

Der Bitcoin-Makro-Investor - Mai 2024

Der Krypto-Abschwung im April: Herausforderungen und Erholungsperspektiven



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, integrierte 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.

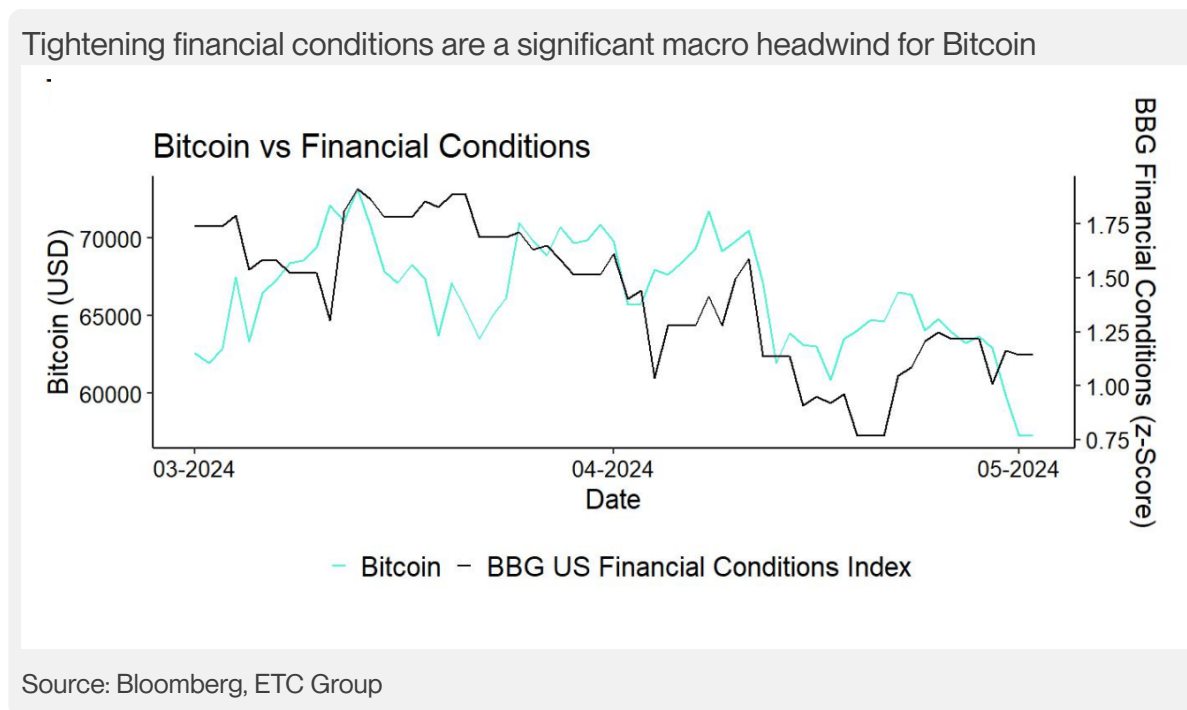
Inhaltsverzeichnis

Chart des Monats	2
Performance	2
Makro-Umfeld	5
On-Chain-Entwicklungen	14
Unterm Strich	23
Anhang	24
Überblick über den Kryptoasset-Markt	24
Kryptoassets & Makroökonomie	28
Kryptoassets & Multiasset-Portfolios	30
Kryptoasset-Bewertungen	37
On-Chain-Grundlagen	40

Der Bitcoin-Makro-Investor - Mai 2024

Der Krypto-Abschwung im April: Herausforderungen und Erholungsperspektiven

Chart des Monats

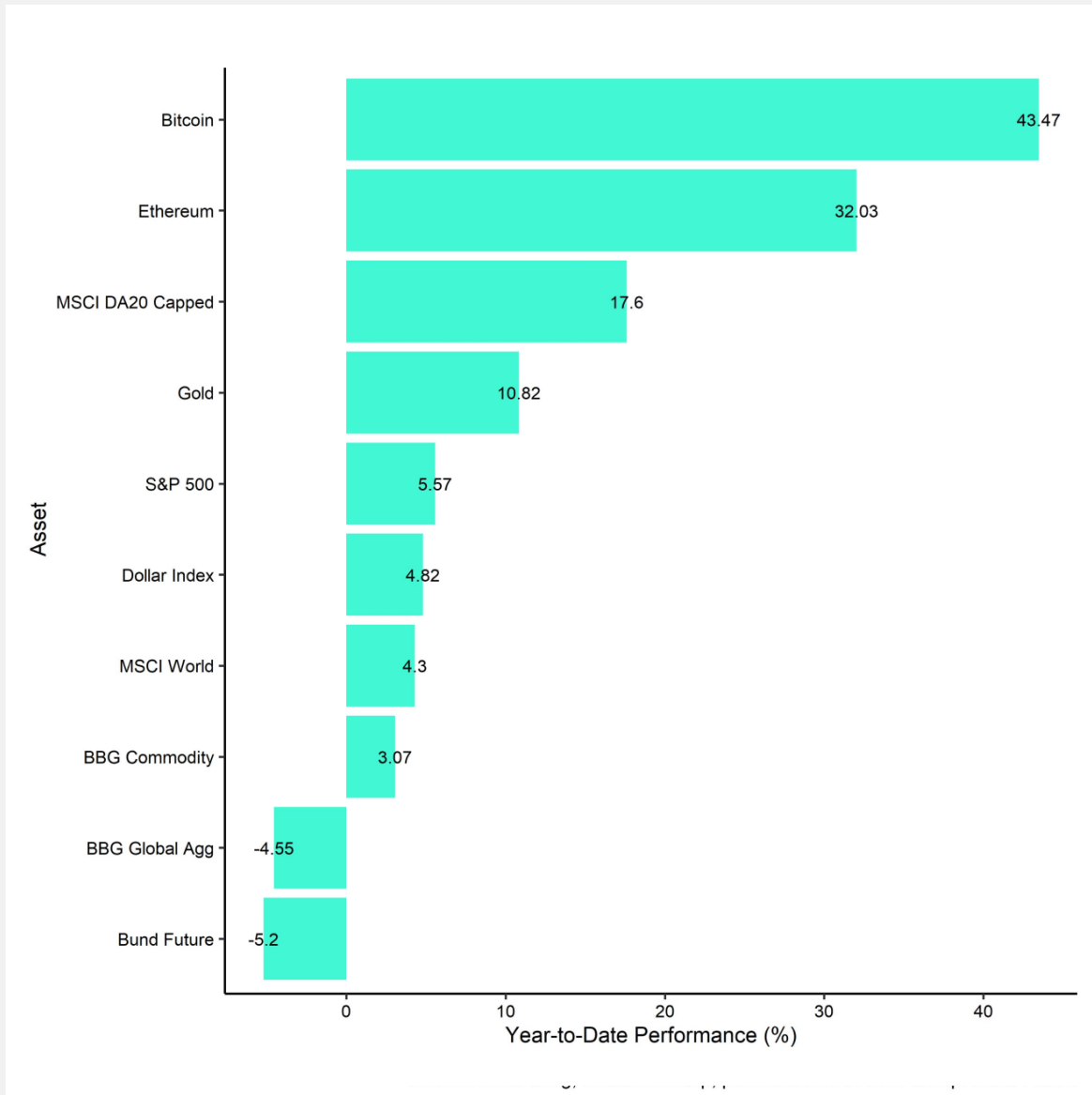


Performance

Im vergangenen Monat schnitten Kryptoanlagen in einem allgemein risikoärmeren Umfeld schlechter ab als traditionelle Anlagen. Risikobehaftete Vermögenswerte wie US-Aktien gerieten aufgrund der Verschärfung der US-Finanzbedingungen, die sich in einem stärkeren US-Dollar und steigenden Anleiherenditen widerspiegelte, ebenfalls unter Druck. Darüber hinaus führten die zunehmenden Spannungen im Nahen Osten zu einem deutlichen Anstieg der geopolitischen Risiken und der Rohstoffpreise.

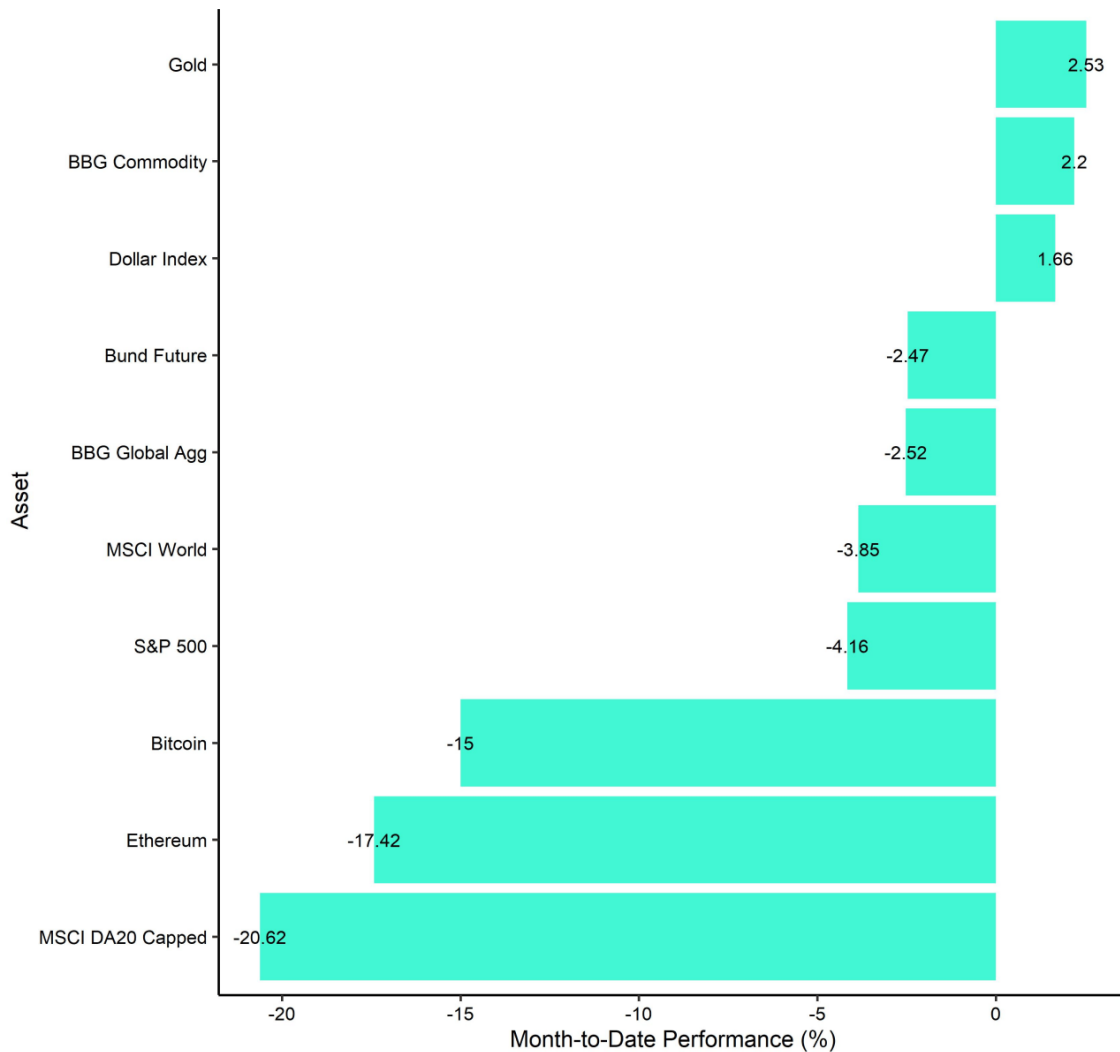
Trotz der mit Spannung erwarteten Bitcoin-Halbierung musste Bitcoin aufgrund zunehmender Gewinnmitnahmen sowohl von lang- als auch kurzfristigen Inhabern Prügel einstecken. Gleichzeitig verlangsamten sich die weltweiten Bitcoin-ETPs-Nettozuflüsse im April erheblich, was hauptsächlich auf langsamere Zuflüsse in US-Bitcoin-ETFs zurückzuführen ist. Infolgedessen wurde das Nettokauf- abzüglich des Verkaufsvolumens an den Bitcoin-Spotbörsen negativ, was Druck auf den Preis ausübte.

Cross Asset Performance (YtD)



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

Cross Asset Performance (MtD)



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

Ein Blick auf die Wertentwicklung unserer Produkte zeigt, dass Altcoin-ETPs wie der ETC Group Physical Cardano ([RDAN](#)) oder der ETC Group Physical Solana ([ESOL](#)) im April im Allgemeinen schlechter abschnitten als der ETC Group Physical Bitcoin ([BTCE](#)), da die Marktkapitalisierung von Bitcoin weiter zunahm.

Alles in allem konzentriert sich der Markt weiterhin auf Large Caps wie Bitcoin oder Ethereum, was wahrscheinlich auf die zunehmende Konzentration von ETPs zurückzuführen ist, die in diesem Jahr in den USA und Hongkong ausschließlich auf diese beiden Kryptoassets aufgelegt wurden.

ETC Group Product Performance Overview (%)

	Year-to-Date	1 month	3 months	6 months	12 months
ETC Group MSCI Digital Assets Select 20	13.2	-16.7	12.7	93.5	144.5
ETC Group Physical Bitcoin	34.3	-15.4	28.9	93.5	235.7
ETC Group Core Bitcoin	-	-	-	-	-
ETC Group Physical Ethereum	23.5	-18.1	28.1	56.8	135.1
ETC Group Ethereum Staking	-	-17.4	-	-	-
ETC Group Physical Solana	14.3	-39.8	50.5	421	730.6
ETC Group Physical Litecoin	1.5	-7	7.1	-2.8	20.3
ETC Group Physical XRP	-21.1	-18.2	-20.7	-18	20.7
ETC Group Physical Cardano	-28.1	-33.7	-27.8	56.7	35
ETC Group Global Metaverse UCITS ETF	-0.5	-2.9	1.5	24.8	53.9

Source: Bloomberg, ETC Group; all information are subject to change; past performance not indicative of future returns

Unterm Strich: Bitcoin und Kryptowährungen entwickelten sich aufgrund der Verschärfung der US-Finanzbedingungen und negativer On-Chain-Daten schlechter als traditionelle Finanzanlagen. Altcoins entwickelten sich im April generell schlechter als Bitcoin.

Makro-Umfeld

Die finanziellen Bedingungen haben sich in letzter Zeit leicht verschärft, sind aber immer noch relativ locker. Kurzfristig besteht das Risiko, dass die Inflationserwartungen aufgrund zunehmender geopolitischer Spannungen steigen, was zu einer Verschärfung der finanziellen Bedingungen führen könnte.

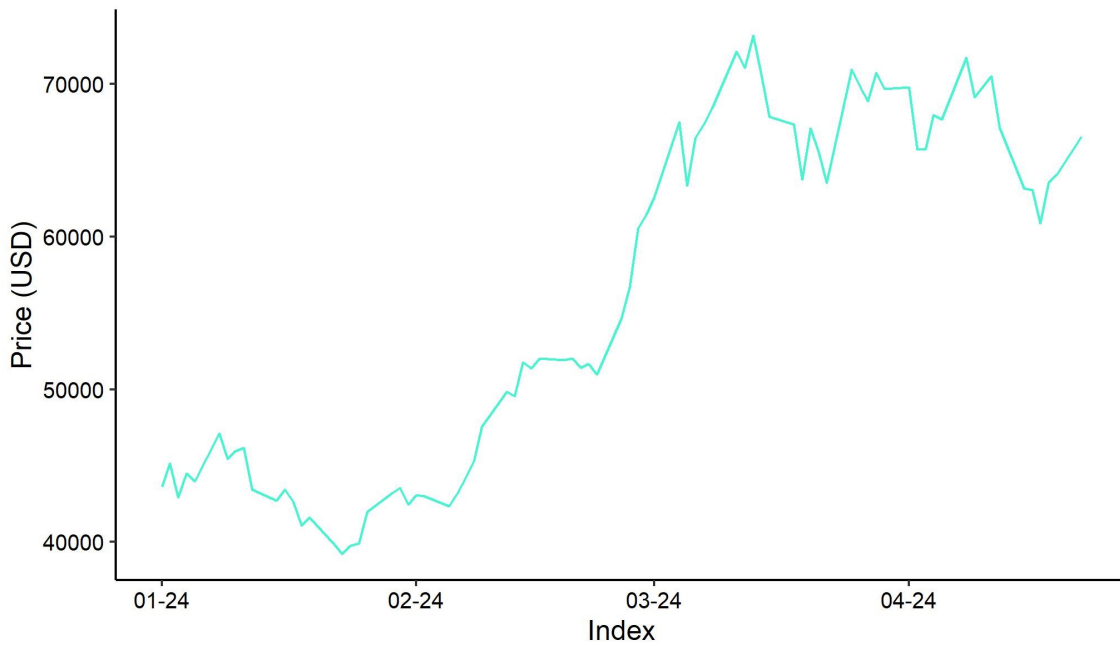
Der Grund dafür ist, dass Unterbrechungen der globalen Lieferketten aufgrund geopolitischer Spannungen zu höheren Inputkosten führen könnten. Außerdem könnten steigende Rohstoffpreise wie Rohöl die Inflation kurzfristig zusätzlich anheizen. Dies könnte durch die jüngste chinesische Wachstumsbeschleunigung kurzfristig noch verschärft werden.

Die meisten Experten haben die jüngste Preiskorrektur bei Bitcoin und Kryptoassets auf die steigenden geopolitischen Risiken zurückgeführt. In der Tat haben die geopolitischen Risiken definitiv zugenommen, wie der unten dargestellte Geopolitical Risk Index zeigt. Allerdings ging dem jüngsten Anstieg der geopolitischen Risiken auch eine Verschärfung der finanziellen Bedingungen in den USA voraus:

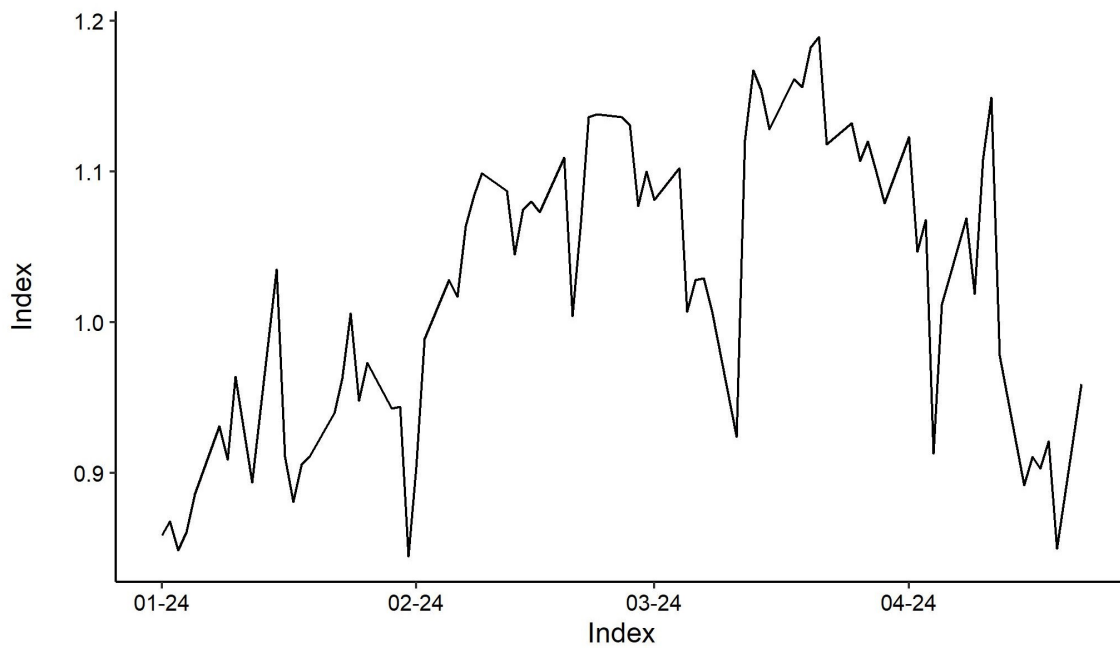
A tale of 2 stories: Tightening financial conditions & increasing geopolitical risks

