

Cryptomunten: een nieuwe beleggingscategorie?

Beleggen in cryptomunten – en dan vooral in Bitcoin – is voornamelijk het domein van particuliere beleggers. Institutionele beleggers laten de cryptomarkten over het algemeen links liggen. Uit wetenschappelijk onderzoek, waarin puur naar rendement en risico's werd gekeken, blijkt echter wel degelijk het nut van het toevoegen van crypto's aan de beleggingsportefeuille.

Door Harry Geels

Toen de Japans-Amerikaanse Satoshi Nakamoto in 2008 de Bitcoin 'uitvond', leidde dat tot een snelle groei van een steeds diverser wordende cryptomarkt. Er werden alternatieve cryptomunten (altcoins) ontwikkeld om de pijnpunten van de Bitcoin weg te nemen, zoals het steeds hogere energieverbruik bij de 'mining' van de munt en de maximale voorraadlimiet van 21 miljoen Bitcoins. Eind 2020 bedroeg de totale marktwaarde van de cryptomarkt, met ongeveer 900 verschillende munten, rond de \$1 biljoen, om daarna in de eerste vier maanden van 2021 op te lopen naar de \$2 biljoen, waarna een flinke correctie optrad. De Bitcoin is verreweg de belangrijkste munt en maakt ongeveer de helft van de totale marktwaarde uit.

De belofte van veel cryptomunten om een betaalmiddel te worden, is maar mondjesmaat ingelost. Ze genieten vooral populariteit op het dark web. Verder bestaan er bij de meeste analisten twijfels over wat nu de fundamentele waarde van de verschillende cryptomunten is. Volgens wetenschappers zijn ze het beste te vergelijken met grondstoffen. Die leveren evenmin inkomen op in de

vorm van dividend, huur en rente, al hebben grondstoffen nog een fundamentele richtprijs in de vorm van de productiekosten.

Goldman Sachs (GS) betitelde cryptomunten half mei 2021 als officiële beleggingscategorie. Cryptomunten zouden verhandeld moeten worden als procyclische, risicovolle beleggingen. Goud en cryptomunten zijn volgens de zakenbank niet concurrerend en kunnen naast elkaar bestaan. Verder stelt GS: 'Een blockchainplatform zoals Ethereum zou in potentie een grote markt kunnen worden voor verkopers van betrouwbare

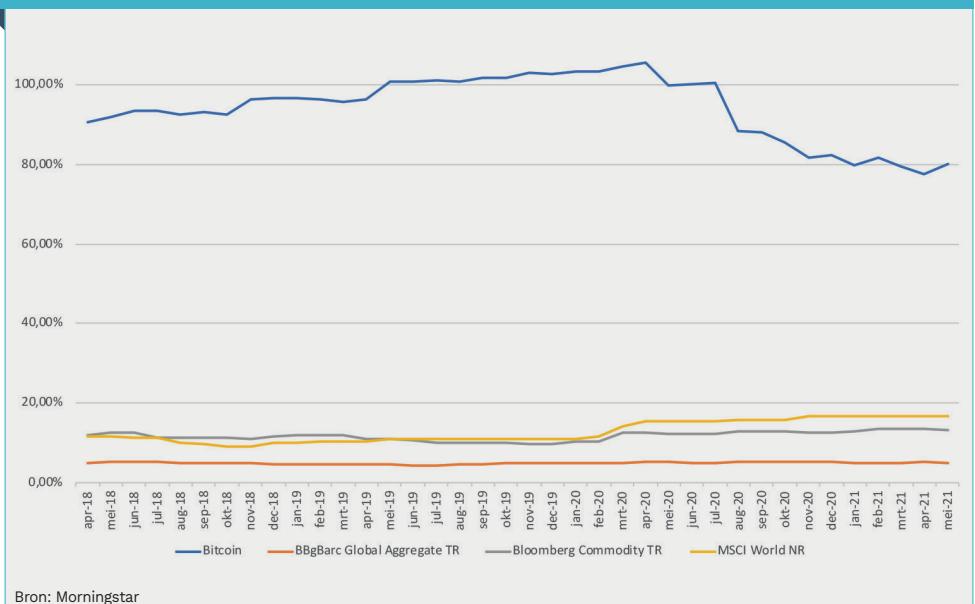
informatie, zoals Amazon dat is voor consumenten-goederen. Belangrijker dan een beperkte voorraad om waarde te behouden, is een laag risico op spectaculaire en onvoorspelbare toenames in nieuw aanbod. Ethereum, waarvan het totale aanbod niet aan een maximum is gebonden, maar de jaarlijkse groei van het aanbod wel, voldoet aan dit criterium.'

