



1

119 Bericht von Alexander Kriwoluzky und Christoph Schneider

Bitcoin ist nicht das neue Gold

- Studie vergleicht Renditen von Bitcoin und Gold mit denen von Aktien und Staatsanleihen
- Bitcoin-Rendite korreliert stark mit Aktienrenditen, während Gold sich unabhängig zu den Märkten entwickelt
- Bitcoin eignet sich daher nicht als Goldersatz, um ein Portfolio zu diversifizieren

125 Interview mit Alexander Kriwoluzky

128 Kommentar von Alexander S. Kritikos

Und wieder eine schwarz-rote Koalition: Highway to Stagnation?

100 JAHRE – 100 GESCHICHTEN

DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

1925 BIS 2025



© MaltaGC, CC BY-SA 3.0, via Wikimedia Commons

Anita – die erste Rechenmaschine



Eine Rechenmaschine im Wert eines Volkswagens und Frauen, die aus der Volkswirtschaftslehre „weggeheiratet“ werden? Beides gab es einmal. Karin Müller-Krumholz hat von 1965 bis 2000 in der Konjunkturabteilung am DIW Berlin gearbeitet. In einer Online-Lecture der Universität Hamburg hat Müller-Krumholz 2018 ihre Geschichte erzählt.

Nach dem Abitur entschied sich Müller-Krumholz erst für ein Jura-Studium. Als sie aber eine Vorlesung in Volkswirtschaftslehre besuchen musste, war sie so fasziniert, dass sie kurzerhand den Studiengang wechselte. Und in der VWL sagte ihr einfach das Rechnen und die Statistik am meisten zu, erzählt sie 2018. Ihr Studium der Volkswirtschaftslehre mit Schwerpunkt Statistik schloss sie 1965 an der Freien Universität Berlin ab. Als sie das Diplom in der Tasche hatte, schrieb sie nicht eine Bewerbung. Sie bekam eine Anfrage des DIW und begann, dort zu arbeiten. „Das war ein Glücksfall, denn das DIW ist ja quasi die Mutter aller Forschungsinstitute, sagt die Ökonomin ...

Die ganze Geschichte und viele weitere können Sie auf unserer Jubiläumswebsite lesen: www.diw.de/100jahre



IMPRESSUM

DIW BERLIN

DIW Berlin — Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung e. V.
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin

www.diw.de

Telefon: +49 30 897 89-0 E-Mail: kundenservice@diw.de

92. Jahrgang 27. Februar 2025

Herausgeber*innen

Prof. Anna Bindler, Ph.D.; Prof. Dr. Tomaso Duso; Sabine Fiedler; Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.; Prof. Dr. Peter Haan; Prof. Dr. Claudia Kemfert; Prof. Dr. Alexander S. Kritikos; Prof. Dr. Alexander Kriwoluzky; Prof. Karsten Neuhoﬀ, Ph.D.; Prof. Dr. Carsten Schröder; Prof. Dr. Sabine Zinn

Chefredaktion

Prof. Dr. Pio Baake; Claudia Cohnen-Beck; Sebastian Kollmann; Kristina van Deuverden

Lektorat

Prof. Dr. Lukas Menkhoff

Redaktion

Rebecca Buhner; Dr. Hella Engerer; Petra Jasper; Adam Mark Lederer; Frederik Schulz-Greve; Sandra Tubik

Gestaltung

Roman Wilhelm; Stefanie Reeg; Eva Kretschmer, DIW Berlin

Umschlagmotiv

© imageBROKER / Steffen Diemer

Satz

Satz-Rechen-Zentrum Hartmann + Heenemann GmbH & Co. KG, Berlin

Der DIW Wochenbericht ist kostenfrei unter www.diw.de/wochenbericht abrufbar. Abonnieren Sie auch unseren Wochenberichts-Newsletter unter www.diw.de/wb-anmeldung

ISSN 1860-8787

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit Quellenangabe und unter Zusendung eines Belegexemplars an den Kundenservice des DIW Berlin zulässig (kundenservice@diw.de).

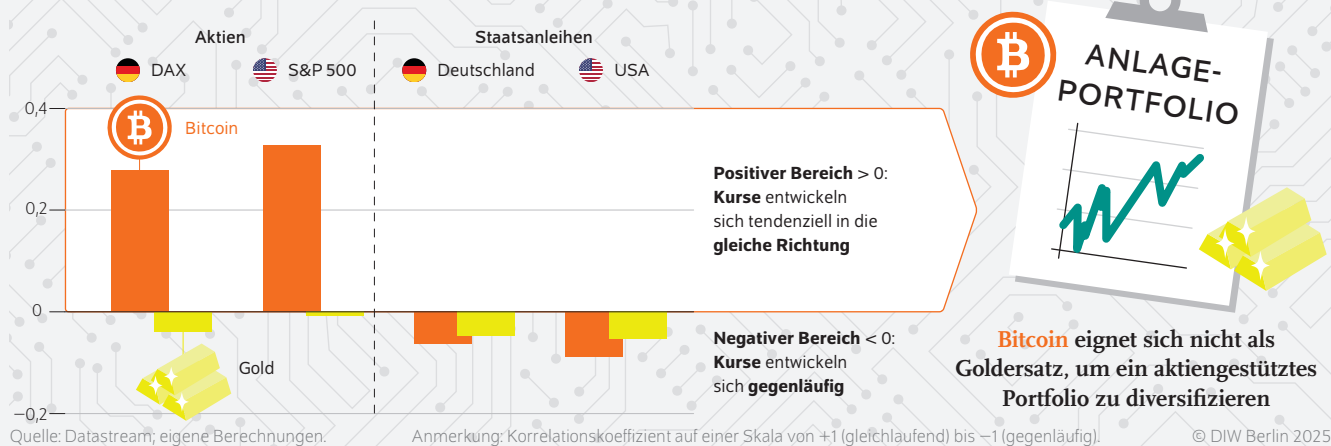
Bitcoin ist nicht das neue Gold

Von Alexander Kriwoluzky und Christoph Schneider

- Studie vergleicht Renditen von Bitcoin und Gold mit denen von Aktien und Staatsanleihen aus Deutschland und den USA
- Gold gilt als sicherer Hafen, da die Rendite insbesondere in Krisenzeiten nicht mit Aktien- und Anleiherenditen zusammenhängt
- Berechnungen der Renditen über die vergangenen zehn Jahre zeigen hingegen, dass Bitcoin-Rendite stark mit Aktienrenditen korreliert
- Bitcoin-Kurs schwankt zudem stark, was es zu einer riskanteren Anlage im Vergleich zu Gold macht, das als traditioneller Wertspeicher anerkannt ist
- Bitcoin eignet sich daher nicht als Goldersatz, um ein Portfolio zu diversifizieren

