

30 novembre 2020

Il Sole **24 ORE**

VALUTE DIGITALI

## IL RITORNO DI BITCOIN: NUOVA BOLLA SPECULATIVA O C'È ALTRO?

di Marcello Minenna

*Bitcoin* (BTC) si sta avvicinando a superare il massimo storico, stabilito il 18 dicembre 2017 a 19.130 \$. Il primo tentativo c'è stato la scorsa settimana, con il prezzo che per diverse ore si è posizionato appena sopra il vecchio record, per poi ripiegare. È plausibile che si possa raggiungere il livello di 20.000 \$ entro le prossime settimane (o giorni). Anche le altre valute digitali (le c.d. *altcoins* e *stablecoins*) stanno beneficiando della corsa di BTC.

Stavolta l'ascesa del prezzo non è stata accompagnata da clamore mediatico e da fenomeni speculativi conclamati come la proliferazione delle c.d. ICO (*Initial Coin Offering*). Queste erano vere e proprie offerte pubbliche di acquisto mascherate, che sono state utilizzate per raccogliere risorse finanziarie al riparo dei *regulators* e finanziare progetti di dubbia efficacia. Gran parte di queste iniziative hanno invariabilmente distrutto risorse economiche o si sono rivelate vere e proprie truffe in cui il potere di difesa degli investitori era sostanzialmente azzerato.

In base a metriche diffuse dell'interesse degli investitori *retail* per BTC, (*tweet*, ricerche su Google, etc), BTC oggi non è affatto sulla cresta dell'onda. Chi sta alimentando dunque la domanda e l'afflusso di capitali su questi mercati di nicchia?

Prima di parlare di nuova bolla speculativa, bisognerebbe considerare che il mercato delle cripto-valute è radicalmente mutato negli ultimi 3 anni, e l'integrazione all'interno del sistema finanziario globale è stata più rapida di quanto ci si aspettasse. Il 21 ottobre scorso il gigante dei pagamenti elettronici

*Paypal* ha attivato un servizio di acquisto di BTC all'interno della propria piattaforma. Si tratta ancora di una fase sperimentale prima dell'avvio a regime nel 2021, ma secondo gli addetti ai lavori la domanda di BTC è sensibilmente aumentata nelle ultime settimane e ci potrebbe essere una relazione tra i due fenomeni. L'arrivo di *Paypal* è solo l'ultimo dei segnali: i grandi investitori istituzionali stanno facendo affluire capitali sui mercati delle valute digitali, incentivati ovviamente dalla liquidità a costo zero iniettata dalle banche centrali a seguito della crisi pandemica.

Ma non si tratta solo di effetti di politica monetaria. Date per spacciate dopo lo scoppio della bolla del 2017, le valute digitali hanno potenziato enormemente la loro infrastruttura tecnologica e di negoziazione. Ci sono diversi indicatori che lo dimostrano.

### **La diffusione di BTC tra il pubblico è in costante crescita**

Oggi più persone possiedono BTC rispetto a dicembre 2017, e questo è facilmente dimostrabile (cfr. Figura).

#### **INDIRIZZI BTC ATTIVI CON DEPOSITI MAGGIORI DI 10 DOLLARI**



Il grafico mostra il numero di indirizzi sulla *blockchain* di BTC su cui è accreditato un valore maggiore di 10 \$: dopo un breve ripiegamento durante la fase di esplosione della bolla, questo indicatore è tornato ben sopra i precedenti livelli. Il possesso di quantità significative di BTC è insomma sempre più diffuso, specialmente per lotti di dimensione coerente con normali investitori *retail*: il *pattern* rimane infatti invariato se si considerano soglie alternative quali 100 o 1.000 \$.

Ovviamente, un indirizzo *blockchain* non necessariamente corrisponde ad un individuo. Gli *exchanges* di grandi dimensioni custodiscono i depositi di cripto-valute collettivamente in singoli indirizzi e gli utenti possono controllare una molteplicità di indirizzi, ma gli effetti tendono a compensarsi. L'infrastruttura intorno al mercato delle valute digitali si è pertanto adeguata ad un crescente numero di utenti, in special modo per quanto riguarda la galassia dei servizi finanziari.