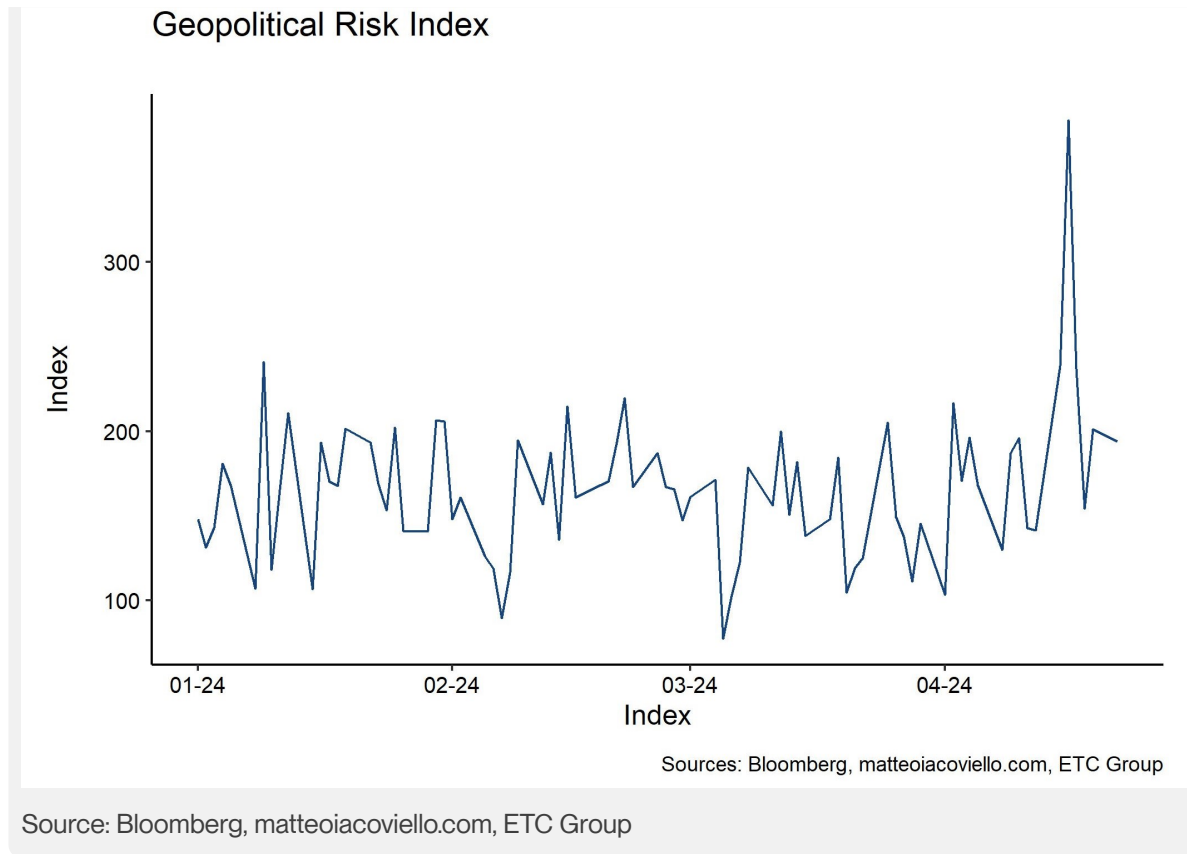
Bitcoin

ETC Group



BBG Financial Conditions Index





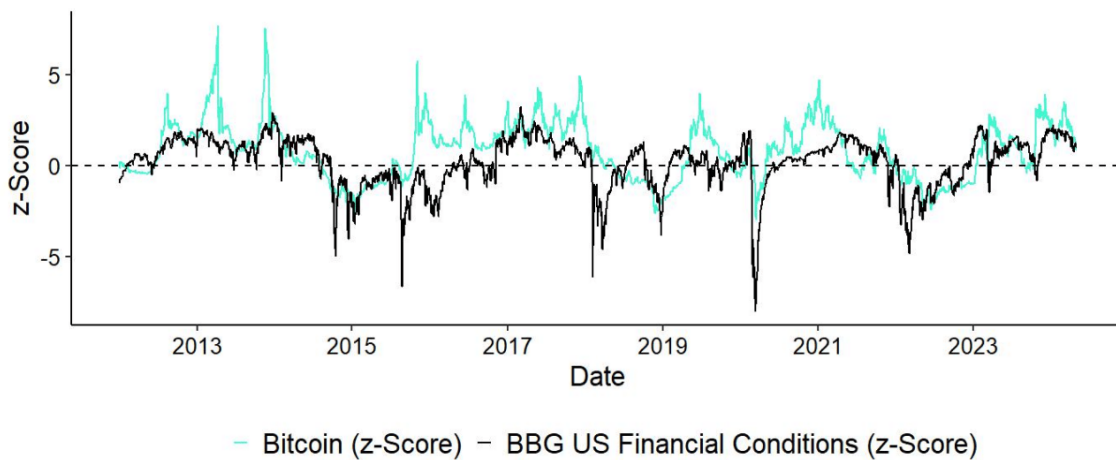
Wir denken, dass sich die finanziellen Bedingungen kurzfristig weiter verschärfen könnten, was sicherlich auch für Bitcoin Gegenwind bedeuten würde. Der Grund dafür ist, dass die Entwicklung von Bitcoin im Allgemeinen eng mit den allgemeinen finanziellen Bedingungen in den USA korreliert.

Die Erwartungen für die Geldpolitik haben sich im Jahr 2024 allgemein verschärft. Während der Markt zu Beginn des Jahres etwa sechs Zinssenkungen für 2024 erwartete, wird auf der Grundlage der Fed Funds Futures derzeit nur eine Zinssenkung für 2024 erwartet.

Wir gehen davon aus, dass sich die jüngste leichte Verschärfung der geldpolitischen Erwartungen auch in strafferen finanziellen Bedingungen niederschlagen wird. Die jüngste Abwertung des Yen ist auch ein Anzeichen für einen viel breiteren Aufwertungsdruck auf den Dollar und eine Verschärfung der finanziellen Bedingungen in den USA.

Kurzfristig ist dies tendenziell negativ für Bitcoin und Krypto-Assets.

Bitcoin vs US Financial Conditions



Source: Bloomberg, ETC Group

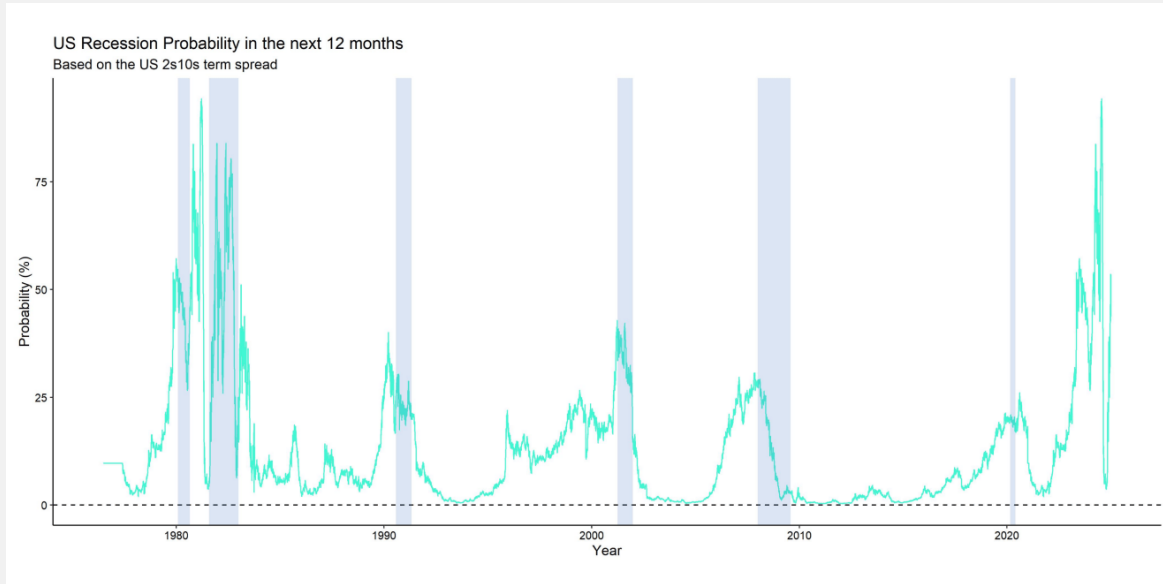
Wir gehen jedoch davon aus, dass die finanziellen Bedingungen in den USA mittel- bis langfristig aufgrund steigender Rezessionsrisiken in den USA und einer endgültigen Umkehr in der Geldpolitik der Fed locker bleiben dürften. Auch die jüngste FOMC-Sitzung mit einer Verlangsamung der geplanten Verkäufe von US-Staatsanleihen deutet in diese Richtung.

Konkret wird die Fed ab Juni das Tempo des Abbaus ihrer Wertpapierbestände verlangsamen, indem sie das monatliche Tilgungslimit für US-Staatsanleihen von 60 Mrd. USD pro Monat auf 25 Mrd. USD pro Monat reduziert.

Unser allgemeines makroökonomisches Basisszenario bleibt eine Rezession in den USA bis zum Sommer 2024, wie in unserem Bericht [ETC Group 2024 Outlook](#) dargelegt.

Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts geht das Term-Structure-Modell immer noch von einer Rezessionswahrscheinlichkeit von 50,7 % für die kommenden 12 Monate aus.

Probability of a US recession in 2024 increased significantly



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

Der 2s10s US-Treasury Term Spread bleibt weiterhin invertiert, was im Allgemeinen ein Rezessionssignal ist. Die aktuelle Umkehrung der Renditekurve, die bereits im Juli 2022 begann, ist eine der längsten Umkehrungen der Renditekurve in der Finanzgeschichte der USA.

Darüber hinaus gehen die Frühindikatoren für den US-Arbeitsmarkt wie die Zahl der offenen Stellen weiter zurück. Auch breit angelegte Arbeitsmarktindikatoren wie der Index der Arbeitsmarktbedingungen der Kansas City Fed verschlechtern sich weiter.

Allgemein betrachtet gibt es in den USA eine klare Zweiteilung zwischen großen und kleinen Unternehmen. Die Gewinne der Russell-2000-Unternehmen (Small Caps) stagnieren im Wesentlichen seit 2021, während die Gewinne der S&P-500-Unternehmen (Large Caps) auf neue Allzeithochs gestiegen sind, angeführt von einigen Mega-Caps wie Nvidia. Die aktuellen Gewinn- und Umsatzmeldungen in der NFIB-Umfrage für Kleinunternehmen haben Tiefststände erreicht, die zuletzt während der durch den Covid verursachten Rezession verzeichnet wurden.

Es ist keine Überraschung, dass sich die Einstellungsabsichten in der NFIB-Umfrage unter Kleinunternehmen in den USA - einem führenden Indikator für die Beschäftigung - weiter verschlechtert haben. Tatsächlich deuten die Einstellungsabsichten des NFIB bereits auf eine Stagnation des gesamten US-Beschäftigungswachstums im Sommer hin.

Die Verschlechterung ist jedoch nicht nur auf kleine Unternehmen beschränkt. Der jüngste Anstieg der Beschäftigung außerhalb der Landwirtschaft in den USA in den letzten Monaten war größtenteils auf die Zunahme der Teilzeitbeschäftigung zurückzuführen.

In der Zwischenzeit ist die Vollzeitbeschäftigung im Jahresvergleich bereits rückläufig (!), was in der Vergangenheit nie ein gutes Zeichen war. Die einzige Ausnahme war ein falsch positiver Wert im Mai 2011, auf den nicht unmittelbar eine Rezession folgte.

Auch andere Frühindikatoren für die Beschäftigung wie die ISM-Beschäftigungssubkomponenten für das verarbeitende und das nicht-verarbeitende Gewerbe signalisieren eine Verschlechterung der Arbeitsmarktbedingungen. Beide Teilkomponenten wiesen im März Werte unter 50 auf.

Ein deutliches Zeichen für eine bevorstehende Rezession in den USA wäre ein Auslösen der so genannten "Sahm-Regel":

Die US-Wirtschaft ist ausnahmslos immer dann in eine Rezession eingetreten, wenn der 3-Monats-Durchschnitt der Arbeitslosenquote um 50 Basispunkte gegenüber dem gleitenden 12-Monats-Tief gestiegen war. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts wurde diese Regel auf nationaler Ebene noch nicht ausgelöst, aber bereits mehr als 20 US-Bundesstaaten haben diese Regel auf regionaler Ebene ausgelöst.

In diesem Zusammenhang ist es wichtig, darauf hinzuweisen, dass die weniger bekannte "Mel-Regel" bereits ausgelöst worden ist. Die Mel-Regel signalisiert eine Rezession, wenn die anhand der aggregierten Daten auf Bundesstaatenebene berechnete Arbeitslosenquote um 0,25 %-Punkte über ihren 18-Monats-Tiefstand steigt. Die Mel-Regel kommt in der Regel eher zum richtigen Zeitpunkt als die Sahm-Regel.

Alles in allem steigt damit die Wahrscheinlichkeit, dass die Fed ihre Prognosen eher zurückhaltend formuliert und letztlich in der zweiten Hälfte des Jahres 2024 einen Zinssenkungszyklus einleitet.

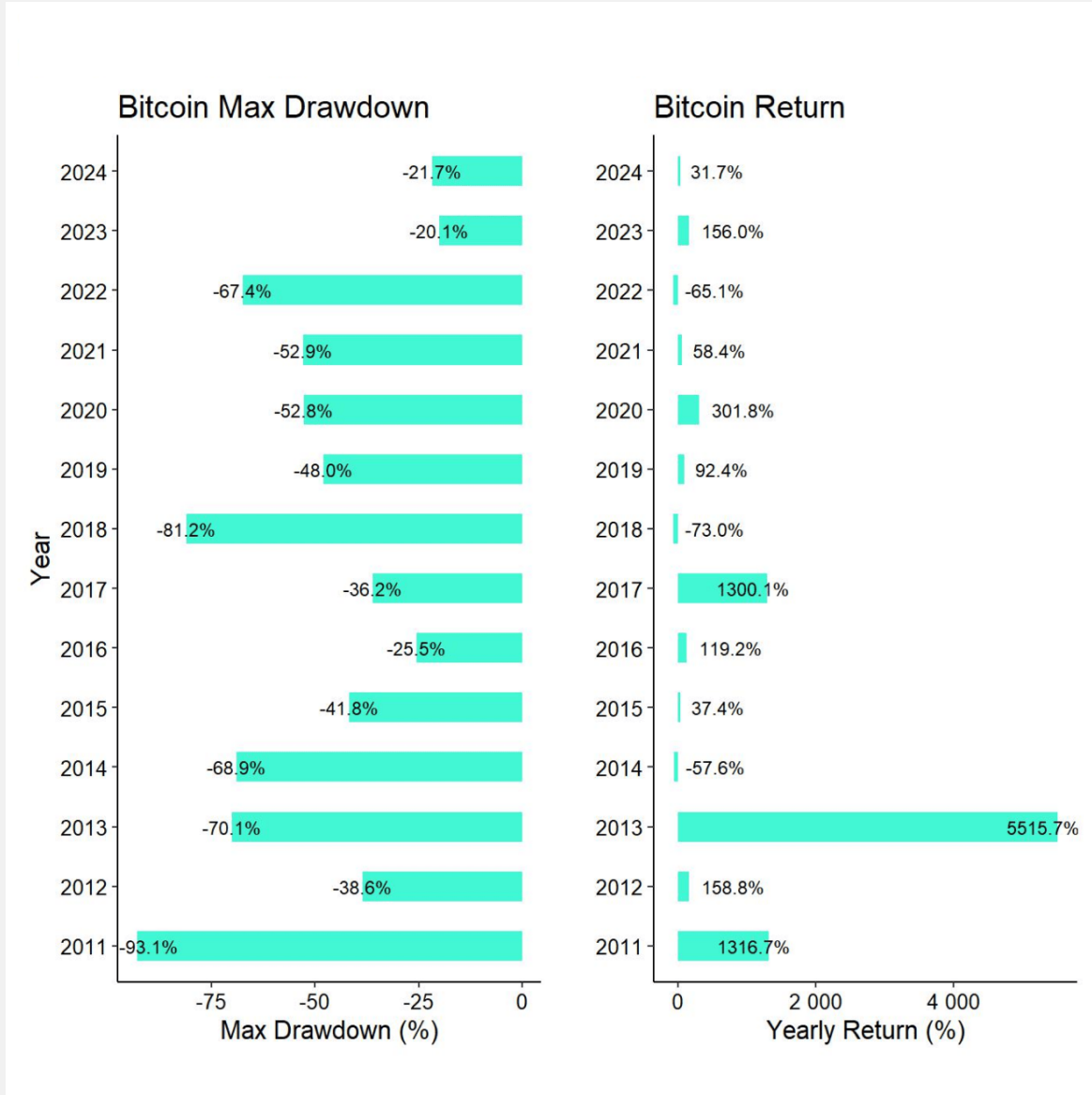
Die wichtige Frage ist: Was sind die Auswirkungen auf Bitcoin?

Leider haben wir nicht viele Datenpunkte, um die potenziellen Auswirkungen einer US-Rezession auf die Performance von Bitcoin und Kryptoassets im Allgemeinen zu beurteilen. Die einzige Beobachtung, die wir haben, ist die Covid-Rezession im Jahr 2020, da verlässliche Preisdaten für Bitcoin erst seit 2011 existieren und die letzte US-Rezession im Jahr 2008 war (Sub-Prime-Krise).

Während der Covid-Rezession im Jahr 2020 erlebte Bitcoin einen maximalen Drawdown von mehr als -50 %. Die gute Nachricht ist, dass sich Bitcoin inmitten starker monetärer und fiskalischer Stimuli und der vorangegangenen Bitcoin-Halbierung im Mai

2020 zügig erholte. Ende 2020 lag Bitcoin trotz der Covid-Rezession um mehr als +300% im Plus.

Yearly performance in Bitcoin Halving years (2012, 2016, 2020) was still decent despite US recessions/slowdowns



Source: Bloomberg, ETC Group

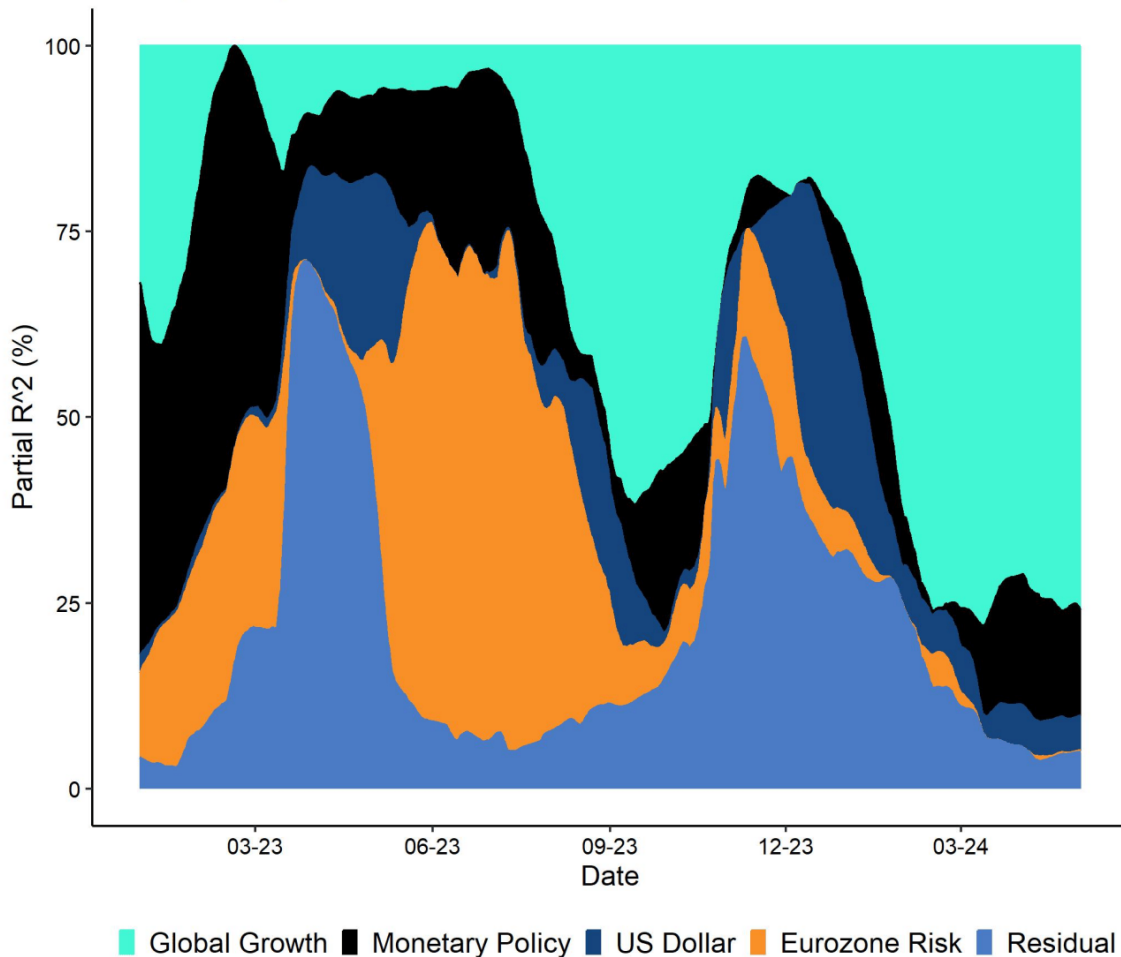
Auf der Grundlage dieses Schemas könnten wir in diesem Jahr eine ähnliche Entwicklung erleben, mit einem potenziell größeren Rückgang, der durch eine Rezession in den USA und einen weltweiten Risikoabbau ausgelöst wird, und einer anschließenden starken Erholung aufgrund einer Umkehr in der Geldpolitik und der verspäteten Wirkung des Halving.

Aus quantitativer Sicht ist es jedoch wichtig festzustellen, dass Bitcoin, aber auch traditionelle Finanzanlagen wie US-Aktien, weiterhin besonders empfindlich auf Veränderungen der globalen Wachstumserwartungen reagieren.

Auf der Grundlage einer Hauptkomponentenanalyse latenter Makrofaktoren, die von den Finanzmärkten eingepreist werden, schätzen wir, dass die Wertentwicklung von Bitcoin hauptsächlich von Veränderungen der globalen Wachstumserwartungen und nicht von Veränderungen der geldpolitischen Erwartungen oder des US-Dollars bestimmt wurde. Lesen Sie [hier](#) mehr über diesen Makromodellierungsansatz.