Zonder verder te kijken naar bovengenoemde mitosen en maren, toont de wetenschap aan dat het toevoegen van cryptomunten het risico-rendementsprofiel van de portefeuille verbetert.

Benchmark

Een van de belangrijkste redenen om van een serieuze beleggingscategorie te kunnen spreken, is de aanwezigheid van een benchmark. Voor de cryptomarkt zijn er dan twee opties: de prijs van de Bitcoin, als zijnde de oudste en grootste cryptomunt, of de CRIX, de CRyptocurrency IndeX die wordt berekend door de Ladislaus von Bortkiewicz Chair of Statistics van Humboldt University Berlin. Deze index, die twintig cryptomunten beslaat en deze op basis van marktwaarde meeweegt, is ontwikkeld op basis van een samenwerking tussen Hum-

FIGUUR 1: 36-MAANDS ROLLENDE (GEANNUALISEERDE) VOLATILITEIT



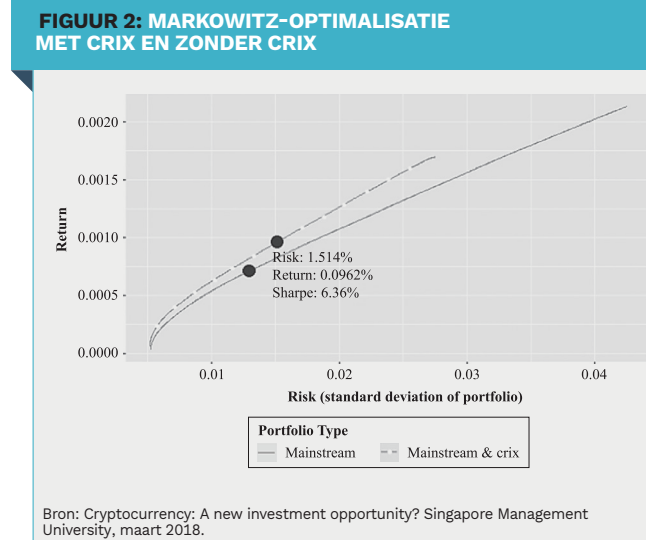
boldt University Berlin, SKBI van Singapore Management University en CoinGecko. Zowel de Bitcoin als de CRIX zijn in zeer hoge mate volatiel. Figuur 1 toont de volatiliteit van de Bitcoin, die in de afgelopen drie jaar tussen de 80 en 100% schommelde en daarmee erg hoog te noemen is.

‘Maar de hoogte van het risico bepaalt nooit of iets een goede beleggingscategorie is’, stelt Yves Chouiefaty, oprichter van TOBAM dat als een van de eerste een Bitcoin-fonds voor institutionele beleggers lanceerde. Risico bepaalt alleen de allocatie. ‘Volatiliteit kan verlaagd worden door er maar een kleine allocatie naar te doen. De correlatie is dan belangrijk.’

Markowitz-optimalisatie

Wetenschappers van de Universiteit van Singapore hebben een Markowitz-optimalisatie gedraaid over de periode van augustus 2014 tot en met maart 2017 met vijf ‘standaard’ beleggingscategorieën, bestaande uit de S&P 500, olie, goud, private equity, REITS en grondstoffen (GSCI), zonder én met de CRIX. In Figuur 2 is te zien dat de efficiënte grenslijn zonder CRIX (Mainstream) lager ligt dan die van Mainstream & Crix. De ‘Optimal risky portfolio’ van de portefeuille met cryptomunten gaf een gemiddeld maandrendement van 0,0962% en een gemiddelde maandvolatiliteit van 1,1524%, met een Sharpe-ratio van maar liefst 6,36.

