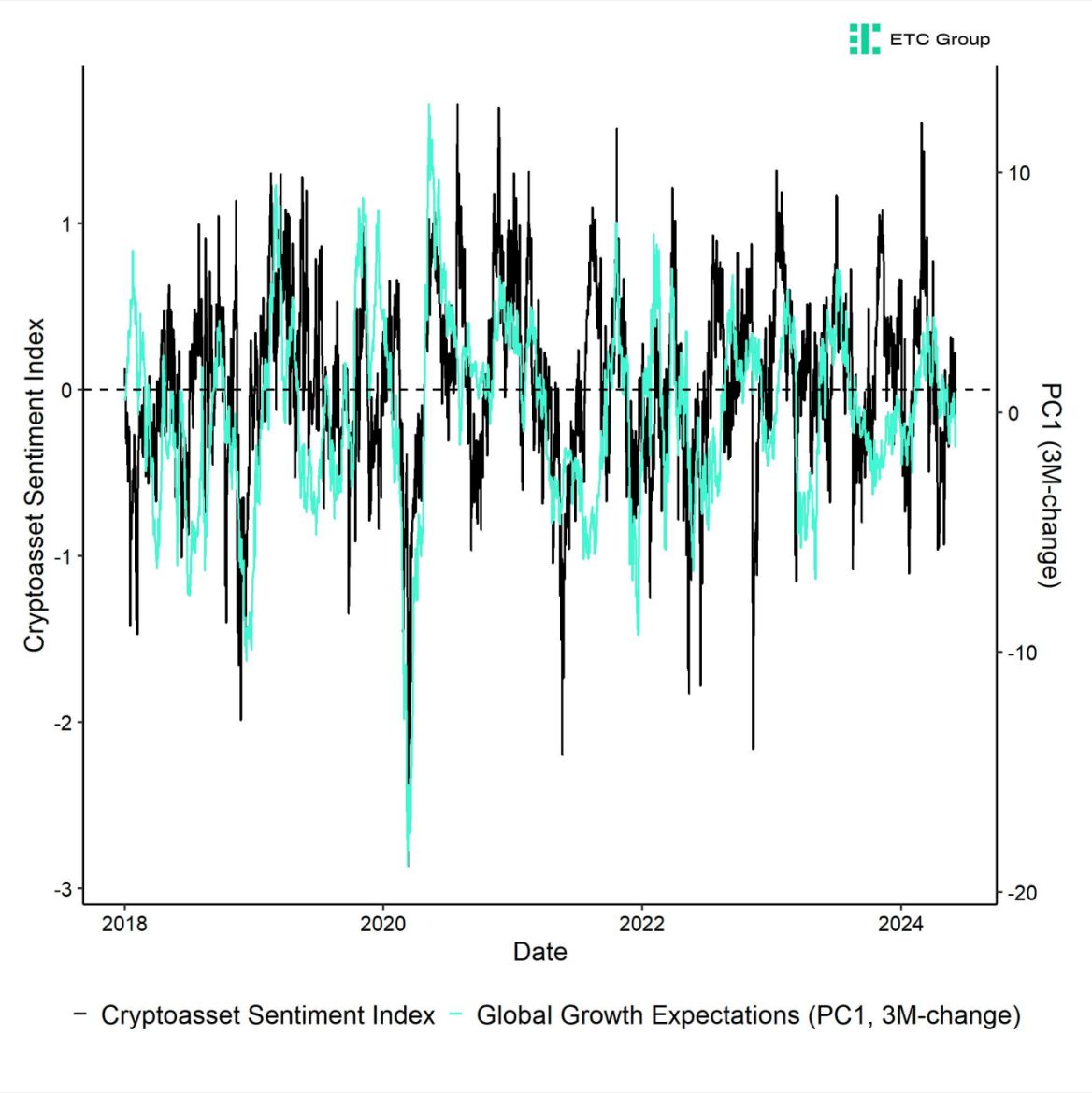
Tatsächlich hat sich das Jahr 2024 bisher als das Jahr erwiesen, in dem die globalen Wachstumserwartungen der bisher dominierende Makrofaktor waren. Dies ist insofern interessant, als dass eher münzspezifische Faktoren wie die Zulassung des US-Spot-Bitcoin-ETF in den USA im Januar oder die Bitcoin-Halbierung im April bisher keine wichtige Rolle gespielt haben.

Es scheint, als ob die chinesische Reflation und das US-Narrativ der sanften Landung den Bitcoin im Jahr 2024 von der Makro-Seite her unterstützt haben.

Abgesehen davon werden verbleibende Nicht-Makro-Faktoren wie die Bitcoin-Halbierung im Spätsommer für die Bitcoin-Performance wahrscheinlich an Bedeutung gewinnen. In der Tat zeigen Veränderungen der globalen Wachstumserwartungen im Allgemeinen eine relativ hohe Korrelation mit dem Kryptoasset-Sentiment.

Die Korrelation liegt bei etwa 0,4. Mit anderen Worten, die Makro-Stimmung (globale Wachstumserwartungen) korreliert tendenziell mit der Bitcoin- und Krypto-Stimmung.

Cryptoasset Sentiment vs Global Growth Expectations

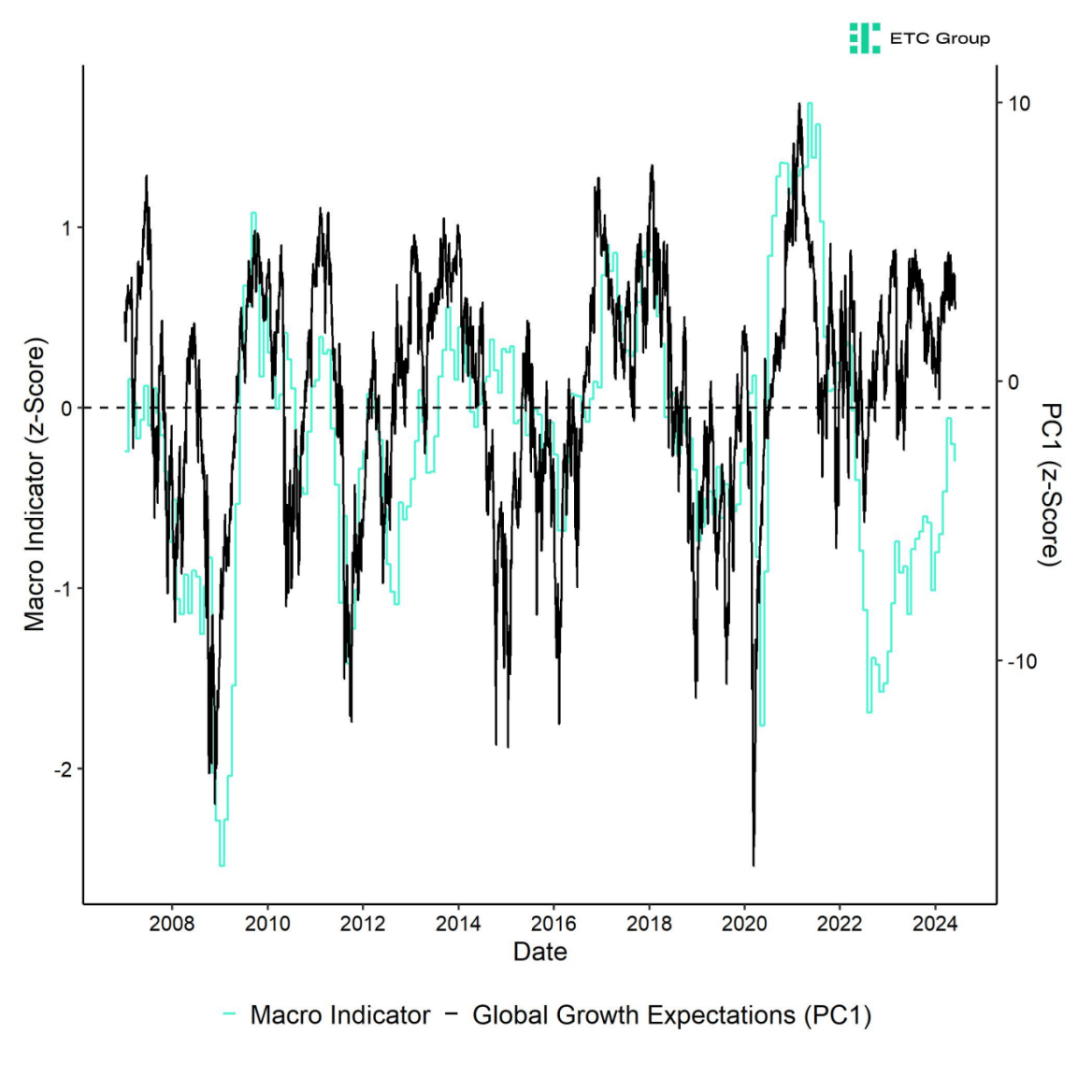


Source: Bloomberg, Coinmarketcap, Glassnode, NilssonHedge, alternativ.me, ETC Group

Die Finanzmärkte haben bereits viele positive Erwartungen hinsichtlich des globalen Wachstums eingepreist.

Tatsächlich haben sie bereits eine deutliche Beschleunigung der Frühindikatoren selbst eingepreist. Das Gleiche gilt für alternative Hochfrequenz-Makroindikatoren wie das Kupfer-Gold-Verhältnis oder den Aussie-Yen-Wechselkurs.

Macro Indicator vs Global Growth Expectations



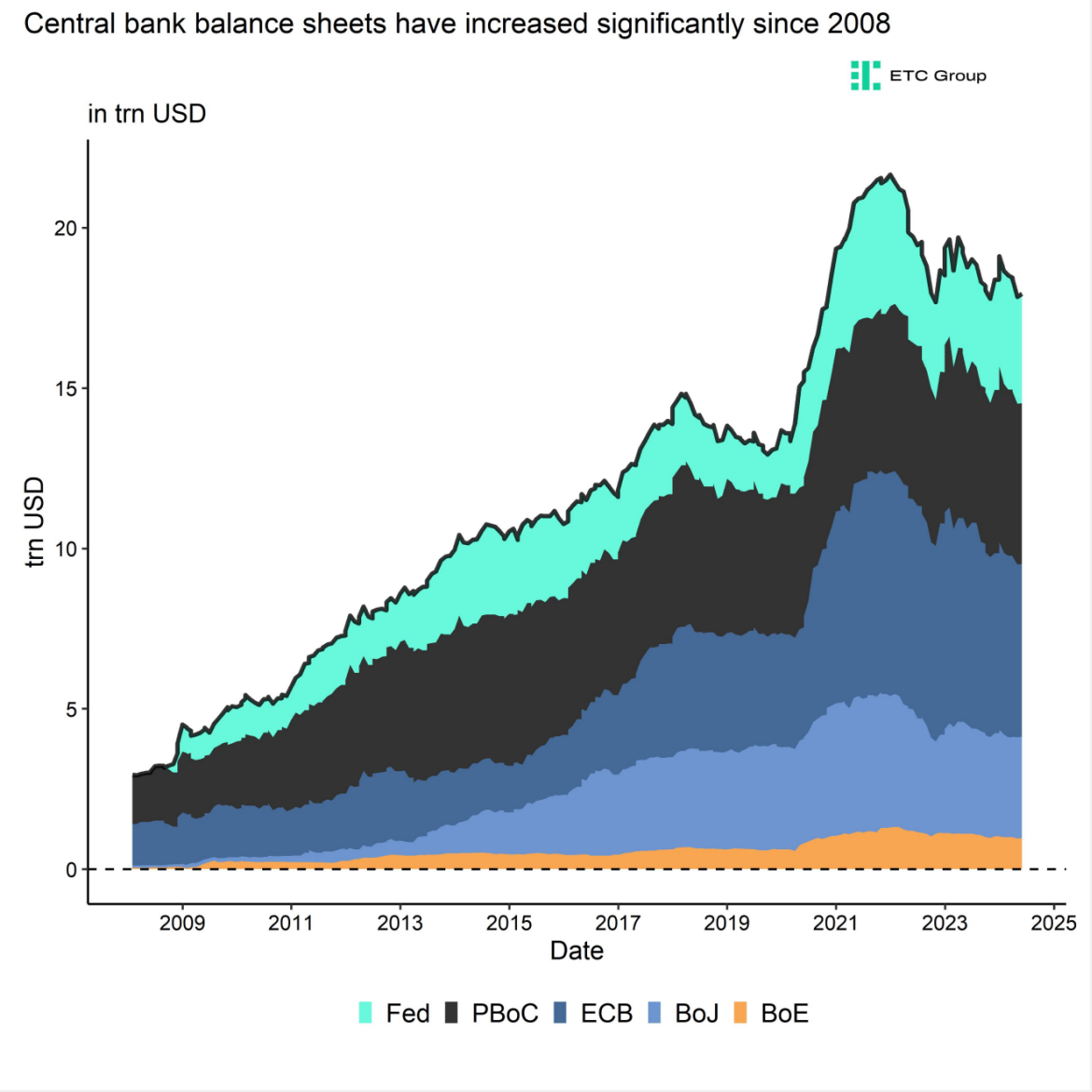
Source: Bloomberg, ETC Group

All diese Indikatoren deuten darauf hin, dass die Märkte bereits ein recht günstiges globales Wachstumsbild einpreisen/erwarten. Das Risiko scheint also asymmetrisch nach unten gerichtet zu sein.

Gleichzeitig stagnieren die Bilanzen der G5-Zentralbanken insgesamt immer noch.

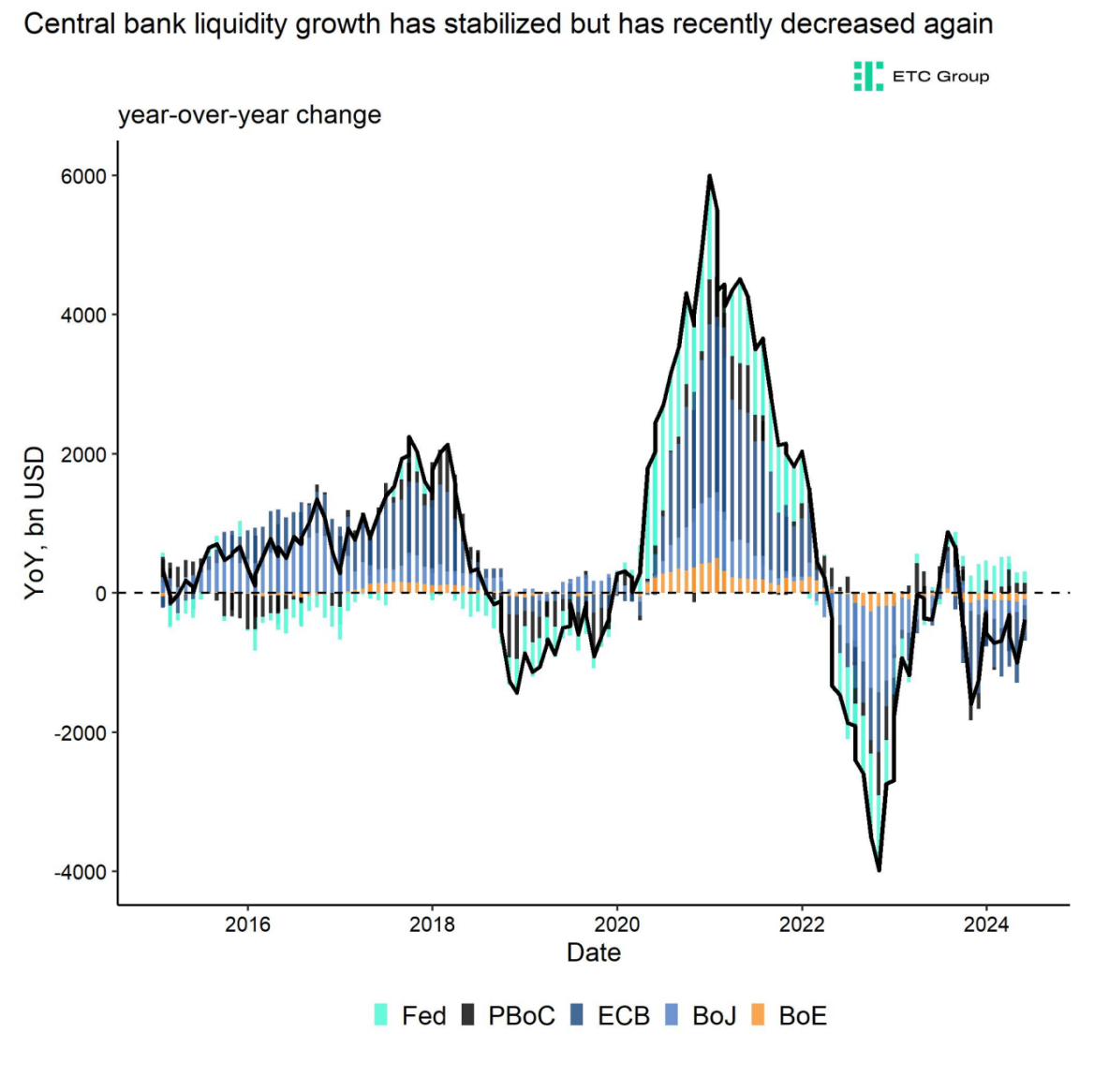
Der Grund dafür ist nicht so sehr die Fed, sondern vor allem die Tatsache, dass die chinesische Zentralbank (PBoC) derzeit ihre Geldpolitik strafft, indem sie massive Mengen an Liquidität abzieht.

Global Central Bank Liquidity



Source: Bloombergc, ETC Group

Global Central Bank Liquidity



Source: Bloomberg, ETC Group

Es stimmt jedoch, dass sich das chinesische Wachstum in letzter Zeit beschleunigt hat, wenn man die Hochfrequenzindikatoren wie den Baltic Dry Index, den Shanghai Containerized Freight Index oder Kupfer selbst betrachtet.

Auch die chinesischen Einkaufsmanagerindizes des verarbeitenden Gewerbes signalisieren ein Wachstum.

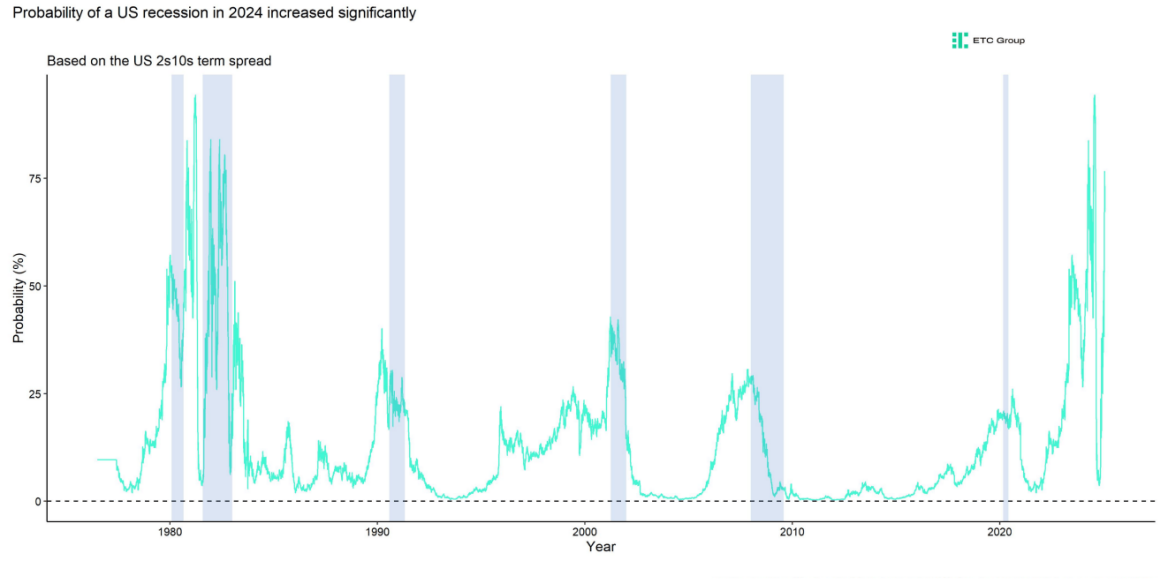
Der chinesische Kreditimpuls, der ein Frühindikator für die chinesische Wirtschaft und den globalen Produktions- und Rohstoffzyklus ist, ist nach wie vor rückläufig (<0%). Auch das chinesische M1-Geldmengenwachstum schrumpft mit einer Rate von -1,4 % im Jahresvergleich.