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

Rolling partial R² of macro factors to Bitcoin
120-days rolling window



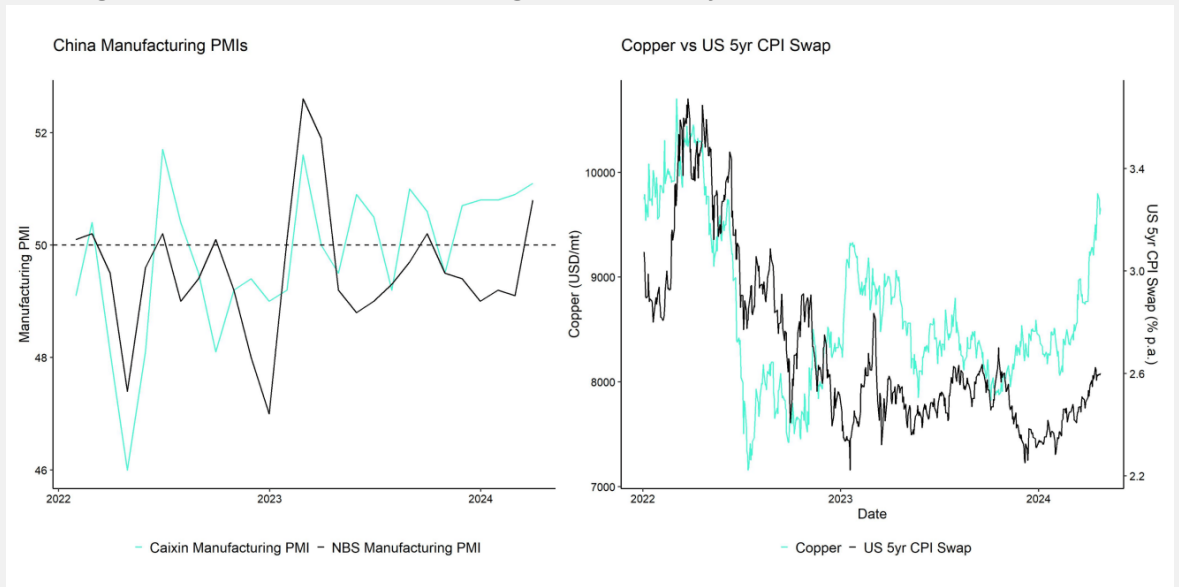
Source: Bloomberg, ETC Group

Genauer gesagt konnten rund 75 % der Schwankungen bei Bitcoin durch Veränderungen der globalen Wachstumserwartungen in den letzten 120 Handelstagen erklärt werden.

Wie bereits erwähnt, könnte die jüngste Wiederbeschleunigung der chinesischen Wachstumsdynamik ein Aufwärtsrisiko" für die oben dargelegte Rezessionsprognose darstellen. Hochfrequenz-Indikatoren, die am empfindlichsten auf die Wachstumserwartungen in China reagieren, wie z.B. Kupfer, haben sich in letzter Zeit stark erholt, was auch einer der Gründe für die steigenden Inflationserwartungen in den USA war (CPI-Swaps).

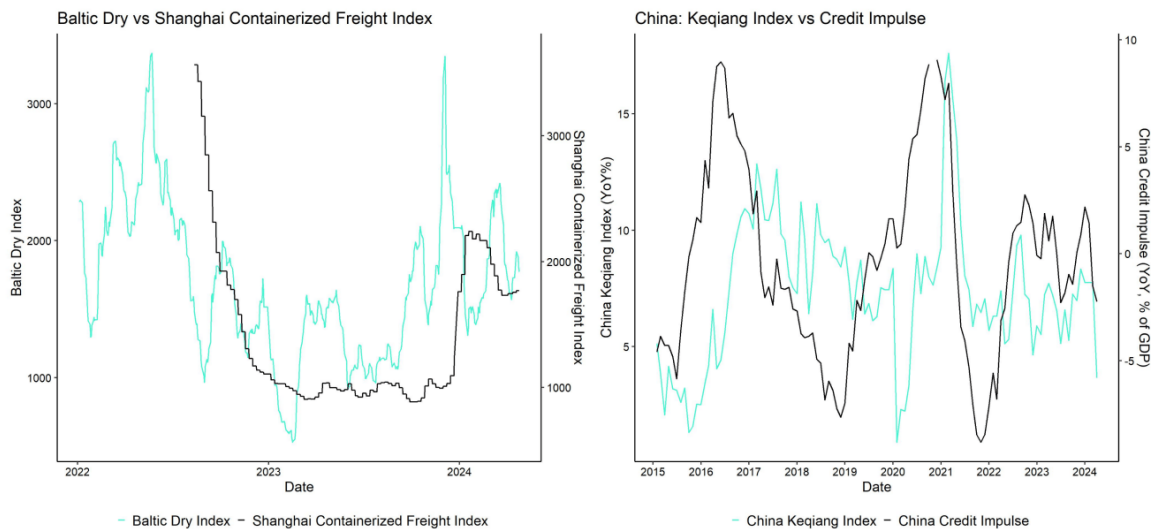
Wir gehen jedoch davon aus, dass diese Wiederbeschleunigung eher von kurzer Dauer sein wird, da der chinesische Kreditimpuls - ein Frühindikator für das chinesische Wachstum - derzeit weiterhin negativ ist und stagniert. Der Keqiang-Index, ein alternatives Maß für die chinesische Wachstumsdynamik, das sich aus dem Schienengüterverkehr, der Stromproduktion und der Kreditvergabe der Banken zusammensetzt, ist ebenfalls auf den niedrigsten Stand seit 2020 gesunken.

China growth has been reaccelerating more recently...



Source: Bloomberg, ETC Group

...but Chinese credit impulse implies only a temporary recovery



Source: Bloomberg, ETC Group

Unterm Strich: Eine Verschärfung der finanziellen Bedingungen in den USA könnte kurzfristig Gegenwind für Bitcoin bedeuten. Die steigenden Rezessionsrisiken in den USA implizieren jedoch, dass die Geldpolitik mittel- bis langfristig wieder akkommodierend wird. Die Arbeitsmarktbedingungen haben sich in den USA weiter verschlechtert, was eine Rezession wahrscheinlicher macht. Die jüngste Wiederbeschleunigung der chinesischen Wachstumsdynamik stellt ein "Aufwärtsrisiko" für diese Ansicht dar. Der chinesische Kreditimpuls deutet jedoch darauf hin, dass die Wiederbeschleunigung nur von kurzer Dauer sein wird.

On-Chain-Entwicklungen

Das wahrscheinlich am meisten erwartete Ereignis auf der Bitcoin-Kette im April war die Bitcoin-Halbierung. Das 4th Bitcoin-Halving seit der Entstehung von Bitcoin fand am 20. April um 02:09:27 UTC statt, als der Block 840000th gemined wurde. Dadurch halbierte sich die Blocksubvention von 6,25 BTC auf 3,125 BTC und die tägliche Ausgabe fiel von ca. 900 BTC pro Tag auf 450 BTC pro Tag.

Wie in unserem [Sonderbericht zum Thema "Having"](#) dargelegt, haben wir erwartet, dass der Tag der Halbierung selbst in Bezug auf die Wertentwicklung ein Nicht-Ereignis sein würde. Der Grund dafür ist, dass der Preiseffekt im Durchschnitt erst rund 100 Tage nach der Halbierung statistisch signifikant wird. Wir erwarten also immer noch, dass Bitcoin frühestens im Juli 2024 auf das durch das Halving entstandene kumulative Angebotsdefizit reagieren wird.

Juli und August sind aus reiner Saisonalitätsperspektive eher "langweilige" Monate für Bitcoin mit deutlich unterdurchschnittlichen und sogar negativen Renditen. Dieser Sommer könnte sich jedoch aufgrund des oben beschriebenen Halving-Effekts als interessanter erweisen.

Unsere Kernaussage bleibt, dass die Bitcoin-Halbierung höchstwahrscheinlich noch nicht eingepreist ist und dass der Großteil der mit der Halbierung verbundenen Gewinne wahrscheinlich bis Ende 2025 zustande kommen wird.

Neben der Halbierung des Blockzuschusses gab es weitere bemerkenswerte Entwicklungen zum Zeitpunkt der Halbierung.

Als Antwort auf die BRC-20-Token wurden Runes von Casey Rodarmor im Herbst 2023 eingeführt und gingen mit dem Halving Block 840000 am 20. th im April 2024 live. Technisch gesehen verwenden Runes die OP_RETURN-Funktion von Bitcoin, mit der bis zu 80 Byte Daten in die Bitcoin-Blockchain geschrieben werden können.

Im Gegensatz zu BRC-20 Token sind Runes nicht mehr Teil des UTXO Sets, da sie nicht ausgegeben werden können. Ein weiterer Vorteil gegenüber BRC-20 ist, dass Runes direkt in die Ord-Software integriert sind und den gesamten Zustand auf der Blockchain abbilden, ohne dass zusätzliche Software benötigt wird.

Runes werden durch eine sogenannte "Etching"-Transaktion in die Bitcoin-Blockchain "eingesägt". Bei der Erstellung von Runes gibt es nur wenige variable Eigenschaften wie Name, Teilbarkeit, Prämie, Symbol, Begriffe und Angebot.

Ein negativer Nebeneffekt des Halving und der Runes war der erhebliche Anstieg der Netzwerk-Transaktionsgebühren aufgrund der gestiegenen Transaktionsanzahl und der einfachen Tatsache, dass die Nutzer die durchschnittlichen Transaktionsgebühren in die Höhe trieben, um in den Halving-Block aufgenommen zu werden. Infolgedessen stiegen die durchschnittlichen Transaktionsgebühren auf den höchsten Stand seit Dezember 2017.

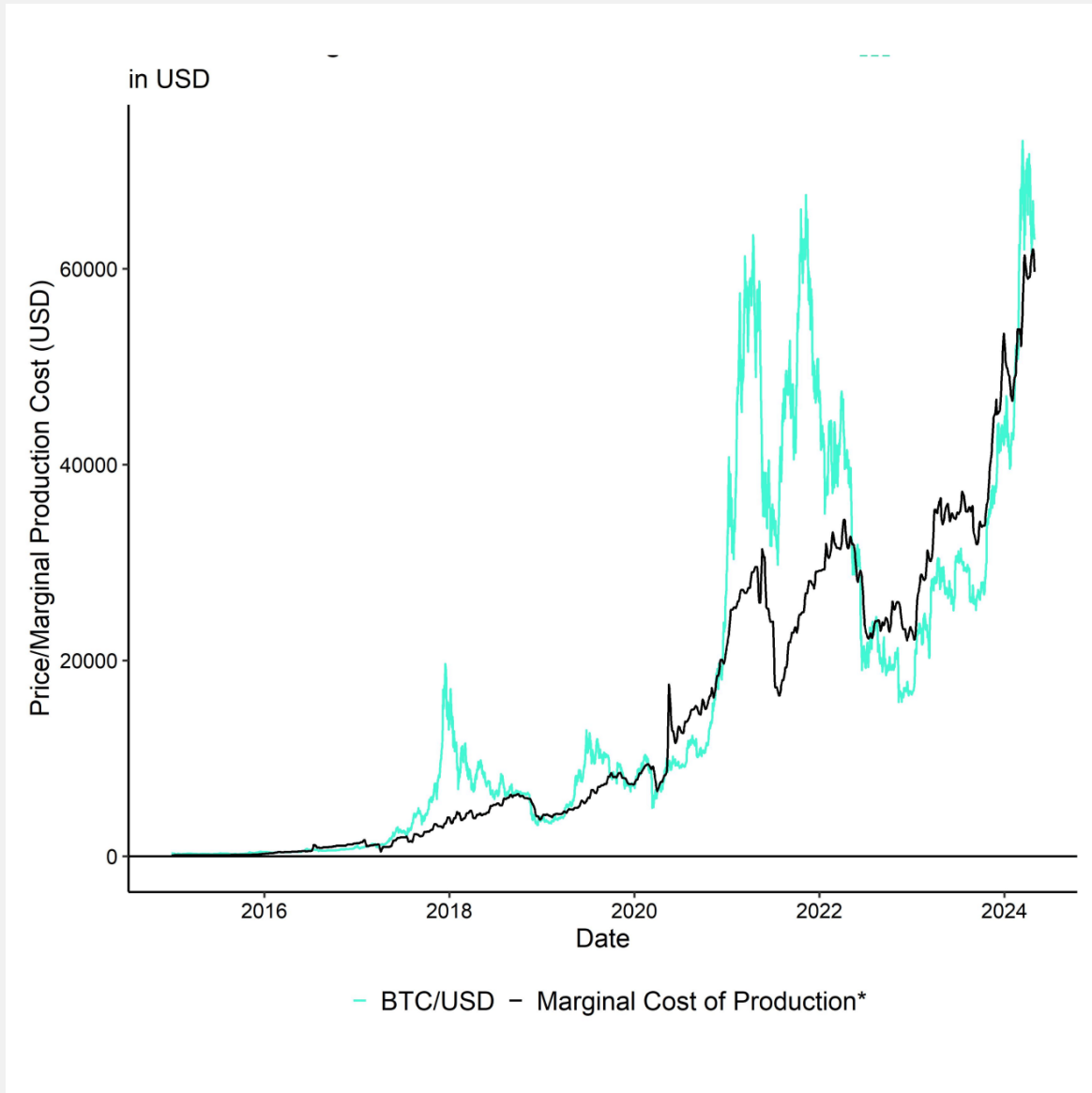
Dies hatte zu einem erheblichen Rückgang der aktiven Adressen geführt, da die Nutzer davon abgehalten wurden, auf der Bitcoin-Blockchain zu handeln. Es ist wichtig zu beachten, dass der Rückgang der aktiven Adressen nicht mit einem Rückgang der Hash-Rate aufgrund des Halving verbunden war. Die aktiven Adressen haben jedoch einige dieser Rückgänge wieder aufgeholt.

Bislang hatte die Halbierung der Blocksubvention keine signifikanten negativen Auswirkungen auf die Bitcoin-Hash-Rate insgesamt. Die Hash-Rate des Netzwerks ist weiter gestiegen und hat 3 Tage nach der Halbierung am 23. Januar ein neues Allzeithoch erreicht: rd.

Die BTC-Reserven in den Wallets der Miner haben sich seit März ebenfalls seitwärts bewegt, ohne dass es nach der Halbierung zu wesentlichen Veränderungen gekommen wäre. Unmittelbar nach dem Halving kam es nur zu einer geringen Anzahl von Liquidationen der Minerreserven. Dies deutet darauf hin, dass die BTC-Miner insgesamt wahrscheinlich weiterhin gut kapitalisiert sind und keine kurzfristigen Liquiditätsprobleme haben, die zu einer "Kapitulation" der Miner führen könnten.

Auf der Grundlage unserer Schätzungen gehen wir davon aus, dass der aktuelle Preis auch weiterhin über den durchschnittlichen Grenzkosten der Produktion der meisten Minenbetreiber liegt. Auf der Grundlage einer Reihe von Annahmen schätzen wir, dass die Grenzkosten der Produktion derzeit bei etwa 60,7k USD liegen.

Bitcoin vs Marginal Cost of Production



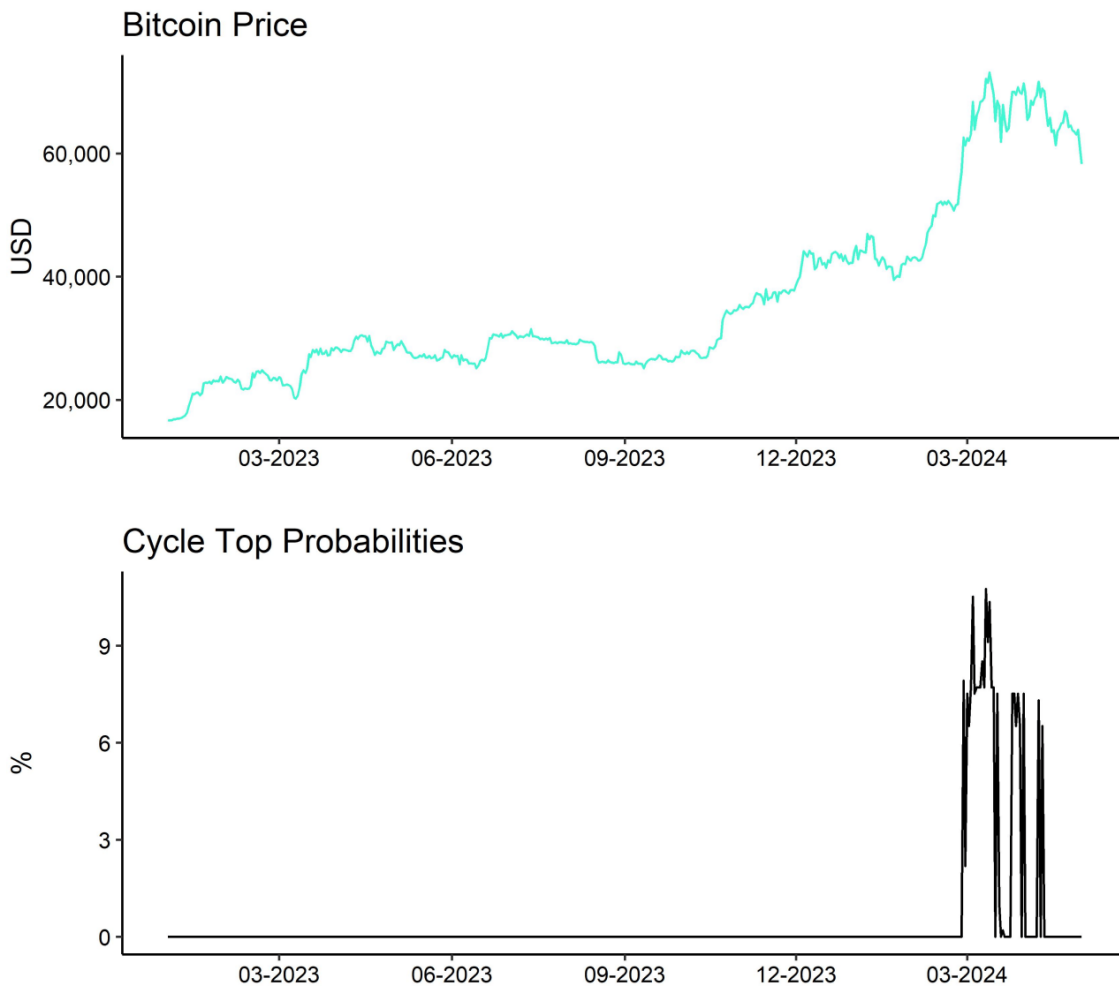
Source: Coinmetrics, Cambridge Centre for Alternative Finance, ETC Group; *based on an average global electricity cost of 0.079 USD/kWh

Apropos Bewertung: Die Gesamtbewertung deutet darauf hin, dass Bitcoin immer noch mäßig teuer ist, da unser hauseigener zusammengesetzter Bewertungsindikator bei 67 % des Perzentils liegt.

Auf der Grundlage einer viel breiteren Palette von Bewertungs- und On-Chain-Kennzahlen sind wir der Meinung, dass die Wahrscheinlichkeit eines zwischenzeitlichen Zyklus-Tops sicherlich gestiegen ist. Genauer gesagt haben wir ein Random-Forest-Modell auf der Grundlage einer Reihe von 19 Bewertungsindikatoren geschätzt. Die Wahrscheinlichkeit des Modells für ein Zyklustop ist kürzlich auf ~10% während des Allzeithochs auf der Website th vom März 2024 gestiegen.