### **I nuovi mercati derivati su bitcoin e le loro conseguenze**

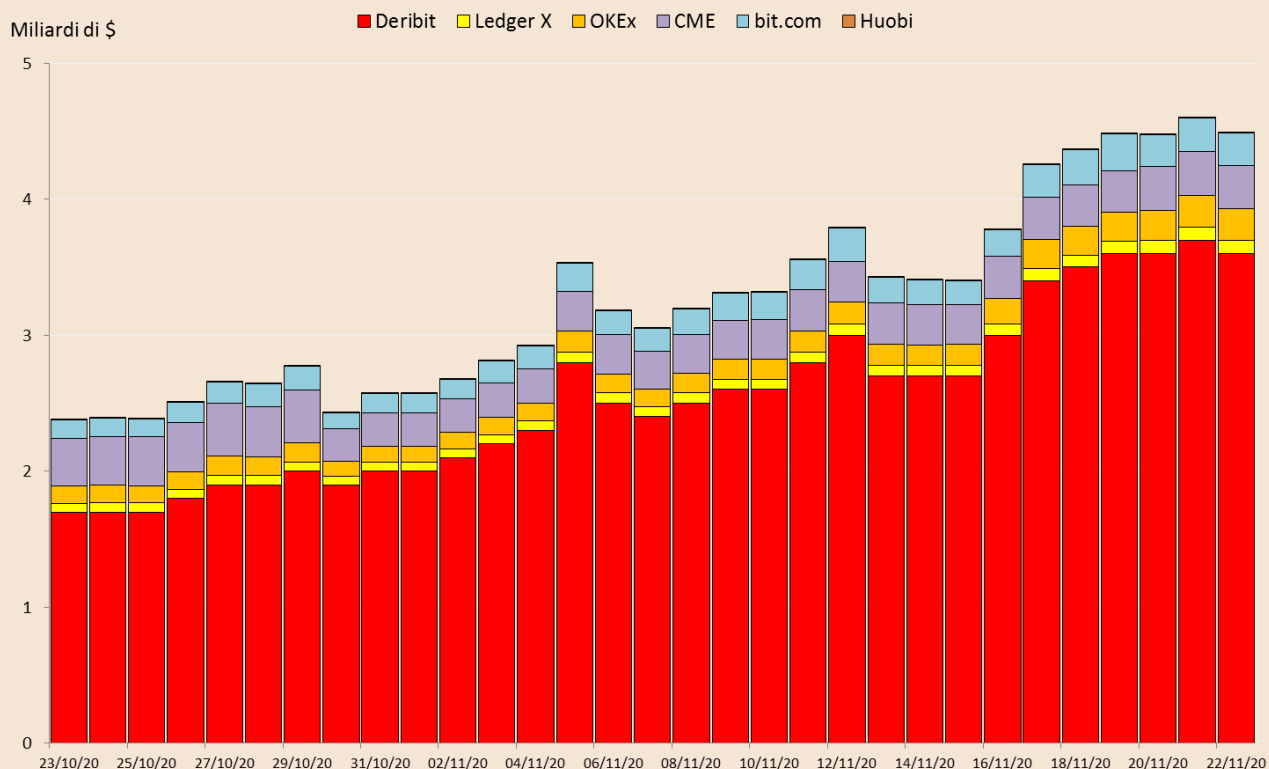
Mentre nel dicembre 2017 si consumava l'ultimo *rally* di BTC in una fiammata parabolica del prezzo, nasceva in sordina il primo mercato istituzionale di strumenti derivati (*futures*) su valute digitali al *Chicago Mercantile Exchange* (CME). I *futures* su BTC sono diventati da allora lo strumento derivato su valute digitali più liquido del mondo. Il CME è una borsa valori domiciliata negli USA altamente regolamentata sotto l'egida della *Commodity Futures Trading Commission*. A differenza degli scambi standard di BTC su *blockchain*, il CME è collegato a un'infrastruttura di compensazione consolidata, di fatto un "impianto idraulico" in grado di spostare migliaia di miliardi di \$. Un'infrastruttura efficiente e la possibilità di regolare le transazioni in Dollari sono state i requisiti fondamentali per attrarre sui mercati delle cripto-valute dapprima gli *hedge funds* e poi investitori istituzionali più tradizionali. Il CME è diventato una scelta naturale per molti gestori di fondi di grandi dimensioni altamente regolamentati, che non hanno interesse ad affrontare le complessità operative della gestione e custodia diretta di *assets* digitali.

