

BITCOIN UND DIE FRÖSCHE DES ARISTOPHANES

Nach dem jüngsten Kursfeuerwerk ist Bitcoin wieder ins Scheinwerferlicht vieler Anleger gerückt. Die Ankündigung des Automobilherstellers Tesla, Bitcoin künftig als Zahlungsmittel akzeptieren zu wollen, weckt Hoffnungen, dass sich die Kryptowährung als Geldersatz etablieren könnte. Auf Grund seiner konstruktionsbedingten Knappheit weist Bitcoin zwar die Eigenschaft eines „guten“ Geldes aus, doch zeigt ein Blick in die Vergangenheit, dass sich im Zahlungsverkehr immer das „schlechte“ Geld durchgesetzt hat. Für Bitcoin bliebe dann nur noch die Rolle des Wertaufbewahrungsmittels übrig, die angesichts der extremen Kursschwankungen aber wenig passend erscheint.

Der Kurs des Bitcoin hat Ende Februar kurzzeitig die Marke von 50.000 US-Dollar durchbrochen und damit ein neues Allzeithoch erreicht. Auslöser war die Ankündigung von **Tesla-Chef Elon Musk**, dass sein Unternehmen 1,5 Mrd. US-Dollar in Bitcoin investiert hat und die Kryptowährung bald auch als Zahlungsmittel akzeptieren werde. Bitcoin-Enthusiasten gehen davon aus, dass viele Unternehmen dem Beispiel Teslas folgen werden.

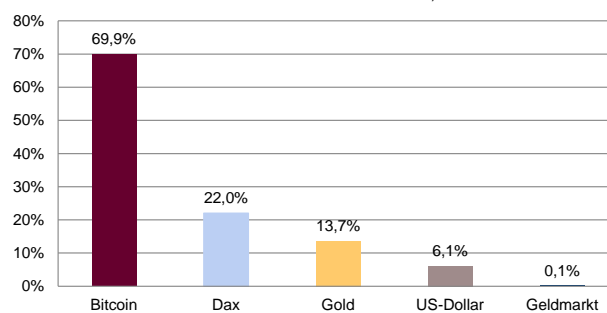
Diese Sichtweise scheint einiges für sich zu haben. Durch die extrem expansive Geldpolitik der letzten Jahre hat das von den Zentralbanken ausgegebene Geld seinen Knappheitsstatus verloren. Zudem eignet es sich auf Grund der niedrigen und teils sogar negativen Zinsen nicht mehr als Wertaufbewahrungsmittel. Bitcoin dagegen wird nicht von Zentralbanken emittiert und ist durch seine Konstruktion ein knappes Gut. Auf Dauer, so die Vision, könnte Zentralbankgeld zunehmend als wertlos angesehen werden und durch langfristig nicht vermehrbare Bitcoin ersetzt werden. Das **„schlechte“ Geld** würde also durch das **„gute“ Geld** verdrängt.

Die Sache hat jedoch einen entscheidenden Haken: In der Praxis war es bisher immer genau anders herum. Schon lange vor der Entdeckung der Gesetze von Angebot und Nachfrage wurde bereits beobachtet, dass das „schlechte“ Geld das „gute“ im Umlauf verdrängt. So lässt **Aristophanes** mehr als 400 Jahre vor Christi Geburt in seiner Komödie „Die Frösche“ den Chorführer den vorzugsweisen Gebrauch des „schlechten Kupfergeldes“ gegenüber der einheimische Münze kritisieren, „die unter allen Münzen, die ich weiß, die beste ist und allein ein gut Gepräge trägt und Klang und Geltung hat unter den Hellenen allen und im Ausland überall“.

Dieses scheinbare Paradoxon wird im jüdischen Talmud, in chinesischen Quellen aus dem 13. und arabischen Schriften aus dem 14. Jahrhundert beschrieben. Nikolaus Kopernikus, der nicht nur ein berühmter Astronom,

sondern auch preußischer Domherr war, notierte 1519, dass „schlechtes Geld“ unter bestimmten Bedingungen „gutes Geld“ mit hohem Edelmetallanteil verdrängt, da letzteres eingeschmolzen wird. Der englische Unternehmer, Begründer der Londoner Börse und königliche Berater Thomas Gresham formulierte die Zusammenhänge einige Jahre später ebenfalls, was der bekannte Ökonom Robert Giffen 1891 zum Anlass nahm, sie als **„Greshams Gesetz“** zu bezeichnen. Unter diesem Namen ist das Phänomen in die Literatur eingegangen und zählt zu den ältesten ökonomischen Erkenntnissen überhaupt.