Bitcoin Cycle Top Probability

Based on Random Forest model

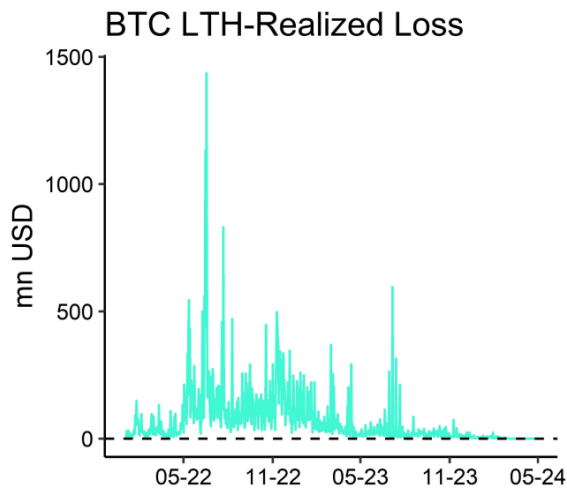
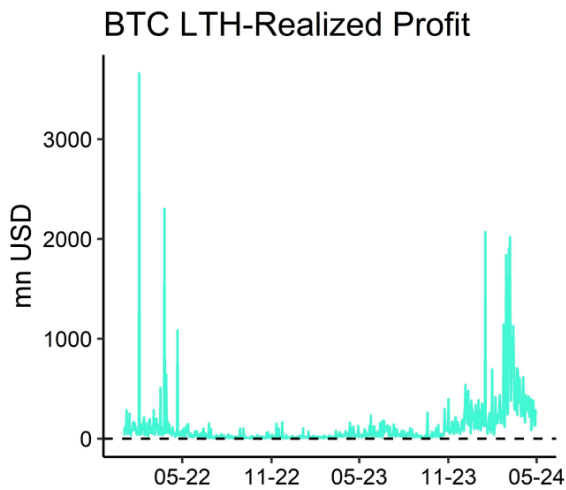
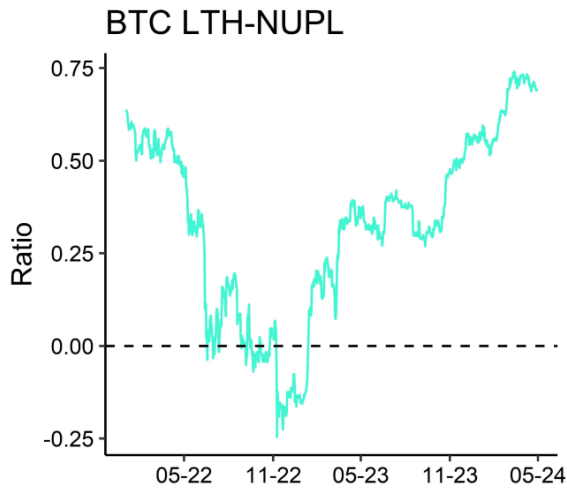
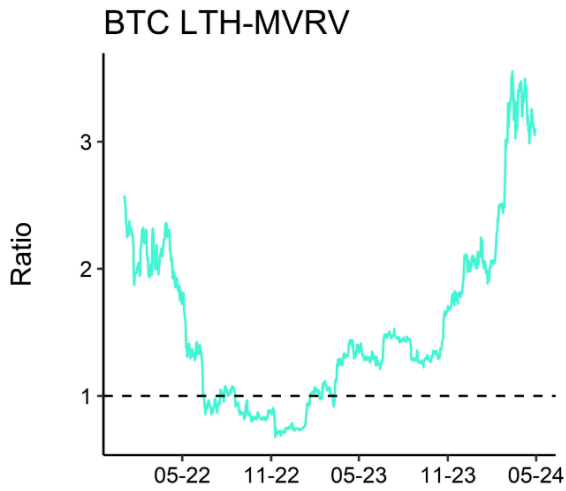


Source: Glassnode, ETC Group

Besonders besorgniserregend war in diesem Zusammenhang die Zahl der Gewinnadressen während der Hochphase. Viele Anlegerkohorten saßen auf einer großen Anzahl von nicht realisierten Gewinnen. Tatsächlich nahmen viele Anleger zu diesen Kursen erhebliche Gewinne mit. Auf USD-Basis waren die in den letzten Monaten beobachteten Gewinnmitnahmen die höchsten, die je verzeichnet wurden.

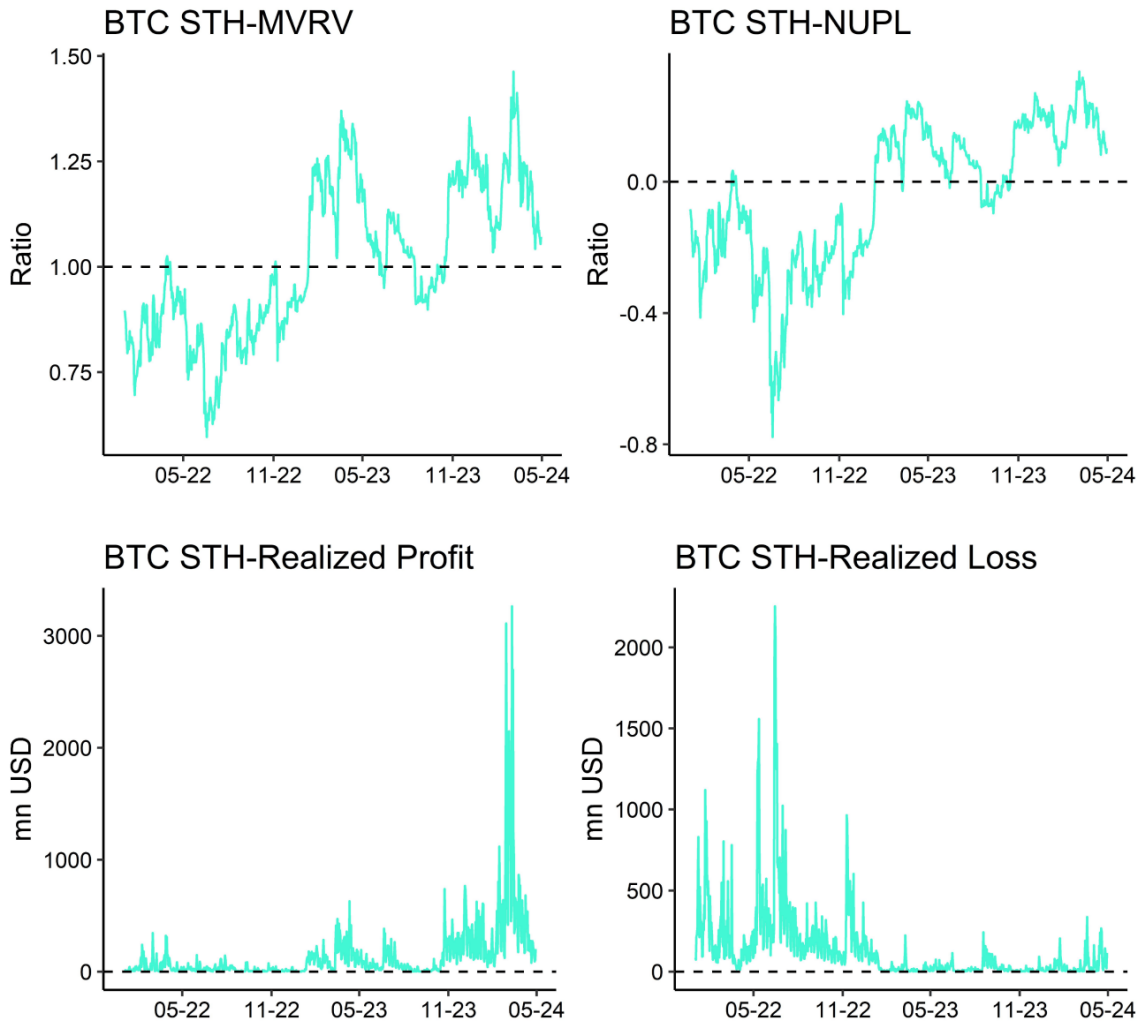
Positiv zu vermerken ist, dass die Gewinnmitnahmen der langfristig orientierten Anleger (LTH), die immer noch hohe nicht realisierte Gewinne aufweisen, in letzter Zeit nachgelassen haben. Das Gleiche gilt für die Gewinnmitnahmen der kurzfristigen Inhaber (STH), die in letzter Zeit ebenfalls zurückgegangen sind.

Bitcoin Long-term Holder (LTH) Dashboard



Source: Glassnode, ETC Group

Bitcoin Short-term Holder (STH) Dashboard



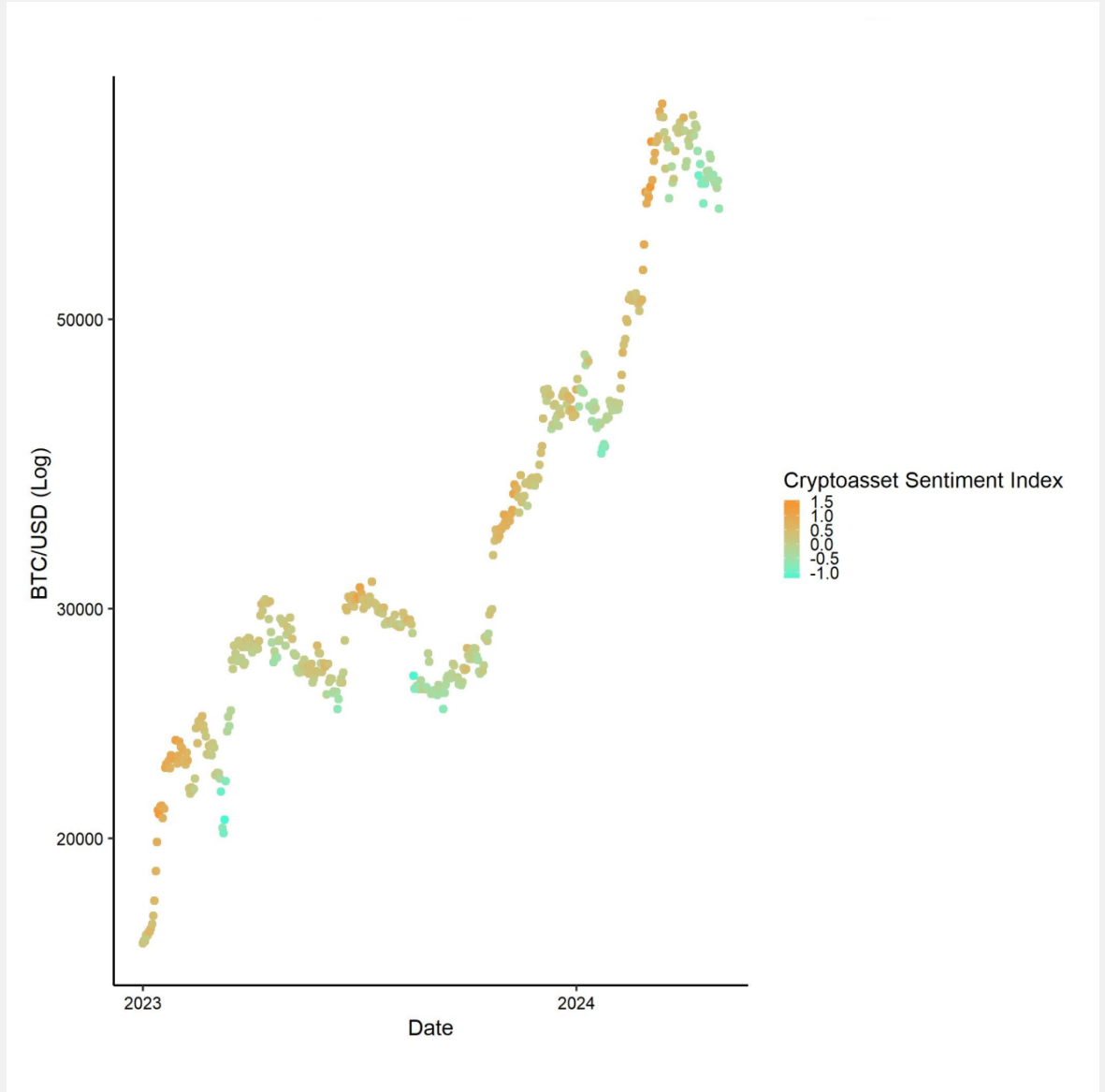
Source: Glassnode, ETC Group

In Kombination mit der relativ bärischen Stimmung, die auch in unserem letzten Kryptomarkt-Kompass-Bericht beschrieben wird, erwarten wir, dass weitere Abwärtsbewegungen kurzfristig relativ begrenzt sind.

Darüber hinaus hat sich die Akkumulationsaktivität in vielen verschiedenen Geldbörsenkohorten in der jüngsten Korrektur stark erholt. Dies erhöht die Wahrscheinlichkeit einer kurzfristigen Stabilisierung über 60k USD noch mehr.

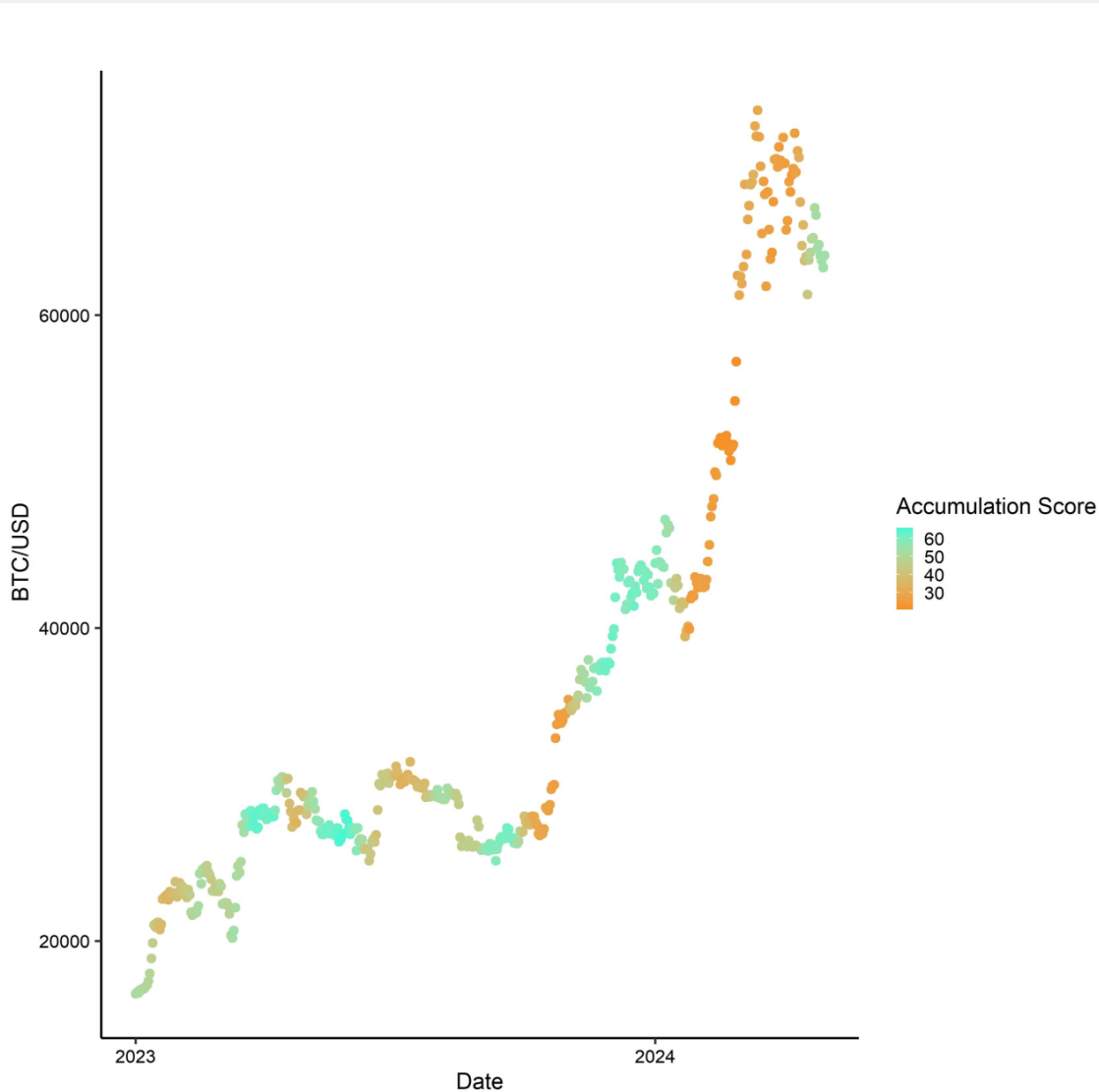
Mit anderen Worten, die kurzfristige Korrektur bei Bitcoin scheint erschöpft zu sein und die Akkumulation beschleunigt sich wieder.

Bitcoin: Price vs Average Accumulation Score



Source: Glassnode, ETC Group

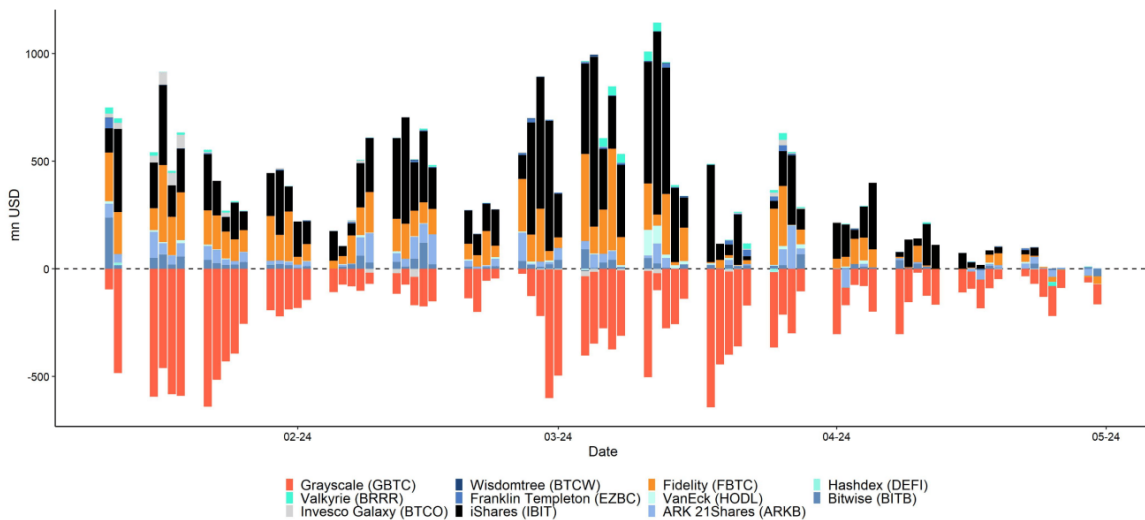
Bitcoin: Price vs Cryptoasset Sentiment Index



Source: Bloomberg, Coinmarketcap, Classnode, NilssonHedge, alternative.me, ETC Group

Ein Risiko bleibt die derzeit geringe Nettonachfrage nach Bitcoins an den Spotbörsen. Die Intraday-Kassakäufe abzüglich der Verkaufsvolumina stagnieren derzeit. Einer der Gründe dafür ist, dass die Nettokapitalflüsse in Bitcoin-ETPs weltweit weitgehend abgeflacht sind. Das jüngste enttäuschende Debüt von [Bitcoin-ETFs an den Spotbörsen in Hongkong](#) hat daran nichts Wesentliches geändert.

US Spot Bitcoin ETF Fund Flows



Source: Bloomberg, ETC Group; data subject to change

Dies könnte auf mehrere Faktoren zurückzuführen sein, wie z. B. das sich verschlechternde makroökonomische Umfeld und die Verschärfung der allgemeinen finanziellen Bedingungen in den USA in letzter Zeit.

Alles in allem bleibt unser Basisszenario eine kurzfristige Schwäche, bis der positive Angebotseffekt der Halbierung bis Ende Juli 2024 einsetzt.

Unterm Strich: Die Bewertungskennzahlen auf der Kette deuten darauf hin, dass die Wahrscheinlichkeit eines Zwischenhochs im Zyklus gestiegen ist. Wir gehen weiterhin von einer kurzfristigen Schwäche aus, bis der positive Effekt des Halving im Sommer 2024 einsetzt. Allerdings deuten die zunehmende Akkumulationstätigkeit und die rückläufige Stimmung auf eine kurzfristige Stabilisierung der Preise hin.