Die Bitcoin-Rendite hängt stark mit den Aktienrenditen zusammen und ist daher kein sicherer Hafen wie Gold

Korrelation von monatlichen Bitcoin-, Gold-, Aktien- und Anleiherenditen 2015 bis 2025



ZITAT

„Wir beobachten, dass wenn die Aktienkurse steigen und Menschen Aktien kaufen, auch der Bitcoin-Kurs steigt. Umgekehrt gilt, wenn die Aktienkurse fallen, sinkt der Bitcoin-Kurs ebenso. Deswegen ist Bitcoin keine gute Anlage, wenn man das Portfolio diversifizieren möchte.“

— Alexander Kriwoluzky —

MEDIATHEK



Audio-Interview mit Alexander Kriwoluzky
www.diw.de/mediathek

Bitcoin ist nicht das neue Gold

Von Alexander Kriwoluzky und Christoph Schneider

ABSTRACT

Der Kurs der Kryptowährung Bitcoin ist in den vergangenen zehn Jahren enorm gestiegen. Viele Anleger*innen haben inzwischen Bitcoin in ihr Portfolio aufgenommen, um von dem Kursanstieg zu profitieren und ihre Anlagen zu diversifizieren. Doch eignet sich die Kryptowährung dazu? Dieser Wochenbericht untersucht, inwiefern Bitcoin ähnlich wie Gold zur Diversifikation und Absicherung eines Anlageportfolios beitragen kann. Dazu wird die Korrelation der monatlichen Renditen in den letzten zehn Jahren zwischen US-amerikanischen und deutschen Aktien, Anleihen sowie Gold und Bitcoin berechnet. Die Berechnungen zeigen, dass die Rendite von Bitcoin im Zeitverlauf, im Gegensatz zu der von Gold, hoch mit den Renditen des Aktienmarktes korreliert ist. Deswegen kann ein Anlageportfolio, das Aktien stark gewichtet, Bitcoin nicht im gleichen Maße wie Gold zur Diversifikation nutzen.

Zu den großen Gewinner*innen des Jahres 2024 zählten alle, die Anfang des Jahres Bitcoin in ihrem Portfolio hatten und über die Monate hinweg dem Kursanstieg gebannt verfolgen durften. Immerhin stieg der Kurs im Laufe des Jahres von etwa 40 000 US-Dollar auf fast 100 000 US-Dollar. Ein Grund für den starken Kursanstieg war die Diskussion im Vorfeld der US-Wahlen, in denen Bitcoin als neue Währungsreserve diskutiert wurde. In Deutschland folgte der ehemalige Bundesfinanzminister Christian Lindner dem Hype und forderte im Dezember 2024, dass die Bundesbank und die Europäische Zentralbank Bitcoin als Währungsreserve halten sollten.¹

Viele bleiben skeptisch allein schon, weil die Bitcoin-Kurse in den vergangenen Jahren starken Schwankungen unterlagen. Denn anders als bei Aktien und Anleihen handelt es sich bei Bitcoin um einen Vermögensgegenstand, dem erst einmal keinerlei Wert entgegensteht. Aktien ziehen ihren Wert aus den zukünftigen Dividenden der Unternehmen, Anleihen zahlen Zinsen und werden von Staaten oder Firmen ausgegeben, die für die Zinszahlungen und Tilgungen eintreten. Bitcoin hat das alles nicht.

Stattdessen gleicht Bitcoin als Wertanlage in mancher Hinsicht der Wertanlage Gold. Ebenso wie Gold zahlt Bitcoin weder Dividenden noch Zinsen. Gold und Bitcoin verbindet eine weitere Gemeinsamkeit: Beide sind endlich in ihrem Angebot. Dies ist ein gewichtiges Argument. Denn der Gewinn aus Bitcoin oder Gold entsteht allein dadurch, dass man sie teurer verkauft, als man sie gekauft hat. Falls die Nachfrage danach steigt, trifft sie auf ein knappes Angebot, ergo muss der Preis steigen.

Nun sind nicht alle Dinge, die selten sind, auch wertvoll. Sie müssen den Menschen auch gefallen oder ihnen nützen. Gold fasziniert die Menschheit seit mehreren tausend Jahren. Der Großteil der geförderten Goldmenge wird von Unternehmen in der Produktion und der Herstellung von Schmuck eingesetzt. Ob Bitcoin eine ähnlich stabile Nachfrage haben

¹ Tagesschau.de (2024): Lindner schlägt Bitcoin-Reserve bei der EZB vor. Artikel vom 29. Dezember (online verfügbar. Dies gilt auch für alle anderen Onlinequellen, sofern nicht anders vermerkt).

wird wie Gold, wird sich noch zeigen. Einerseits gibt es durch Kriminalität oder Staaten, die das SWIFT-Zahlungssystem umgehen wollen oder müssen, mittlerweile immerhin eine relativ stabile Nachfrage nach Bitcoin. Auf der anderen Seite existieren weitere Kryptowährungen, die ein recht gutes Substitut für Bitcoin darstellen – so wie Silber in vielerlei Hinsicht ein Substitut für Gold ist. Das bedeutet, dass es sein kann, dass Kryptowährungsnutzer*innen eher Ethereum, Tether oder Cardano verwenden, als immer höhere Preise für Bitcoin zu zahlen. Ein gewisser Schutz davor ist, dass Bitcoin die weltweit bekannteste Kryptowährung ist und damit durchaus einen gewissen Markenwert hat.