Dies bedeutet, dass die jüngste Beschleunigung des chinesischen Wachstums höchstwahrscheinlich nur von kurzer Dauer ist.

Zurück zur US-Renditenstrukturkurve und der potenziellen Liquiditätswende in den USA. Dieselbe Renditekurve, die einen Anstieg der Liquidität impliziert, kann auch zur Vorhersage einer Rezession verwendet werden. Der Grund dafür ist, dass Unternehmen und Haushalte in Rezessionen mehr Liquidität halten.

In der Tat verwendet die NY Fed den US 2y10s Term Spread (d.h. die Renditekurve) auch als Vorhersage für US-Rezessionen.

Probability of a US recession in 2024 increased significantly



Source: Bloomberg, ETC Group; own calculations; gray areas denote actual NBER US recessions

Die Rezessionswahrscheinlichkeit in den USA liegt immer noch deutlich über 50 %.

Wir halten einen Rückgang der US-Beschäftigung ab diesem Sommer für recht wahrscheinlich. Die folgenden Frühindikatoren deuten bereits auf einen Rückgang der Beschäftigung in den USA hin:

- NFIB Einstellungspläne
- ISM-Beschäftigungsindizes für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor
- "Mel-Regel" und Änderungen bei der Arbeitslosigkeit
- NY Fed Verbrauchererwartungen: Wahrscheinlichkeit, einen Job zu verlieren minus einen zu finden

- Conference Board Verbraucherumfrage: Jobs "schwer zu bekommen" minus Jobs "reichlich vorhanden"

So ist die US-Wirtschaft noch nie ohne Ausnahme von einer Rezession verschont geblieben, wenn die prozentuale Veränderung der Arbeitslosenzahlen im Jahresvergleich mehr als 10 % betrug. Die Daten für April haben diese Schwelle mit +10,5 % gegenüber dem Vorjahr bereits überschritten.

Obwohl der potenzielle Katalysator, der die US-Wirtschaft in eine Rezession stürzen könnte, nach wie vor ungewiss ist, ist es recht wahrscheinlich, dass vorübergehend höhere Anleiherenditen aufgrund eines kurzfristigen Anstiegs der Inflation zu einem erneuten Aufflammen der (regionalen) Bankenprobleme führen könnten.

Ende des ersten Quartals 2024 beliefen sich die nicht realisierten Verluste auf Wertpapiere im Besitz von Geschäftsbanken nach Angaben der FDIC immer noch auf 517 Mrd. USD. Mit anderen Worten: Viele Geschäftsbanken stehen in ihrer Bilanz weiterhin deutlich "unter Wasser". Das Bank Term Funding Program (BTFP) wurde von der Fed bereits im März eingestellt, so dass sich weitere Belastungen in den Aktienkursen regionaler Banken wie dem KRX-Index niederschlagen könnten.

Dies ist einer der wichtigsten Hochfrequenz-Indikatoren, den Anleger im Auge behalten sollten, da regionale Bankaktien in der Regel ein Hochfrequenz-Indikator sowohl für den NFIB-Optimismus für Kleinunternehmen als auch für den NAHB-Wohnungsmarktindex sind.

How could a potential deceleration in global growth expectations and US recession affect Bitcoin?

Leider haben wir nur eine einzige Beobachtung seit der Entstehung von Bitcoin im Jahr 2009. Die Covid-Rezession im Jahr 2020. Bitcoin verkaufte sich um mehr als -50 %, bevor er das Jahr mit einer Performance von +300 % beendete. Es ist sehr wahrscheinlich, dass wir es hier mit einer ähnlichen Entwicklung zu tun haben.

Der wahrscheinlichste Weg bleibt aufgrund des oben erwähnten makroökonomischen Gegenwinds kurzfristig rückläufig, bis die positiven Auswirkungen der Bitcoin-Halbierung in der Bitcoin-Performance stärker zu spüren sind und sich die Performance-Saisonalität gegen Ende des Jahres verbessert.

Die positiven Auswirkungen der Bitcoin-Halbierung sind in der Regel etwa 100 Tage nach dem Ereignis zu erwarten, d. h. ab August 2024. Mit anderen Worten, es ist noch nicht eingepreist. Wir haben hier eine detaillierte Analyse des verzögerten Halving-Effekts durchgeführt.

Das Positive an dieser Sichtweise ist, dass negative Makrofaktoren durch den positiven Bitcoin-Halving-Effekt gegen Ende des Jahres weniger eine Rolle spielen könnten.

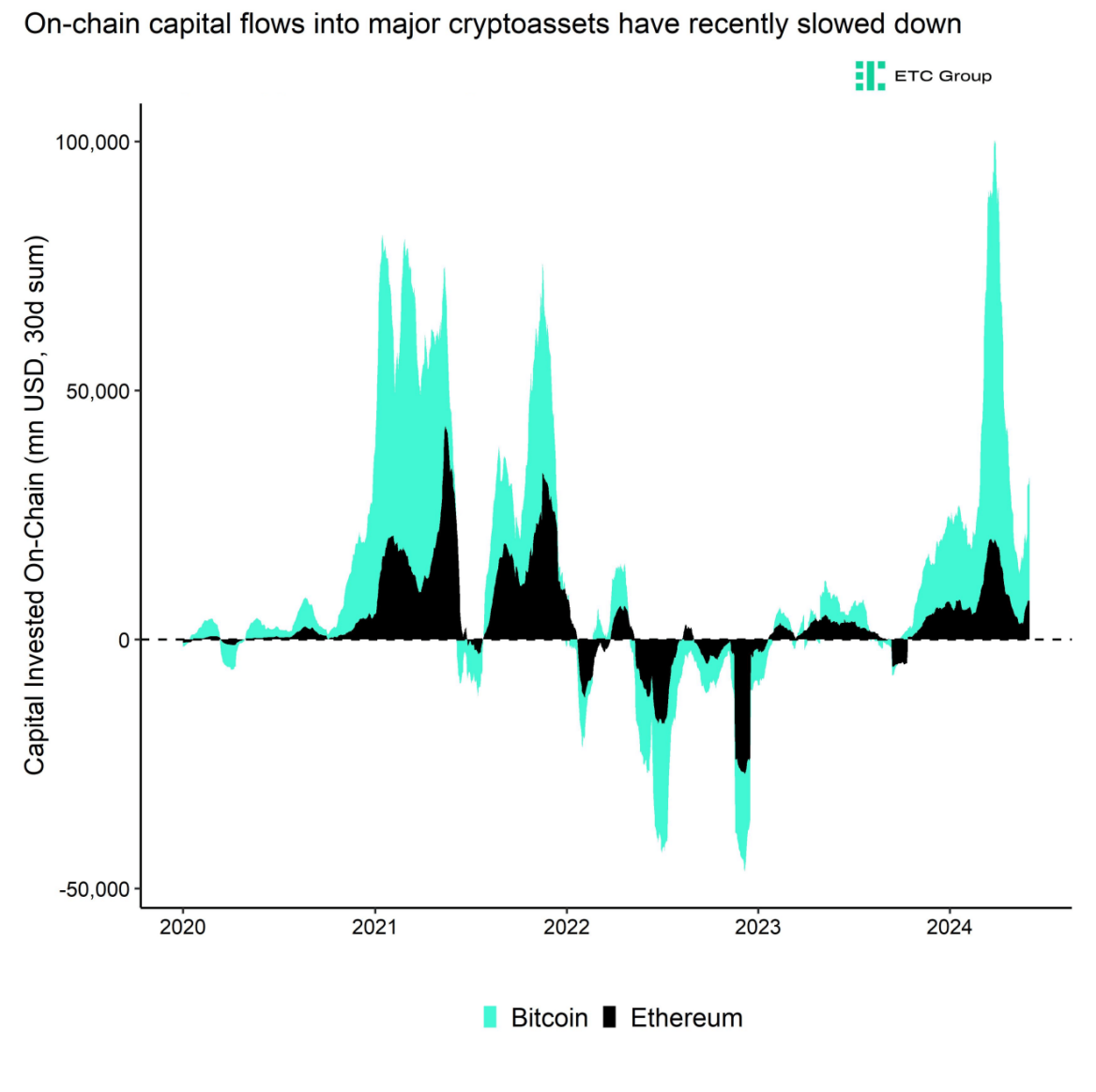
Unterm Strich: Die Liquiditätsflut wendet sich tatsächlich, aber die Märkte zeichnen bereits ein recht freundliches Wachstumsbild. Angesichts der anhaltenden geldpolitischen Straffung in China und der zunehmenden Risiken einer Rezession in den USA bestehen Abwärtsrisiken. Eine Versteilerung der Renditekurve würde eine geldpolitische Wende bedeuten, die nur inmitten einer Rezession in den USA selbst wahrscheinlich ist. Positive Auswirkungen der Halbierung werden wahrscheinlich ab August 2024 sichtbar werden, wenn makroökonomische Faktoren für die Entwicklung von Bitcoin an Bedeutung verlieren könnten.

On-Chain-Entwicklungen

Die Entwicklungen auf der Bitcoin-Kette sind im Moment eher lauwarm. Es scheint, als würde sich der Markt immer noch von der ETF-bedingten Kaufwut erholen, die wir bis Mitte März sahen, als Bitcoin auch sein letztes Allzeithoch erreichte.

Obwohl die Kapitalflüsse in letzter Zeit wieder zugenommen haben, hat sich das in die wichtigsten Kryptoassets wie Bitcoin und Ethereum investierte Kapital seit Mitte März generell deutlich verlangsamt.

Major Cryptoassets: Capital Invested On-Chain



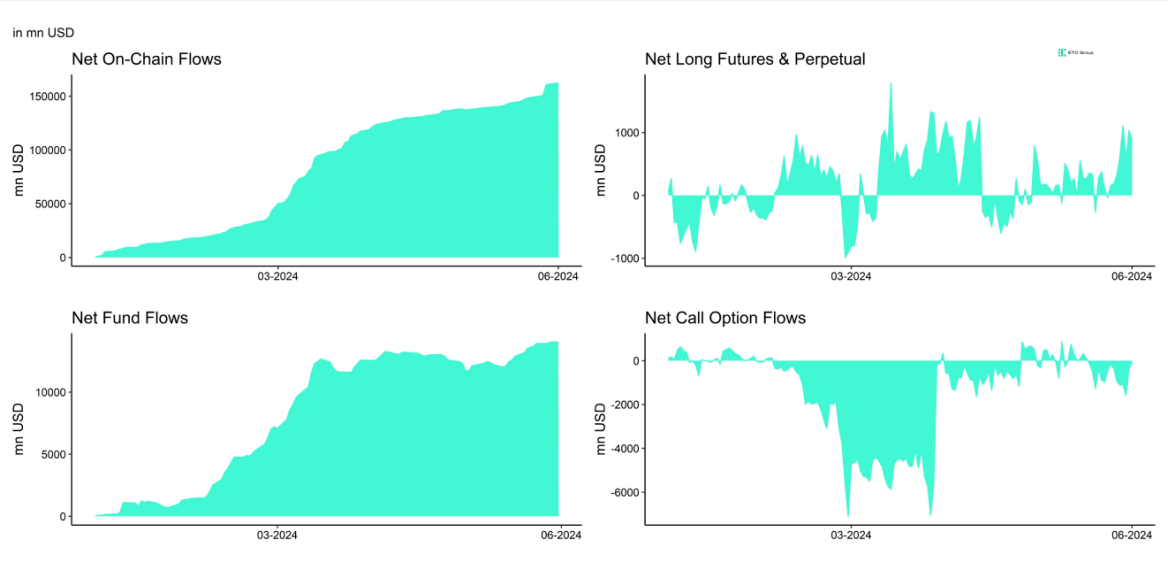
Source: Glassnode, ETC Group

Dies stimmt auch mit der allgemeinen Beobachtung überein, dass sich das Tempo der Nettozuflüsse in US-Bitcoin-Kassa-ETFs im zweiten Quartal im Vergleich zum ersten Quartal 2024 ebenfalls deutlich verlangsamt hat. Es ist jedoch wichtig anzumerken, dass diese Verlangsamung der gesamten On-Chain-Kapitalströme nicht in erster Linie mit der Verlangsamung der Bitcoin-Kassa-ETF-Ströme zusammenhängt, sondern hauptsächlich auf eine Verlangsamung der On-Chain-Kassa-Börsenvolumen zurückzuführen ist.

Obwohl die ETF-Ströme im Jahr 2024 eine viel größere Rolle spielten, kam der Großteil des seit Jahresbeginn in Bitcoin investierten Kapitals immer noch hauptsächlich über Spot-Börsen.

Tatsächlich war der kumulative Betrag der On-Chain-Flüsse fast 15-mal größer als alle kumulativen globalen Bitcoin-ETPs-Nettozuflüsse im Jahr 2024 zusammen.

Bitcoin: Cumulative Net Capital Flows (year-to-date)



Source: Glassnode, Bloomberg, ETC Group, own calculations

Es gibt mehrere kurzfristige Gegenwinde auf der Kette, die darauf hindeuten, dass die Risiken eher nach unten gerichtet sind.

Erstens: Trotz der Tatsache, dass wir anständige Nettozuflüsse in US-Bitcoin-ETFs verzeichnen konnten, sind die Nettokäufe abzüglich der Verkaufsvolumina an den Bitcoin-Börsen negativ geworden.

Dennoch gehen wir davon aus, dass der Großteil der US-Bitcoin-ETFs noch vor uns liegt. Von den 33,5 Mrd. USD, die wir vor dem Start des ETF-Handels geschätzt haben (siehe Prognosebericht hier), ist bisher nur etwa ein Drittel in US-Bitcoin-Spot-ETFs geflossen. Genauer gesagt, sind zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts etwa 13,7 Mrd. USD in US-Bitcoin-ETFs geflossen.

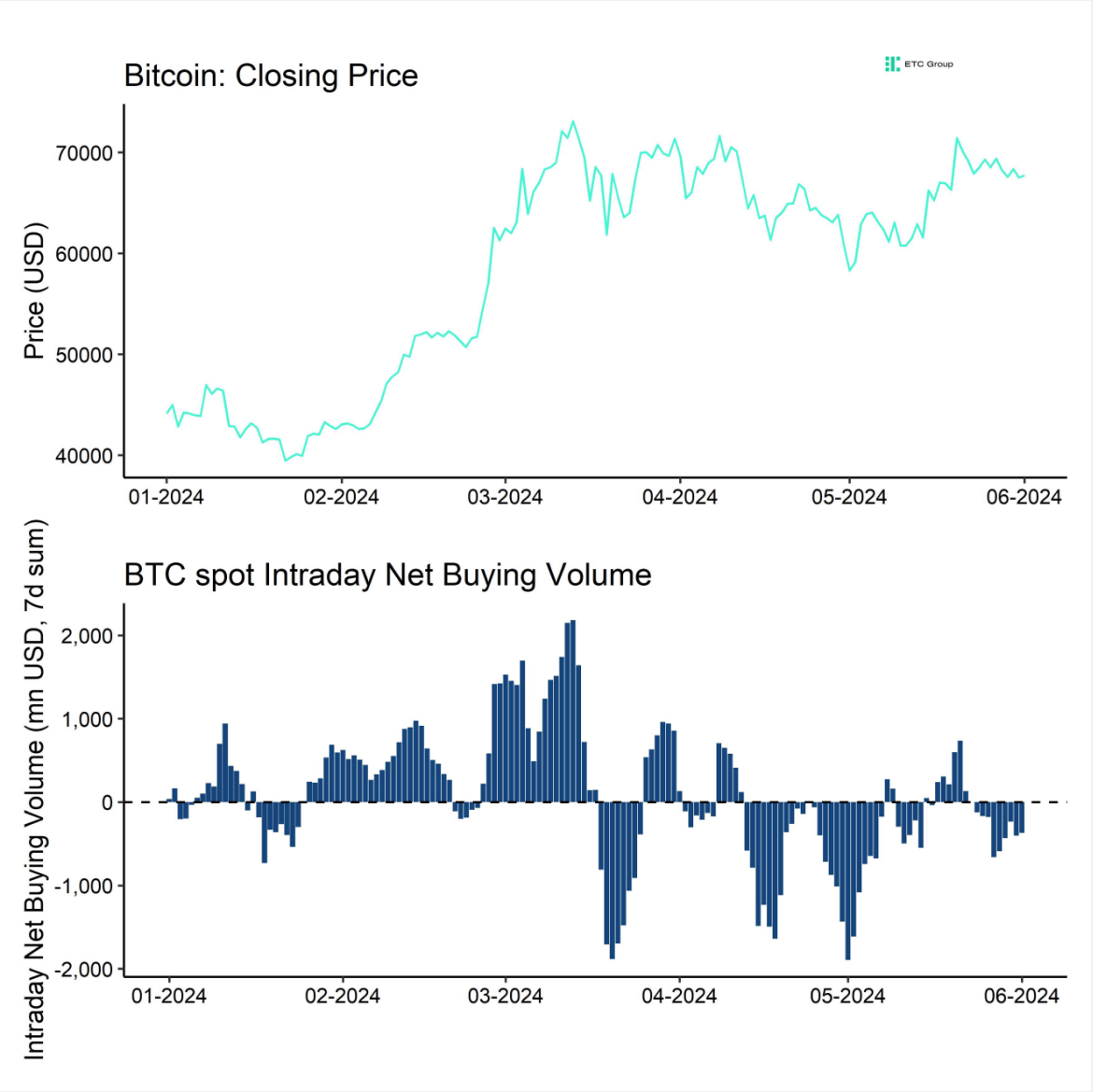
Wie hier geschätzt wird, wird dies mit ungefähr 1,6 Mrd. USD an Zuflüssen in US-Spot-ETFs drei Monate nach dem Handelsstart einhergehen.

Dennoch sollte hervorgehoben werden, dass insbesondere der US-amerikanische ETF-Markt weiterhin von Kleinanlegern dominiert wird. Die jüngsten 13F-Einreichungen in den USA haben gezeigt, dass viele institutionelle Anleger wie Hedge-Fonds und Stiftungsfonds bis zum Ende des ersten Quartals 2024 bereits in Bitcoin-ETFs investiert

sind. Sie haben jedoch auch gezeigt, dass mehr als 80 % der AuM von nicht-institutionellen Anlegern gehalten werden, die keine 13Fs eingereicht haben, d. h. hauptsächlich von Kleinanlegern.