Unterm Strich

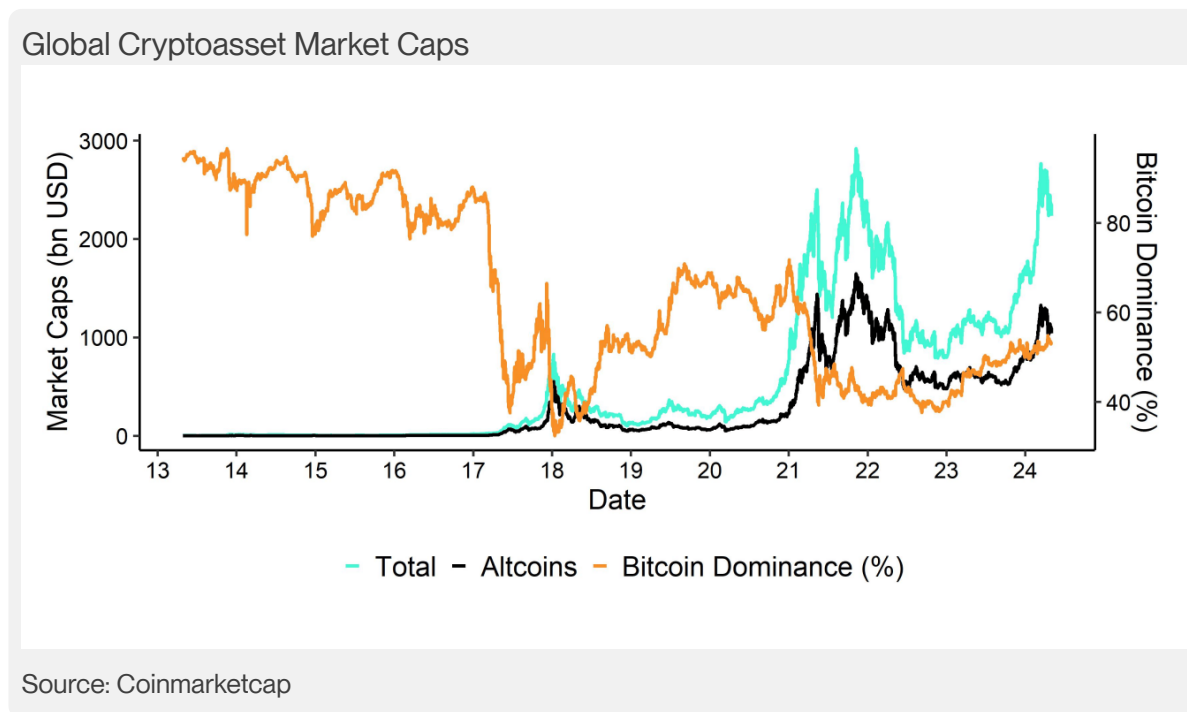
- Bitcoin und andere Kryptowährungen entwickelten sich im April schlechter als traditionelle Finanzanlagen, was vor allem auf die strengeren US-Finanzierungsbedingungen und ungünstige On-Chain-Daten zurückzuführen ist, wobei Altcoins sogar noch stärker zurückgingen als Bitcoin
- Die strengeren finanziellen Bedingungen in den USA könnten Bitcoin zunächst behindern, aber der erwartete Wechsel zu einer unterstützenden Geldpolitik angesichts zunehmender Rezessionsrisiken und einer Verschlechterung auf dem

Arbeitsmarkt könnte ihm mittel- bis langfristig zugute kommen, trotz vorübergehender Wachstumsschübe in China

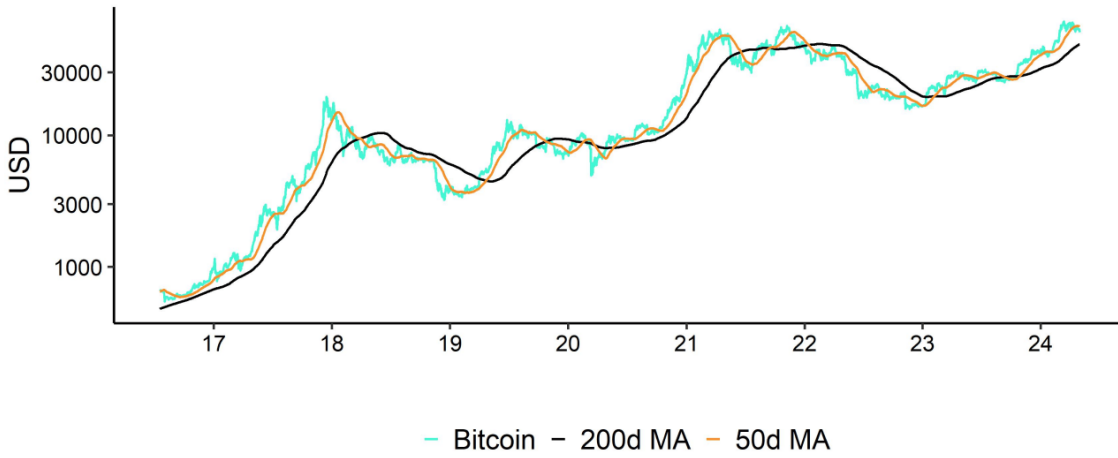
- On-Chain-Metriken deuten auf ein zwischenzeitliches Zyklushoch für Bitcoin hin und sagen kurzfristige Schwäche voraus, bis die Halving-Effekte 2024 auftauchen, obwohl Anzeichen von Akkumulation und die pessimistische Stimmung auf eine baldige Preisstabilisierung hindeuten

Anhang

Überblick über den Kryptoasset-Markt

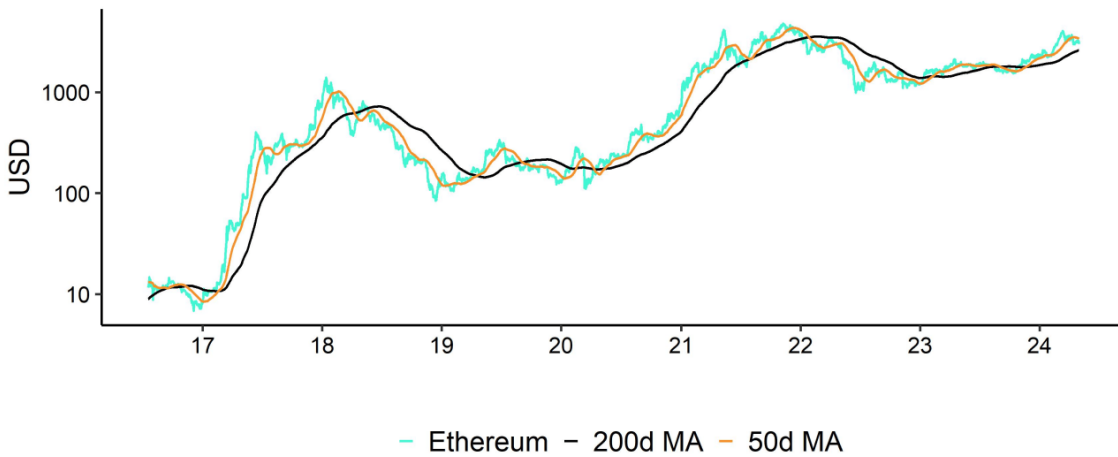


Bitcoin Performance



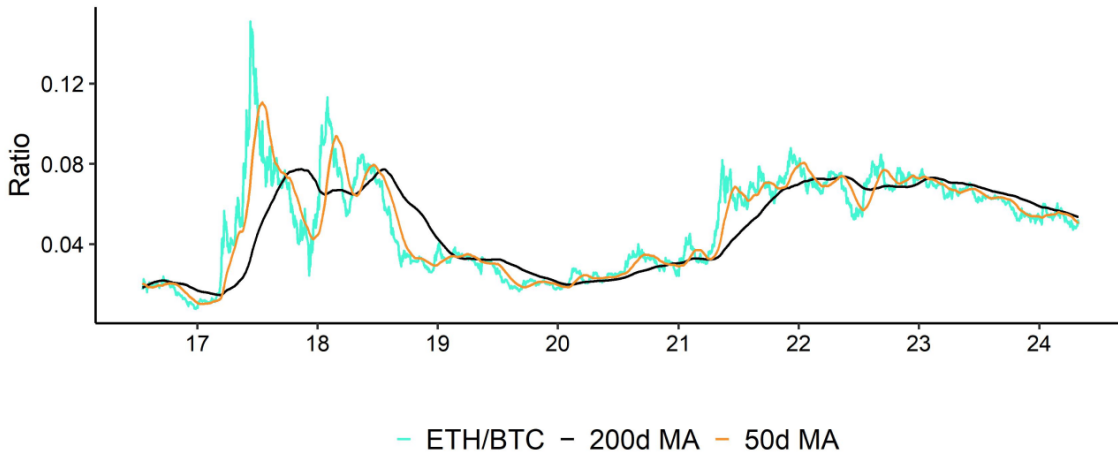
Source: Coinmarketcap, ETC Group

Ethereum Performance



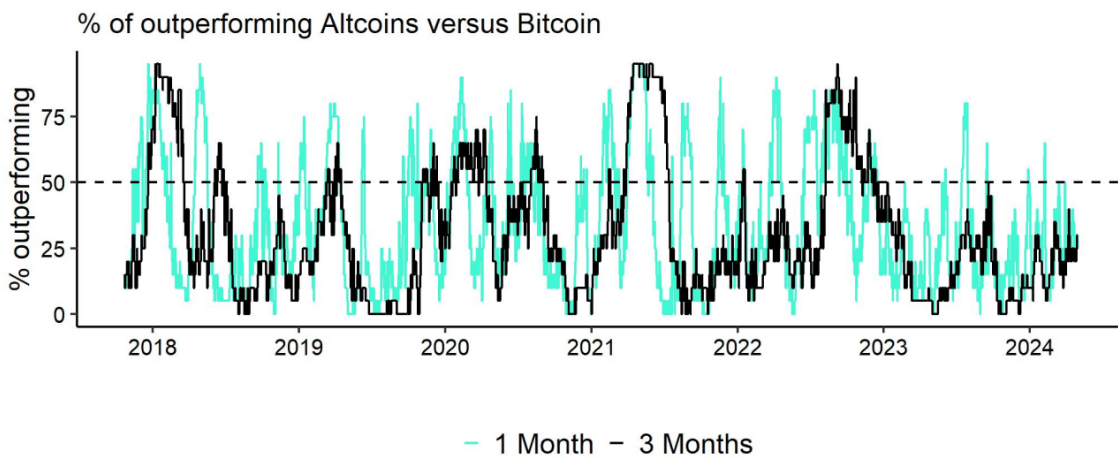
Source: Coinmarketcap, ETC Group

Ethereum vs Bitcoin Relative Performance



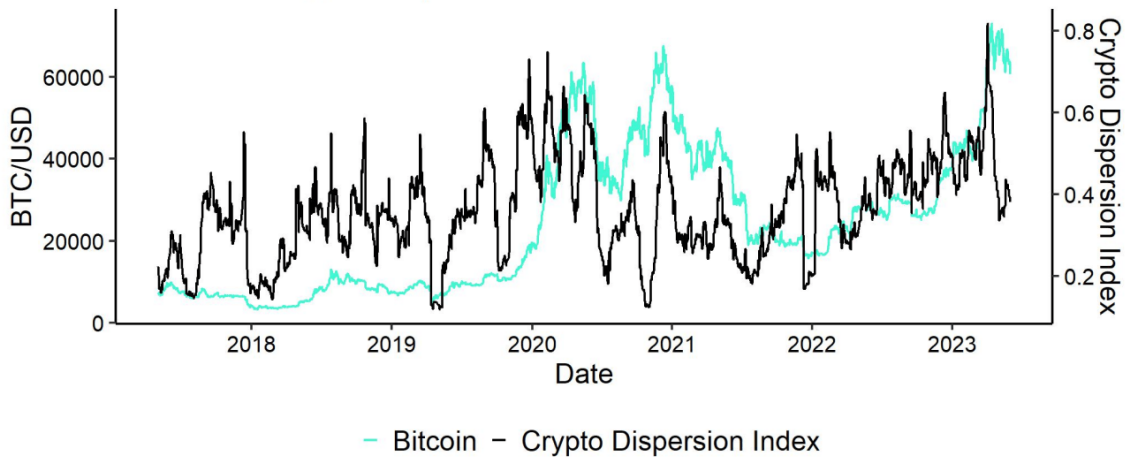
Source: Coinmarketcap, ETC Group

Altseason Index



Source: Coinmarketcap, ETC Group

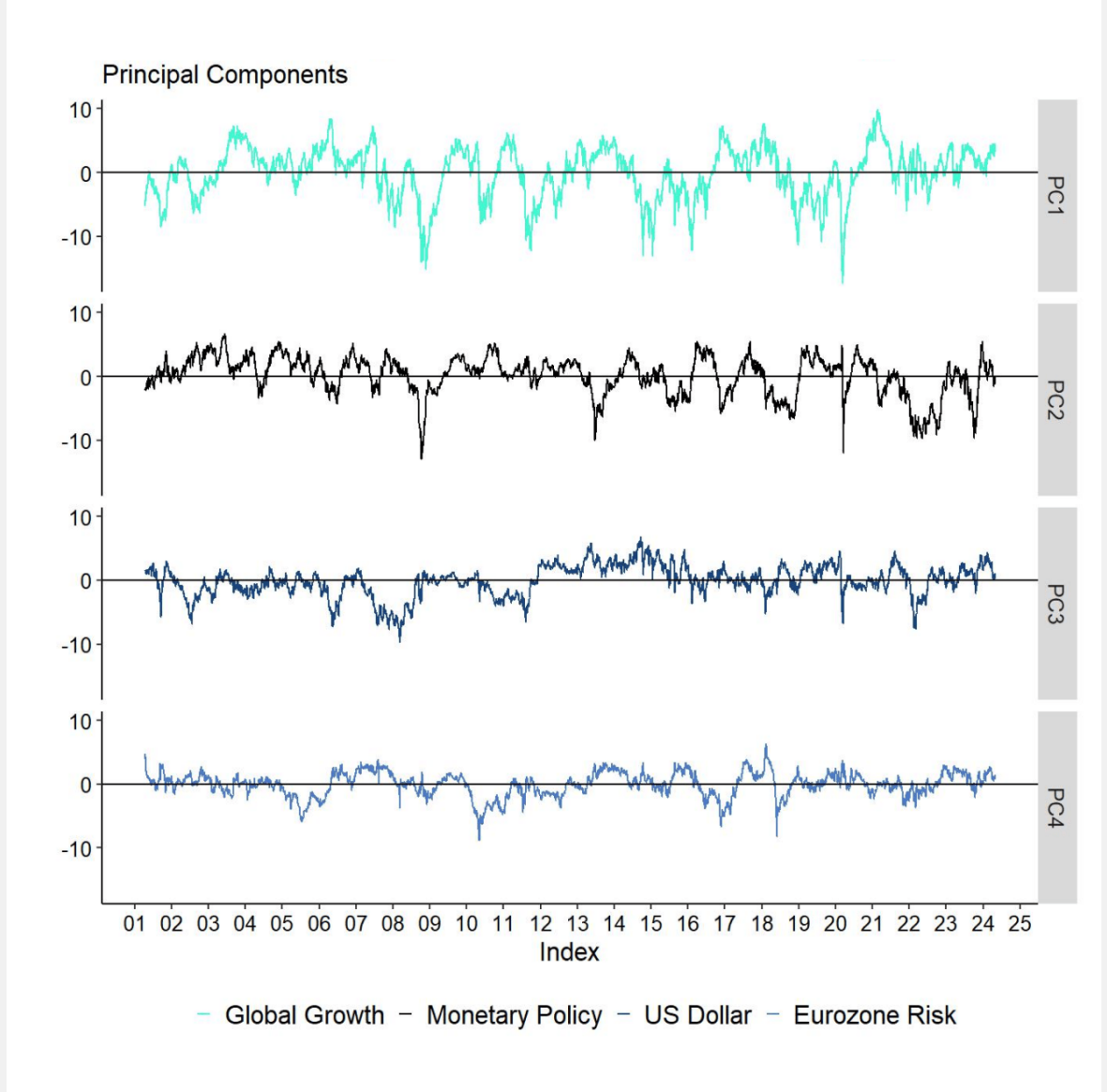
Bitcoin vs Crypto Dispersion Index



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

Kryptoassets & Makroökonomie

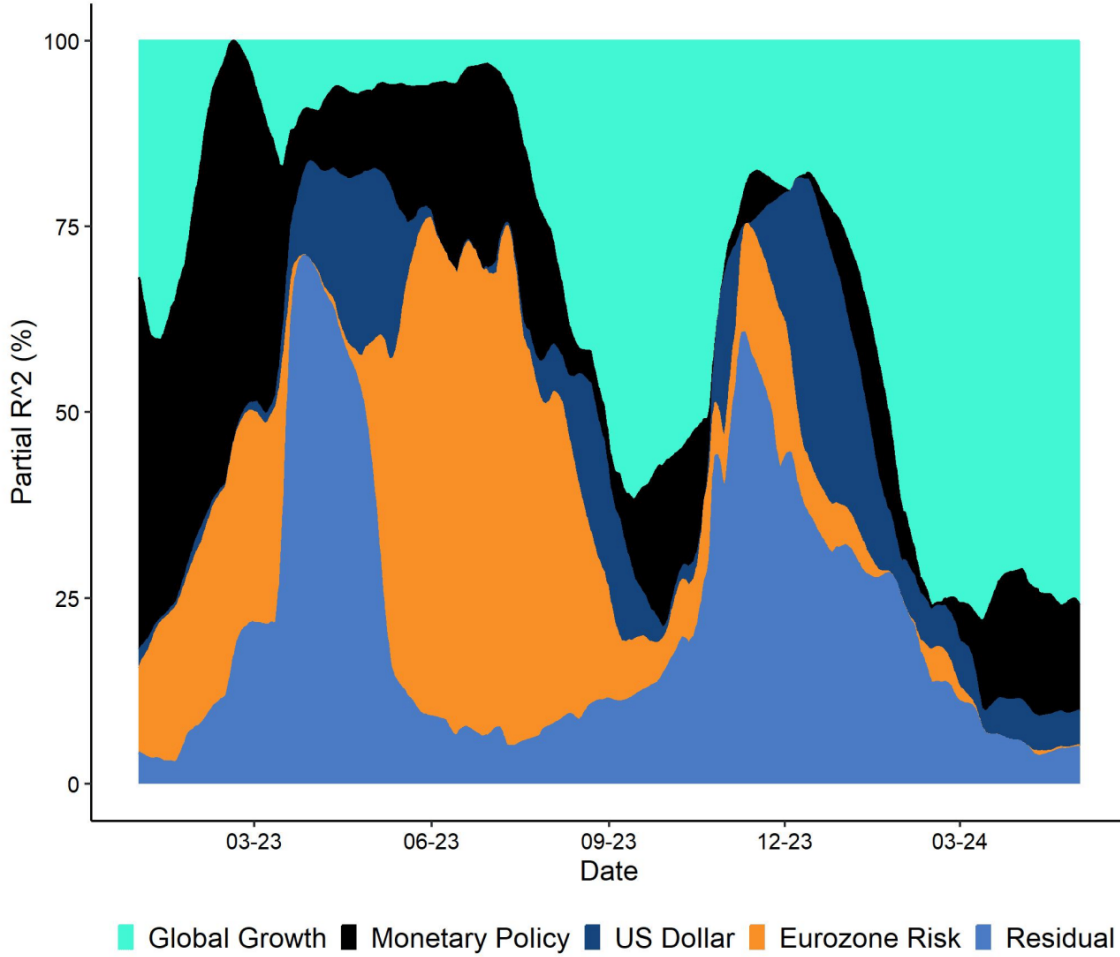
Macro Factor Pricing



Source: Bloomberg, ETC Group

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

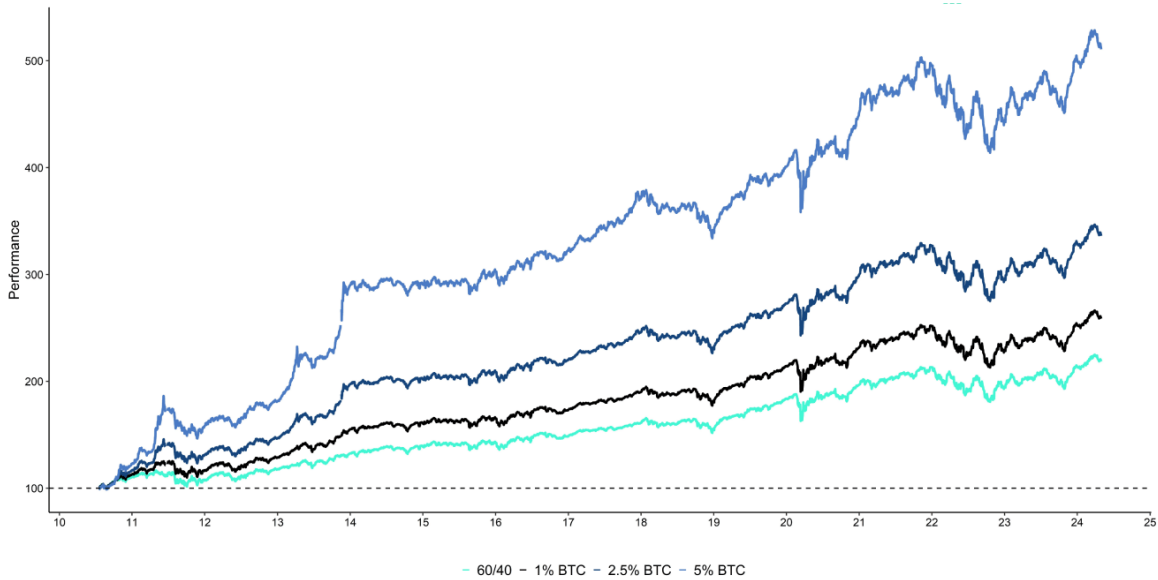
Rolling partial R² of macro factors to Bitcoin
120-days rolling window



Source: Bloomberg, ETC Group

Kryptoassets & Multiasset-Portfolios

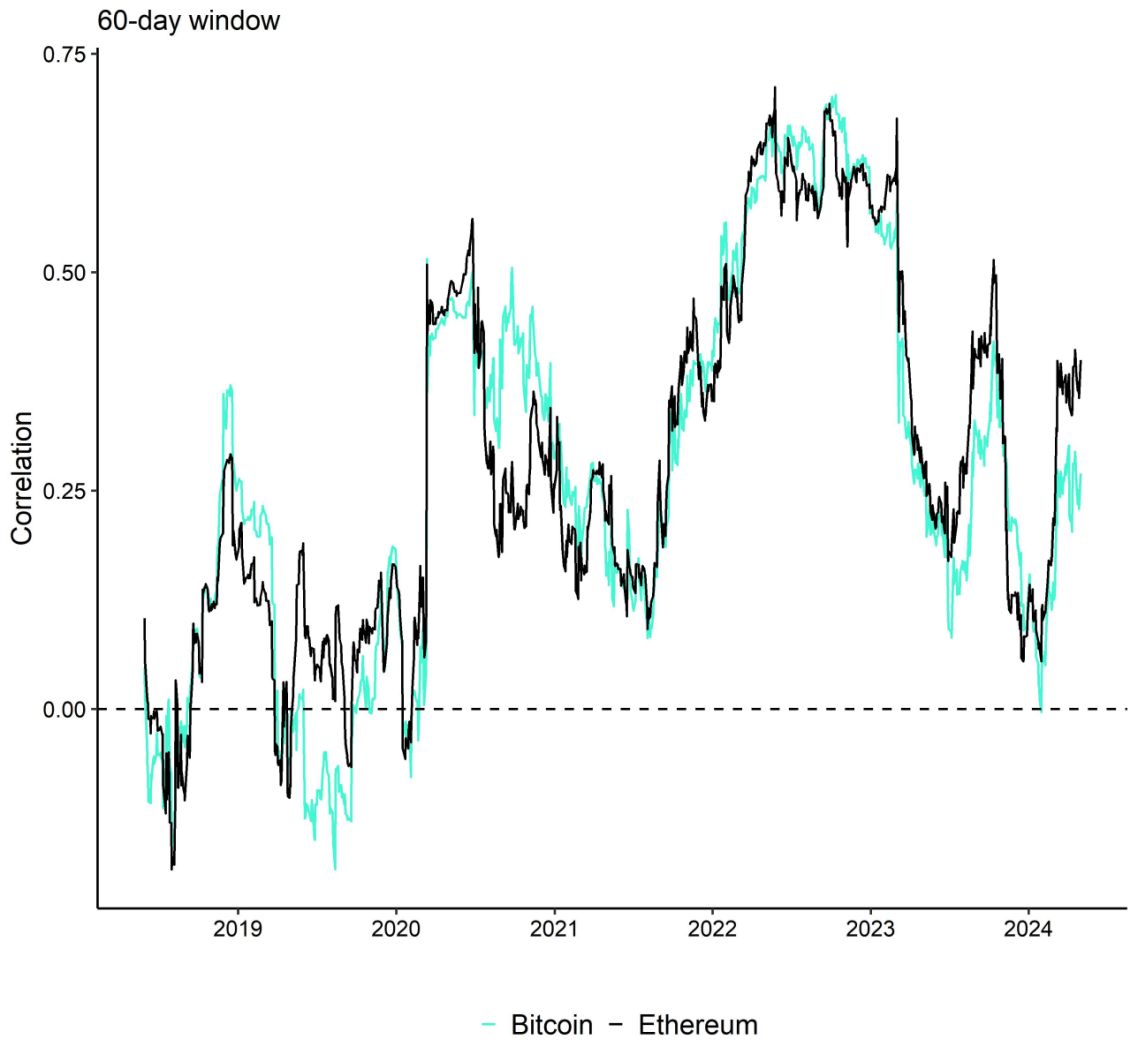
Multiasset Performance with Bitcoin (BTC)