Sowohl Bitcoin als auch Gold ist gemein, dass sie die Anlegenden vor der Inflation einer Währung wie dem Euro oder dem US-Dollar schützen. In dem Moment, in dem zum Beispiel die Kaufkraft des Euro oder des Dollar schwindet, sind die Bitcoin- beziehungsweise Goldanlegenden nicht mehr bereit, ihre Anlagen zu dem alten Kurs aufzugeben. Deswegen steigt der jeweilige Kurs in dieser Situation und schützt so vor einem Kaufkraftverlust durch Inflation.

Viele schätzen an Gold, dass es in Krisenzeiten seinen Wert behält: Gerade in unsicheren Zeiten, wenn Aktien und Anleihen oft im Preis sinken, bietet sich Gold als sicherer Hafen an. Nicht zuletzt deswegen findet sich Gold in vielen Portfolios. In diesem Wochenbericht wird beleuchtet, ob Bitcoin auch in dieser Hinsicht mit Gold vergleichbar ist. Konkret wird untersucht, inwiefern Bitcoin wie Gold eine wertbeständige Alternative zu Aktien und Anleihen ist – besonders in Zeiten, in denen diese an Wert verlieren.

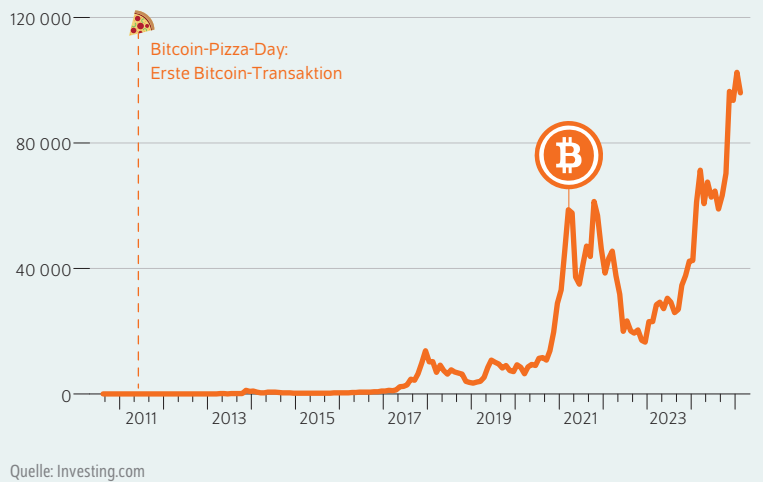
Starke Schwankungen prägen den Bitcoin-Kurs

Der Bitcoin ist eine digitale Währung, die 2009 eingeführt wurde und auf der Blockchain-Technologie basiert. Im Gegensatz zu traditionellen Währungen wird Bitcoin nicht von einer zentralen Institution wie einer Zentralbank oder Regierung kontrolliert. Stattdessen wird er von einem Netzwerk von Computern dezentral verwaltet, das die Transaktionen verifiziert und in einem öffentlichen, unveränderlichen Register (Blockchain) transparent und sicher speichert. Die Gesamtzahl an Bitcoins ist auf 21 Millionen limitiert, was die Währung verknappt. Bisher sind durch sogenanntes Mining knapp 20 Millionen Bitcoins entstanden. Dabei lösen spezialisierte Computer komplexe mathematische Aufgaben, um Transaktionen zu validieren und neue Blöcke in die Blockchain einzufügen. Miner erhalten als Belohnung neu generierte Bitcoins und Transaktionsgebühren von den Nutzenden. Die erste dokumentierte Transaktion war der Kauf von zwei Pizzen für 10 000 Bitcoins im Jahr 2010. Der 22. Mai wird seitdem von der Bitcoin-Community als Bitcoin Pizza Day jährlich gefeiert. Im Jahr 2011 war ein Bitcoin erstmals einen US-Dollar wert (Abbildung 1).

Nachdem Bitcoin im Jahr 2013 zum ersten Mal die Grenze von 1000 US-Dollar überschritten hatte, wurde das Interesse der Öffentlichkeit geweckt und viel über Bitcoin diskutiert. In der folgenden Zeit stieg der Bitcoin-Kurs weiter

Abbildung 1

Kurs des Bitcoin In US-Dollar



© DIW Berlin 2025

Der Bitcoin-Kurs schwankt stark, stieg aber insbesondere 2024 stark an.

stark an und erreichte im Dezember 2017 erstmals den Wert von fast 20 000 US-Dollar. Nach diesem Höhepunkt fiel der Wert aber auch wieder stark.

In den 2020er Jahren stieg der Wert des Bitcoins erneut an und überschritt die 60 000 US-Dollar-Marke. Interessanterweise erfolgte dieser Kursanstieg auch unterstützt durch institutionelle Investitionen und eine breitere Akzeptanz in der Bevölkerung. Die Gruppe der Investierenden hat sich seitdem stark vergrößert. Allerdings kam es mit den höheren Preisen auch zu starken Preisschwankungen. Von 60 000 US-Dollar im Oktober 2021 fiel der Kurs wieder auf 15 000 US-Dollar im Dezember 2022 herab, bevor er bis Ende 2024 wieder stark auf über 100 000 US-Dollar anstieg.