Kursschwankungen im Vergleich
(Annualisierte Standardabweichung der täglichen Kursveränderungen in Euro in den letzten drei Jahren)



Dass Greshams Gesetz auch für Kryptowährungen zu einem Problem werden könnte, wird schon lange diskutiert. Zwar lassen sich Bitcoin nicht einschmelzen, aber horten und so dem Zahlungsverkehr entziehen. Zur Verteidigung ihrer Überzeugung, dass staatliches Geld langfristig unterlegen sei, haben die Bitcoin-Verfechter zwei ganz unterschiedliche Argumentationslinien entwickelt. Die erste Strategie besteht schlicht darin, die Gültigkeit von Greshams Gesetz zu leugnen und stattdessen ein **„Anti-Gresham Gesetz“** (manchmal auch **„Thiers Gesetz“** genannt) zu postulieren. In einer Hyperinflation, so die Argumentation, verliere das „schlechte“ staatliche Geld seine Akzeptanz und werde durch „gutes“ Geld ersetzt. Überzeugen kann dieser Gedanke nicht. Hyperinflationen sind extrem seltene

Ereignisse und haben selbst dann, wenn sie auftraten, nie zu einer dauerhaften Ersetzung von staatlichem Geld durch eine private Währung geführt.

Die andere Verteidigungslinie leugnet dagegen Greshams Gesetz nicht, sondern stimmt ihm ausdrücklich zu. Tatsächlich werde das „schlechte“ Geld das „gute“ im Zahlungsverkehr verdrängen. Doch genau das führe dazu, dass das „gute“ Geld, also Bitcoin, zunehmend als **Wertanlage** genutzt werde. Von den drei Nutzarten des Geldes, nämlich Recheneinheit, Zahlungsmittel und Mittel der Wertaufbewahrung, würde sich die letzte durchsetzen und zu einem weiteren deutlichen Preisanstieg führen. So interpretiert facht Greshams Gesetz die Krypto-Kursphantasien sogar an.

Ist Bitcoin also **digitales Gold**? Wenn sich die Kryptowährung nicht als Zahlungsmittel etablieren kann, bleibt ihr Nutzen ausschließlich auf die Wertaufbewahrung begrenzt. Damit ist sie Gold unterlegen, für das es immerhin in der Schmuckproduktion einen zusätzlichen Nutzwert gibt. Auch der enorme Energieverbrauch spricht im direkten Vergleich gegen Bitcoin und für Gold, das nur gewisse Lagerkosten verursacht. Da Bitcoin den Zentralbanken ein Dorn im Auge ist, droht zudem eine strengere Regulierung. Vorteile hat die Kryptowährung dagegen bei der internationalen Handelbarkeit, da sie sich per Mausklick übertragen lässt. Und für die Lagerung und den Transport reicht ein USB-Stick.

Die Frage aber ist, ob **Knappheit** allein ausreicht, um den Zweck der Wertaufbewahrung zu erreichen. Die Kehrseite dieser Knappheit ist, dass bei einem starren Angebot der

Preis nur noch durch die Nachfrage bestimmt wird. Im Falle von Bitcoin sind die Nachfrageschwankungen extrem und erratisch. Tweets von Elon Musk können in wenigen Minuten gewaltige Kursbewegungen auslösen. Die Kursschwankungen von Bitcoin sind daher um ein Vielfaches höher als die von Gold und stellen selbst die Volatilität des Aktienmarkts weit in den Schatten. In diesem Sinne ist Bitcoin das Gegenteil einer langfristigen Wertanlage, da sein Kurs von kaum prognostizierbaren kurzfristigen Nachfrageschwankungen abhängt und ein innerer Wert fehlt. Nicht wenige erinnert dies an die Theorie des „Greatest Fool“, nach der spekulative Anlagen nur dann einen Gewinn erbringen, wenn man rechtzeitig einen noch größeren „Fool“ findet, der einem die heiße Kartoffel zu einem noch höheren Preis wieder abnimmt. Und wenn Gewinne nur noch dadurch entstehen, dass immer mehr Anleger in einen Markt strömen, wirkt dies wie ein betrügerisches „Ponzi-Schema“.

Elon Musk, der mit seinen Äußerungen der Auslöser des jüngsten Bitcoin-Kursfeuerwerks war, relativierte seine Aussagen später. Seine eigene Meinung zu Bitcoin spiegele die Entscheidung von Tesla nicht wider, stellte Musk klar. Bitcoin zu horten sei lediglich eine "weniger dumme Form von Liquidität als Bargeld" und überdies "abenteuerlich genug" für eines der wertvollsten Unternehmen der Welt. In einem weiteren Tweet wird er noch deutlicher: **"Bitcoin ist fast genauso ein Unsinn wie Papiergeld.** Das Schlüsselwort lautet 'fast'." (Im englischen Original wird ein weniger zitierfahiges Wort als „Unsinn“ verwendet.) Ob die Bewertung des Bitcoin dauerhaft damit gerechtfertigt werden kann, das kleinere von zwei übeln zu sein, darf durchaus bezweifelt werden.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Björn Block (bblock@marcard.de), Annette Streicher (astreicher@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2021

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gwahr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfahigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsausagen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gwahr.