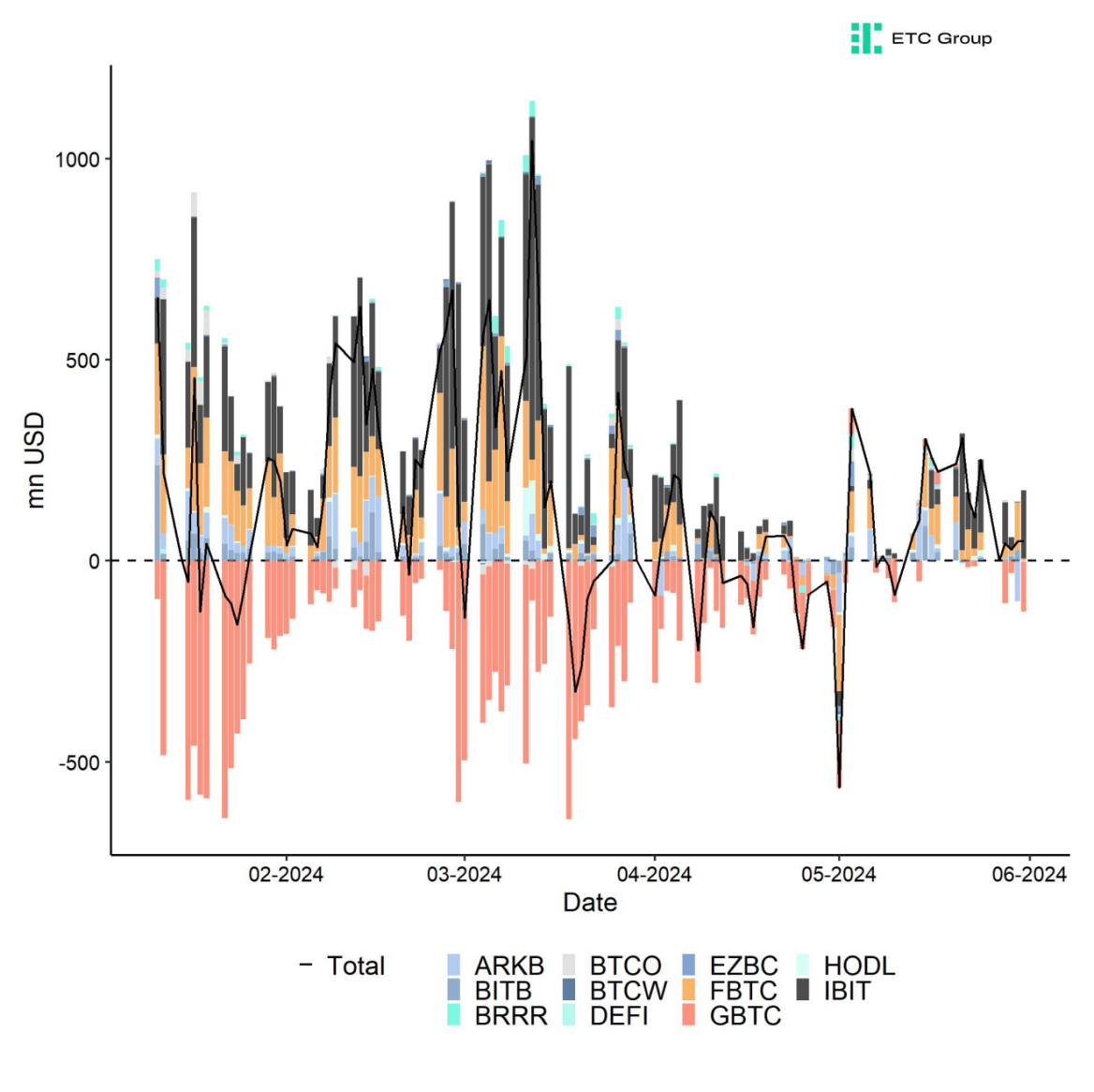
Daher ist es sehr wahrscheinlich, dass die Ströme der US-amerikanischen börsengehandelten Fonds in hohem Maße prozyklisch sind und mit den Veränderungen der allgemeinen Risikobereitschaft schwanken.

Net Buying Volumes on BTC spot exchanges have decelerated recently



Source: Glassnode, ETC Group

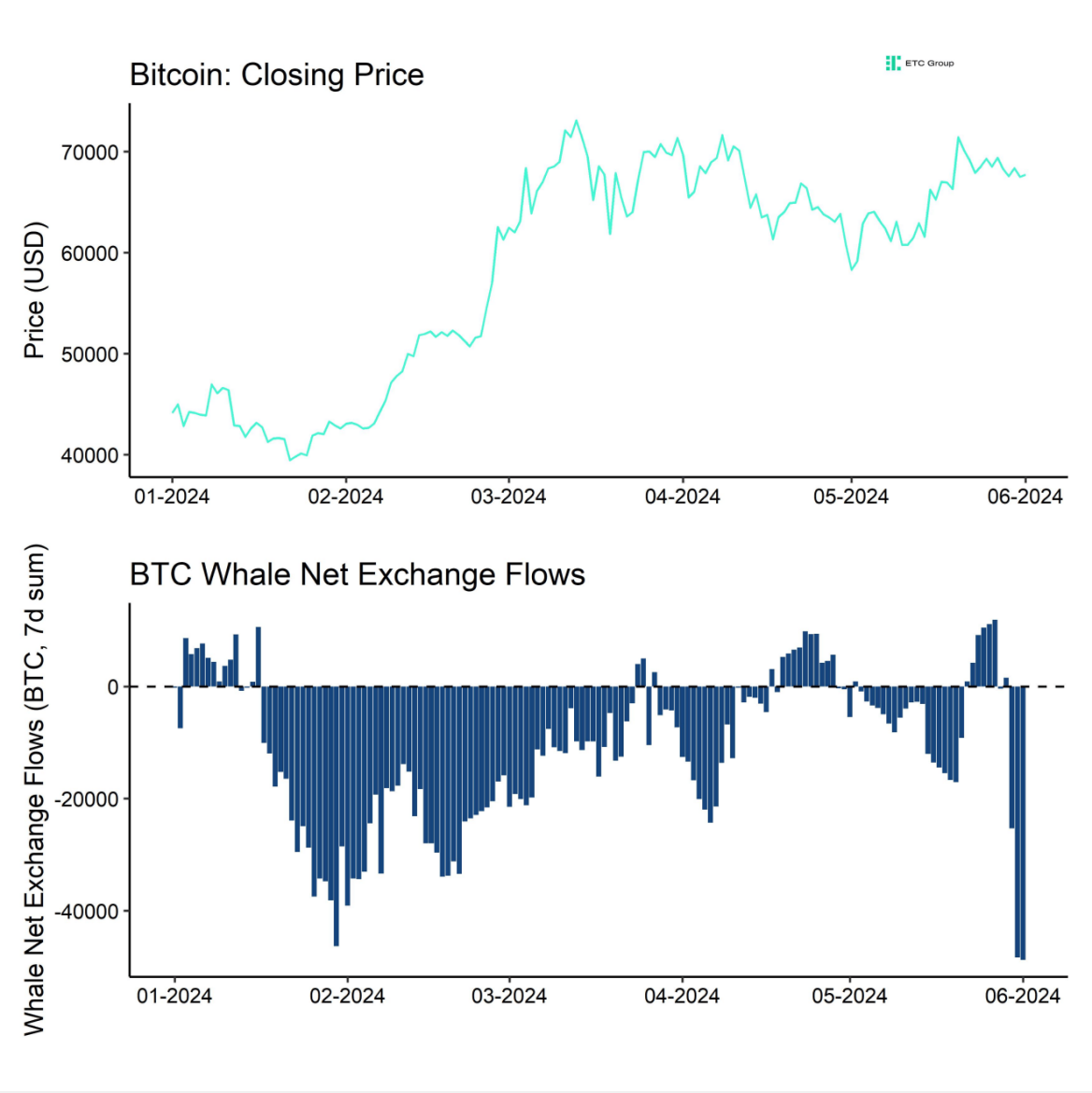
US Spot Bitcoin ETF Fund Flows



Source: Bloomberg, ETC Group; data subject to change

Der jüngste Rückgang des Nettokaufvolumens an Bitcoin-Kassabörsen scheint darauf zurückzuführen zu sein, dass die Wale in letzter Zeit Nettoverkäufer von Bitcoins waren. Tatsächlich haben Bitcoin-Wale in letzter Zeit den höchsten Nettobetrag an Bitcoins seit Jahresbeginn an Börsen gesendet, bevor sie die meisten Bitcoins seit Juli 2022 abgezogen haben.

Bitcoin whales have sent the highest amount of BTC to exchanges year-to-date

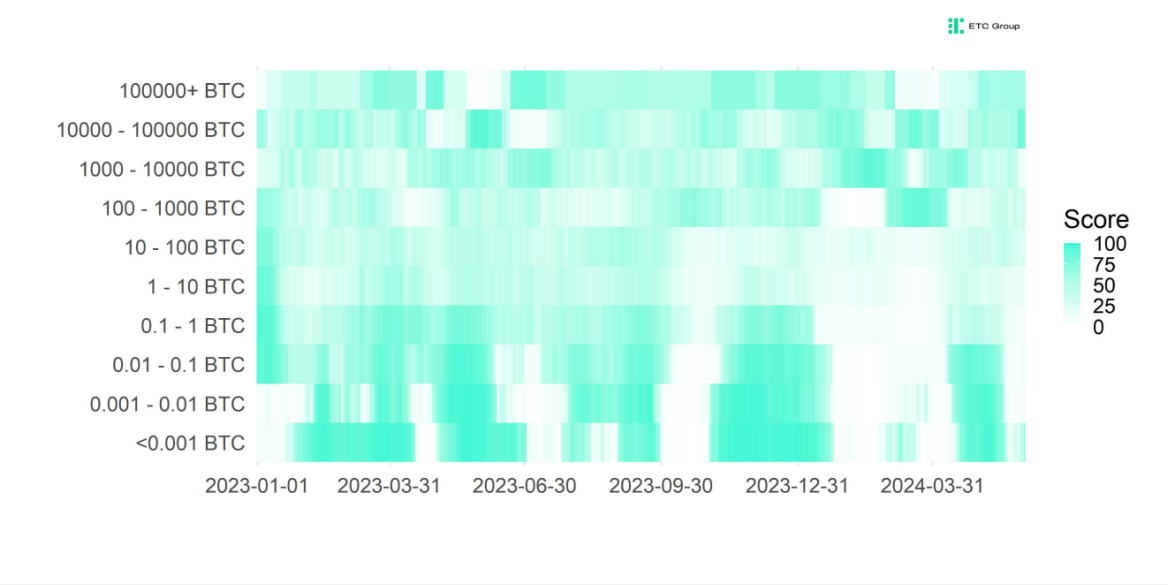


Source: Glassnode, ETC Group

Whales sind definiert als Netzwerkeinheiten, die mindestens 1.000 BTC kontrollieren. Es hat den Anschein, als hätten die Wale während der jüngsten Rallye mit dem Verkauf begonnen. In jedem Fall hatte sich der potenzielle Verkaufsdruck vorübergehend erhöht.

Dies wird durch die Tatsache bestätigt, dass sich die Akkumulationstätigkeit in letzter Zeit ebenfalls deutlich verlangsamt hat, was vor allem auf eine Verlangsamung der Akkumulation von kleinen Geldbörsen zurückzuführen ist.

Bitcoin Accumulation Score



Source: Glassnode, ETC Group

Betrachtet man die verschiedenen Anlegertypen, so haben die langfristigen Inhaber kürzlich begonnen, mehr Gewinne mitzunehmen. Dies könnte mit der Tatsache zusammenhängen, dass die Mt. Gox-Treuhänder damit begonnen haben, einige der Bestände, die hoch im Gewinn sind, zu versenden.

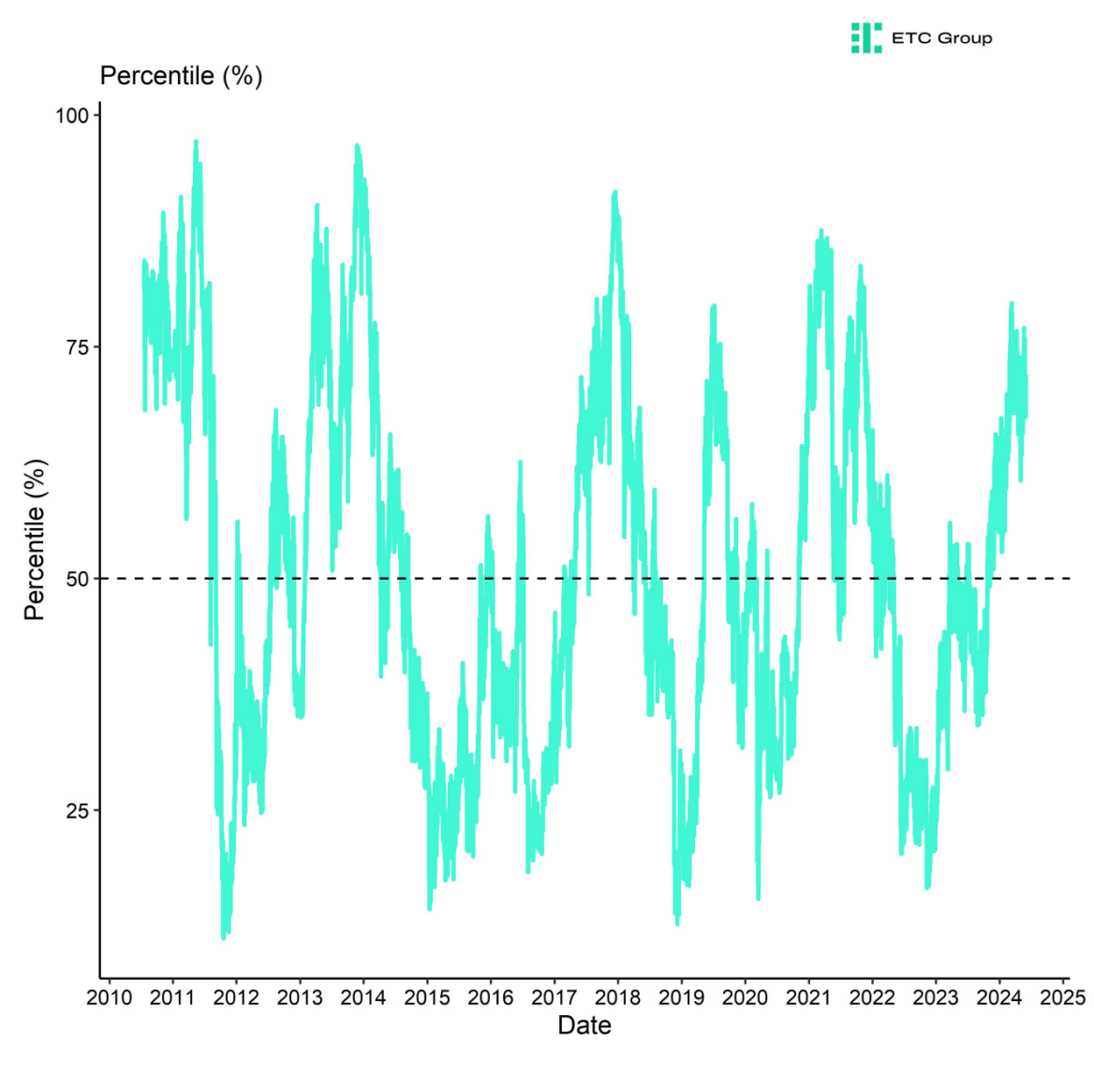
Als Reaktion auf diese Bewegungen, die offenbar mit internen Transfers zwischen den Cold Wallets von Mt. Gox zusammenhängen, haben die Märkte in letzter Zeit nachgegeben.

Allerdings könnten diese Überweisungen ein Signal für eine bevorstehende Verteilung dieser Bitcoins an den Börsen sein, was sicherlich einen erheblichen Druck auf den Bitcoin-Preis ausüben würde.

Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Artikels hält der Mt. Gox-Treuhänder nach Angaben von Glassnode rund 137.890 BTC.

Auch die Bitcoin-Bewertungskennzahlen bleiben trotz der jüngsten Halbierung etwas erhöht. Unser eigener zusammengesetzter Bewertungsindikator für Bitcoin, der sich aus sieben verschiedenen On-Chain-Bewertungsindikatoren zusammensetzt, liegt ebenfalls immer noch bei 75 %, was bedeutet, dass Bitcoin immer noch "moderat teuer" ist.

Bitcoin: Composite Valuation Indicator



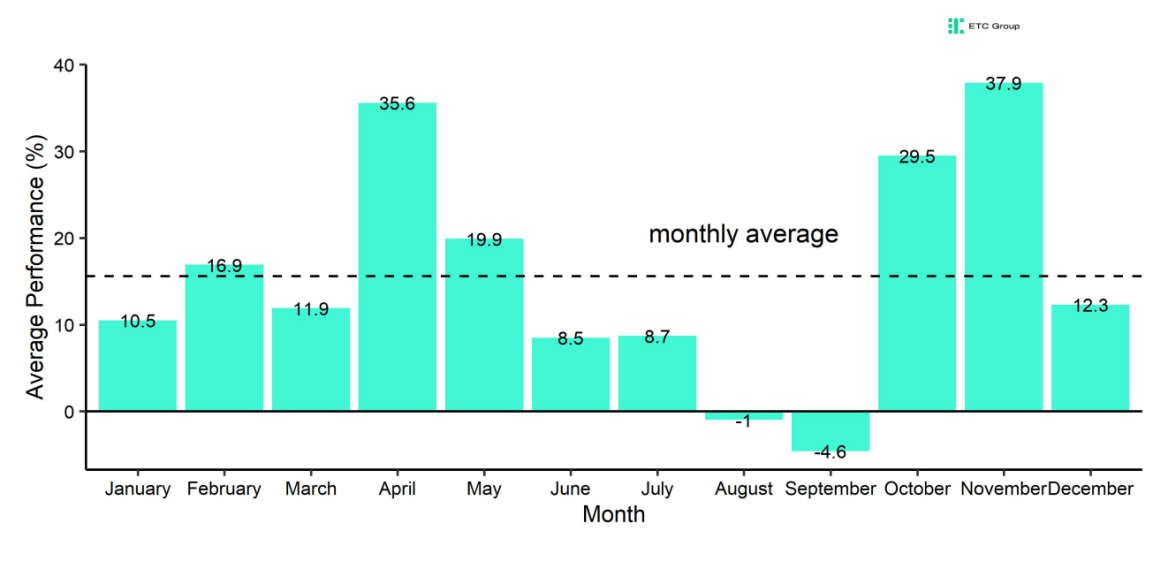
Source: Coinmetrics, ETC Group

Wir gehen weiterhin von einer kurzfristigen Schwäche aus, bis der positive Effekt der Halbierung im Sommer 2024 einsetzt.

Wir haben die vergangenen Bitcoin-Halves hier statistisch analysiert.

Diese Erwartung wird auch durch die Tatsache gestützt, dass die Saisonalität der Leistung in den Sommermonaten von Juni bis September relativ gering ist.

Bitcoin Seasonality: Average Monthly Performance



Sample: Aug 2010 - Apr 2024; Source: Glassnode, ETC Group

Betrachtet man das Verhalten der Bitcoin-Miner nach dem Halving, kann man sagen, dass es derzeit keinerlei Anzeichen für eine sogenannte "Miner-Kapitulation" gibt.

- Die Hash-Rate hat sich seit der Halbierung seitwärts bewegt: Es gab keinen signifikanten Anstieg, aber auch keinen signifikanten Rückgang;
- Der Schwierigkeitsgrad des Bergbaus wurde Anfang Mai nach unten korrigiert, aber die jüngste Anpassung des Schwierigkeitsgrads war wieder höher;
- Die BTC-Mining-Guthaben sind ziemlich stabil geblieben, mit nur geringen Ausschüttungen aus den Miner-Wallets Mitte Mai;
- Auch bei den Überweisungen von Minern an Börsen gab es keine nennenswerten Ausschläge.

Es gibt also bisher keine Anzeichen für eine sogenannte "Kapitulation der Miner" inmitten der reduzierten Blockbelohnungen, die durch das Halving ausgelöst wurden. In den vergangenen Post-Halving-Perioden kam es in den Jahren 2012 und 2016 zu großen Ausschüttungen und einem starken Rückgang der gesamten BTC-Minersalden. In der letzten Post-Halving-Periode ab Mai 2020 gab es jedoch nur geringe Rückgänge bei den BTC-Minersalden.

Unterm Strich: Wir gehen weiterhin von einer kurzfristigen Schwäche aus, bis der positive Effekt der Halbierung im Sommer 2024 einsetzt. Dies ist auf verschiedene Faktoren zurückzuführen, darunter eine Verlangsamung der ETF- und On-Chain-

Ströme, höhere Bewertungen, zunehmende Makrorisiken, verstärkter Verkaufsdruck durch Wale und eine ungünstige saisonale Performance während der Sommermonate.