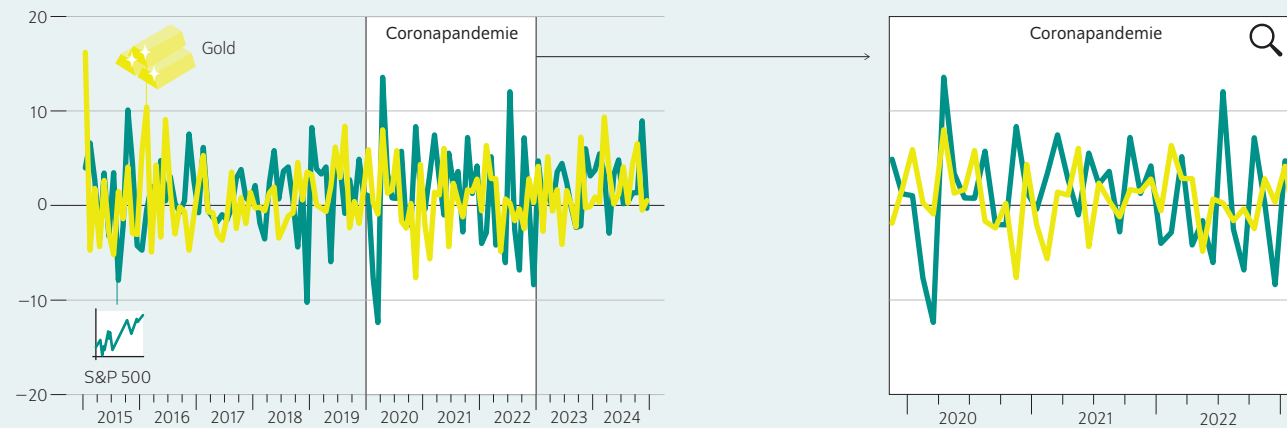
Gold gilt als sicherer Hafen in Krisenzeiten

Gold hat seit Jahrtausenden den Ruf eines sicheren Anlagenhafens und wird von Investierenden in Zeiten wirtschaftlicher Unsicherheit bevorzugt.² Während der Finanzkrise 2008/09 verstärkte sich diese Rolle, da viele Anlegende in Gold investierten, um ihr Vermögen vor großen Schwankungen und Wertverlusten zu schützen. Zum Beispiel stieg der Goldpreis für eine Unze Gold am 17. September 2008, kurz nach der Pleite der Investmentbank Lehmann Brothers, um mehr als zehn Prozent. Insgesamt erreichte er im Jahr 2008 einen neuen Höchststand von 1000 US-Dollar und stieg weiterhin auf bis zu 1900 US-Dollar an, bevor er in den 2010er Jahren wieder auf 1000 US-Dollar zurückfiel.

² Ewa Feder-Sempach, Piotr Szczepocki und Joanna Bogolebska (2024): Global uncertainty and potential shelters: gold, bitcoin, and currencies as weak and strong safe havens for main world stock markets. Financial Innovation 10 (67) (online verfügbar); Michele Piffer und Maximilian Podstawski (2018): Identifying Uncertainty Shocks Using the Price of Gold. The Economic Journal 128 (616), 3266–3284 (online verfügbar).

Abbildung 2

Renditen von Gold und US-Aktien (S&P 500) Monatliche Veränderungen in Prozent



Quelle: Datastream; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2025

Die Renditen von Gold und US-amerikanischen Aktien schwanken relativ unabhängig voneinander, insbesondere in wirtschaftlich unsicheren Zeiten wie der Coronapandemie.

Investierende schichteten ihr Vermögen in die nun wieder vielversprechenden Aktienmärkte um. Mit anderen Worten: Die wirtschaftliche Erholung und das Vertrauen in die Finanzmärkte führten dazu, dass Gold an Attraktivität verlor. Seit dem Ausbruch der COVID-19-Pandemie, die zu globalen wirtschaftlichen Turbulenzen führte, suchten viele Investierende erneut Zuflucht in Gold. So stieg der Goldpreis erneut stark an und erreichte 2020 einen neuen Höchststand von über 2000 US-Dollar. Durch die weitere globale Unsicherheit, wie zum Beispiel den Überfall Russlands auf die Ukraine, steigt der Goldpreis weiterhin und hat bis vor Kurzem einen Höchststand von 2900 US-Dollar erreicht.

Insgesamt unterstreicht dieser Kursverlauf, dass Gold für viele Investierende ein unverzichtbares Instrument zur Portfoliodiversifikation ist. Es bietet in Krisenzeiten Stabilität und dient damit als Absicherung gegen wirtschaftliche Turbulenzen.

Bitcoin-Kurs stieg an, wenn Aktienmärkte gut liefen

In diesem Wochenbericht werden die monatlichen Renditen der vergangenen zehn Jahre von deutschen und US-amerikanischen Staatsanleihen und Aktien auf der einen Seite sowie die Preisveränderungen von Gold und Bitcoin auf der anderen Seite betrachtet. Die Rendite ist die prozentuale Preisänderung über einen Monat von Bitcoin, Gold beziehungsweise eines Aktien- und Anleihenportfolios (inklusive Dividenden und Zinsen) aus den USA beziehungsweise Deutschland. Für alle Renditen wird die Korrelation mit den jeweils anderen berechnet. Die Korrelation zwischen zwei Variablen liegt immer zwischen minus eins und eins. Bei

einer hohen positiven Korrelation (Werte nahe eins) weisen beide Anlagen in der Regel ähnliche Renditeverläufe auf. Liegt die Korrelation dagegen um null, haben die Renditen der Anlagen unterschiedliche Verläufe. Bei einer hohen negativen Korrelation (Werte nahe minus eins) gehen die positiven Renditen der einen Anlageklasse mit negativen Renditen der anderen Anlageklasse einher.