	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

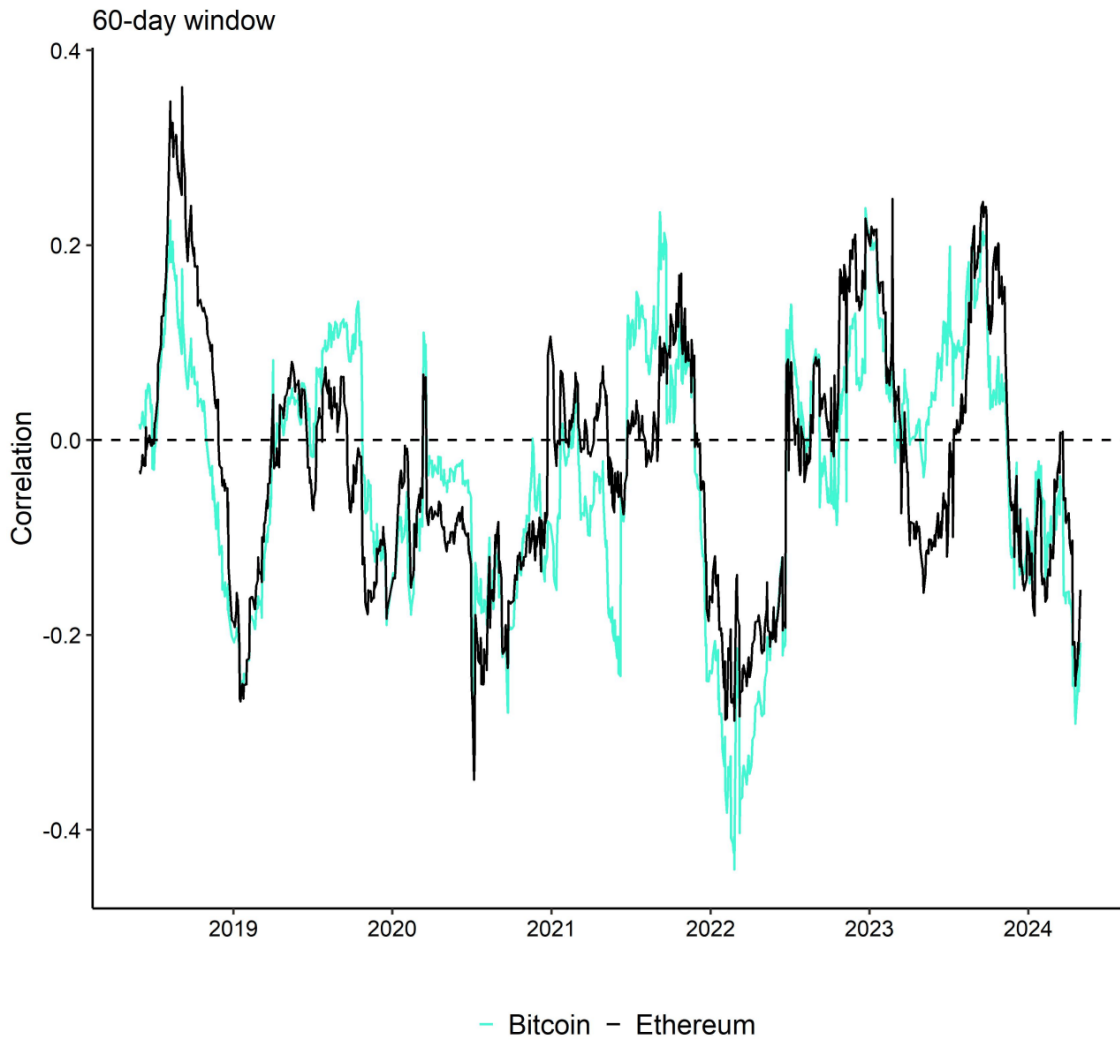
Source: Bloomberg, ETC Group; Monthly rebalancing; Sharpe Ratio was calculated with 3M USD Cash Index as assumed risk-free rate; BTC allocation is taken out of equity allocation of 60%, bond allocation remains at 40%; Past performance not indicative of future returns.

Rolling correlation: S&P 500



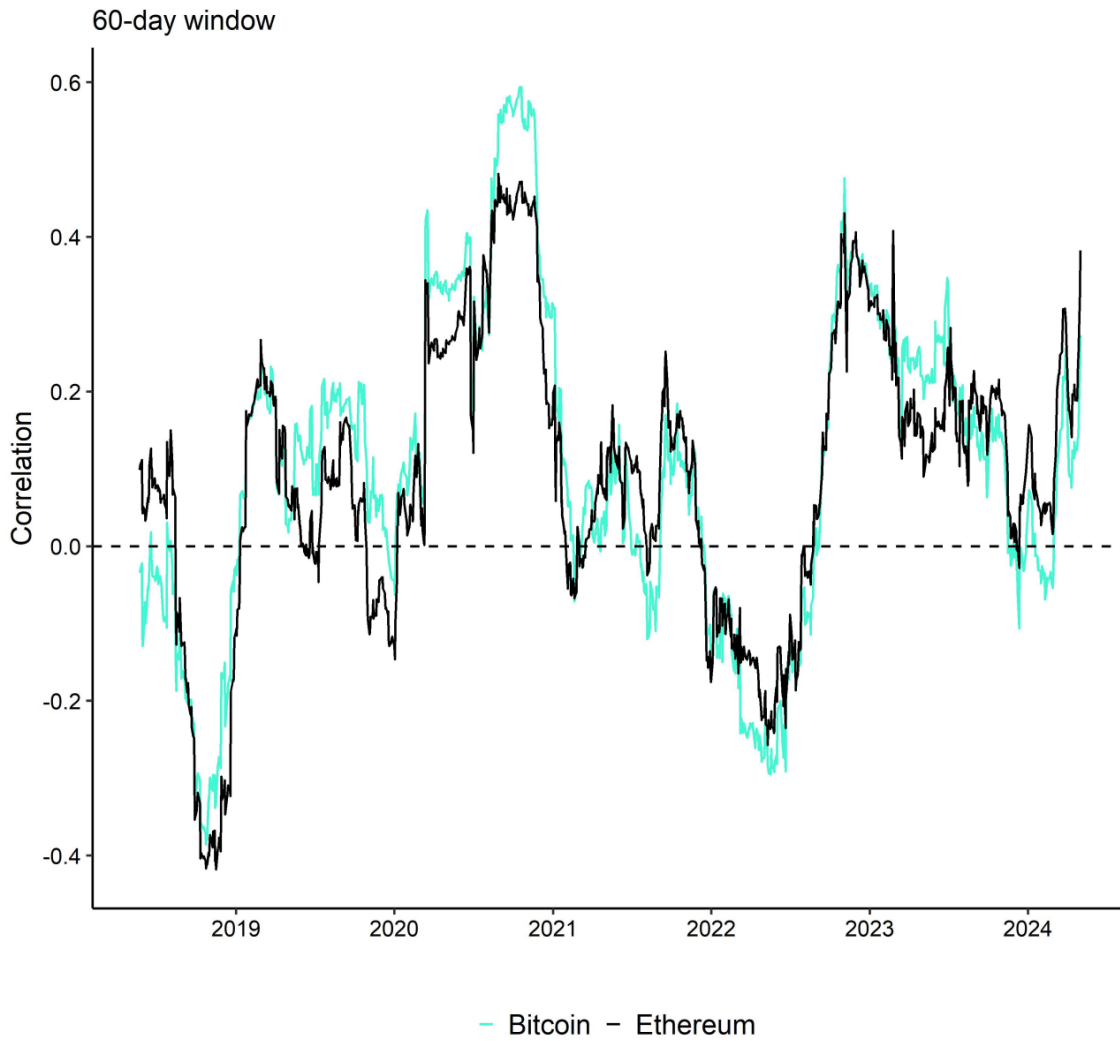
Source: Bloomberg, ETC Group

Rolling correlation: Bund Future



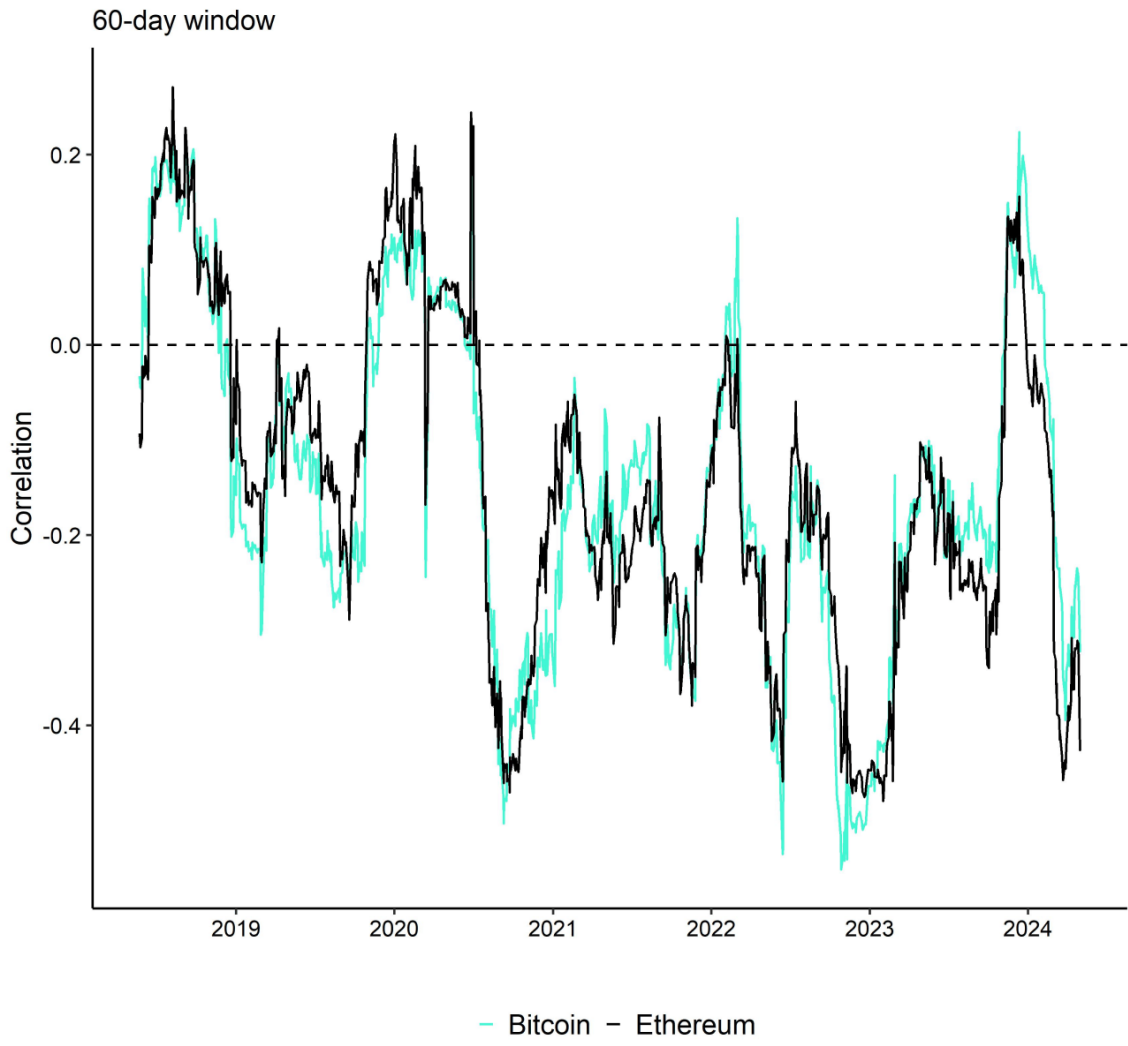
Source: Bloomberg, ETC Group

Rolling correlation: Gold



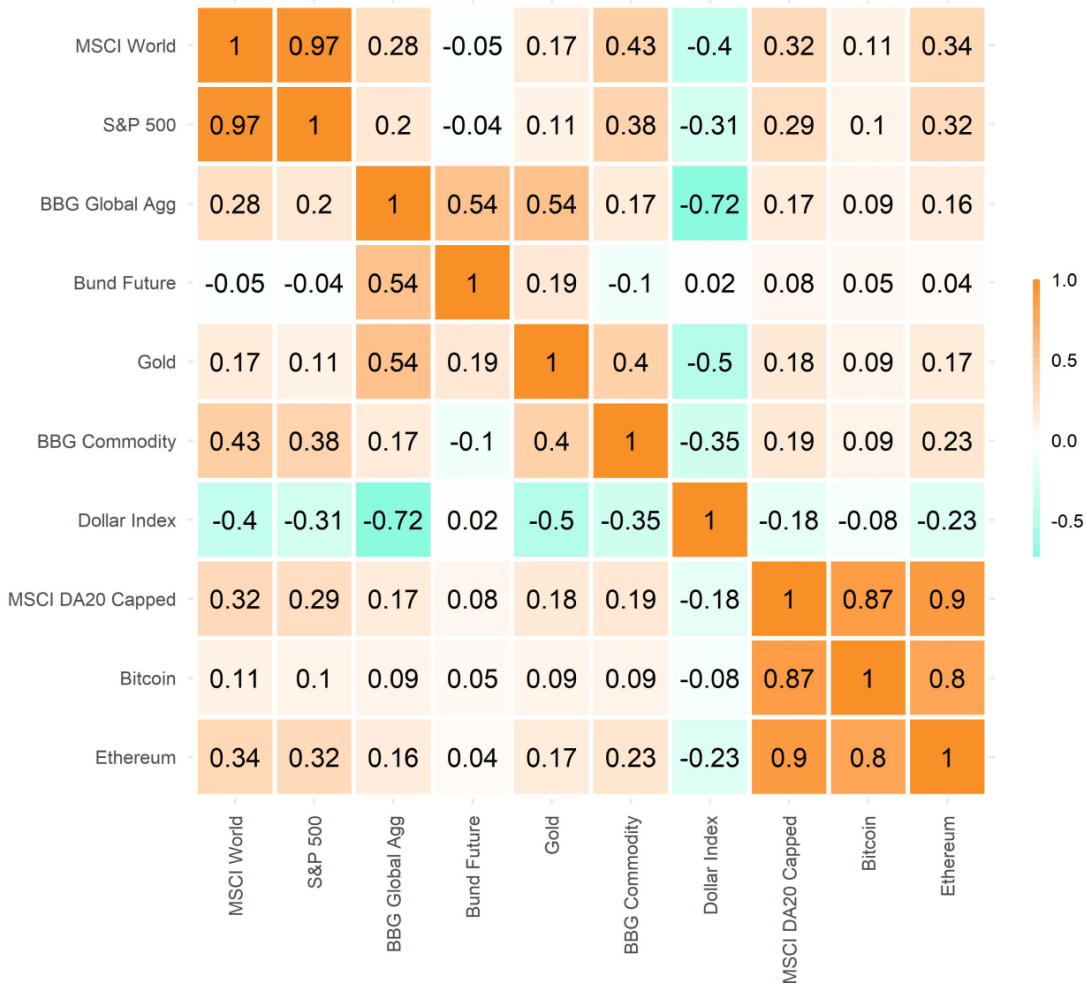
Source: Bloomberg, ETC Group

Rolling correlation: Dollar Index (DXY)



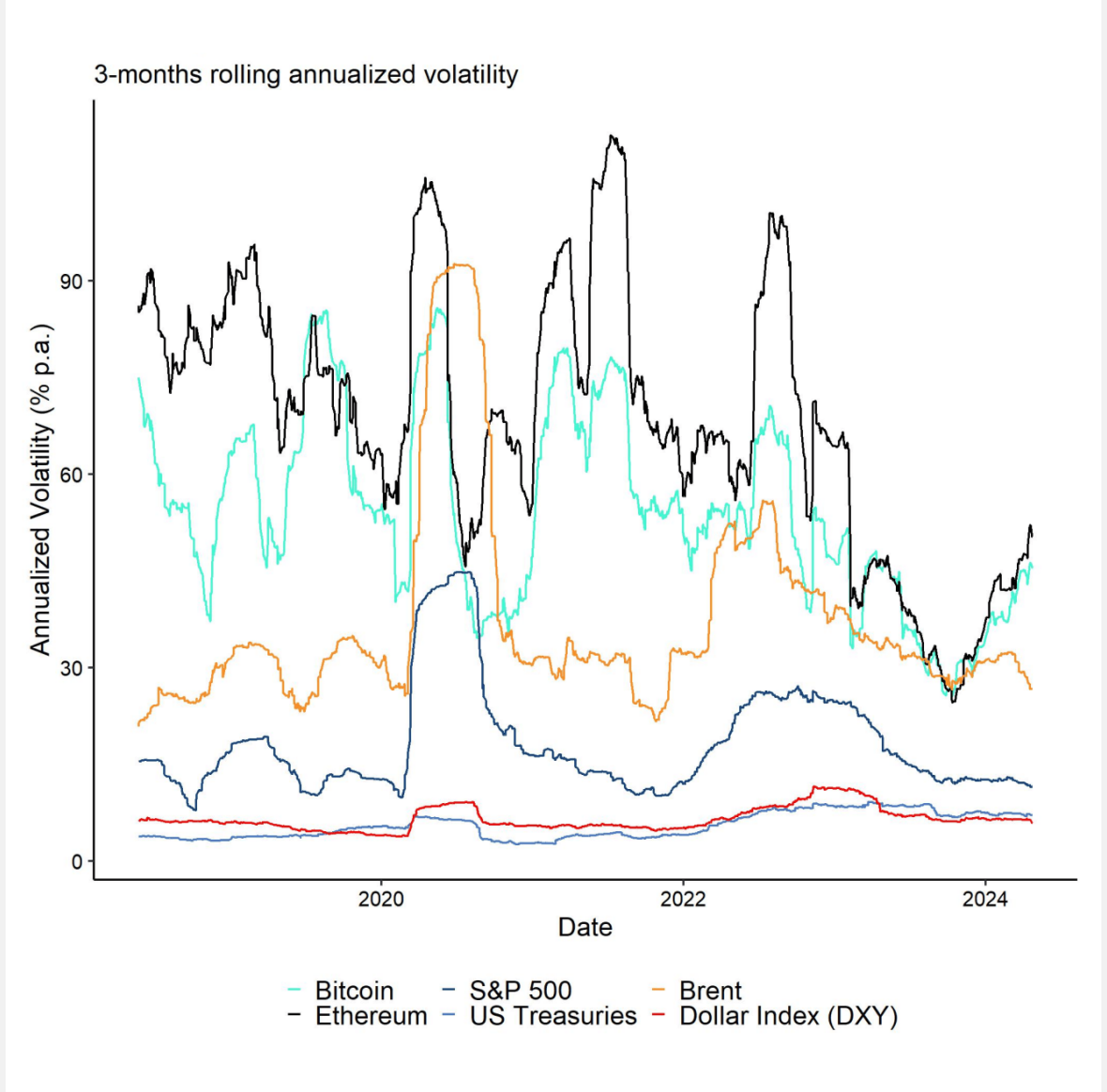
Source: Bloomberg, ETC Group

Cross Asset Correlation Matrix



Source: Correlations of weekly returns; Source: Bloomberg, ETC Group earliest data start: 2011-01-03; data as of 2024-05-01