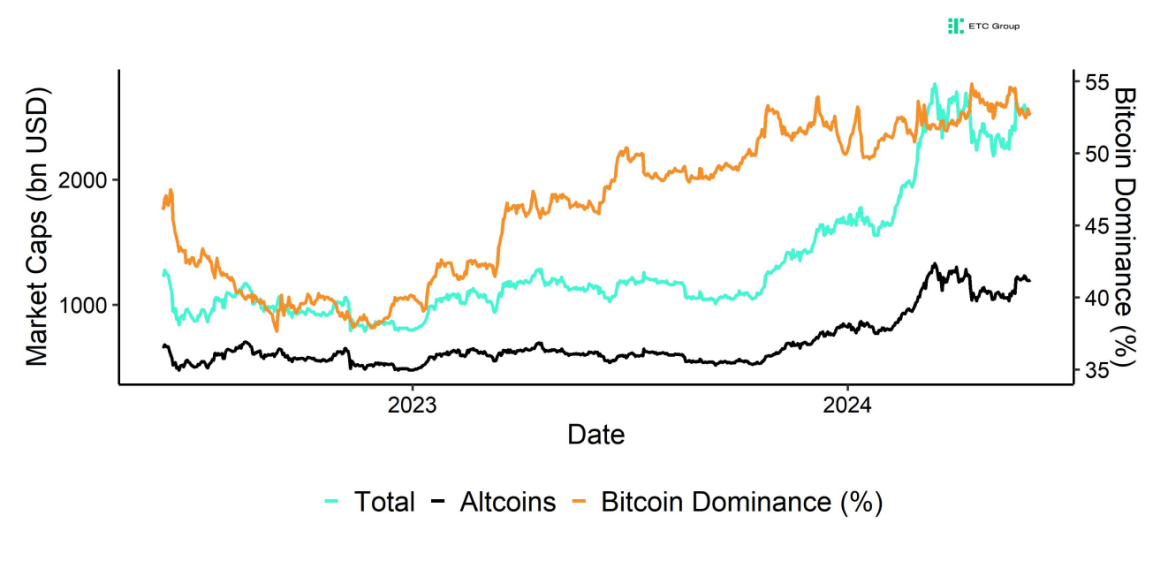
Unterm Strich

- Performance: Im Mai schnitten Bitcoin und Kryptowährungen besser ab als traditionelle Vermögenswerte wie Aktien, wobei Ethereum aufgrund der Zulassung des Ethereum-Spot-ETF in den USA an der Spitze lag. Es gab keine signifikante Outperformance von Altcoins, was auf eine breitere Risikobereitschaft hindeutet.
- Makro: Die Marktliquidität verschiebt sich, doch die Wachstumsaussichten bleiben trotz der Risiken durch die Straffung der chinesischen Geldpolitik und einer mögliche US-Rezession positiv. Die Versteilerung der Renditekurve deutet auf eine geldpolitische Wende in den USA hin, die aber nur bei einer Rezession in den USA wahrscheinlich ist.
- On-Chain: Eine kurzfristige Schwäche wird erwartet, bis die positiven Auswirkungen des Halving im Sommer 2024 eintreten. Zu den Faktoren, die dazu beitragen, gehören eine Verlangsamung der ETF- und On-Chain-Ströme, höhere Bewertungen, erhöhter Verkaufsdruck durch Wale, zunehmende Makrorisiken und eine ungünstige Sommersaisonalität.

Anhang

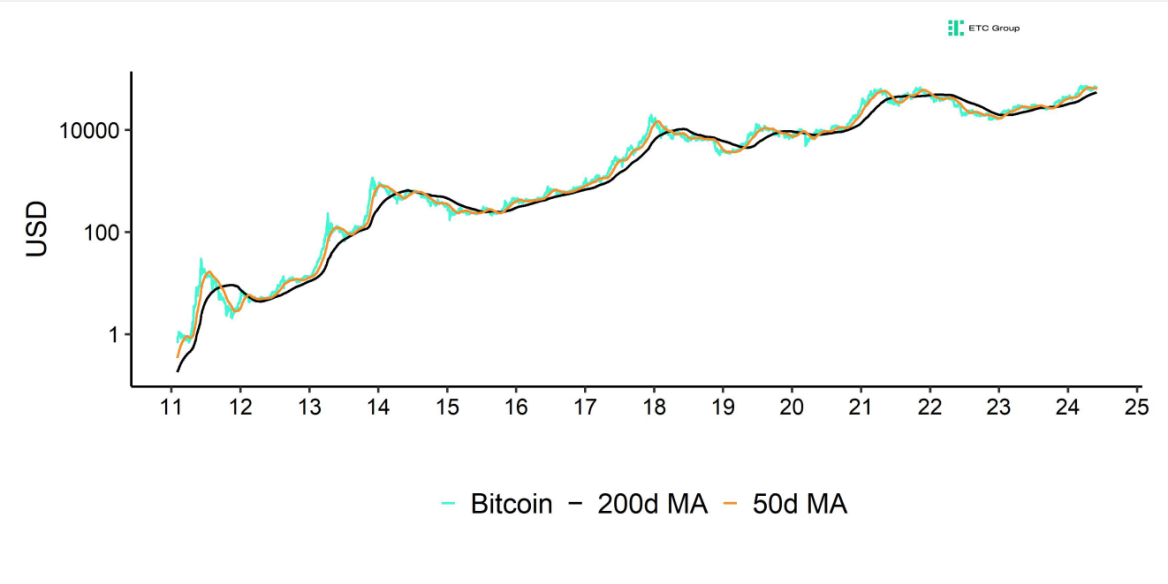
Überblick über den Kryptoasset-Markt

Global Cryptoasset Market Caps



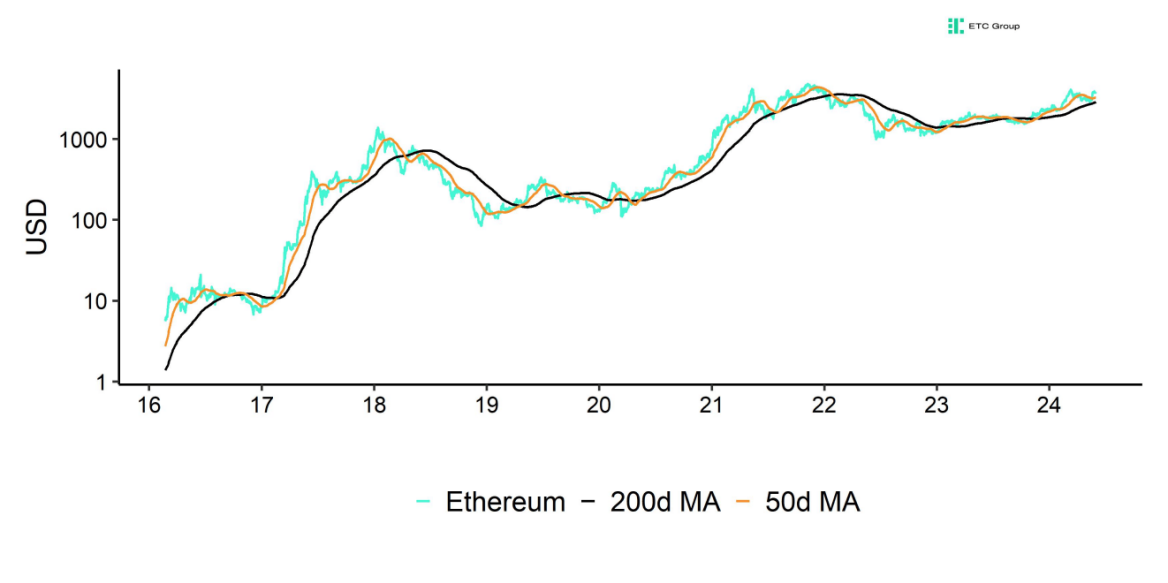
Source: Coinmarketcap

Bitcoin Performance



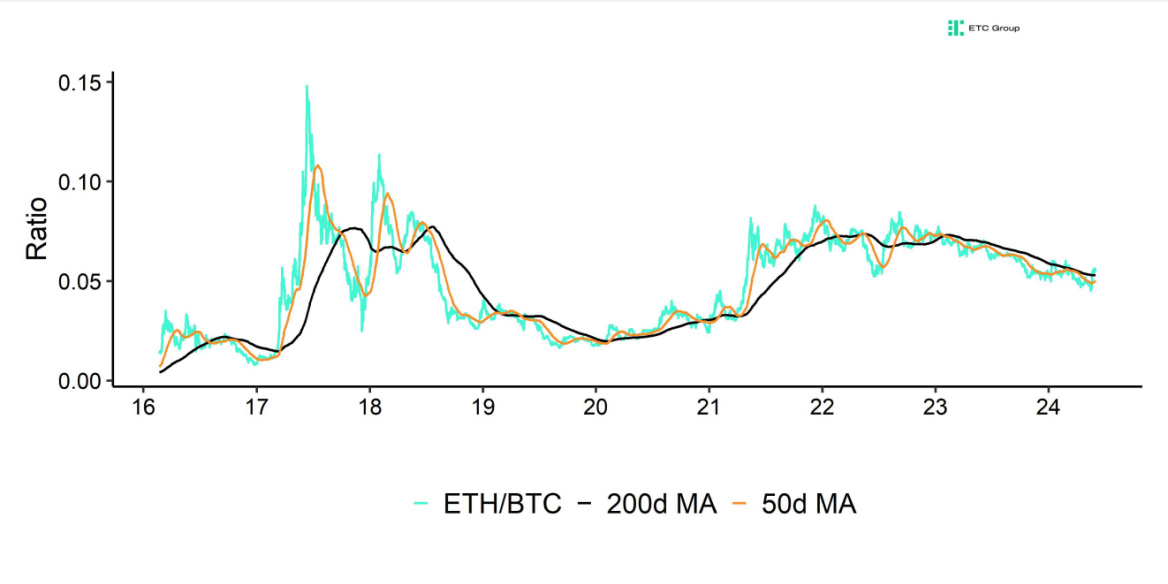
Source: Coinmarketcap, ETC Group

Ethereum Performance



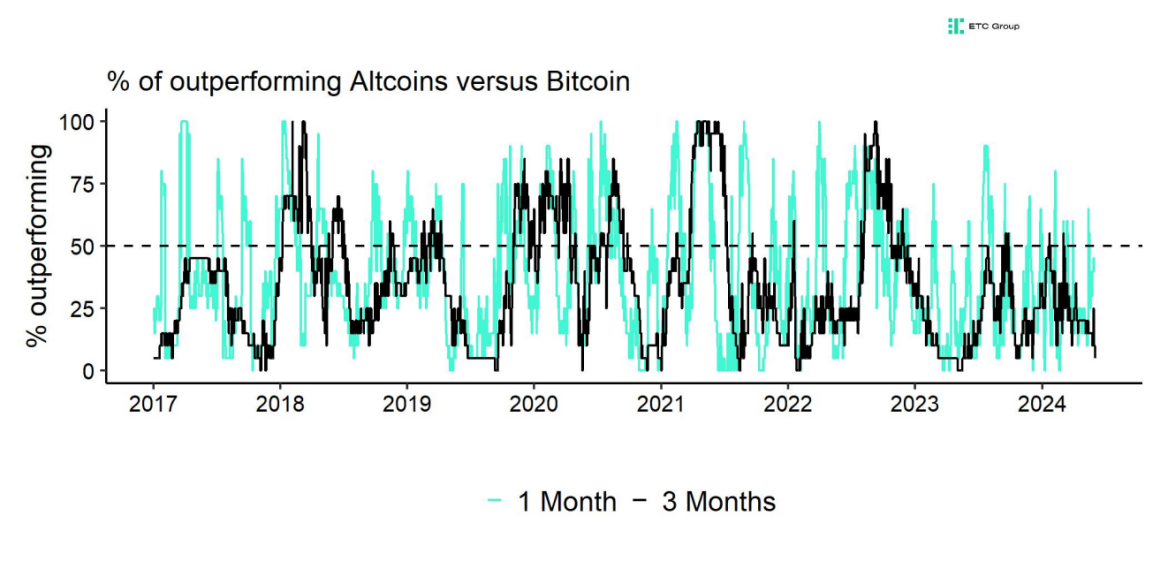
Source: Coinmarketcap, ETC Group

Ethereum vs Bitcoin Relative Performance



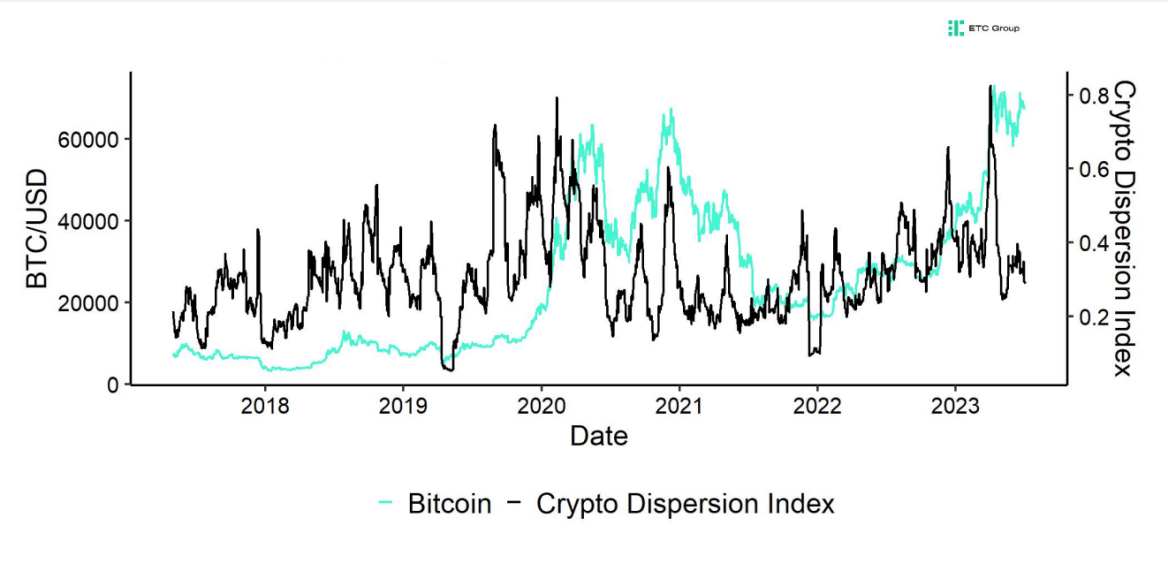
Source: Coinmarketcap, ETC Group

Altseason Index



Source: Coinmarketcap, ETC Group

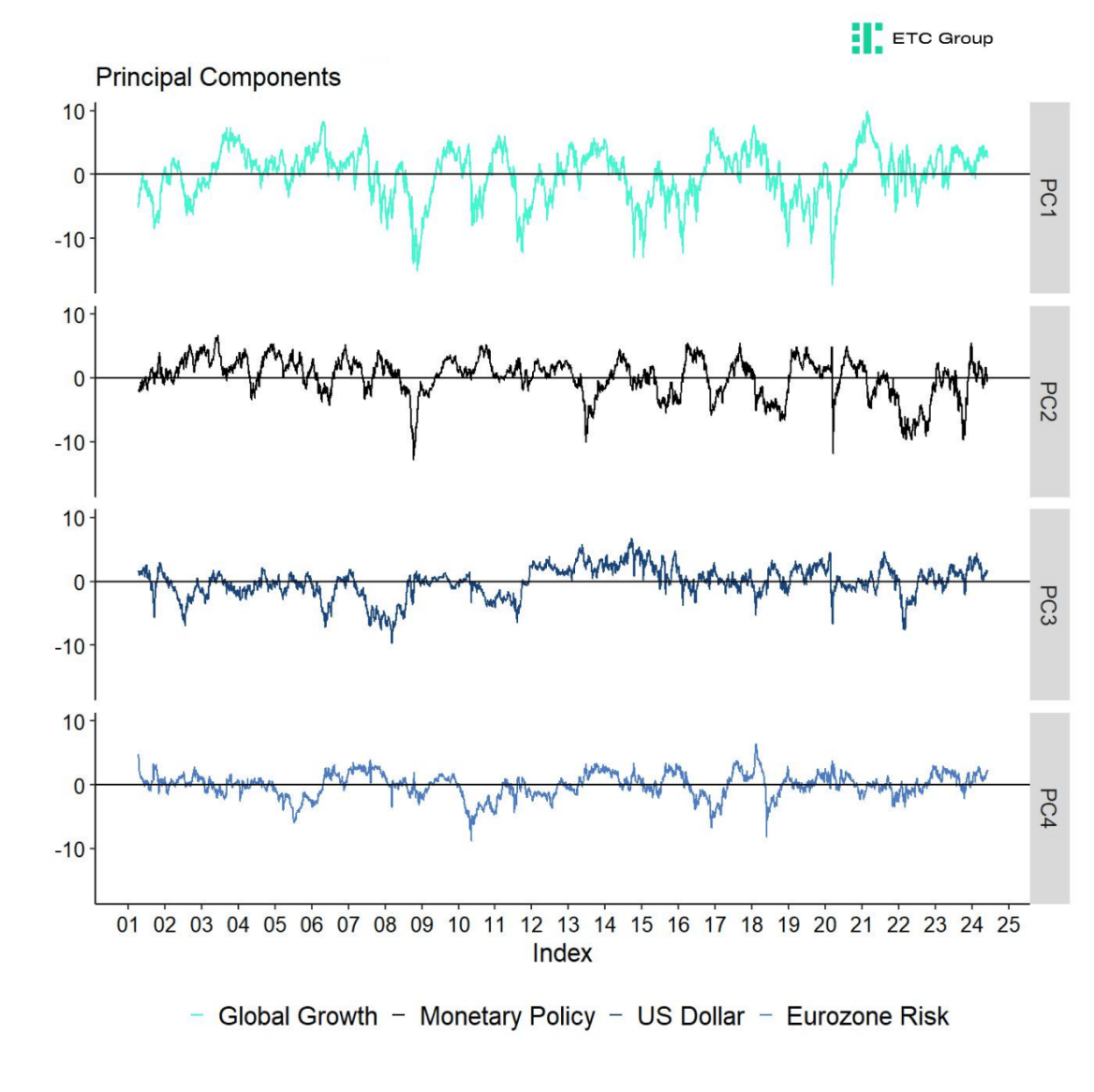
Bitcoin vs Crypto Dispersion Index



Source: Coinmarketcap, ETC Group; Despersion = (1 - Average Altcoin Correlation with Bitcoin)