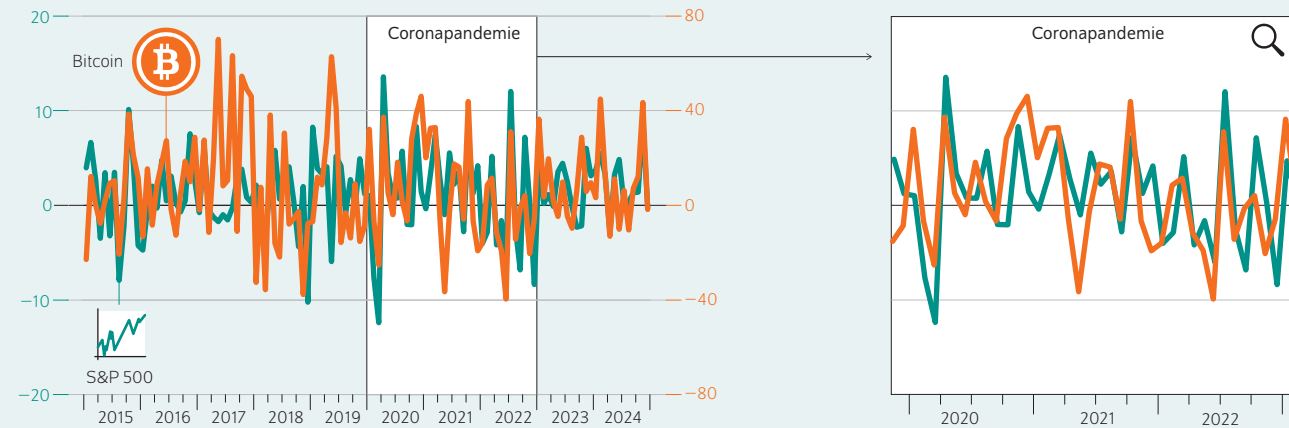
Investierende streben in einem ausgewogenen Portfolio möglichst gleichbleibende Renditen an. Das heißt, dass ein Portfolio keine großen Renditeausschläge nach oben oder unten aufweist. Hierzu benötigt man möglichst unkorrelierte oder idealerweise negativ korrelierte Anlagen. Steigt der Wert einer Anlage, während der andere fällt, ermöglicht es bei entsprechender Gewichtung, ein weitgehend wertstabiles Portfolio zu konstruieren. In anderen Worten: Je weniger unterschiedliche Anlagen miteinander korrelieren, desto besser für die Risikostreuung des Portfolios.

Anschaulich wird dies, wenn die monatlichen Renditen von Gold und US-amerikanischen Aktien, gemessen am US-Index S&P 500, der die 500 größten börsennotierten US-Unternehmen enthält, miteinander verglichen werden: Sie schwanken ungleichmäßig (Abbildung 2). Häufig verläuft sogar eine Renditekurve positiv, während die andere ins Negative fällt. Das ist zum Beispiel der Fall, wenn die ökonomische Unsicherheit stark ansteigt, wie nach dem Brexit-Votum im Juni 2016, zu Beginn der Coronapandemie Anfang 2020 oder auch beim russischen Überfall auf die Ukraine im Februar 2022.

Im Folgenden wird betrachtet, inwiefern Bitcoin ähnlich wie Gold als Absicherung gegen Kursverluste bei Aktien

Abbildung 3

Renditen von Bitcoin und US-Aktien (S&P 500) Monatliche Veränderungen in Prozent



Quelle: Datastream; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2025

Bitcoin und der US-amerikanische Aktienmarkt hatten in den vergangenen zehn Jahren ähnliche Renditeverläufe.

oder Anleihen dienen könnte. Die Analyse zeigt: Die Rendite von Gold ist nicht beziehungsweise leicht negativ korreliert mit den Renditen von Aktien und Anleihen, seien es deutsche oder US-amerikanische (Tabelle). Das bedeutet, dass der Goldpreis relativ unabhängig von Aktien- und Anleihenkursen steigt und fällt – und gerade deswegen so beliebt bei vielen Investierenden ist.

Die Bitcoin-Rendite korreliert zwar kaum mit dem Renditeverlauf der Anleihen der beiden Länder, aber signifikant positiv mit den Aktienrenditen: 0,28 mit dem deutschen Aktienindex DAX 30 (ab 2021 DAX 40) und 0,33 mit dem US-amerikanischen. Beide Korrelationen sind statistisch hoch signifikant. Das bedeutet, die Wahrscheinlichkeit, dass die Korrelation in Wirklichkeit gleich null ist, ist sehr gering. Mit anderen Worten: In den vergangenen zehn Jahren stieg der Bitcoin-Kurs, wenn die Aktienmärkte gut liefen, und fiel, wenn sie schwächelten (Abbildung 3).

Das steht im Gegensatz zu den Renditen von Gold, die unabhängig von den Kursgewinnen der Aktienmärkte waren. Deswegen ist zumindest in dieser Hinsicht Bitcoin nicht das neue Gold. Darüber hinaus korreliert die Rendite des Bitcoins auch kaum mit der von Gold (0,04). Diese Korrelation ist statistisch insignifikant. Das bedeutet, mit hoher Wahrscheinlichkeit entspricht sie null.

Die Analyse zeigt auch, dass deutsche und US-amerikanische Staatsanleihen in den vergangenen zehn Jahren Aktienportfolios besser diversifiziert haben als Bitcoin und Gold. Natürlich kann sich dieser Zusammenhang auch wieder ändern.

Tabelle

Zusammenhang von Renditeverläufe von Bitcoin, Aktien und Anleihen

Korrelationskoeffizient auf einer Skala von +1 (gleichlaufend) und –1 (gegenläufig)

	Gold	DAX ¹	S&P 500 ²	Bundesanleihen ³	US-Anleihen ⁴
Bitcoin	0,04	0,28***	0,33***	–0,06	–0,09
Gold		–0,004	–0,01	–0,05	–0,05

1 DAX: Index der größten 30 (seit September 2021 die größten 40) deutschen Aktiengesellschaften

2 S&P 500: Index der größten 500 US-amerikanischen Aktiengesellschaften

Anmerkung: Der Korrelationskoeffizient kann zwischen –1 und +1 liegen. Bei einem Wert nahe +1 weisen beide Anlagen tendenziell ähnliche Renditeverläufe auf. Liegt die Korrelation um null, haben die Renditen unterschiedliche Verläufe. Bei einem Wert nahe –1 gehen die positiven Renditen der einen Anlageklasse mit negativen Renditen der anderen einher. Die Sternchen an den Werten bezeichnen das Signifikanzniveau. Je mehr Sternchen, desto geringer die Irrtumswahrscheinlichkeit: ***, ** und * geben die Signifikanz auf dem Ein-, Fünf- und Zehn-Prozent-Niveau an.