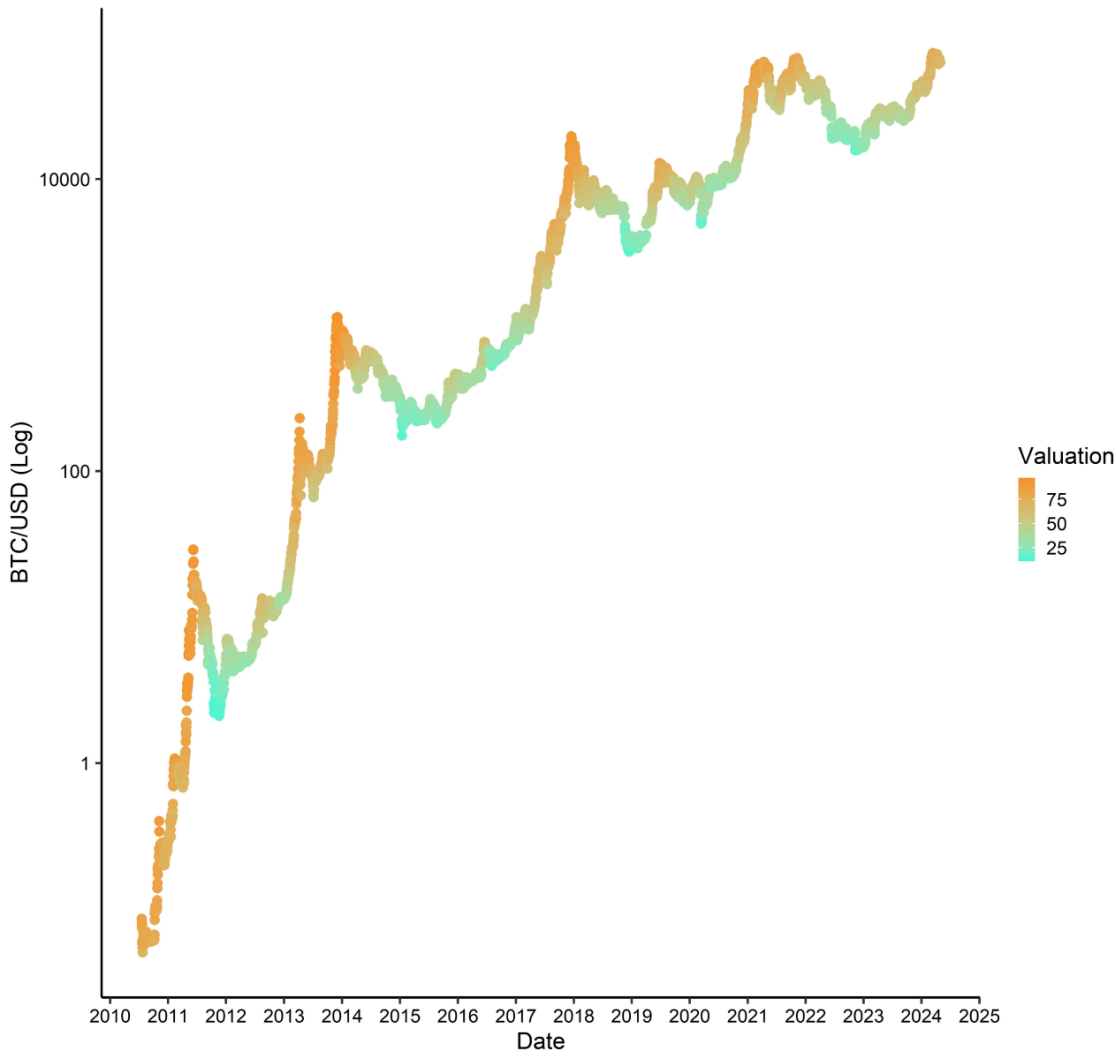
Volatility of Various Assets Over Time



Source: Bloomberg, ETC Group

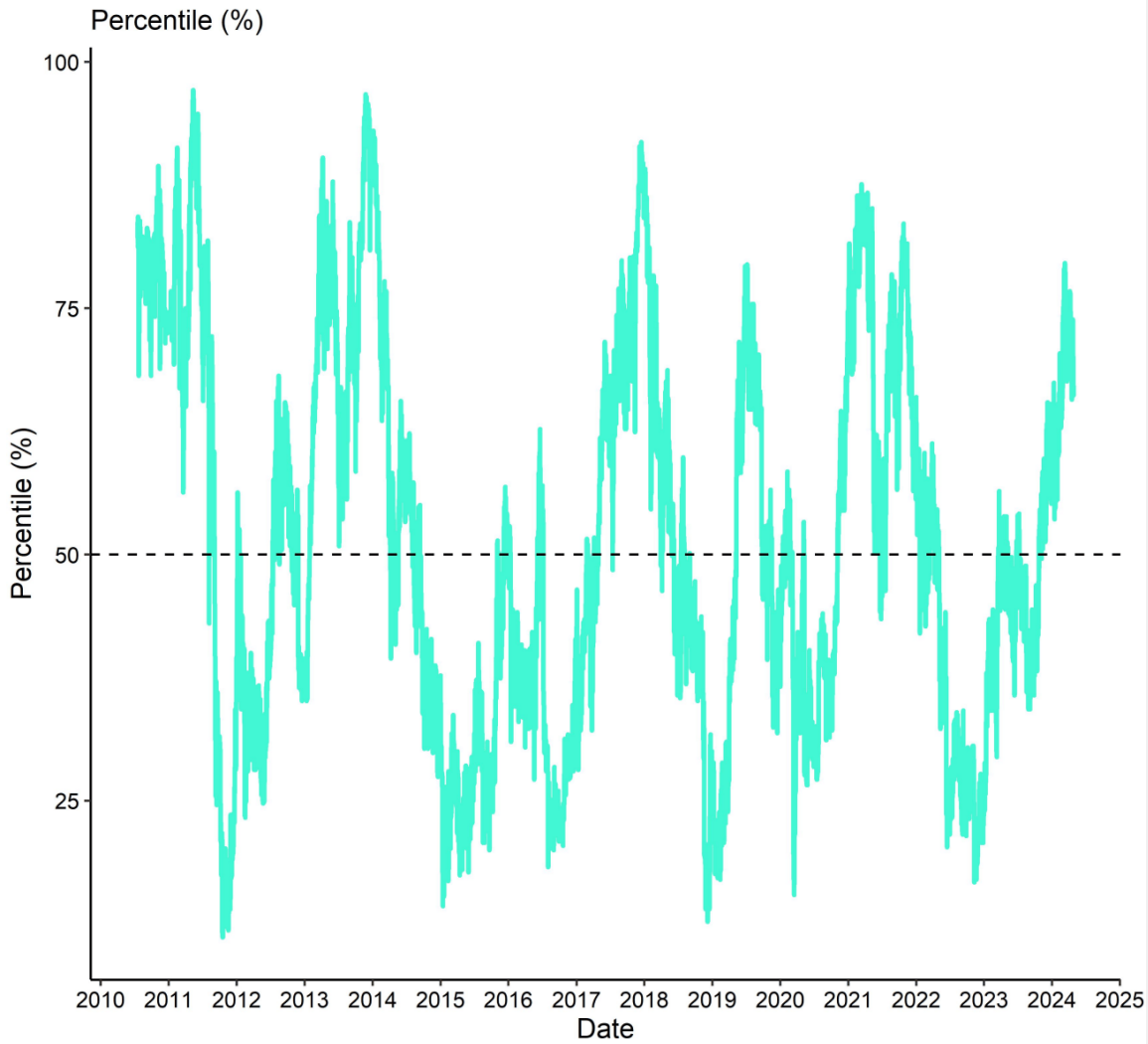
Kryptoasset-Bewertungen

Bitcoin: Price vs Composite Valuation Indicator



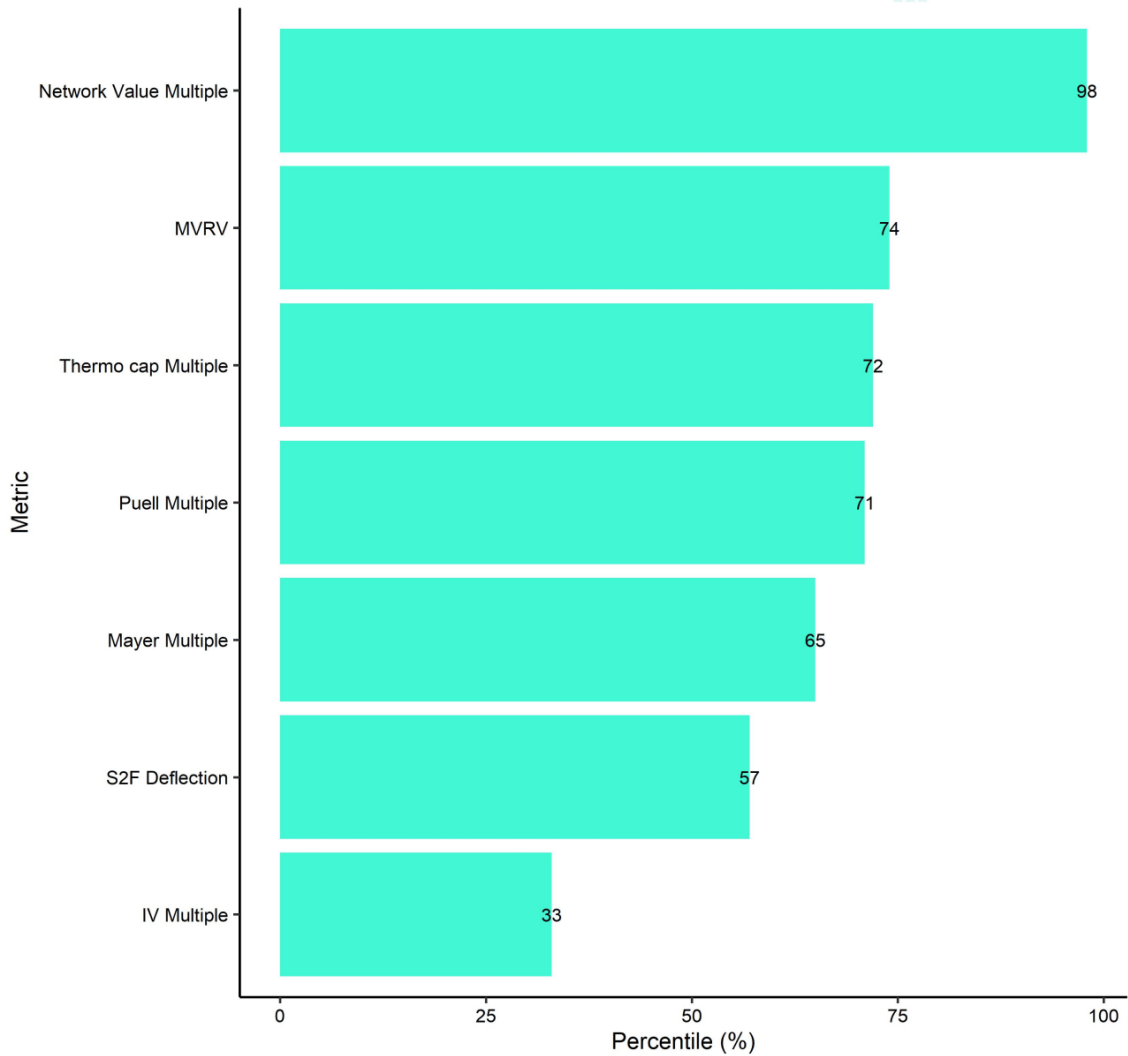
Source: Coinmetrics, ETC Group

Bitcoin: Composite Valuation Indicator



Source: Coinmetrics, ETC Group

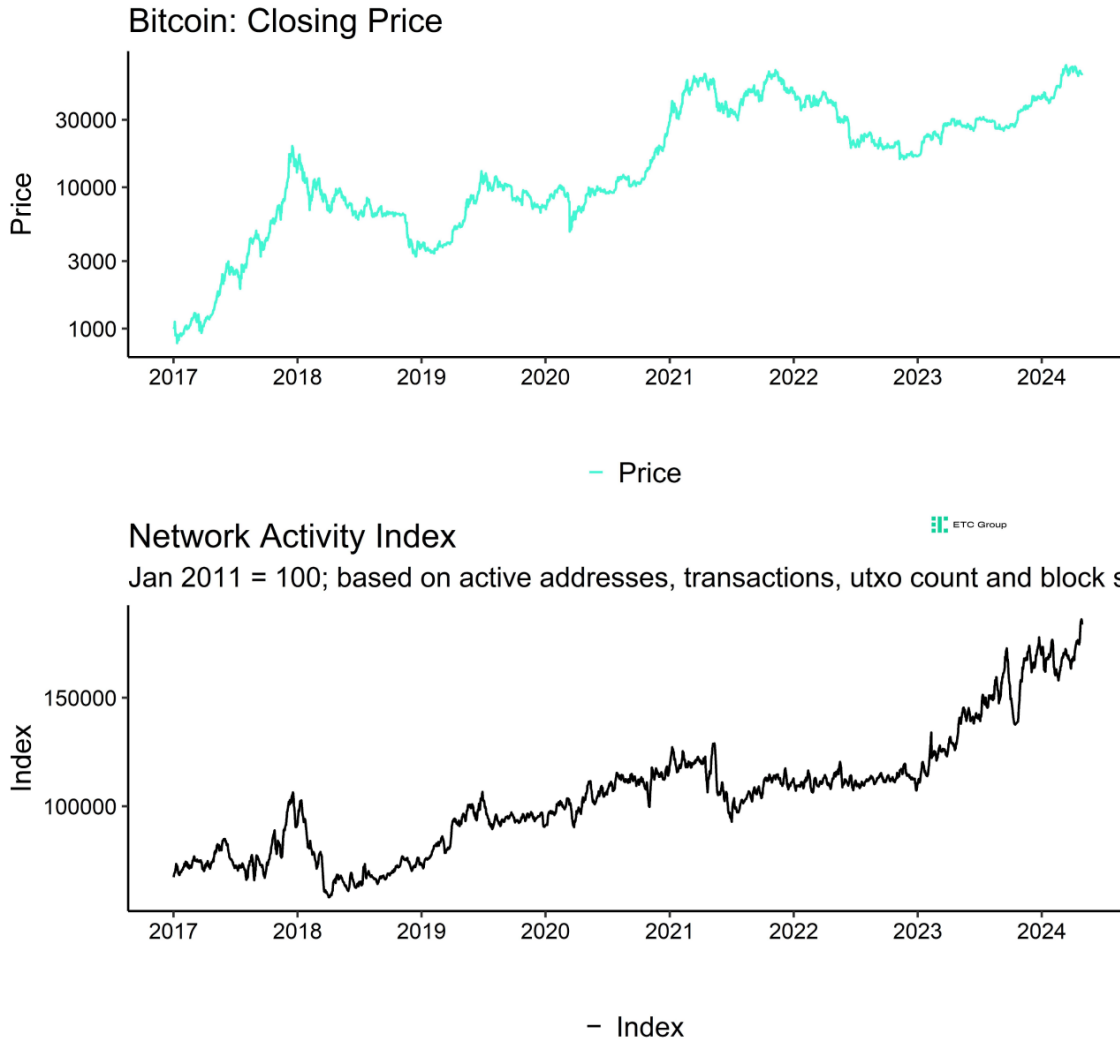
Bitcoin: Valuation Metrics



Source: Coinmetrics, ETC Group

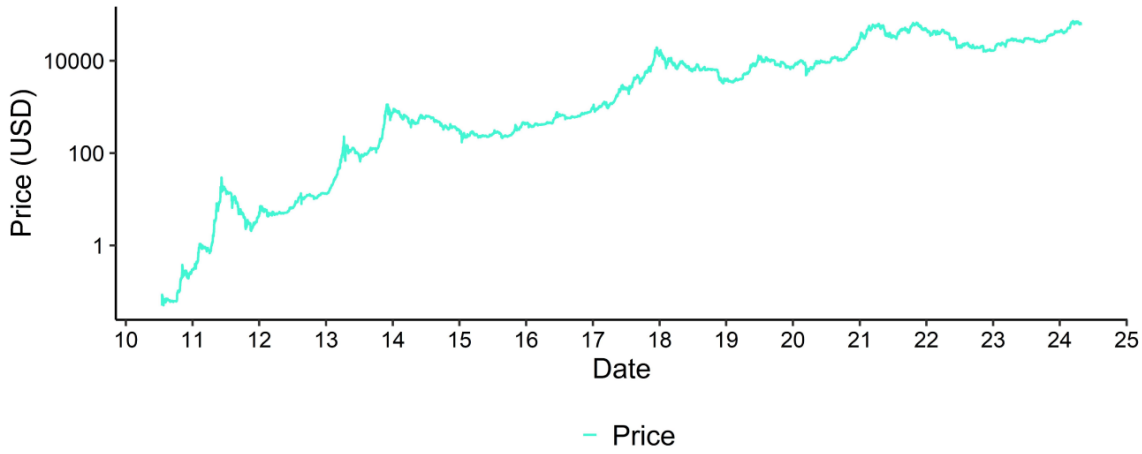
On-Chain-Grundlagen

Bitcoin: Price vs Network Activity Index



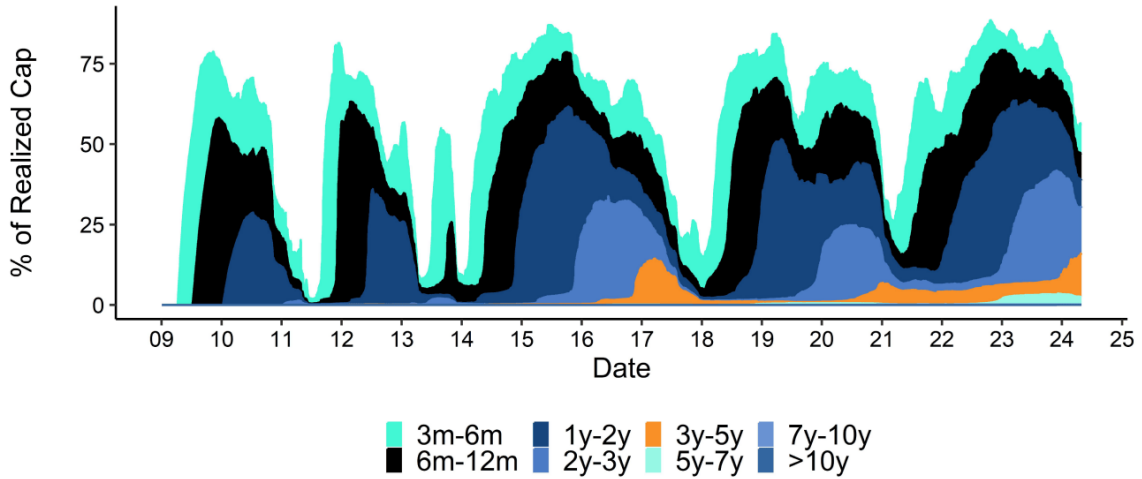
Source: Glassnode, ETC Group

Bitcoin: Closing Price



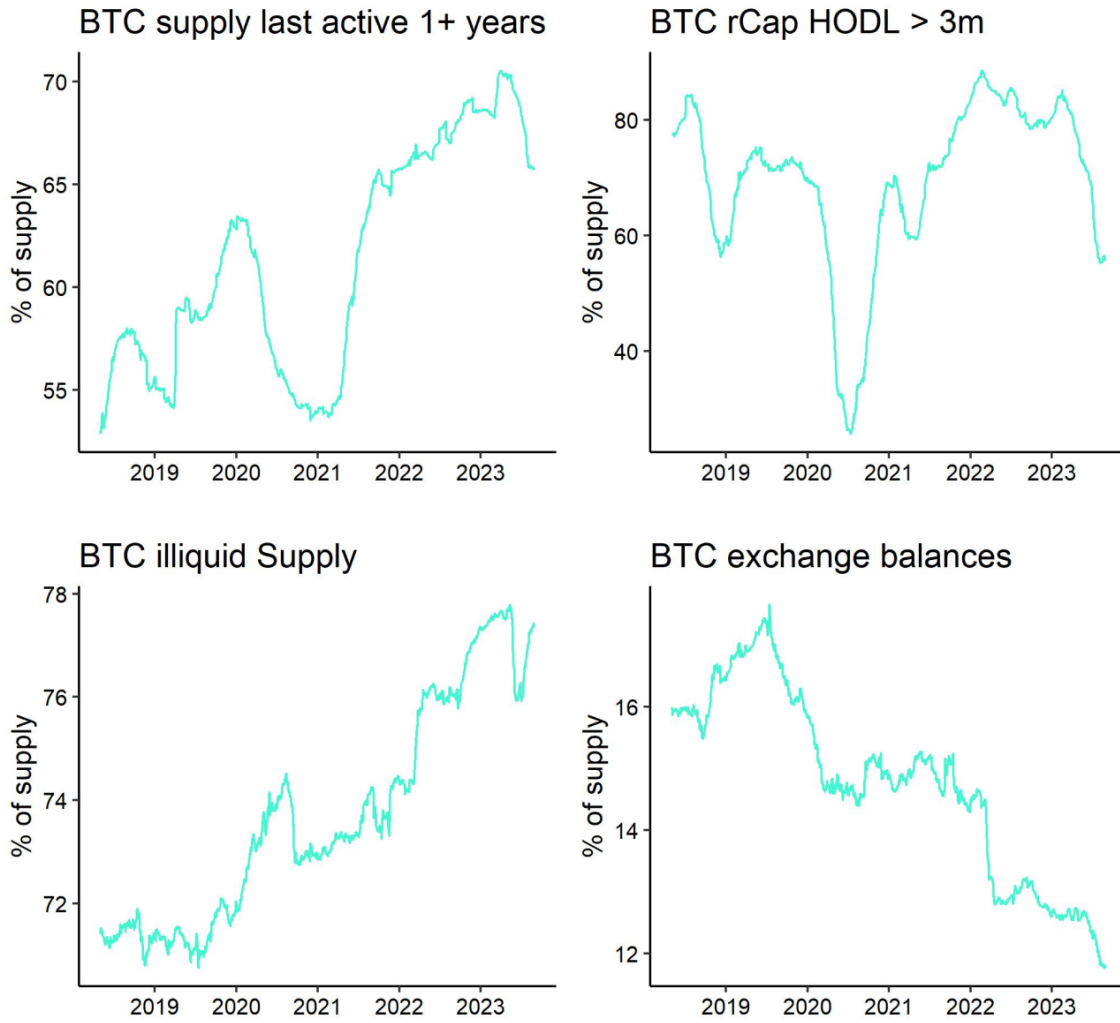
Bitcoin: Realized Cap HODL Waves

% of realized cap



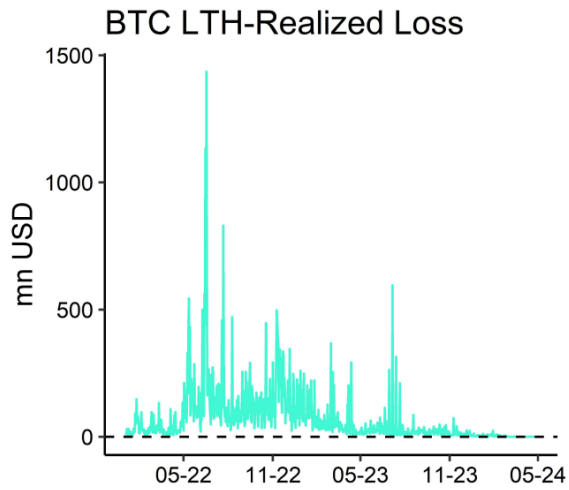
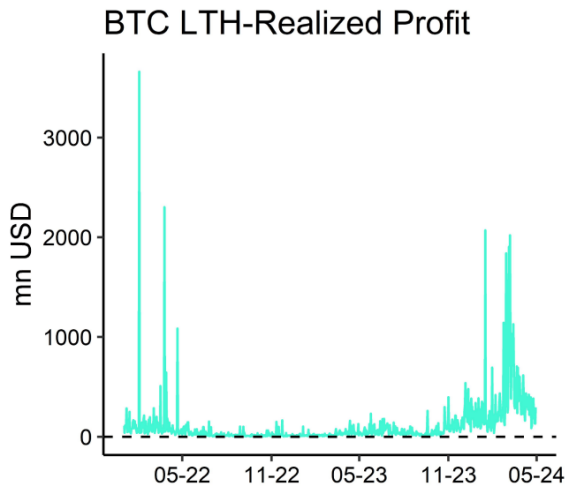
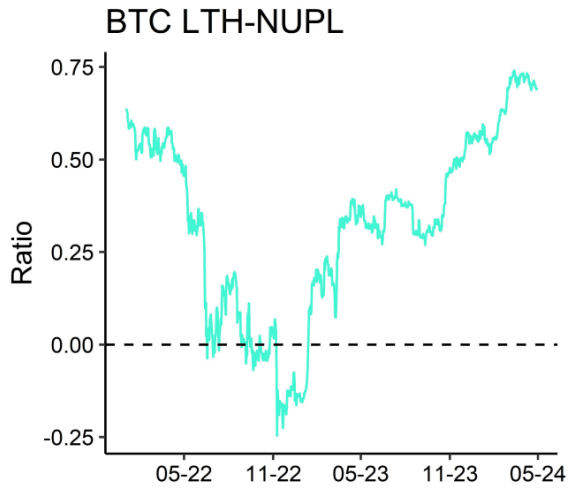
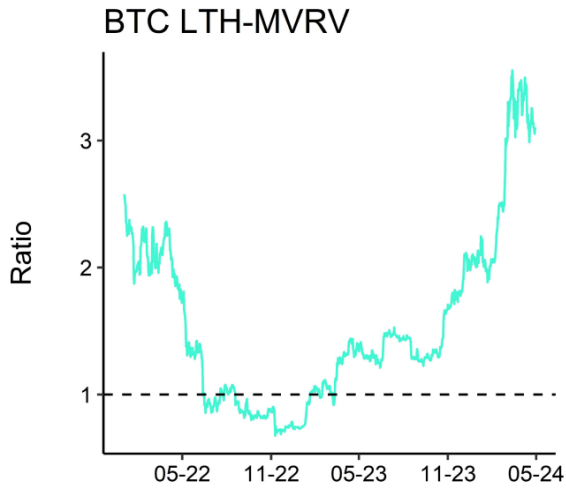