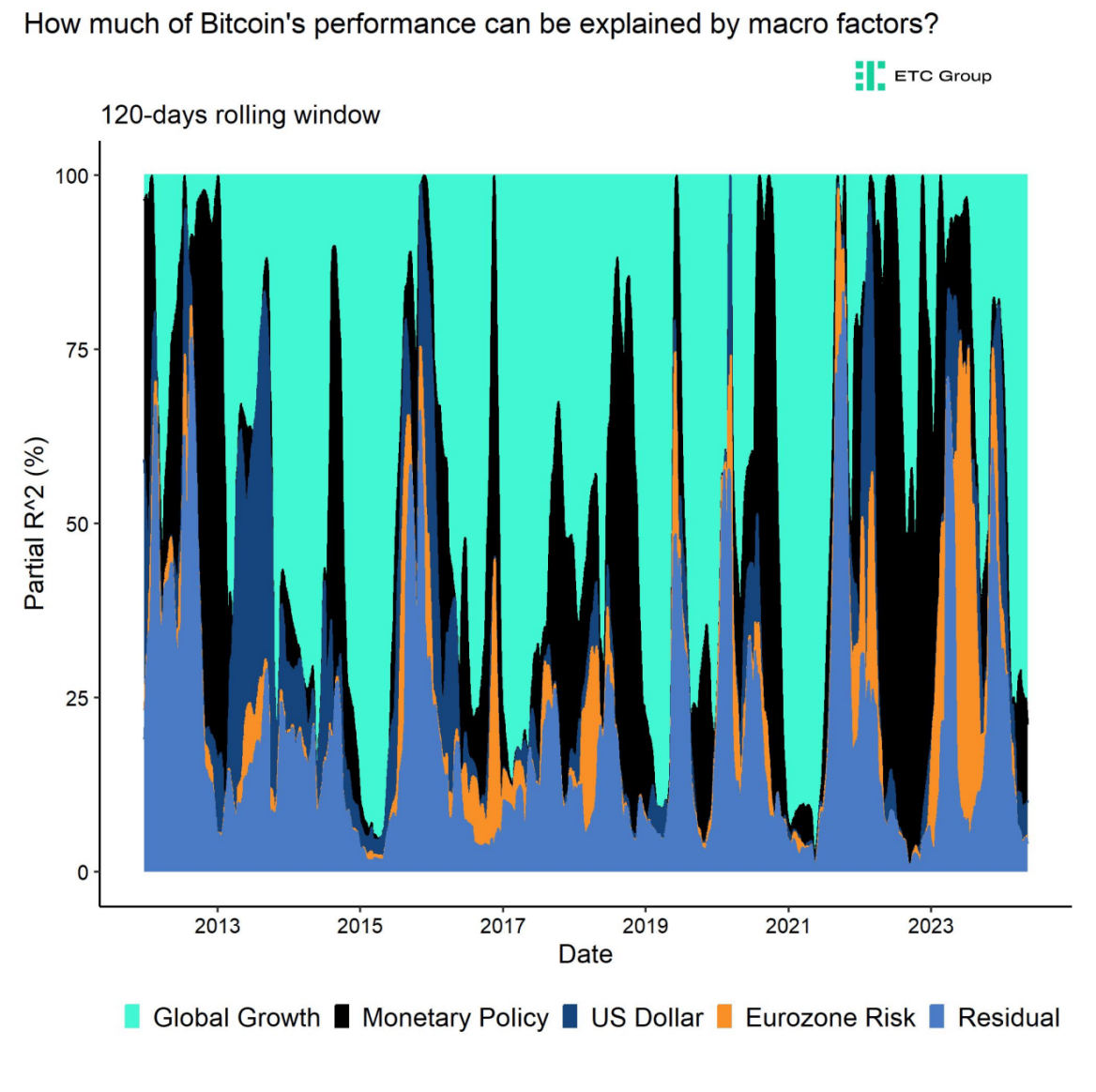
Kryptoassets & Makroökonomie

Macro Factor Pricing



Source: Bloomberg, ETC Group

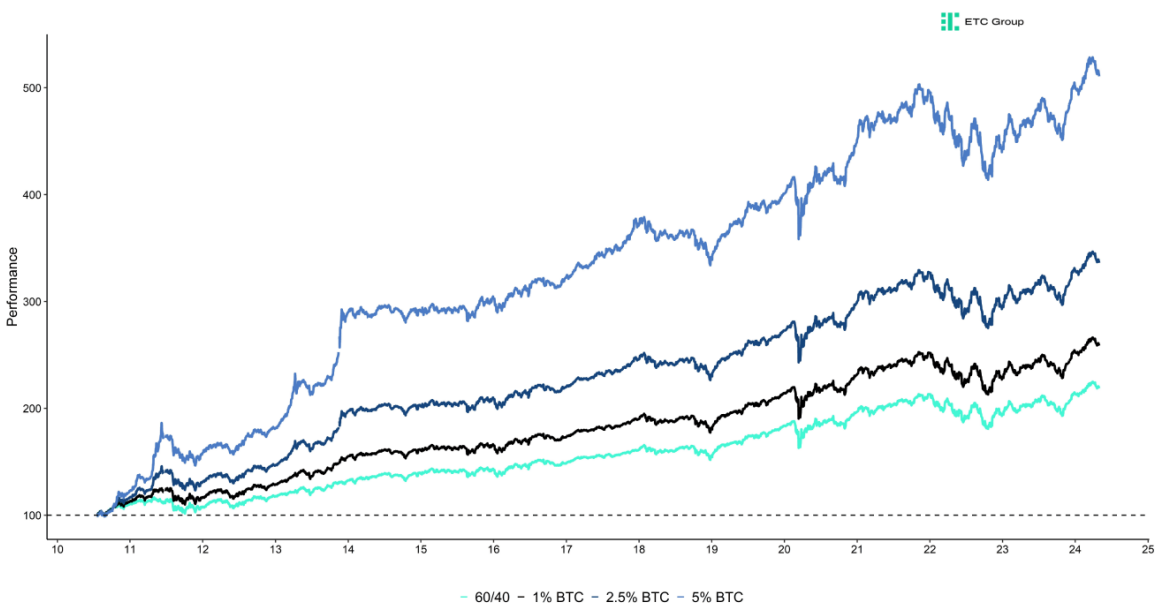
How much of Bitcoin's performance can be explained by macro factors?



Source: Bloomberg, ETC Group

Kryptoassets & Multiasset-Portfolios

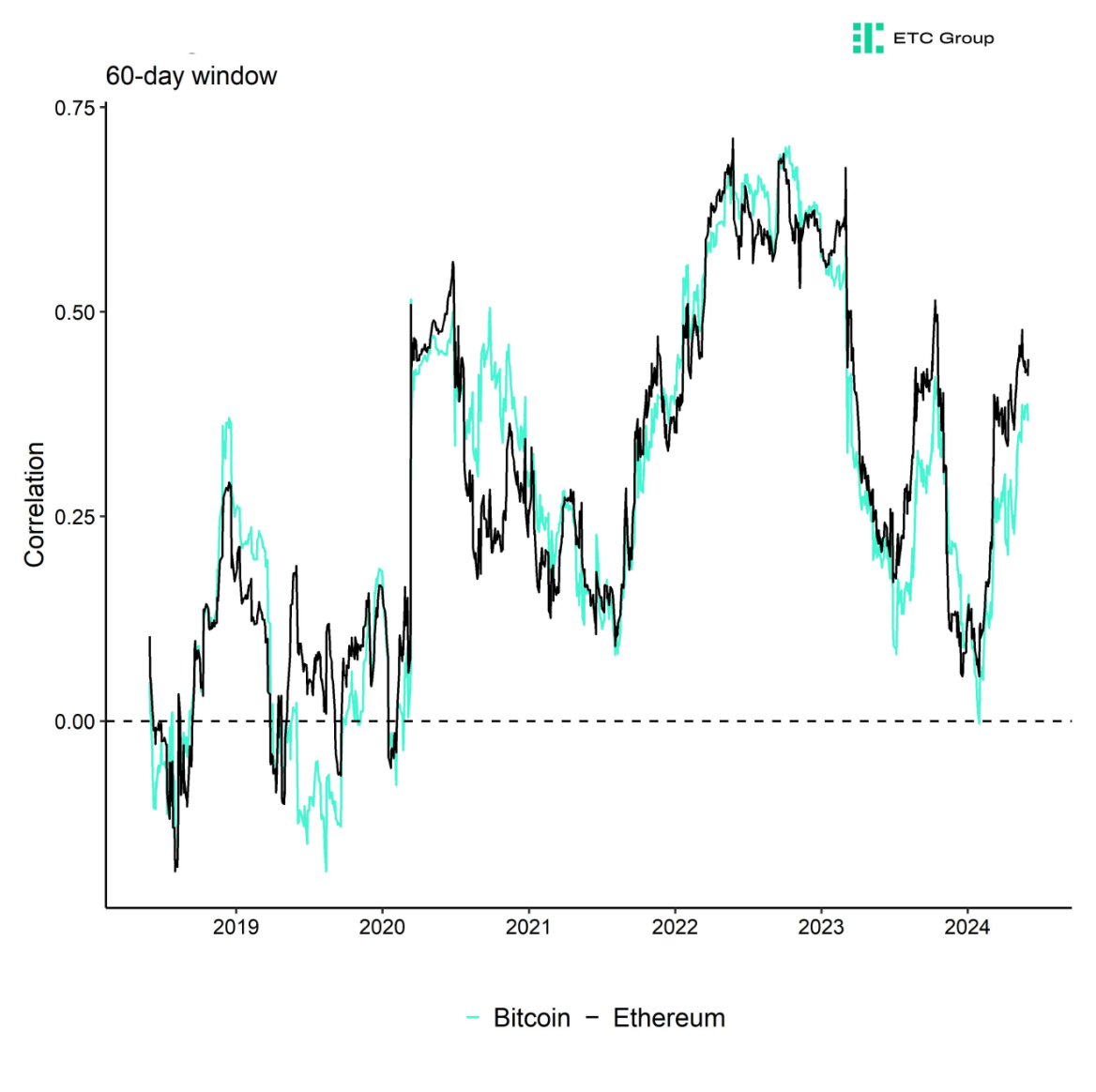
Multiasset Performance with Bitcoin (BTC)



	60/40 Portfolio	1% BTC	2.5% BTC	5% BTC
Cumulative Return (%)	218.8	258.7	336.2	510.7
Annual Return (% p.a.)	9.8	12.1	15.6	21.6
Volatility (% p.a.)	10.5	10.6	11	12.6
Sharpe Ratio	0.81	1	1.24	1.5
Max Drawdown (%)	15.2	15.7	16.4	21.4

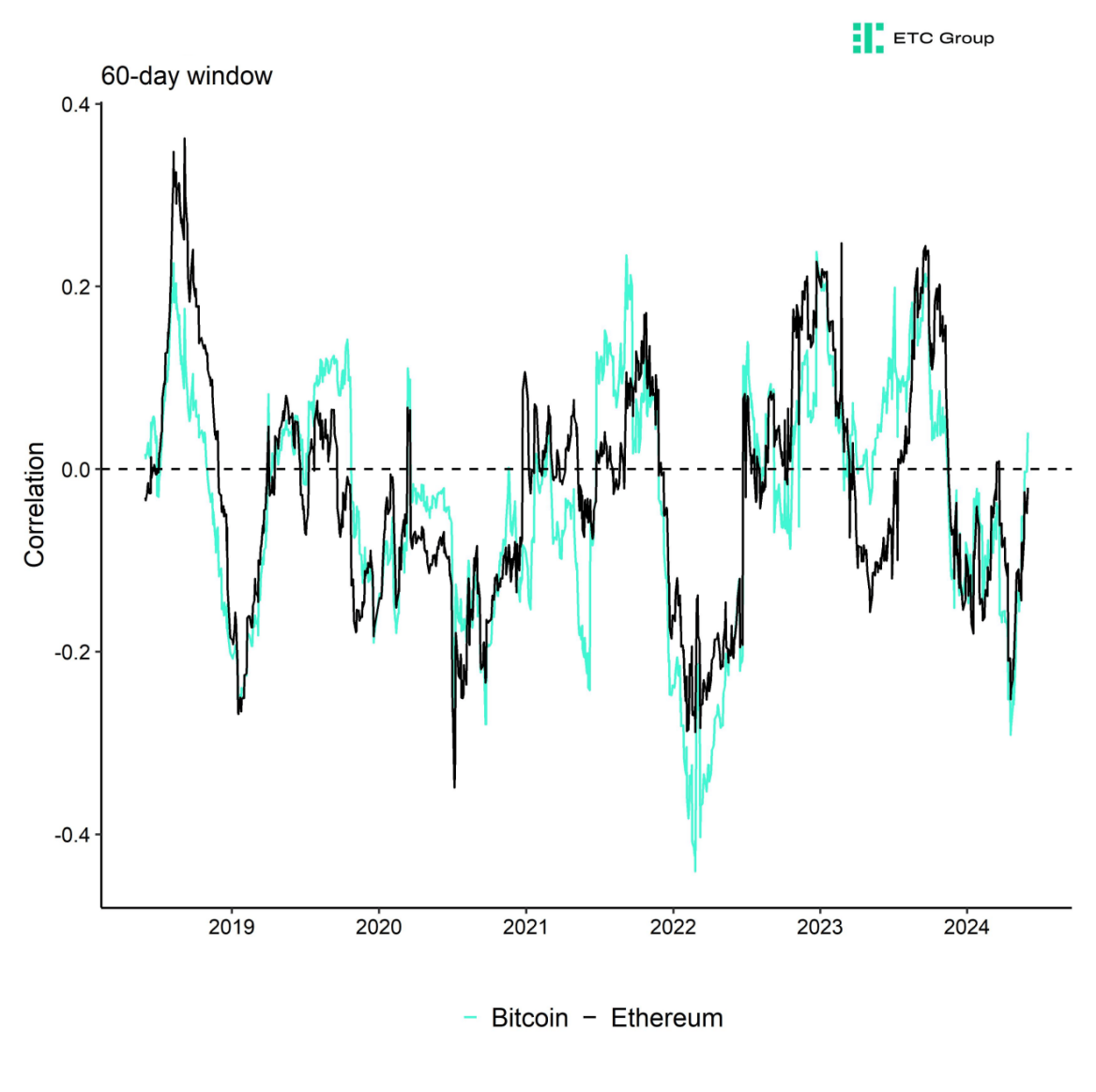
Source: Bloomberg, ETC Group; Monthly rebalancing; Sharpe Ratio was calculated with 3M USD Cash Index as assumed risk-free rate; BTC allocation is taken out of equity allocation of 60%, bond allocation remains at 40%; Past performance not indicative of future returns.