Naturalmente la presenza di un mercato regolamento e liquido non rende impossibili gli abusi, ma migliora enormemente le condizioni al contorno

rispetto alla natura selvaggia degli *exchanges* di valute digitali, dove la manipolazione dei prezzi è quasi una prassi operativa. La mancanza di mercati controllati e ordinati è stato il motivo principale per cui la *Securities and Investment Commission* (SEC) ha rifiutato ripetutamente di avallare la costituzione di *Exchange Traded Funds* (ETF) su BTC. Questo traguardo ora è più vicino e non è difficile immaginare quale catalizzatore di liquidità un ETF potrebbe essere per BTC nel prossimo futuro.

Poi c'è la frontiera: i mercati delle opzioni. L'*open interest* in un contratto di opzione è la somma del valore delle opzioni in essere e non esercitate. In termini assoluti, i numeri delle opzioni negoziate su BTC sono ancora piuttosto bassi, ma la crescita è travolgente: il valore dell'*open interest* è quasi raddoppiato in 30 giorni (+88%, cfr. Figura).

Opzioni su *Bitcoin* - Totale delle posizioni in essere (*open interest*) sulle principale *exchanges*



Proprio come i contratti derivati sono stati ideati per proteggere gli agricoltori dai rischi sulle colture, bloccare un prezzo specifico per il raccolto ed ottenere

liquidità dai raccolti futuri in modo da poter acquistare semi e fertilizzanti oggi, le opzioni sono essenziali per i produttori di BTC: i *miners* (minatori).

I minatori in base all'infrastruttura tecnica in loro possesso ed alla potenza di calcolo (*hashrate*) sono in grado di calcolare con presupposti ragionevoli quanti BTC "estrarranno". In un mercato in crescita rapidissima come quello odierno, anche operazioni considerate molto rischiose in contesti tradizionali trovano un razionale ed una rapida adozione. Ad esempio, i *miners* che vogliono ottenere un "anticipo" sui BTC che si aspettano di estrarre, possono vendere opzioni *call*. Ciò significa che promettono di consegnare BTC a un certo prezzo ad una certa data, ma vengono pagati per quella promessa oggi. Con quell'anticipo di liquidità, i *miners* finanziano operazioni di espansione ed ammodernamento per rimanere competitivi.

Ovviamente prodotti finanziari sofisticati possono essere utilizzati per ridurre i rischi ma anche per assumere posizioni speculative. Infatti, la crescita delle opzioni significa che i *traders*, che sono dall'altra parte di quelle scommesse, stanno puntando non solo sulla crescita prospettica di BTC, ma anche sulle aspettative di volatilità futura. In ogni caso il potenziale afflusso di capitali verso BTC aumenta. Niente di tutto questo era disponibile alla fine del 2017.