In een andere, vergelijkbare studie van Humboldt University Berlin, Xiamen University en Singapore Management University, met een portefeuille bestaande uit S&P 100, BBB cap US



Bonds en GSCI, wel en niet aangevuld met Bitcoin, waarbij in de portefeuille-optimalisatie rekening werd gehouden met liquiditeitsbeperkingen, kwamen min of meer dezelfde uitkomsten naar voren. Een belangrijk deel van de gunstige resultaten door het toevoegen van cryptomunten is toe te schrijven aan de lage of negatieve correlatie van de rendementen van de cryptomunten met die van andere beleggingscategorieën.

Uit een studie genaamd ‘Bitcoin volatility, stock market and investor sentiment. Are they connected?’ uit Elseviers Finance Research Letters, issue 38, werden zelfs vanuit portefeuille-optimalisatie zeer ‘gunstige’ correlaties gonteerd. De onderzoekers concludeerden dat er geen correlatie bestaat tussen Bitcoin en VIX en dat Bitcoin een eigen speculatief karakter had, waarbij cryptobeleggers hun beleggingsbeslissingen alleen namen op basis van relevante informatie – risico’s, nieuws, koerspatronen enzovoort, uit de cryptomarkt zelf.

Bij monde van portfoliomanager Jeroen Blokland laat Robeco weten dat uit onder-

zoek blijkt dat een 1%-allocatie naar Bitcoin in een goed gespreide portefeuille past. Hierbij houdt Robeco rekening met een groei van de Bitcoin-marktwaarde van \$1 naar \$3 biljoen. De 1%-allocatie is afgeleid van een ‘smart mean variance optimization framework’, waarbij 36 verschillende combinaties van Bitcoin’s risico, rendement en correlatie met andere beleggingscategorieën zijn doorgerekend. Volgens de studie van Robeco is zich in de afgelopen maanden een steeds duidelijker en nadrukkelijker verhaal gaan aftekenen dat Bitcoin een opslagplaats van waarde wordt in de vorm van digitaal goud.

Onlangs verwees voorzitter Jerome Powell van de Amerikaanse Federal Reserve naar Bitcoin als ‘in wezen een substituuat voor goud in plaats van de dollar’. Net als goud is Bitcoin schaars en duurzaam. Bovendien vertoont Bitcoin een hoge portabiliteit en is het gemakkelijk verhandelbaar en programmeerbaar. Wat het mist ten opzichte van goud, is natuurlijk een lange geschiedenis om te worden gezien als een opslagplaats van waarde, aldus Blokland. ‘Als digitaal goud heeft Bit-

coin een monetaire waarde.’ Naar de mening van Robeco is de discussie over het gebrek aan intrinsieke waarde van Bitcoin grotendeels irrelevant. ‘Net als diamanten, kunst, postzegels, goud en de Amerikaanse dollar, levert Bitcoin geen geldstromen op. Toch hebben al deze asset classes monetaire waarde en de meeste ervan worden beschouwd als een opslagplaats van waarde.’ Overigens geeft Robeco ook nog andere overwegingen om wel of niet in Bitcoins te beleggen, zoals de regelgeving (UCITS-regels beperken bijvoorbeeld de exposure naar beleggingen in één grondstof of cryptomunt) en de zorgen over het energieverbruik bij de mining ervan. ■

Bronnen:
Bitcoin volatility, stock market and investor sentiment. Are they connected? Uit Elseviers Finance Research Letters, issue 38.

Investing with cryptocurrencies – A liquidity constrained investment approach, Simon Trimborn, Mingyang Li en Wolfgang Karl Härdle, 4 mei 2018.

Cryptocurrency: A new investment opportunity? Singapore Management University, maart 2018.

Bitcoin as digital gold – a multi-asset perspective, Robeco/Jeroen Blokland, 9 april 2021.

IN HET KORT

De Bitcoin is verreweg de belangrijkste cryptomunt en maakt ongeveer de helft van de totale marktwaarde uit.

Goldman Sachs betitelde cryptomunten half mei 2021 als officiële beleggingscategorie.

Wetenschappelijk onderzoek toont aan dat het toevoegen van cryptomunten het risicorendementsprofiel van de portefeuille verbetert.

Bitcoin lijkt een opslagplaats van waarde te worden in de vorm van digitaal goud.