Rolling correlation: S&P 500



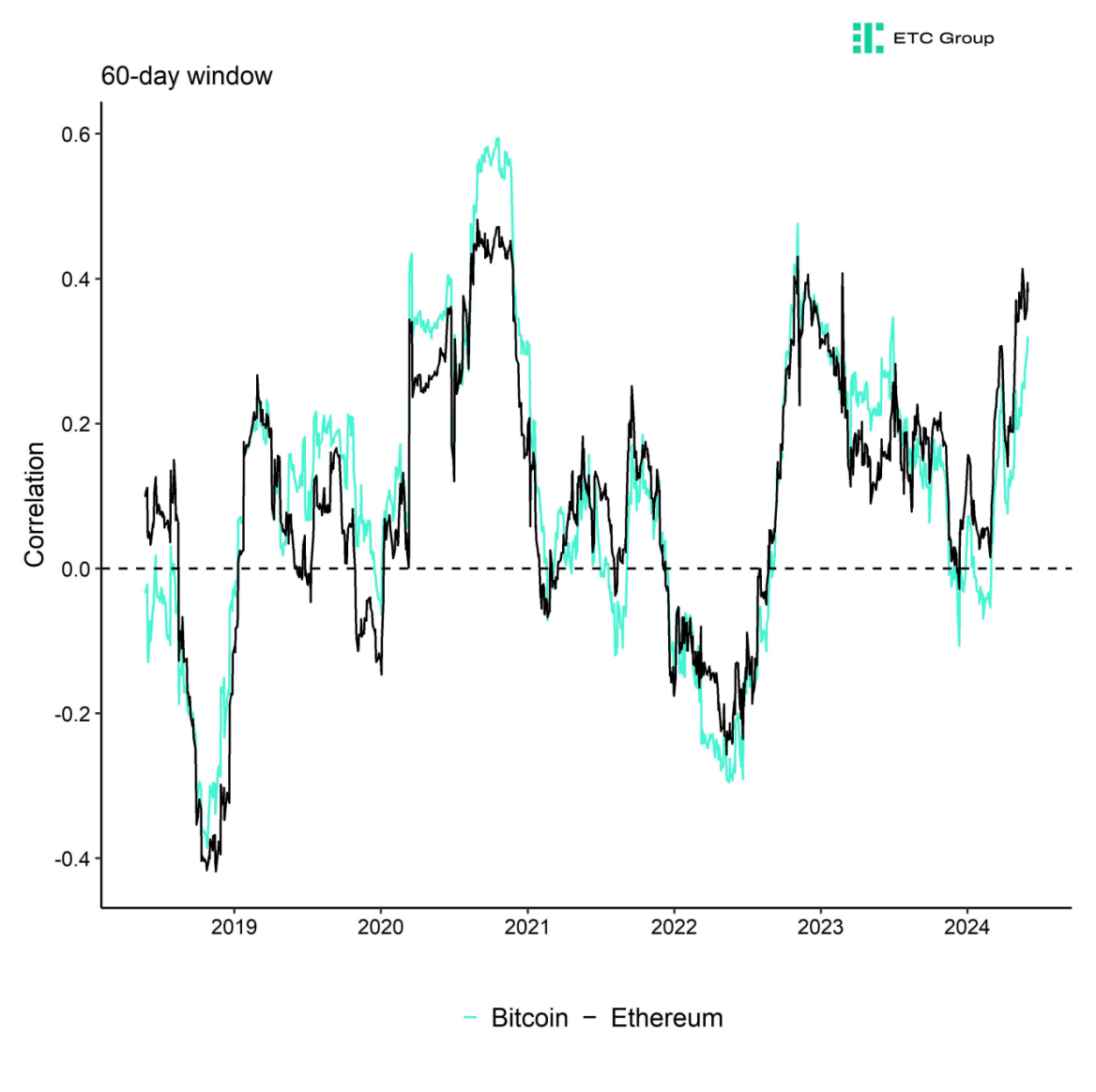
Source: Bloomberg, ETC Group

Rolling correlation: Bund Future



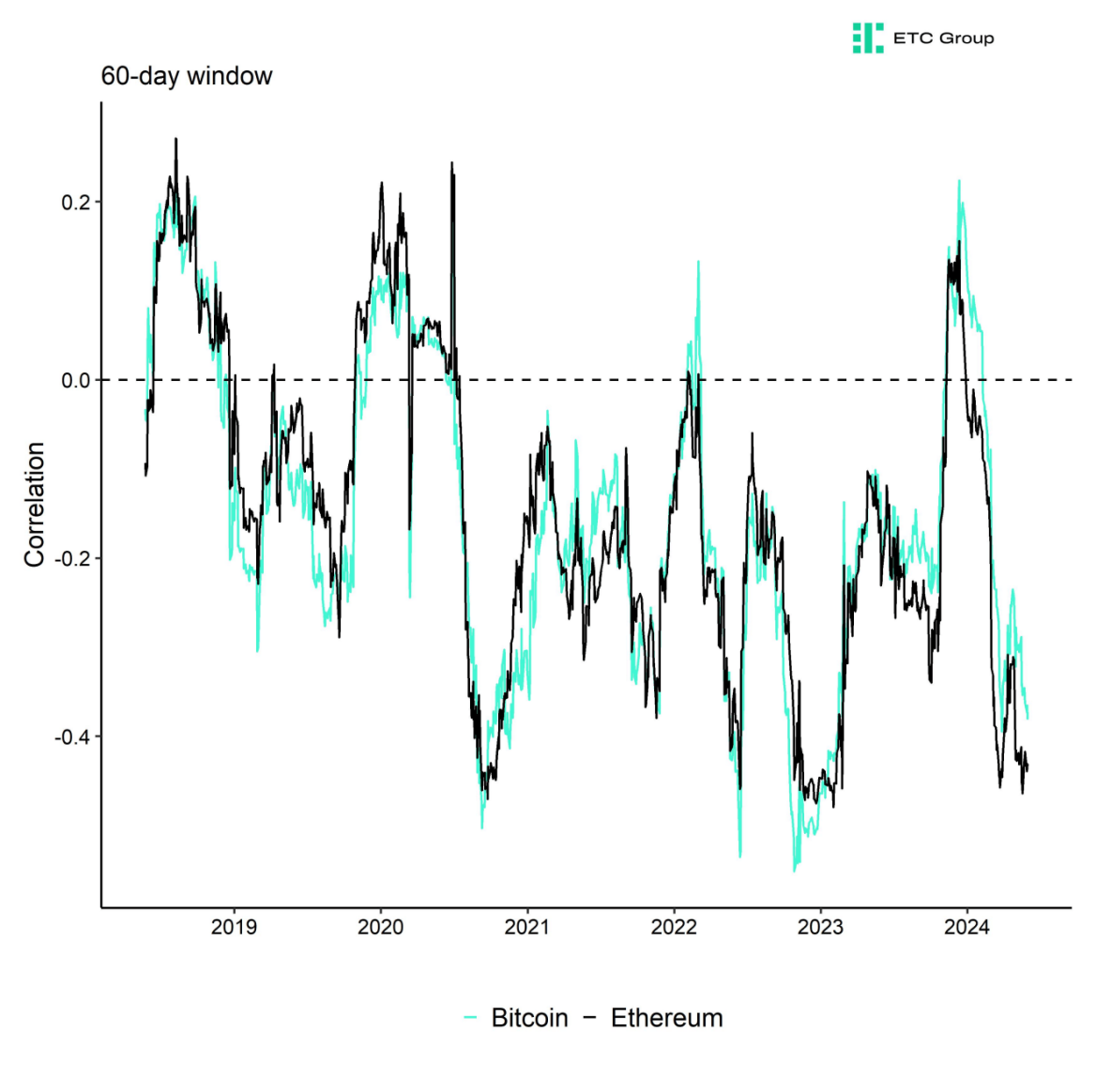
Source: Bloomberg, ETC Group

Rolling correlation: Gold



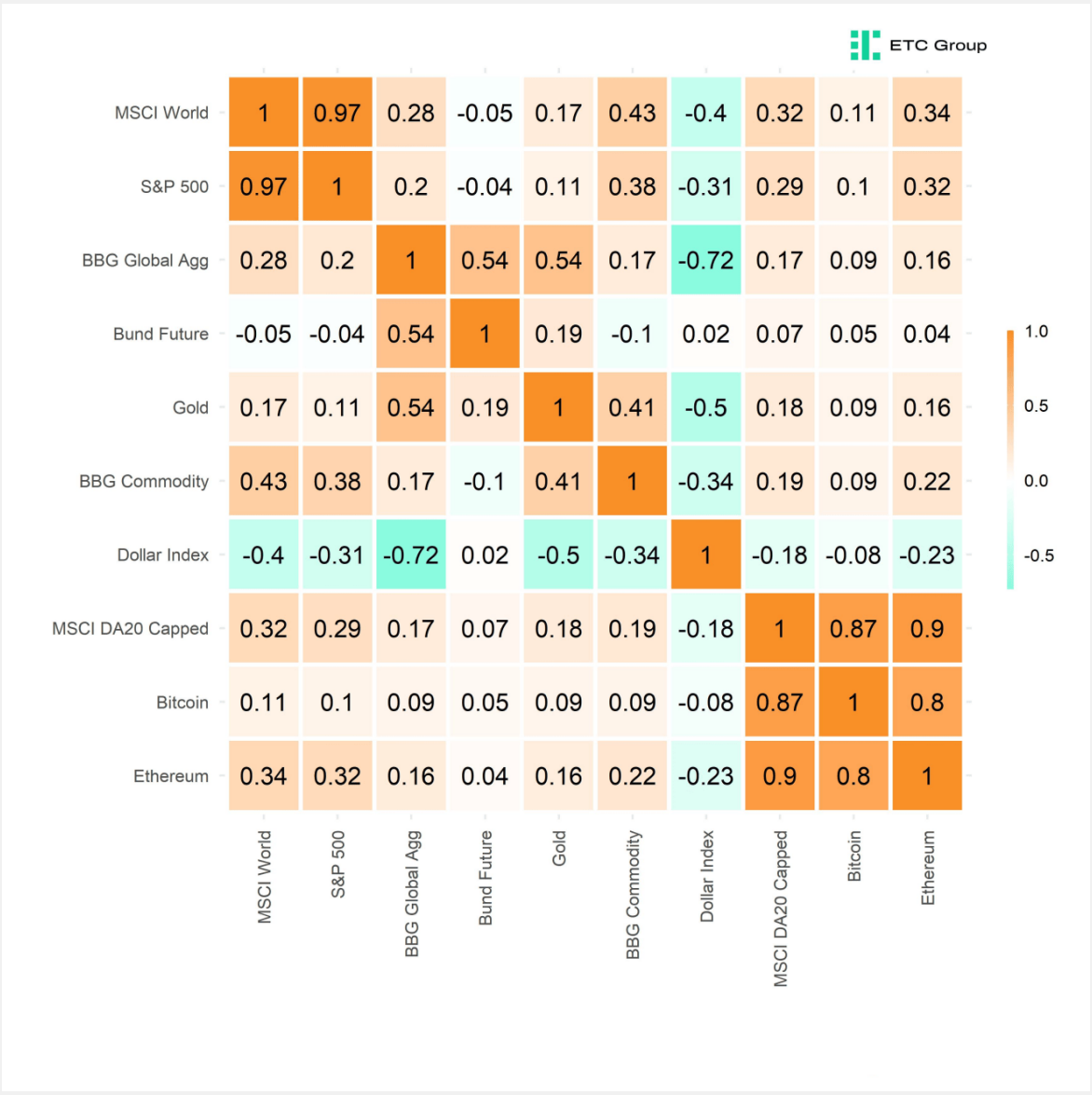
Source: Bloomberg, ETC Group

Rolling correlation: Dollar Index (DXY)



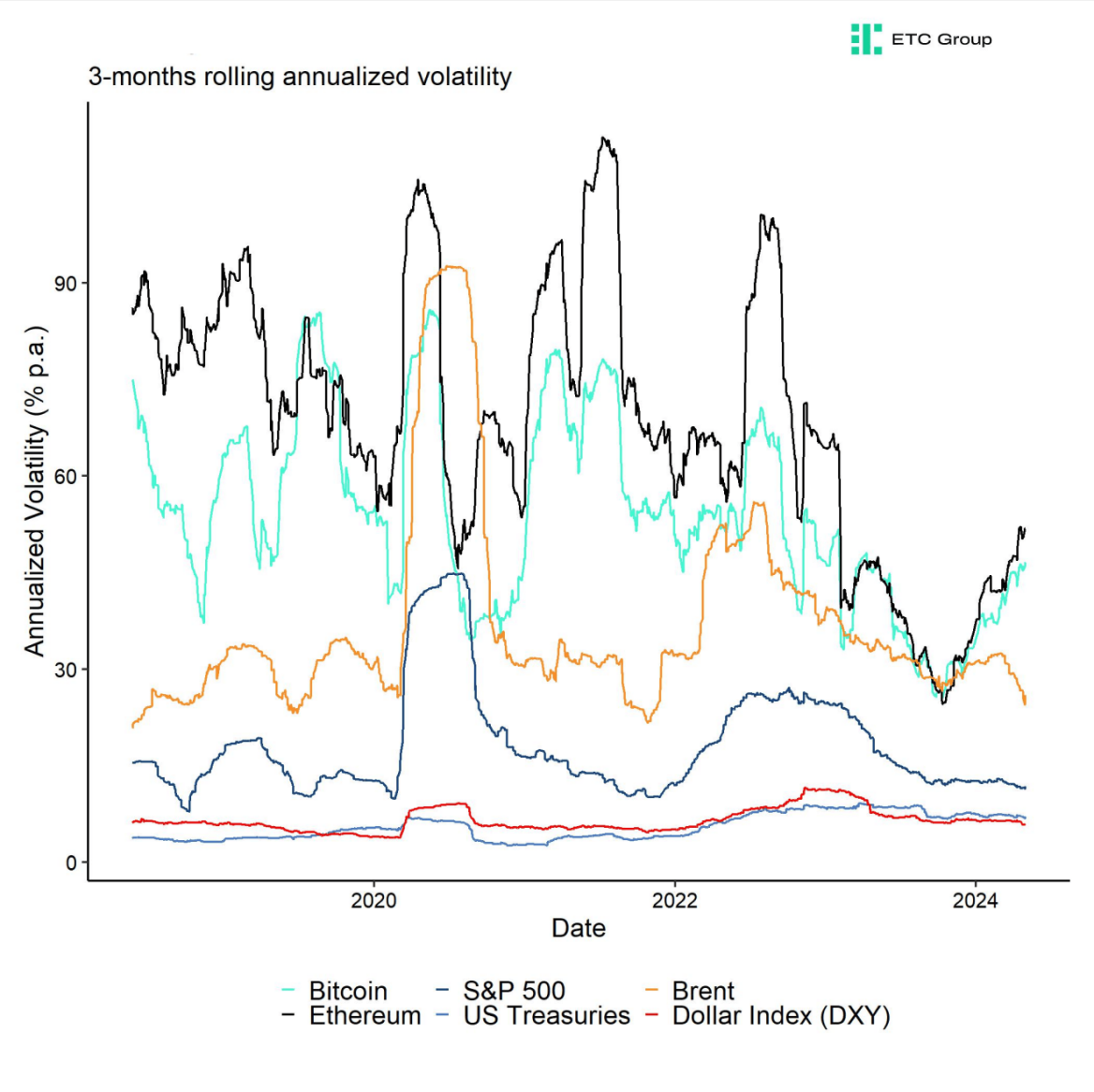
Source: Bloomberg, ETC Group

Cross Asset Correlation Matrix



Source: Correlations of weekly returns; Source: Bloomberg, ETC Group earliest data start: 2011-01-03; data as of 2024-06-03