Quelle: Datastream; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2025

So waren Staatsanleihen in den 1970er bis in die 1990er Jahren positiv mit Aktien korreliert.³

Was gestern galt, muss nicht morgen gelten

Die Analyse ist auf die vergangenen zehn Jahre begrenzt. Damit ist sie auf der einen Seite aussagekräftig genug, um eine statistisch belastbare Aussage zu tätigen. Auf der anderen Seite müssen die Ergebnisse auch mit einer gewissen Vorsicht betrachtet werden. Bei Gold kann man sich eher

³ Alfie Brixton et al. (2023): A Changing Stock–Bond Correlation: Drivers and Implications. The Journal of Portfolio Management Multi-Asset Special Issue 49 (4), 64–80 (online verfügbar).

sicher sein, dass die Korrelation auch in den nächsten Jahren ähnlich sein wird: Die Renditen von Gold und Aktien sind seit mehreren Jahrzehnten unkorreliert beziehungsweise sogar negativ korreliert, und eine starke Veränderung dieser Korrelation ist eher unwahrscheinlich. Bei dem Zusammenhang zwischen den Bitcoin-Renditen und derer der Aktien- und Anleihenmärkte gibt es diese langen Zeiträume an Beobachtungen nicht. Und selbstverständlich handelt es sich bei Korrelationen zwischen Variablen des Finanzmarktes um einen Zusammenhang, der sich über die Zeit verändern kann. Zwar scheint es derzeit so, dass in Zeiten, in denen die Aktienmärkte gut laufen, auch die Nachfrage und damit der Preis von Bitcoin steigen. Das kann sich aber in den nächsten Jahren ändern. Mögliche Gründe dafür könnten ein kompletter Verlust des Bitcoinwertes durch das Verwenden einer anderen Kryptowährung sein oder ein verändertes Anlageverhalten, dass wir nicht ausschließen können. Vielleicht wird es dann doch noch zu einem sicheren Hafen, ähnlich dem Gold.

Abschließend muss noch einschränkend festgehalten werden, dass die vorgelegte Analyse eine Reihe von Vereinfachungen enthält, um sie leichter verständlich und nachvollziehbar zu machen. So wurden keine komplexen Portfolios aus den verschiedenen Anlagen konstruiert und auch keine Risikobereinigung der Renditen vorgenommen.

Fazit: Bitcoin eignet sich nicht als Goldersatz

Die Kursentwicklung von Bitcoin in den vergangenen Jahren verdeutlicht die volatile Natur dieser digitalen Währung.

Während viele Investierende von den rasant steigenden Preisen profitierten, blieb Bitcoin dennoch ein umstrittenes Asset, das sowohl als potenziell sicherer Hafen als auch als riskante Spekulation gilt. Ähnlich wie Gold ist Bitcoin aufgrund seines begrenzten Angebots attraktiv für Investierende, die von einer steigenden Nachfrage profitieren möchten. Doch während Gold durch seine jahrtausendealte Geschichte und vielseitige Nutzung als Wertaufbewahrungsmittel weltweit anerkannt ist, bleibt Bitcoin als Wertspeicher fraglich, da es ähnlich wie Gold keine zugrunde liegenden Dividenden oder Zinsen bietet, aber auch keine Tradition der Anlagesicherheit in turbulenten Zeiten.

Die Korrelationsanalyse zeigt: Die Rendite einer Bitcoin-Investition korreliert positiv mit der von Aktien. Das bedeutet, dass der Bitcoin-Kurs in der Regel sinkt, wenn auch die Aktienindizes sinken. Das unterscheidet Bitcoin erheblich von Gold, dessen Wert in Krisenzeiten unabhängig von den Aktienmärkten sogar steigt. Im Gegensatz zu einer Anlage in Gold bietet der Bitcoin somit keinen sicheren Hafen und ist deswegen in dieser Hinsicht nicht das neue Gold. Es bleibt abzuwarten, ob sich diese Dynamik in Zukunft ändern wird. Bis dahin bieten Staatsanleihen und Gold eine stabilere Möglichkeit zur Diversifikation und Absicherung des Portfolios gegenüber den Schwankungen der Aktienmärkte.

Damit hilft die Analyse auch bei der Beantwortung der Frage, ob Bitcoin eine gute Investition für Zentralbanken ist. Der Bitcoin ist zu volatil und verfügt nicht über die Renditeeigenschaften des Goldes, um als gute Investition der Notenbank zu gelten.

Alexander Kriwoluzky ist Leiter der Abteilung Makroökonomie im DIW Berlin | akriwoluzky@diw.de

Christoph Schneider ist Professor für Finance an der Universität Münster | christoph.schneider@wiwi.uni-muenster.de

JEL: E44, G11, G12

Keywords: Bitcoin, portfolio diversification, financial markets, correlation analysis

This report is also available in an English version as DIW Weekly Report 9/2025:

www.diw.de/diw_weekly



INTERVIEW



„Bitcoin ist als Währungsreserve absolut ungeeignet“

Alexander Kriwoluzky, Leiter der Abteilung Makroökonomie im DIW Berlin.



- 1. Herr Kriwoluzky, der Bitcoin besteht aus Nullen und Einsen, die auf einem Datenträger gespeichert werden. Gold hingegen kann man anfassen, bearbeiten oder sich in den Safe legen. Warum haben Sie diese beiden so unterschiedlichen Wertanlagen miteinander verglichen?** Die

Idee für diese Untersuchung kam mir im Gespräch mit jungen Studierenden. Für sie und auch für viele andere gilt Bitcoin als Anlageklasse. Es wird ganz konkret gesagt, wir kaufen Bitcoin nicht, weil es eine Währung ist oder weil wir denken, dass wir damit immer und überall bezahlen können, sondern wir kaufen Bitcoin, weil es eine Anlage ist. Wenn man sich dann überlegt, welche Charakteristiken Bitcoin hat, erkennt man, dass Bitcoin und Gold viele Gemeinsamkeiten haben. Zwar kann man Bitcoin nicht anfassen, aber Bitcoin zahlt genauso wie Gold keine Zinsen und Bitcoin zahlt genauso wie Gold keine Dividenden. Das einzige worauf man setzt, wenn man Bitcoin kauft, ist, dass man wieder mit Gewinn verkaufen kann. Das hat uns dazu gebracht, zu fragen, inwiefern die Gleichsetzung mit Gold auch für die Zentralbanken eine Rolle spielen könnte und ob sich Anlegende mit Bitcoin im Portfolio vor Schwankungen im Aktien- oder Anleihenmarkt schützen könnten.