Source: Glassnode

Bitcoin's supply scarcity is more pronounced than during the last cycle



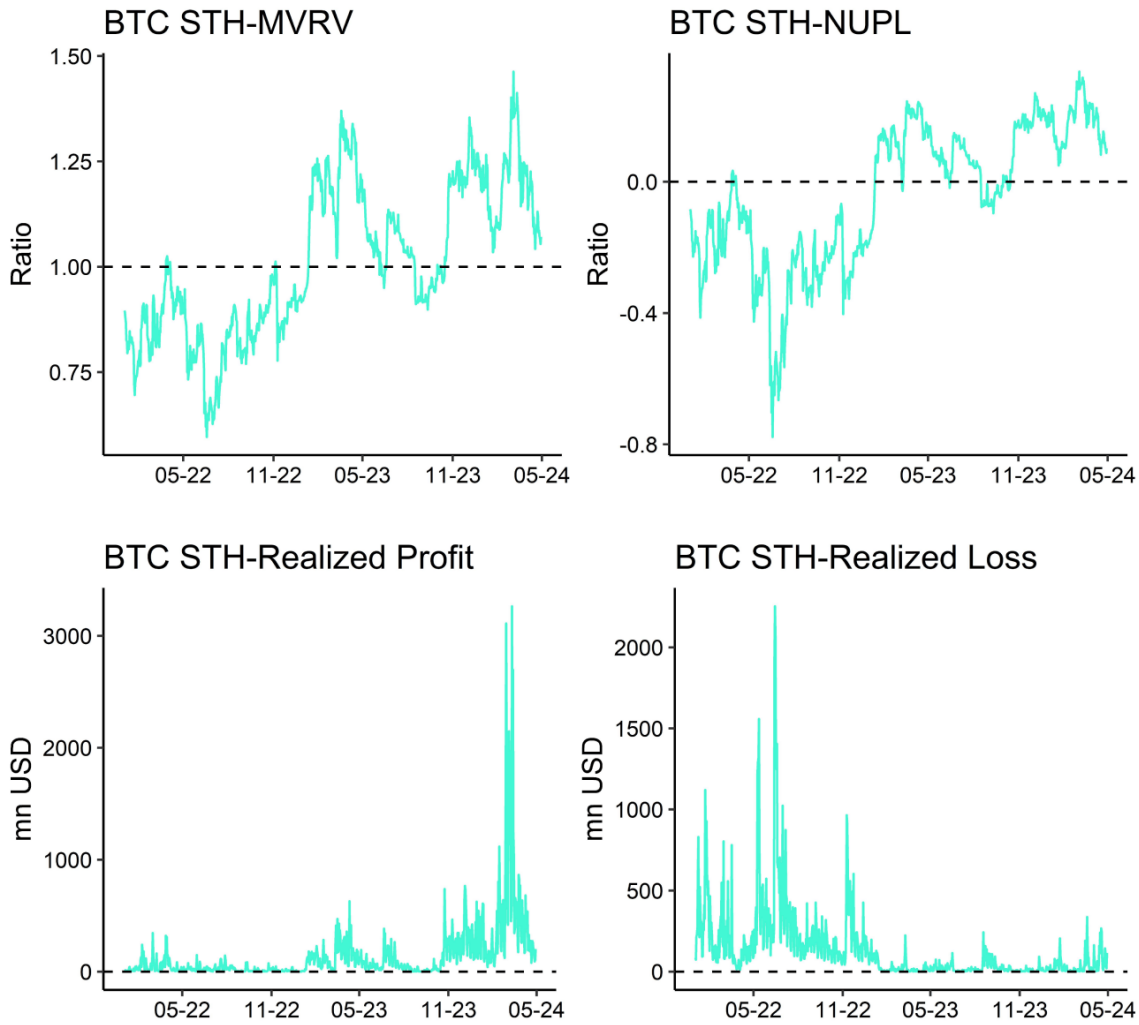
Source: Glassnode, ETC Group

Bitcoin Long-term Holder (LTH) Dashboard



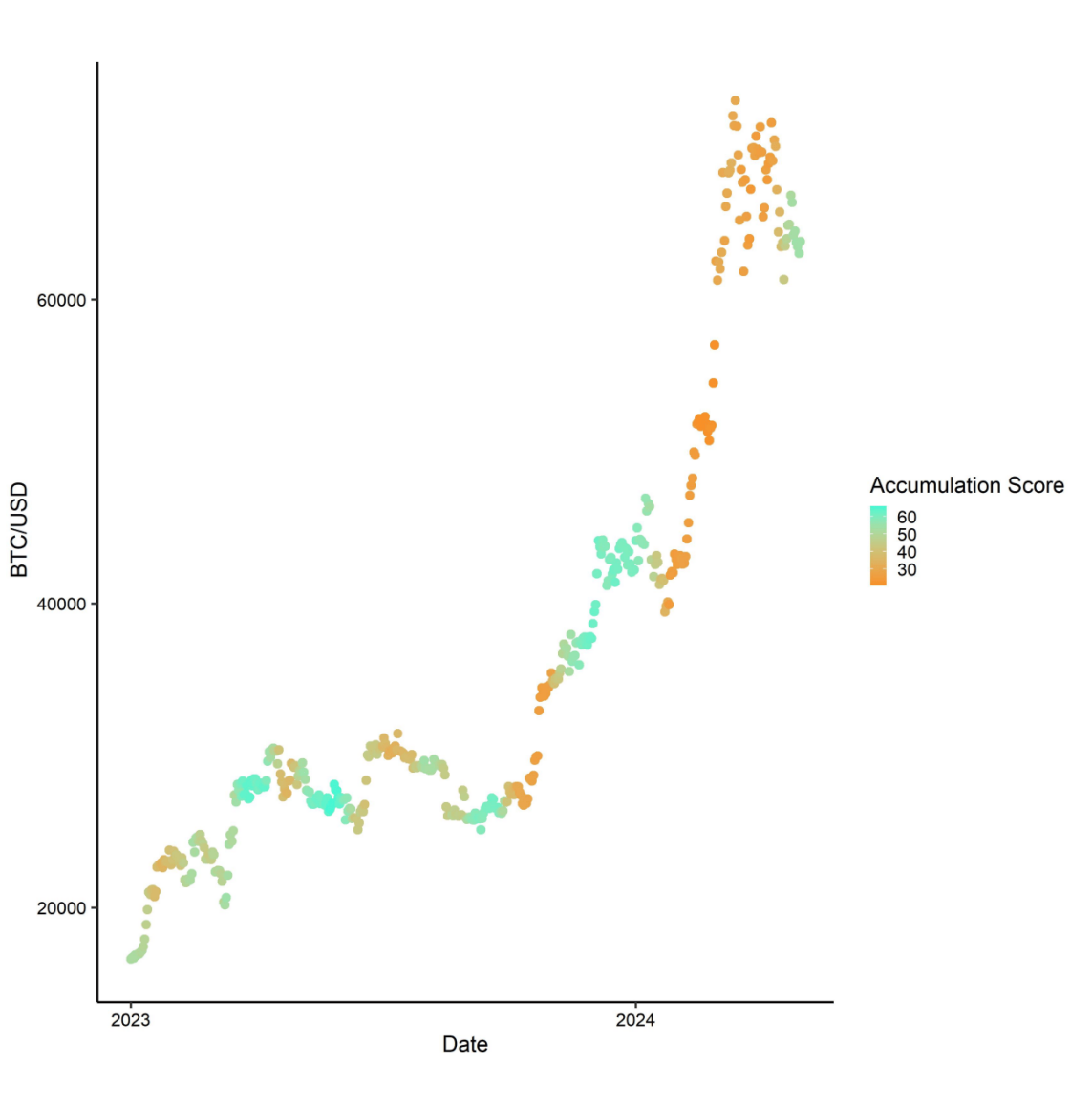
Source: Glassnode, ETC Group

Bitcoin Short-term Holder (STH) Dashboard



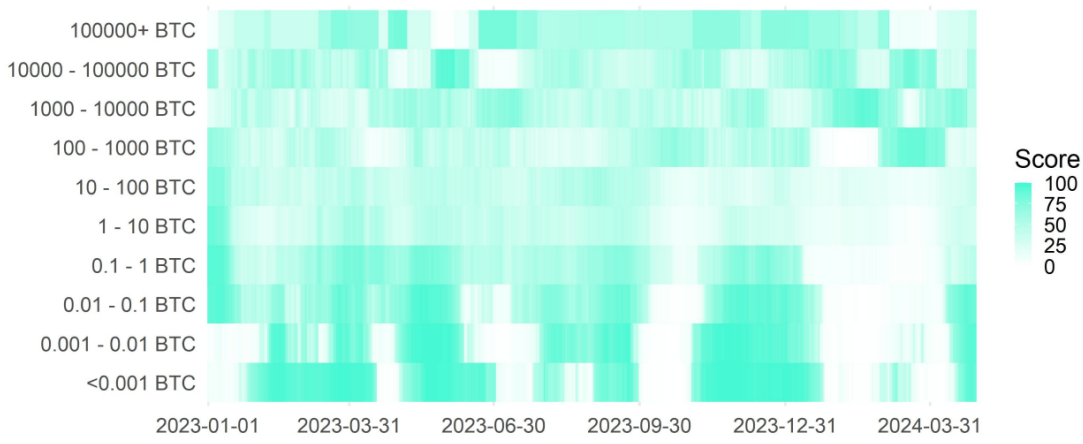
Source: Glassnode, ETC Group

Bitcoin: Price vs Average Accumulation Score



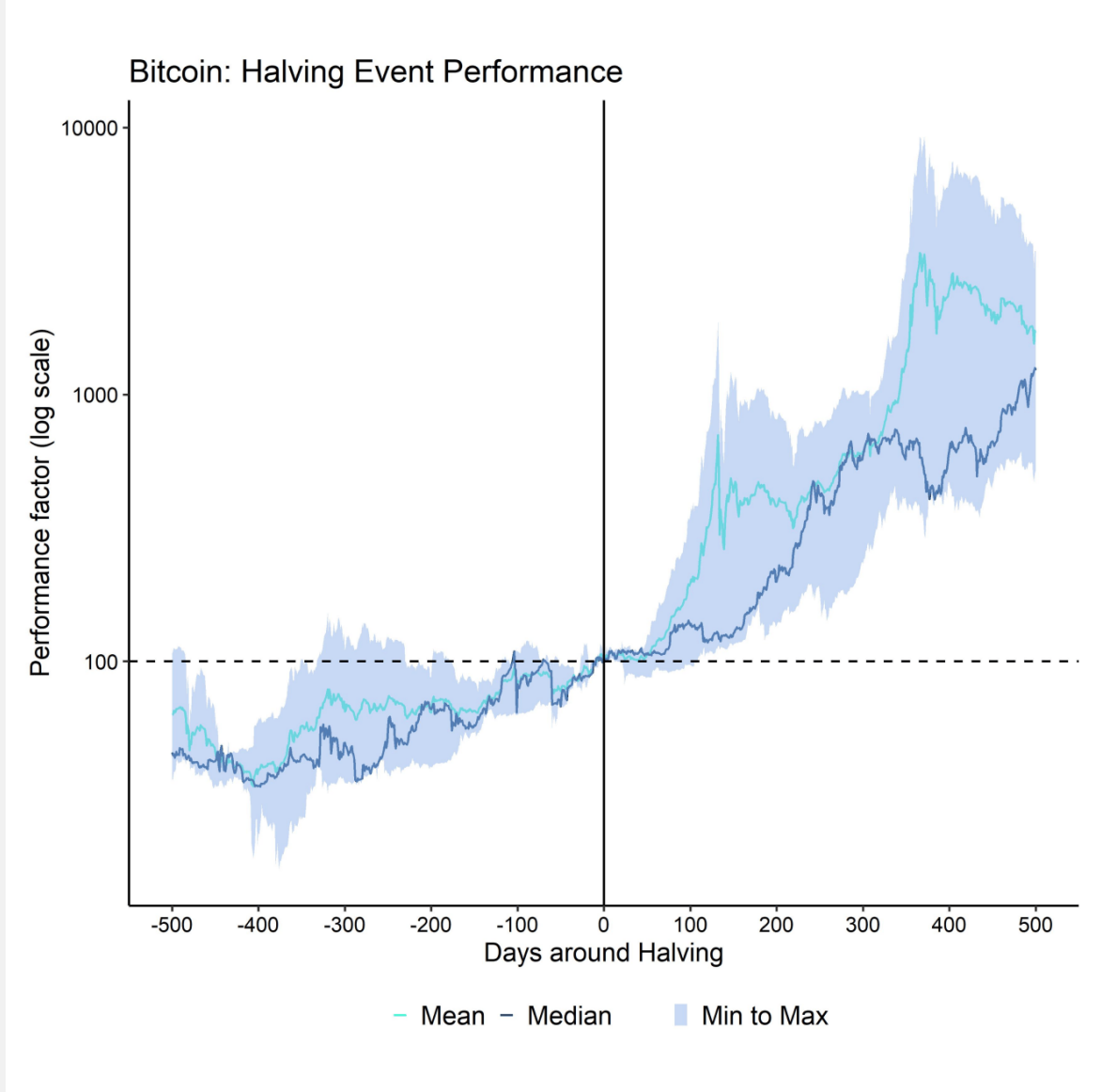
Source: Glassnode, ETC Group

Bitcoin Accumulation Score



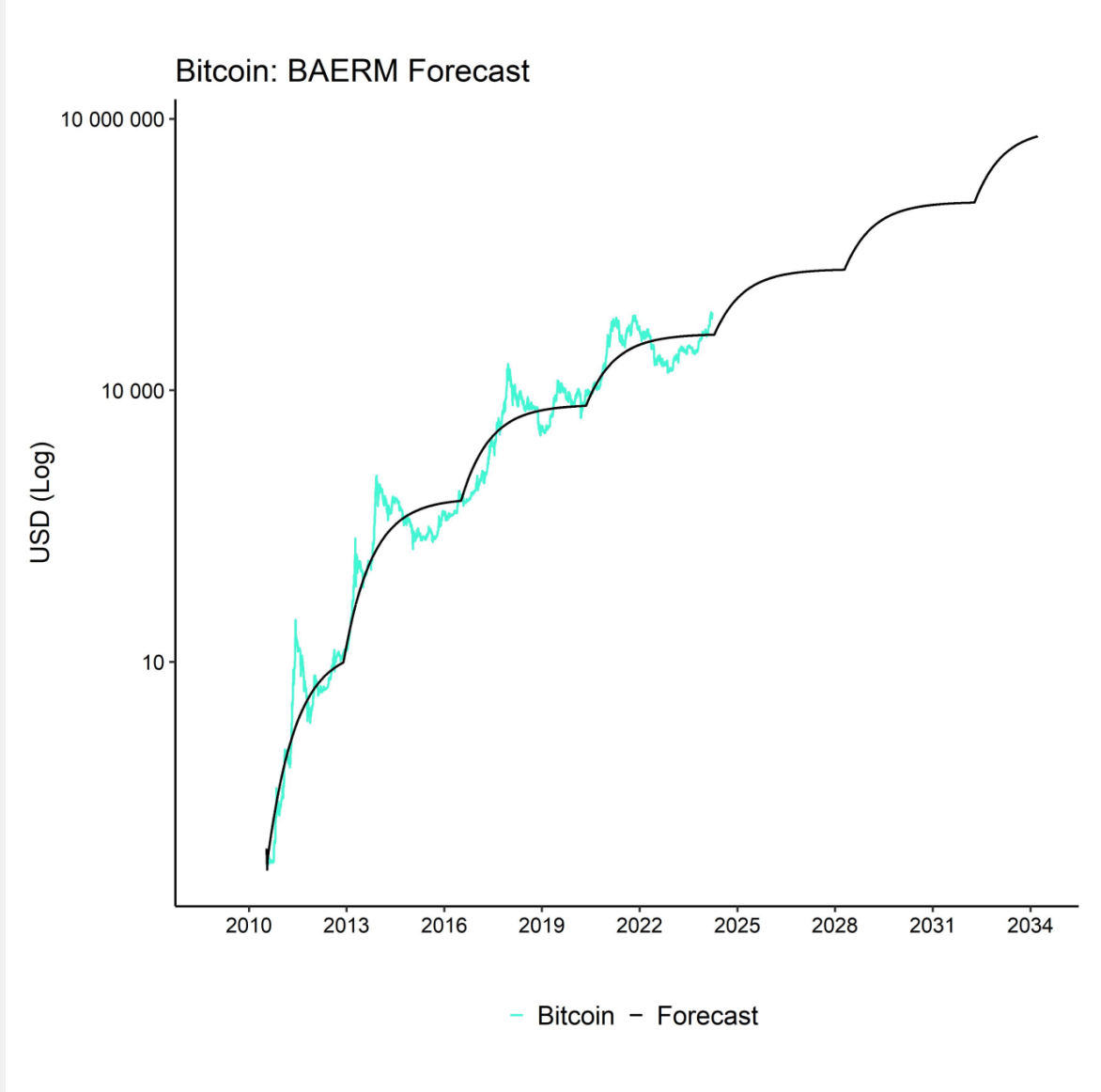
Source: Glassnode, ETC Group

Halving events have led to significant price appreciations 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 Tätigkeit 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 auszuliegen, 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 2000 (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.