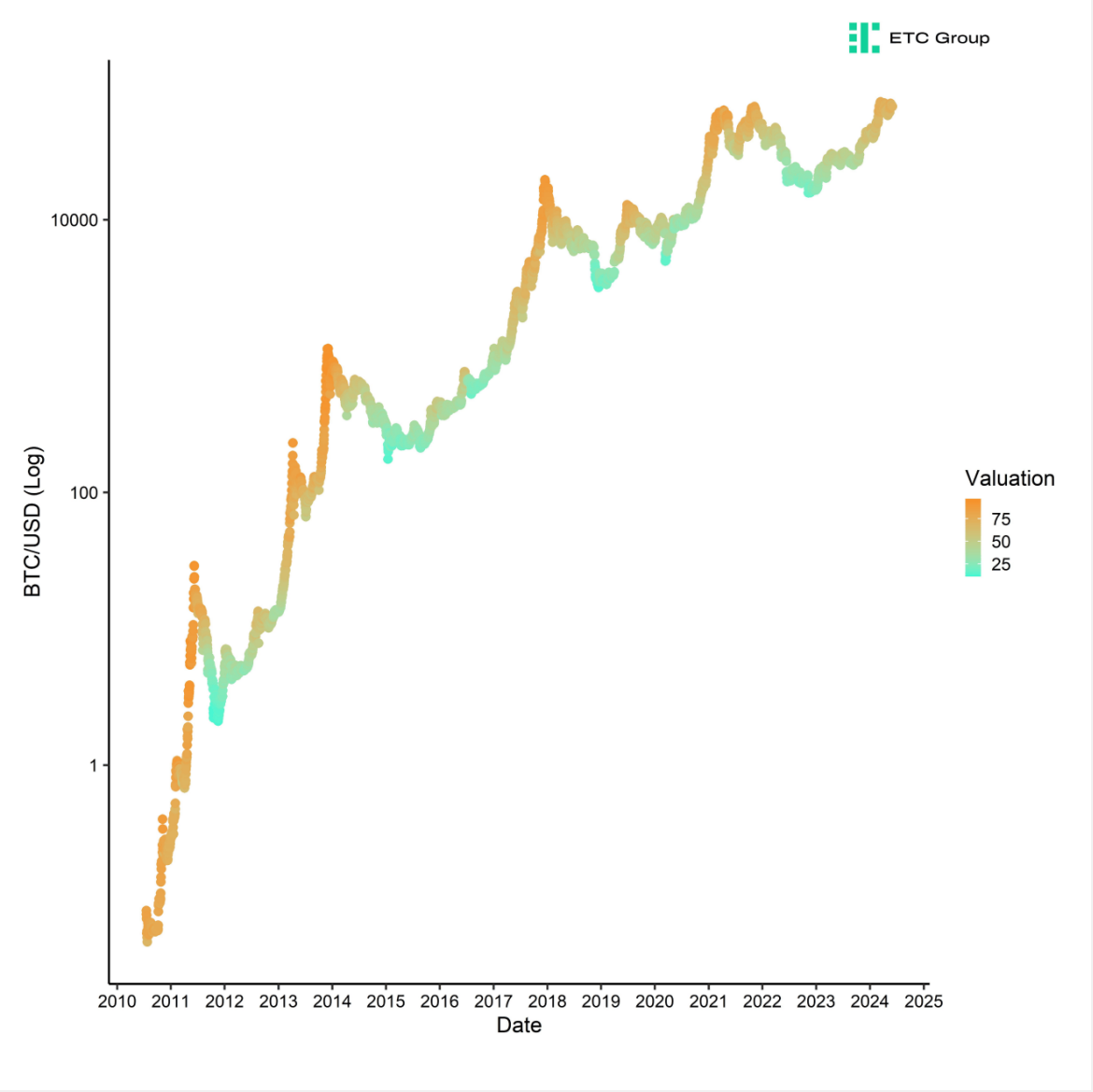
Volatility of Various Assets Over Time



Source: Bloomberg, ETC Group

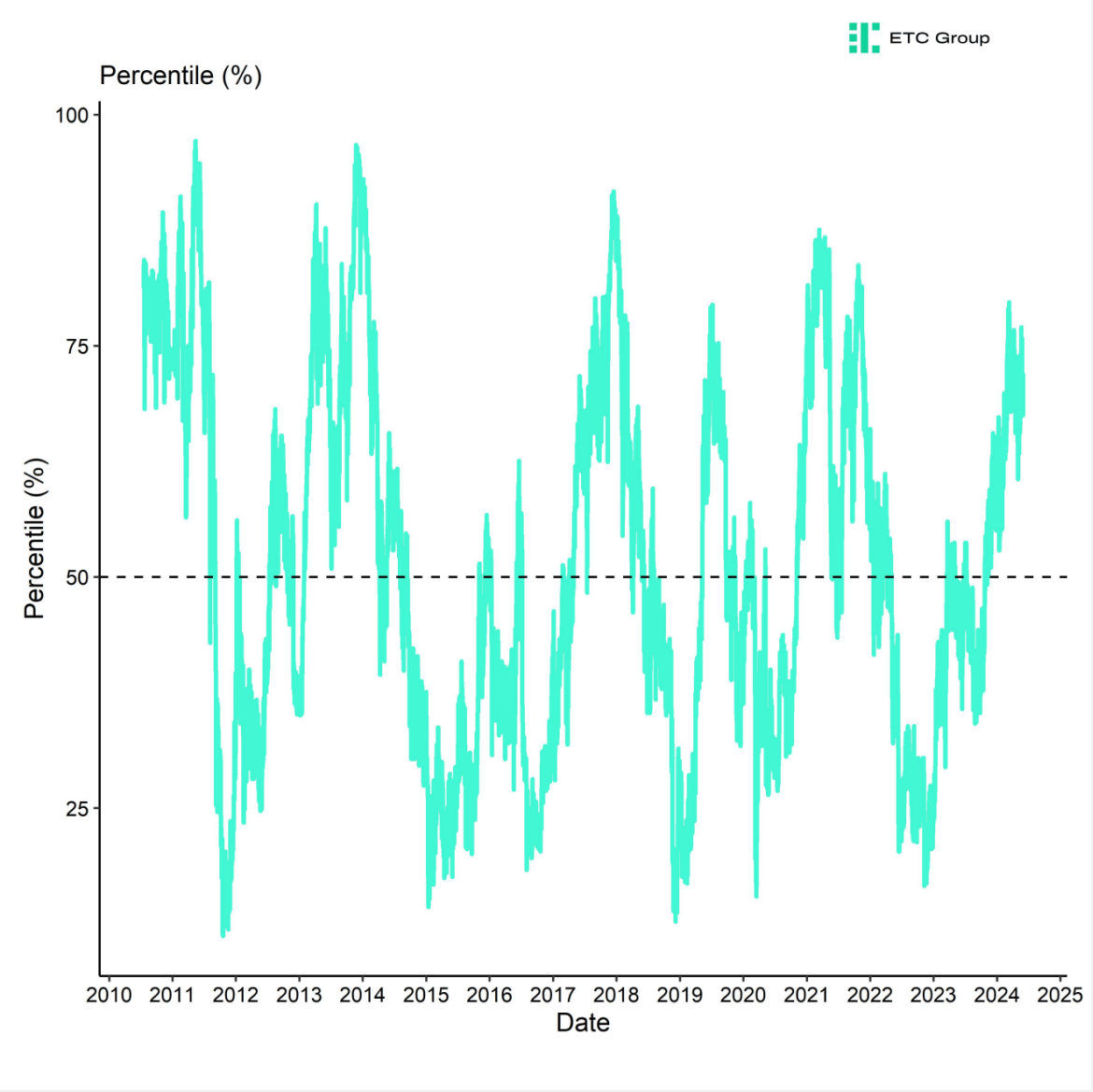
Kryptoasset-Bewertungen

Bitcoin: Price vs Composite Valuation Indicator



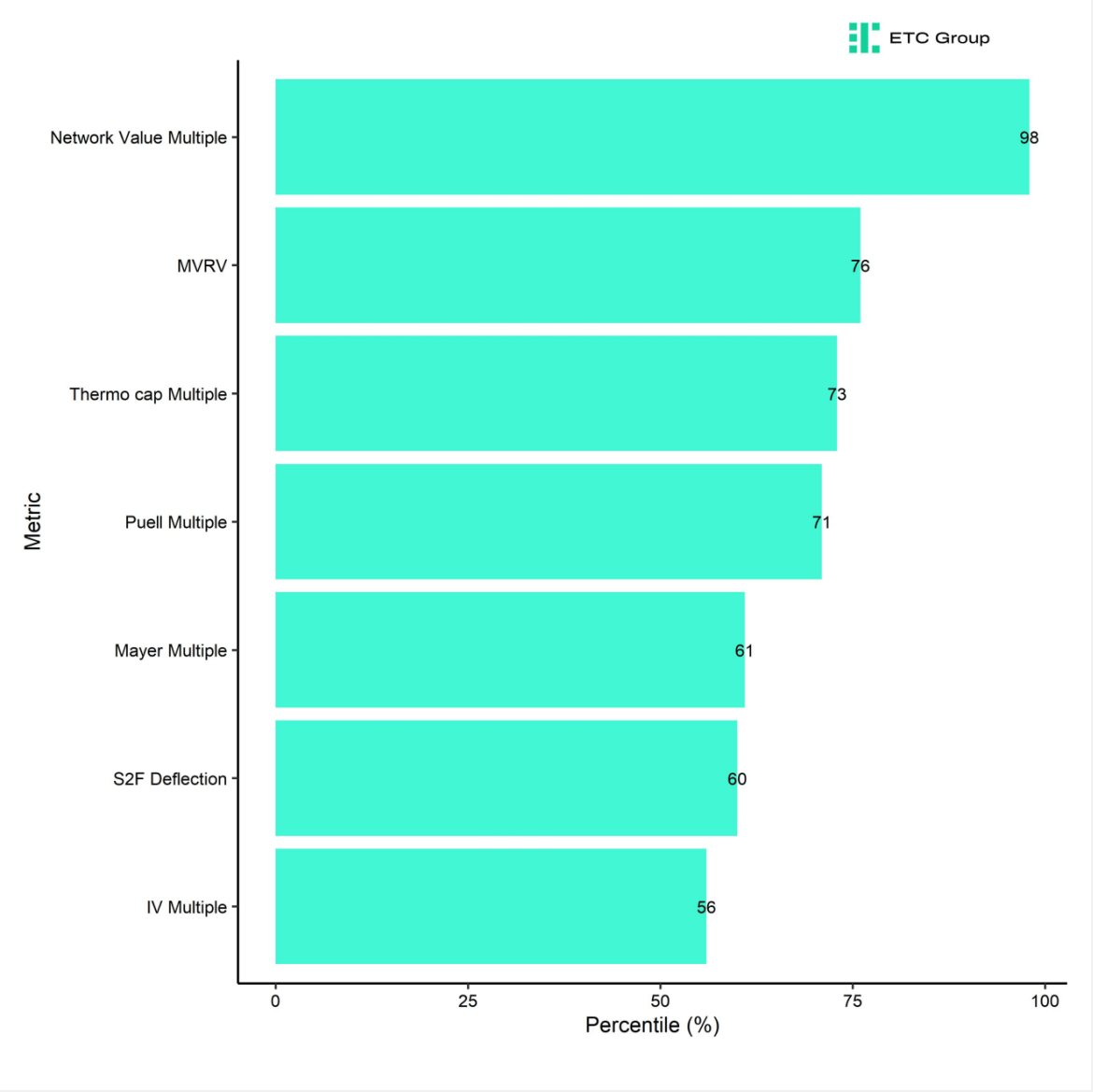
Source: Coinmetrics, ETC Group

Bitcoin: Composite Valuation Indicator



Source: Coinmetrics, ETC Group

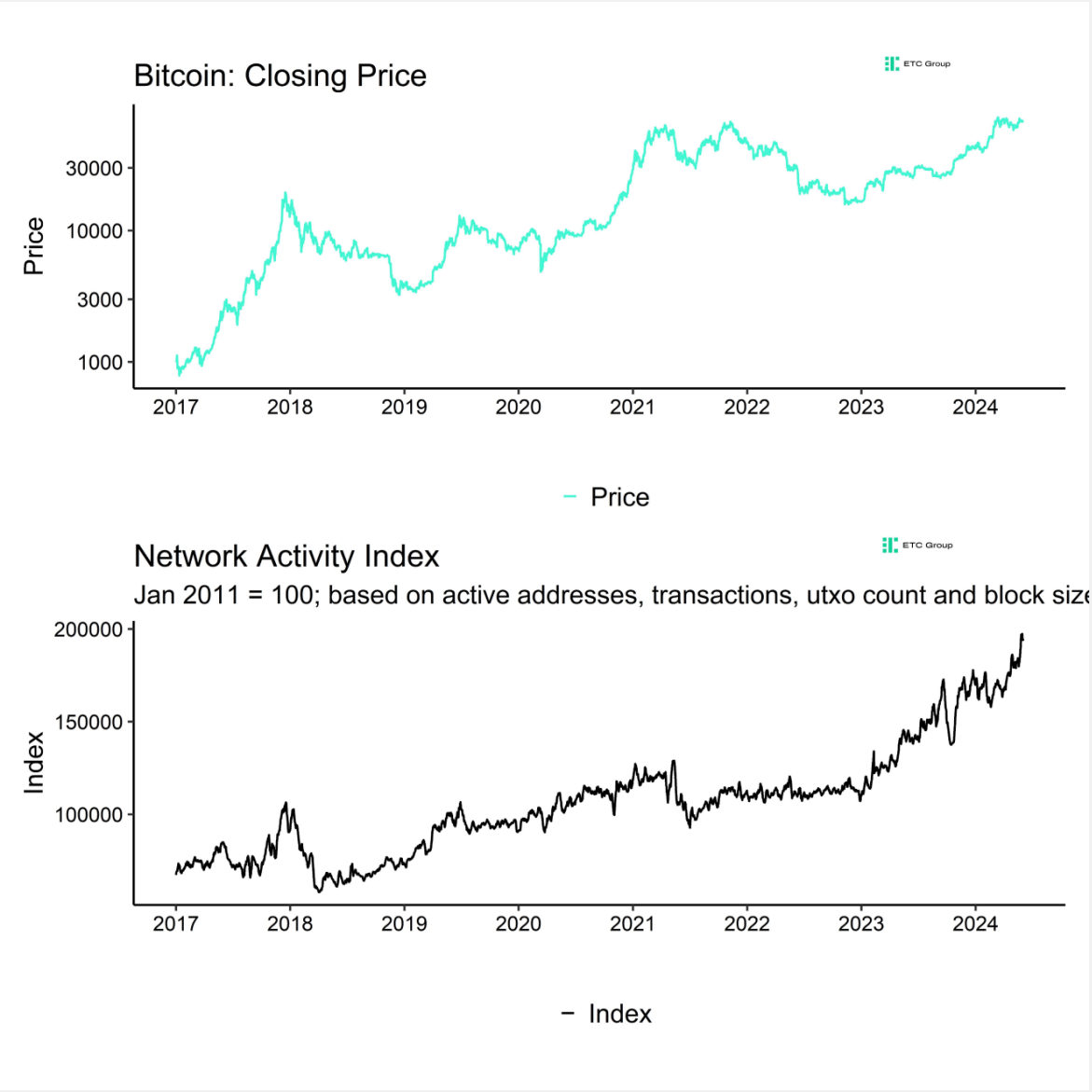
Bitcoin: Valuation Metrics



Source: Coinmetrics, ETC Group

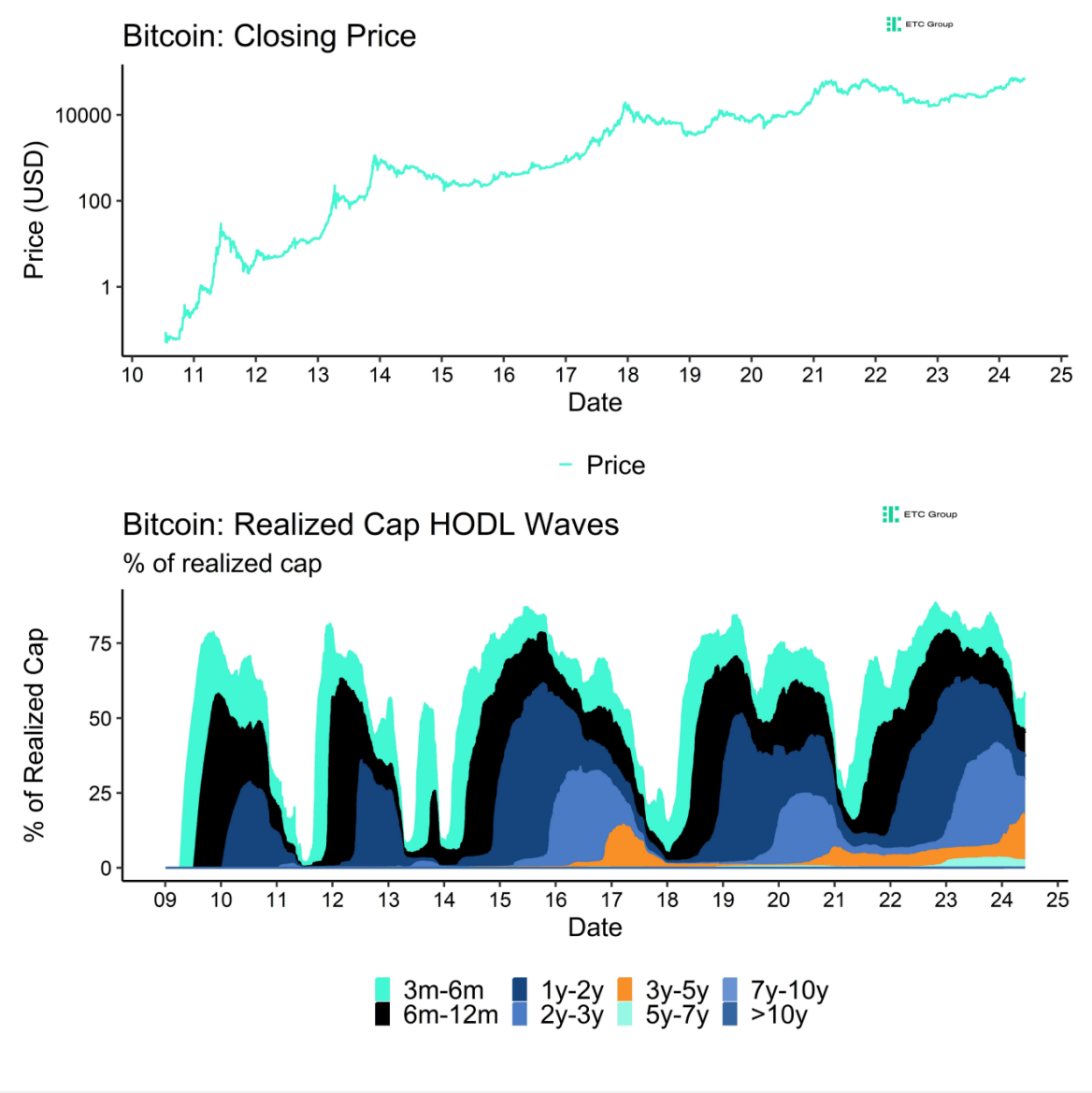
On-Chain-Grundlagen

Bitcoin: Price vs Network Activity Index



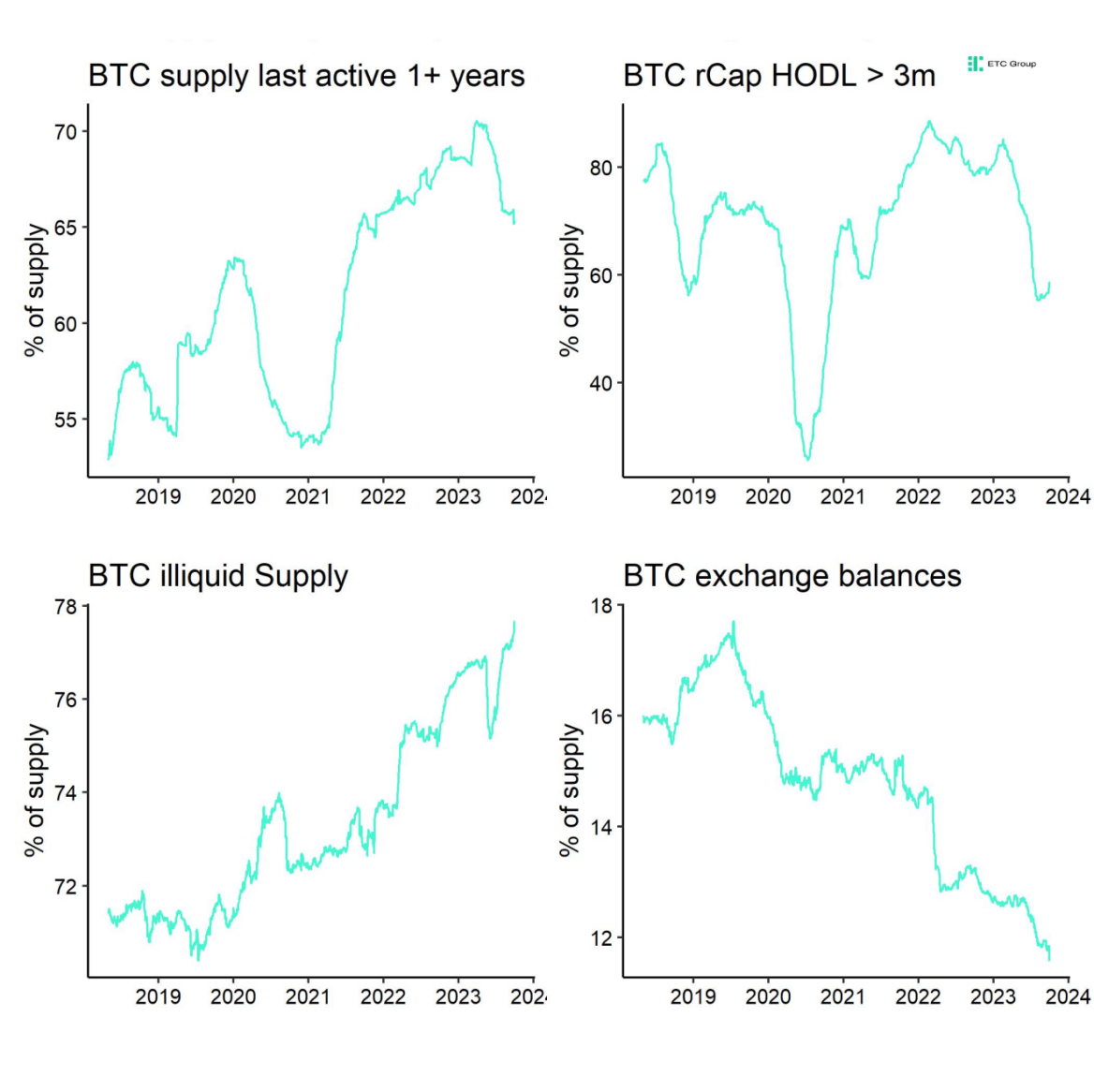
Source: Glassnode, ETC Group

Bitcoin: Closing Price



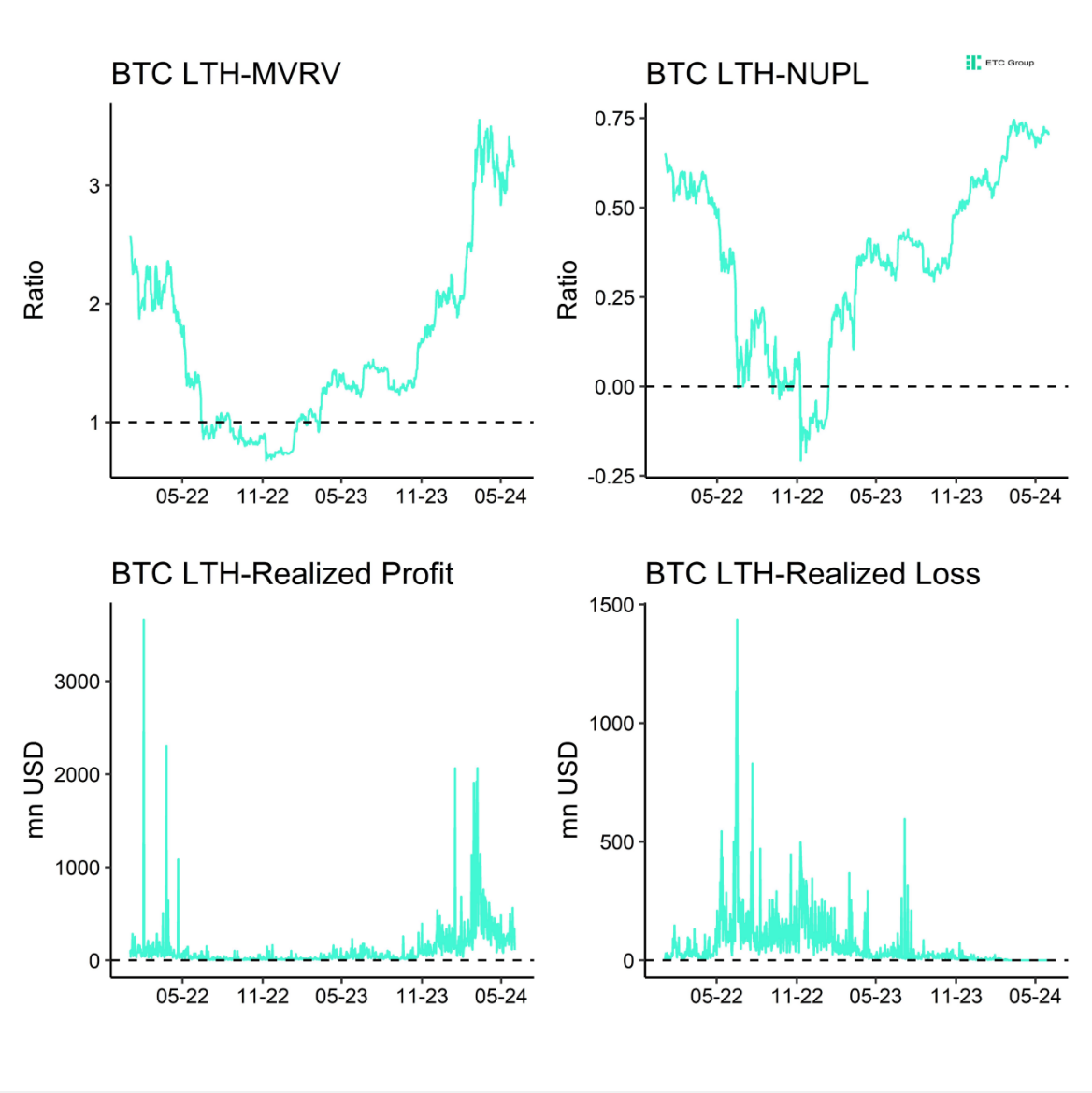
Source: Glassnode

Bitcoin's supply scarcity is more pronounsed that during the last cycle



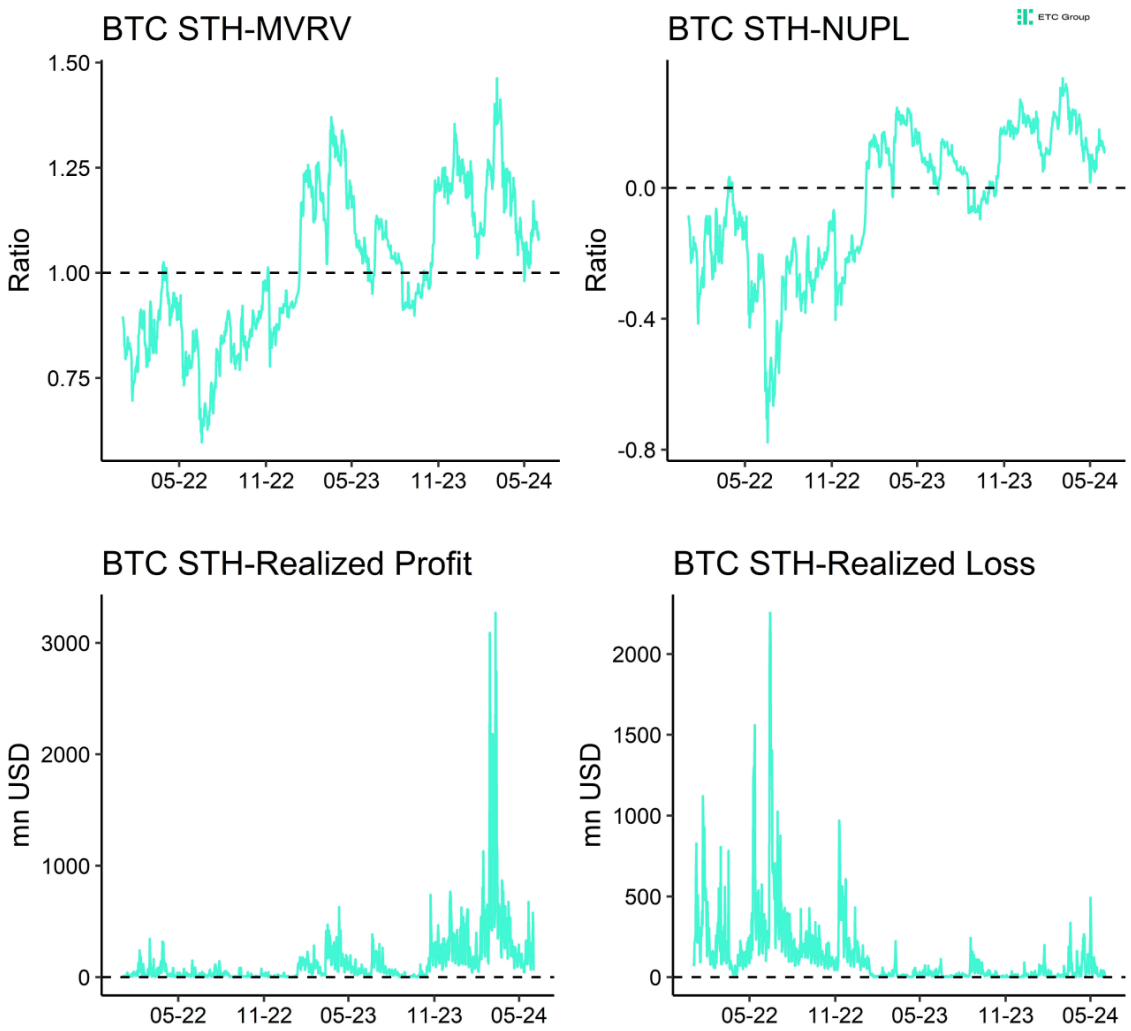
Source: Glassnode, ETC Group

Bitcoin Long-term Holder (LTH) Dashboard



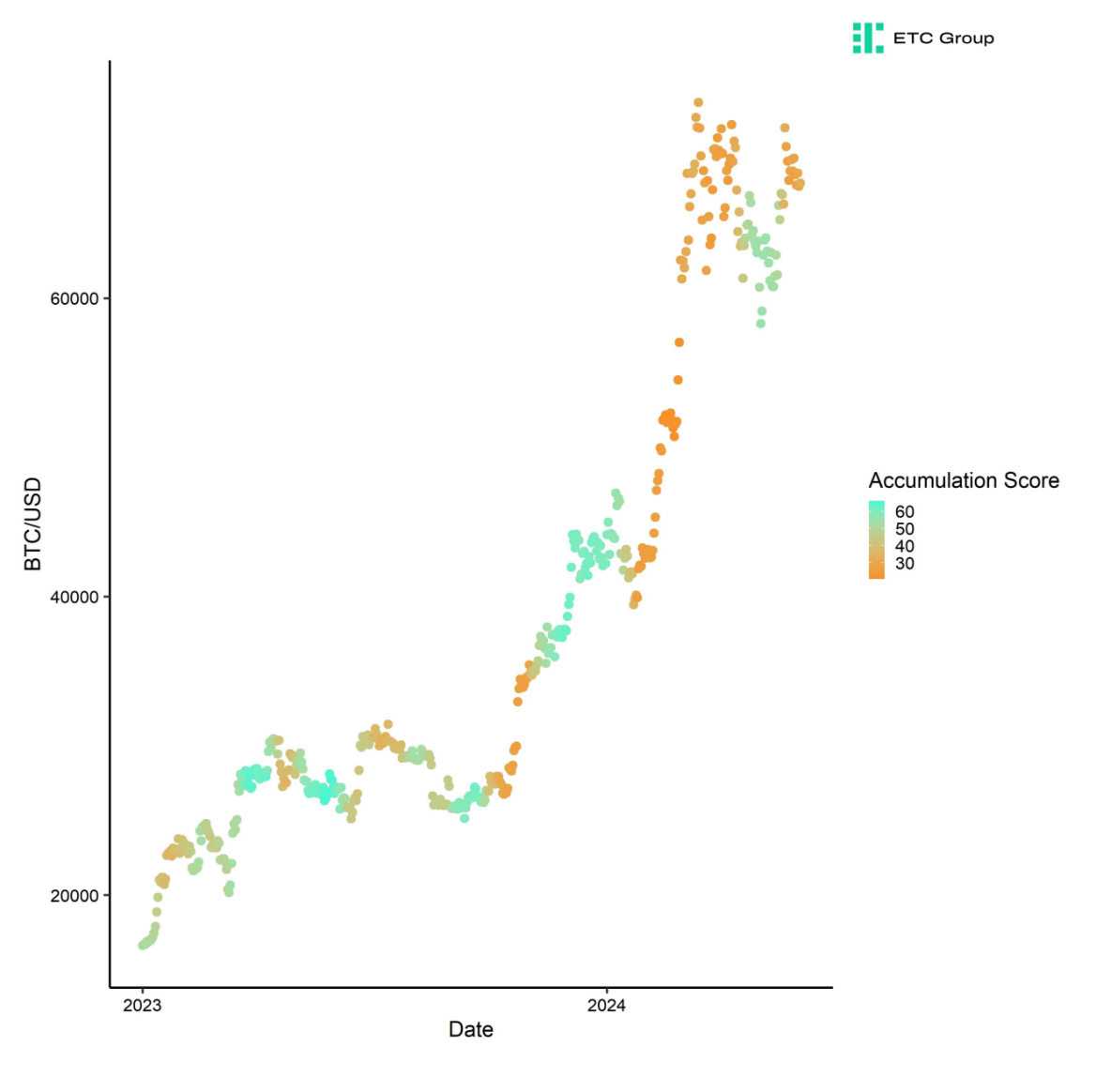
Source: Glassnode, ETC Group

Bitcoin Short-term Holder (STH) Dashboard



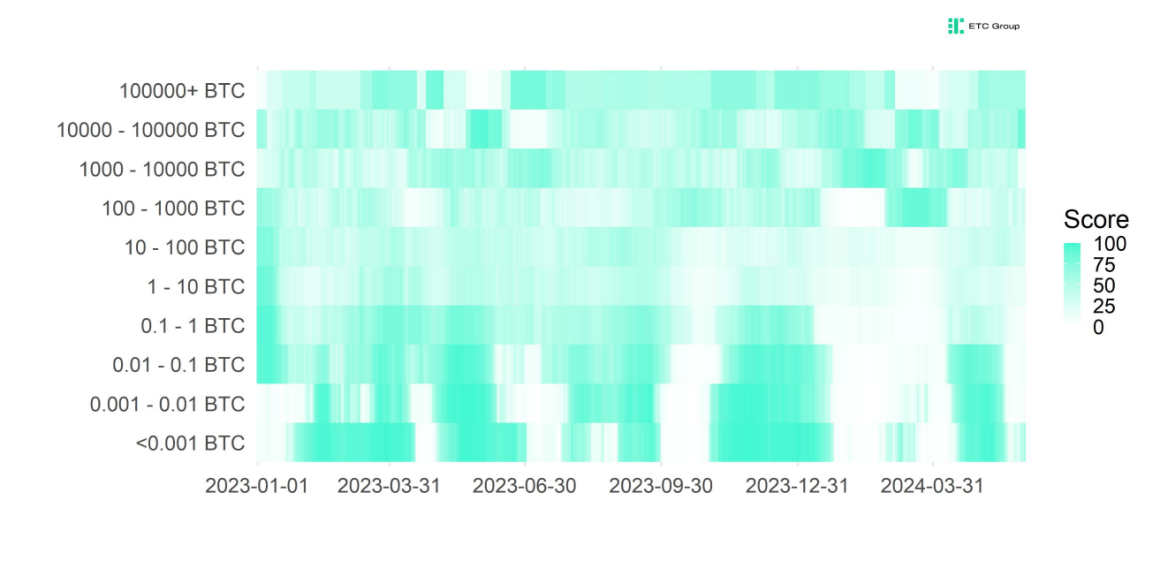
Source: Glassnode, ETC Group

Bitcoin: Price vs Average Accumulatio Score



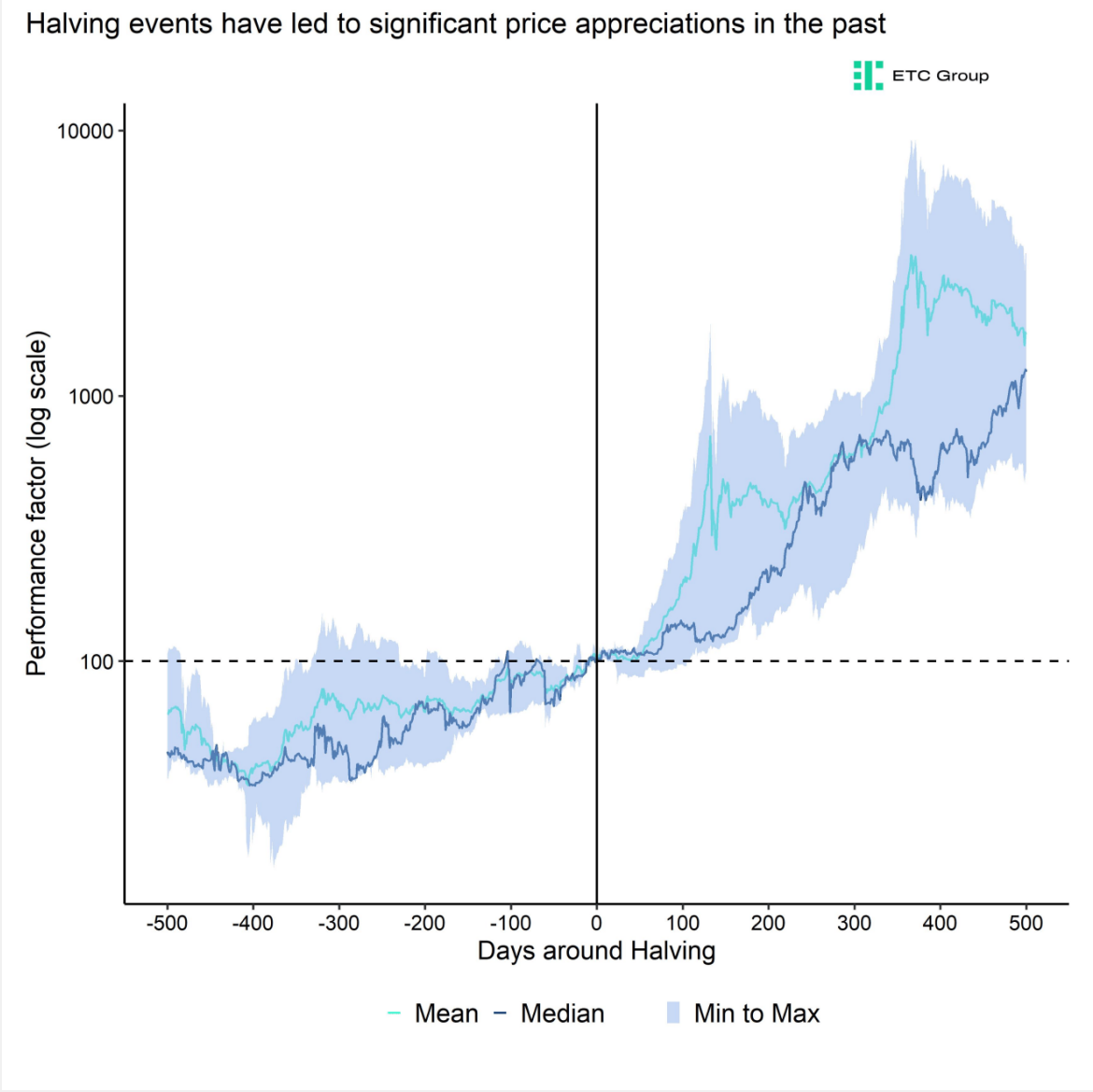
Source: Glassnode, ETC Group

Bitcoin Accumulation Score



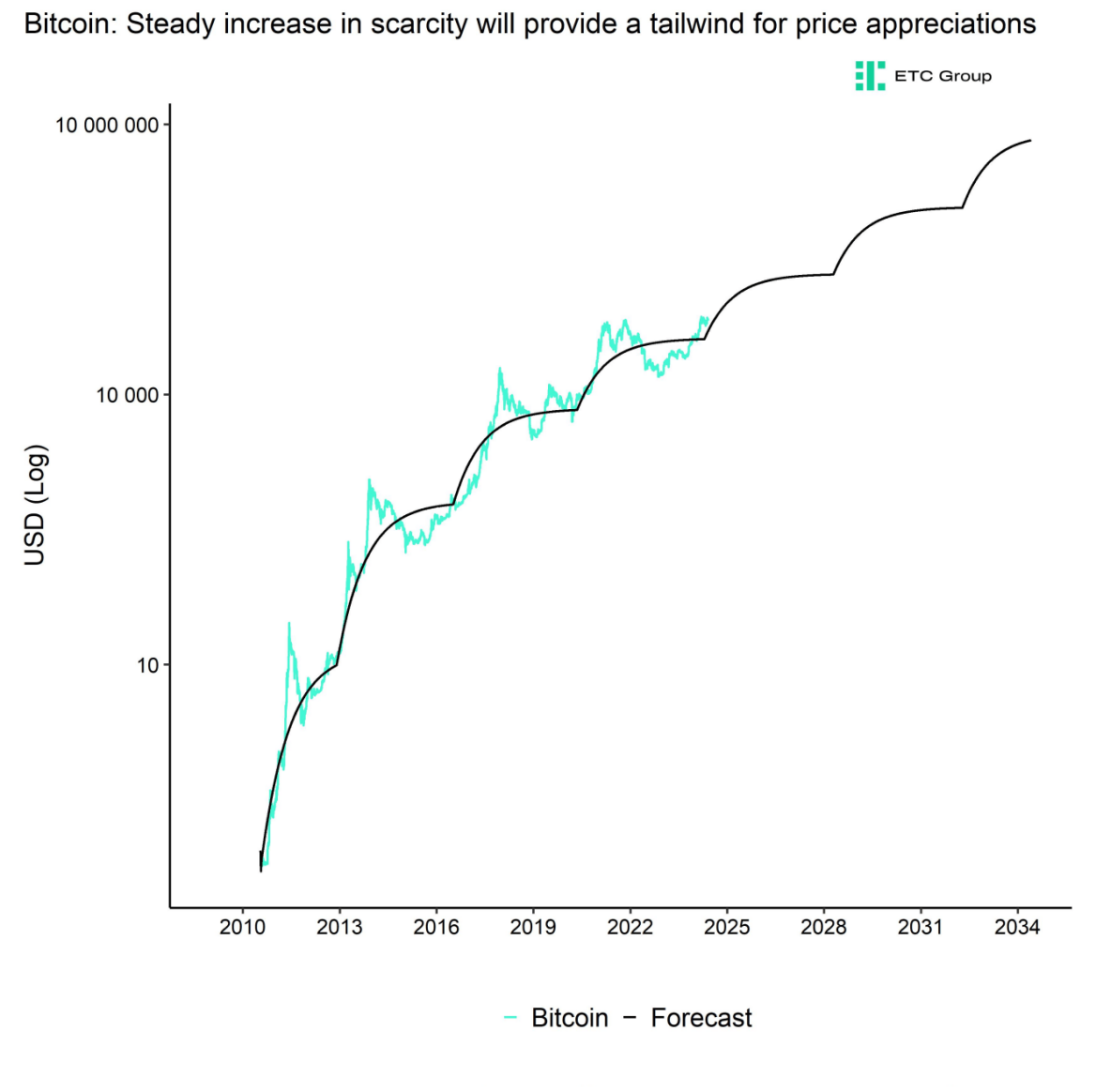
Source: Glassnode, ETC Group

Halving events have led to significant price appreciatios in the past



Source: Glassnode, ETC Group; Results based on the previous Halvings in 2012, 2016, and 2020

Bitcoin: Steady increase in scarcity will provide a tailwind for price appreciations



Source: Coinmetrics, ETC Group; BAERM = Bitcoin Autocorrelated Exchange Rate Model

Haftungsausschluss

Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen dienen ausschließlich zu Informationszwecken und stellen keine Anlageberatung, Empfehlung oder Aufforderung zum Abschluss einer Transaktion dar. Dieses Dokument (das die Form eines Forschungsberichts, einer Marketingbroschüre, einer Pressemitteilung, eines Beitrags in sozialen Medien, eines Blogbeitrags, einer Rundfunkmitteilung oder eines ähnlichen Instruments haben kann - für die Zwecke dieses Haftungsausschlusses bezeichnen wir diese Kategorie von Mitteilungen allgemein als "Dokument") wird von der ETC Issuance GmbH (der "Emittent") herausgegeben, einer nach deutschem Recht gegründeten Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Frankfurt, Deutschland. Dieses Dokument wurde in Übereinstimmung mit den geltenden Gesetzen und Vorschriften (einschließlich derjenigen über Finanzwerbung) erstellt. Wenn Sie erwägen, in von der ETC Group emittierte Wertpapiere, einschließlich der in diesem Dokument beschriebenen Wertpapiere, zu investieren, sollten Sie sich bei Ihrem Broker oder Ihrer Bank vergewissern, dass die von der ETC Group emittierten Wertpapiere in Ihrer Rechtsordnung erhältlich und für Ihr Anlageprofil geeignet sind.

Börsengehandelte Rohstoffe/Kryptowährungen oder ETPs sind sehr volatil und die Wertentwicklung ist unvorhersehbar. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Der Marktpreis von ETPs wird schwanken und sie bieten kein festes Einkommen. Der Wert einer Anlage in ETPs kann durch Wechselkurs- und Basiswertpreisschwankungen beeinflusst werden. Dieses Dokument kann zukunftsgerichtete Aussagen enthalten, einschließlich Aussagen, die sich auf die Überzeugungen oder aktuellen Erwartungen der ETC Group in Bezug auf die Wertentwicklung bestimmter Anlageklassen beziehen. Zukunftsgerichtete Aussagen unterliegen bestimmten Risiken, Ungewissheiten und Annahmen, und es kann nicht garantiert werden, dass solche Aussagen zutreffend sind, und die tatsächlichen Ergebnisse können erheblich abweichen. Daher sollten Sie sich nicht auf zukunftsgerichtete Aussagen verlassen. Dieses Dokument stellt weder eine Anlageberatung noch ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf eines Produkts oder zur Tätigung einer Anlage dar. Eine Anlage in einen ETC, der an eine Kryptowährung gekoppelt ist, wie er von der ETC Group angeboten wird, hängt von der Wertentwicklung der zugrundeliegenden Kryptowährung abzüglich der Kosten ab, wobei jedoch nicht erwartet wird, dass sie diese Wertentwicklung genau erreicht. ETPs sind mit zahlreichen Risiken verbunden, unter anderem mit allgemeinen Marktrisiken in Bezug auf nachteilige Preisbewegungen der Basiswerte sowie mit Währungs-, Liquiditäts-, operativen, rechtlichen und regulatorischen Risiken.

Die nach deutschem Recht gegründete ETC Issuance GmbH ist der Emittent der in diesem Dokument beschriebenen Wertpapiere gemäß dem von der BaFin gebilligten Basisprospekt vom 21. November 2023, der von Zeit zu Zeit ergänzt wird auf basis der entsprechenden vorhergehenden Versionen die über die Website des Emittenten zugänglich sind.