- 2. Könnte Bitcoin ähnlich wie Gold als Absicherung gegen Kursverluste von Aktien oder Anleihen dienen?** In unserer Studie finden wir heraus, dass das nicht der Fall ist, ganz im Gegenteil. Wir können bestätigen, dass Gold tatsächlich als Absicherung dienen kann. Das heißt, immer wenn der Aktienmarkt fällt, steigt der Goldkurs in der Regel etwas. Das hat damit zu tun, dass die Aktienkurse fallen, wenn hohe Unsicherheit herrscht, wie zum Beispiel nach dem Finanzcrash, nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine oder während der Pandemie. Gleichzeitig steigt der Goldpreis, weil sich viele Anlegende ins Gold flüchten. Beim Bitcoin sehen wir das nicht. Ganz im Gegenteil beobachten wir, dass immer wenn die Aktienkurse steigen und Menschen Aktien kaufen, auch der Bitcoin-Kurs steigt. Umgekehrt gilt, wenn die Aktienkurse fallen, sinkt der Bitcoin-Kurs ebenso. Des-

wegen ist Bitcoin keine gute Anlage, wenn man das Portfolio diversifizieren möchte.

- 3. Ist also Bitcoin nicht das neue Gold?** Kurz und knapp gesagt: Bitcoin ist nicht das neue Gold.
- 4. Behält denn der Bitcoin in Krisenzeiten seinen Wert?** Das ist eben nicht der Fall. Wenn man also eine sichere Währungsreserve haben möchte, dann sind Staatsanleihen, insbesondere deutsche Staatsanleihen, die wesentlich bessere Investition für Zentralbanken. Das ist ja auch das, was Zentralbanken machen. Dort liegen Staatsanleihen und dort sollte man kein Bitcoin haben. Bitcoin ist als Währungsreserve absolut ungeeignet.
- 5. Wie ist es denn zu erklären, dass man überhaupt in diese Richtung denkt? Denn die Diskussion um Bitcoin als Währungsreserve ist ja auch in der deutschen Politik durchaus aufgenommen worden.** Diese Diskussion kommt ursprünglich aus den USA und wurde dort von Donald Trump und Elon Musk in die Welt gesetzt. Eine Motivation dafür könnte sein, dass die beiden den Bitcoin-Kurs vielleicht nach oben drücken wollten, beziehungsweise, dass sie auch für ein bestimmtes Klientel oder Wahlklientel in den USA interessant sein wollten. Gerade Elon Musk spricht da ja ganz stark die IT-Leute an. Zudem hat es natürlich auch immer etwas Libertäres, wenn man eine Währung hat, die nicht von der Zentralbank kontrolliert wird. Die Diskussion wurde dann in Deutschland von Leuten aufgenommen, die in den letzten Monaten in der Regel relativ unreflektiert Forderungen von Trump und Musk aufgenommen haben. So kam diese ganze Diskussion überhaupt erst hierher.

Das Gespräch führte Erich Wittenberg.



Das vollständige Interview zum Anhören finden Sie auf www.diw.de/interview

SOEP Papers Nr. 1217
2025 | Eliana Coschignano, Robin Jessen



The Diverging Trends of Male and Female Bottom Earnings in Germany

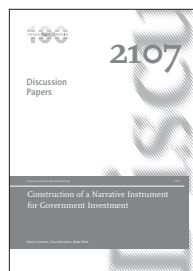
Men at the bottom quintile of the German male earnings distribution had lower average earnings in 2019 than in 2001. In contrast, female earnings have increased throughout the distribution. What explains these diverging trends and how did they translate into changes in net income? Data from the Socio-Economic Panel (SOEP) reveal that the drop in bottom male earnings is mostly due to a decrease in work hours, while hours worked of females with low earnings have increased. Changes in socio-demographic characteristics explain little of the evolution of income inequality. Households and the welfare state have

cushioned much of low-earning men's income drop, while disposable incomes of women have increased by less than their earnings. Finally, earnings poverty is persistent: About half of individuals in the bottom quintile are still in the bottom quintile after five years.

www.diw.de/publikationen/soeppapers



Discussion Papers Nr. 2107
2025 | Marius Clemens, Claus Michelsen, Malte Rieth



Construction of a Narrative Instrument for Government Investment

The article documents the construction of a narrative instrument for government investment, used in the paper 'An Estimation and Decomposition of the Government Investment Multiplier'.

www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere



SOEP Papers Nr. 1218
2025 | Mandy Müller



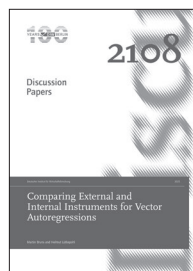
Validität und Reliabilität der ein- und zweistufigen Version des Effort-Reward Imbalance Modells in der 33. Welle des Sozio-oekonomischen Panels

With the data from the Socio-Economic Panel (SOEP) 2016, it is possible for the first and only time to examine the comparability of the one- and two-stage measurement method of the Effort-Reward Imbalance Model in the Socio-Economic Panel. Methodology: Reliability is tested using descriptive statistics, inter-item correlation and item scale statistics. The construct and criterion validity is tested with a confirmatory factor analysis and a multiple regression analysis. Results: The descriptive statistics show that the mean values of the two measurement methods are not comparable. The construct validity, on the other hand, is similar in both measurement methods; both reflect the theoretical structure of the Effort-Reward-Imbalance model. With regard to criterion validity, due to the small number of variables available, it can be stated that the level and the significance for the same variables largely coincide and are therefore independent of the measurement method. Conclusions: This study was able to close the research gap regarding the comparability of the two existing measurement methods in relation to the Socio-Economic Panel. The results are an initial indication and must be confirmed in further extensive population surveys or meta-analyses.

www.diw.de/publikationen/soeppapers



Discussion Papers Nr. 2108
2025 | Martin Bruns, Helmut Lütkepohl



Comparing External and Internal Instruments for Vector Autoregressions

In conventional proxy VAR analysis, the shocks of interest are identified by external instruments. This is typically accomplished by considering the covariance of the instruments and the reduced-form residuals. Alternatively, the instruments may be internalized by augmenting the VAR process by the instruments or proxies. These alternative identification methods are compared and it is shown that the resulting shocks obtained with the alternative approaches differ in general. Conditions are provided under which their impulse responses are nevertheless identical. If the conditions are satisfied, identification of the shocks is ensured without further assumptions. Empirical examples illustrate the results and the virtue of using the identification conditions derived in this study.

www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere





ALEXANDER S. KRITIKOS

Und wieder eine schwarz-rote Koalition: Highway to Stagnation?

Alexander S. Kritikos ist Leiter der Forschungsgruppe Entrepreneurship und Mitglied im Vorstand des DIW Berlin. Der Kommentar gibt die Meinung des Autors wieder.



Die Bundestagswahl 2025 wird als eine Wegmarke in die Geschichte der Demokratie Deutschlands eingehen. Haben die demokratischen Parteien der Mitte, die sich auf Bundesebene gegenseitig als koalitionsfähig ansehen – also Union, SPD, Grüne und FDP –, im Jahr 2021 zusammen noch 76 Prozent der Stimmen erhalten, ist im Jahr 2025 deren Zustimmung auf 61 Prozent zusammengeschrunft. SPD und FDP haben erdrutschartige Niederlagen erlebt und ihr jeweils schlechtestes Wahlergebnis im Nachkriegsdeutschland erzielt. Auch die CDU/CSU hat trotz Wahlsieg keinen Grund zum Feiern. Denn ihr gelingt es nicht, die Verluste aus der letzten Wahl wieder gutzumachen – sie verharnt trotz anderer Zielsetzung unter der Marke von 30 Prozent. Unheilvoll ist die Situation in manch ostdeutschem Bundesland. In Sachsen haben etwa die vier Parteien zusammen knapp 38 Prozent erhalten, soviel wie die AfD fast allein erzielt. Das sollte Mahnung genug sein.

Nach der letzten Bundestagswahl 2021 waren sich alle einig: Eine Koalition aus CDU/CSU und SPD sollte es aus gutem Grund nicht nochmals geben. Denn diese ehemals „Große Koalition“ hatte in der Regierungszeit zwischen 2013 und 2021 vor allem für eines gestanden: Stillstand.

Dabei türmen sich seit bald zwei Jahrzehnten die Probleme. Mindestens seit 2013 werden Investitionen in die analoge wie digitale Infrastruktur gefordert und auf ein sich schlechend verschlechterndes Bildungssystem hingewiesen. Ebenso ist das Problem des demografischen Wandels bekannt, durch den mehr Menschen in Deutschland in Rente gehen, als junge Menschen in den Arbeitsmarkt eintreten. Seit langem steht die Forderung nach mehr Fachkräftezuwanderung im Raum. Geschehen ist auf allen Gebieten unter der Großen Koalition und auch unter der Ampel-Koalition seit 2021 wenig. Im Gegenteil: Die staatlichen Investitionen stagnieren seit bald zwei Jahrzehnten, obwohl die staatlichen Einnahmen in dieser Zeit substantiell zugenommen haben. Diese Einnahmenezuwächse sind ausschließlich in den staatlichen Konsum gegangen, Renten zum Beispiel.

Seit den letzten Wahlen sind neue Standortprobleme dazugekommen. An erster Stelle nennen Unternehmen Bürokratielasten. Bürokratie ist zu einem Mühlstein im unternehmerischen Alltag geworden: langwierige Antragsverfahren, unverständliche Vorschriften und unnötige Berichtspflichten. Die Belastungen durch die überbordende Bürokratie sind für einige Unternehmen inzwischen so groß, dass sie deren Renditen aufessen.

Dementsprechend erodiert Deutschlands Wettbewerbsfähigkeit, vor allem weil die Rahmenbedingungen für Investitionen nicht mehr stimmen. Das schlägt sich seit geraumer Zeit in einer stagnierenden Wirtschaft nieder. Ein größeres Warnzeichen sind die in jüngster Zeit erheblich gestiegenen Unternehmensschließungen, ebenso wie die Produktionsverlagerungen. Viele Unternehmen tätigen Neuinvestitionen eben nicht mehr in Deutschland, weil sich die Produktion aufgrund dieser schlechten Rahmenbedingungen hier nicht mehr lohnt.

Nun soll es also wieder eine schwarz-rote Koalition richten. Ihr muss bewusst sein, dass es Zeit für einen Aufbruch ist. Viele Kraftakte stehen ihr bevor: der Aufbau einer qualitativ hochwertigen Verwaltung, um den Bürokratieabbau zu bewältigen, massive Investitionen für die marode bauliche Infrastruktur – Brücken, Schulen, Straßen, Schienen – und eine Umkehr in Sachen Bildung. Gleiches gilt für die digitale Infrastruktur, die vielerorts noch unzureichend ist oder gar nicht existiert. Gleichzeitig muss Deutschland attraktiver werden für die Zuwanderung von Fachkräften und dabei die innere Sicherheit erhöhen. Und das ist bei weitem noch nicht alles.

Die letzte substanzielle Reform, die so genannte Hartz-Reform, liegt 20 Jahre zurück. Die nächste Bundesregierung ist nun gefordert, zur Verbesserung der Standortbedingungen für die Wirtschaft einen viel breiteren Reformprozess anzustoßen. Andernfalls droht eine weitere Legislaturperiode im Stillstand die Zustimmung für die Parteien der demokratischen Mitte unter 50 Prozent zu drücken.