Bei jeder Entscheidung, in von der ETC Group angebotene Wertpapiere (einschließlich Produkte und Beträge) zu investieren, sollten Sie Ihre spezifischen Umstände berücksichtigen und eine unabhängige Anlage-, Steuer- und Rechtsberatung einholen. Außerdem sollten Sie vor einer Anlage die neueste Fassung des Prospekts und/oder des Basisprospekts lesen und sich insbesondere im Abschnitt "Risikofaktoren" über die mit einer Anlage verbundenen Risiken informieren. Diese Prospekte und andere Dokumente sind unter der Rubrik "Ressourcen" auf www.etc-group.com verfügbar. Wenn Sie diese Website besuchen, müssen Sie eine Selbstzertifizierung hinsichtlich Ihrer Gerichtsbarkeit und Ihres Anlegertyps vornehmen, um auf diese Dokumente zugreifen zu können, und dabei können Sie anderen Haftungsausschlüssen und wichtigen Informationen unterliegen.

WENN SIE SICH IN GROSSBRITANNIEN, DEN USA ODER KANADA BEFINDEN

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind nicht als Werbung oder sonstige Maßnahme zur Förderung eines öffentlichen Angebots in den Vereinigten Staaten oder Kanada oder einem ihrer Bundesstaaten, Provinzen oder Territorien auszulegen, in denen weder der Emittent noch seine Produkte zum Vertrieb oder Verkauf zugelassen oder registriert sind und in denen kein Prospekt des Emittenten bei einer Wertpapieraufsichtsbehörde eingereicht wurde. Weder dieses Dokument noch die darin enthaltenen Informationen dürfen (direkt oder indirekt) in die Vereinigten Staaten von Amerika mitgenommen, übertragen oder dort verteilt werden.

Dieses Dokument stellt keine Aufforderung oder Anregung zu einer Investitionstätigkeit dar. Im Vereinigten Königreich wird dieses Dokument zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger (gemäß der Definition in der Financial Services and Markets Act 200 (Financial Promotion) Order 2005 in ihrer jeweils gültigen Fassung). Es ist nicht zur Verwendung durch oder für Privatkunden oder Personen bestimmt, die nicht über professionelle Erfahrung in Anlagefragen verfügen. Weder der Emittent noch seine Produkte sind von der Financial Conduct Authority zugelassen oder werden von ihr reguliert.

VERÖFFENTLICHUNGEN UND OFFENLEGUNG IN SOZIALEN MEDIEN

Veröffentlichungen in den sozialen Medien (insbesondere LinkedIn und Twitter) der ETC Group und ihrer Tochtergesellschaften ("Social Media") sind keine Empfehlungen, Aufforderungen oder Angebote der ETC Group oder ihrer Tochtergesellschaften zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Futures, Optionen oder anderen Finanzinstrumenten oder anderen Vermögenswerten oder zur Erbringung von Anlageberatung oder -dienstleistungen und sollten auch nicht als solche betrachtet werden. Die ETC Group unternimmt alle zumutbaren Anstrengungen, um sicherzustellen, dass die in den sozialen Medien enthaltenen Informationen korrekt und zuverlässig sind; dennoch können manchmal Fehler auftreten. Sie sollten beachten, dass das Material auf Social Media ohne jegliche ausdrückliche oder stillschweigende Garantie zur Verfügung gestellt wird. Die ETC Group übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit, Gültigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Materialien in den sozialen Medien.

RISIKEN VON KRYPTOWÄHRUNGEN

Kryptowährungen sind sehr volatile Vermögenswerte und für ihre extremen Kursschwankungen bekannt. Während es ein Potenzial für erhebliche Gewinne gibt, besteht das Risiko, dass Sie Teile oder Ihr gesamtes investiertes Kapital verlieren. Der Wert der ETCs wird durch den Preis der zugrunde liegenden Kryptowährung beeinflusst. Der Preis von Kryptowährungen kann stark schwanken und beispielsweise durch globale und regionale politische, wirtschaftliche oder finanzielle Ereignisse, aufsichtsrechtliche Ereignisse oder Erklärungen von Aufsichtsbehörden, Anlagehandel, Hedging oder andere Aktivitäten eines breiten Spektrums von Marktteilnehmern, Forks in zugrundeliegenden Protokollen, Störungen der Infrastruktur oder der Mittel, mit denen Krypto-Assets produziert, verteilt, gespeichert und gehandelt werden, beeinflusst werden. Der Preis von Kryptowährungen kann sich auch aufgrund des schwankenden Vertrauens der Anleger in die Zukunftsaussichten der Anlageklasse ändern. Die Merkmale von Kryptowährungen und die Divergenz der geltenden Regulierungsstandards schaffen das Potenzial für Marktmissbrauch und könnten zu einer hohen Preisvolatilität führen. Die Beträge, die Anleihegläubiger (i) bei der Rückzahlung der Anleihe in USD erhalten, wenn Anleihegläubiger aus rechtlichen oder regulatorischen Gründen keine Kryptowährung erhalten können, oder (ii) bei einem Verkauf an der Börse, hängen von der Kursentwicklung der jeweiligen Kryptowährung und der verfügbaren Liquidität ab.

Einen detaillierten Überblick über die mit Kryptowährungen und insbesondere mit ETCs verbundenen Risiken finden Sie im Prospekt und im Basisprospekt, die auf der Website des Emittenten unter www.etc-group.com verfügbar sind.