### **Il successo delle stablecoins**

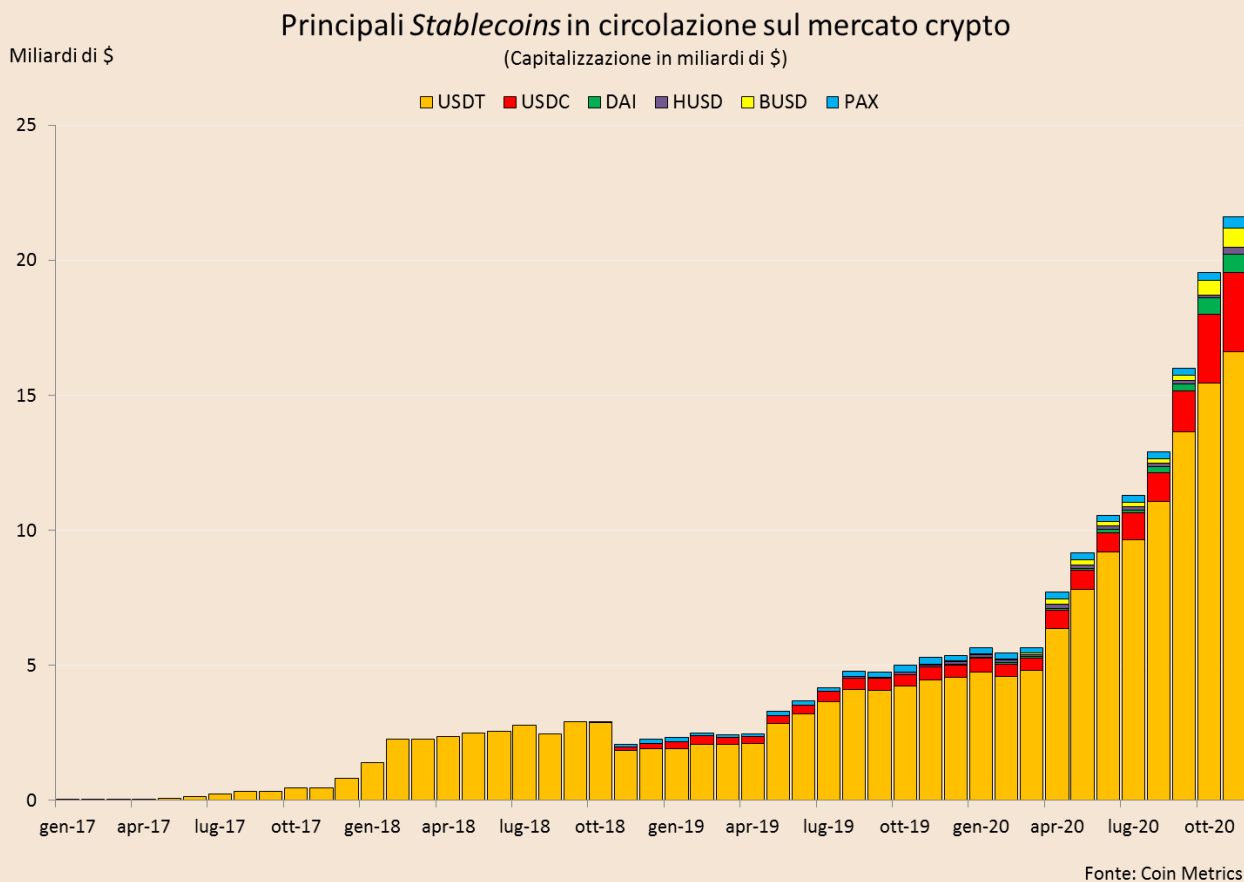
Ma c'è altro. Tre anni fa l'infrastruttura di scambio tra le valute digitali e quelle fiat era scarsamente sviluppata; c'erano pochissimi modi attraverso i quali i risparmiatori potevano disinvestire ed ottenere di nuovo valuta legale: i punti di "uscita" dal mondo digitale erano stretti e tortuosi e questo contribuiva alla forte volatilità delle cripto-valute.

Questa caratteristica strutturale ha favorito lo sviluppo delle *stablecoins*. Una *stablecoin* è una valuta digitale ancorata con un cambio fisso ad una valuta *fiat* scambiata sul mercato FOREX, come il Dollaro o l'Euro. La sua esistenza è dunque giustificata dal fatto che – ancora oggi – la conversione tra valute *fiat* e valute digitali è lenta e farraginoso dato che richiede il trasferimento di fondi dalle banche tradizionali alle *crypto-exchange* attraverso bonifici transfrontalieri, il cui regolamento può richiedere diversi giorni.

La conversione tra valute digitali è invece istantanea e permette ai *traders* di proteggersi dall'elevata volatilità delle quotazioni di BTC ed affini tramite il possesso di una *stablecoin*. Naturalmente detenere una *stablecoin* dal valore nominale di 1 \$ non è equivalente al possesso fisico dello stesso perché non c'è garanzia legale di conversione, sebbene l'industria si fondi (a parole) sulla costituzione di riserve di Dollari corrispondenti alla quantità di *stablecoins* emesse e circolanti sulle *exchanges*.

A novembre 2020 esistono almeno 5 diverse *stablecoins* sul mercato che hanno un controvalore scambiato superiore ai 100 milioni di \$, ma nel 2017 la *stablecoin Tether* aveva il monopolio assoluto. Ancora oggi i *Tether* in circolazione rappresentano il 75% dell'intero controvalore di *stablecoins*.

In ogni caso il mercato è cresciuto enormemente. Al precedente picco del prezzo di BTC, esistevano solo 1,5 miliardi di \$ di *stablecoins*. Oggi (cfr. Figura) quel numero è pari a 22,7 miliardi.



Le *stablecoins* hanno creato un *pool* di liquidità a valore stabile che non è esposto alla volatilità estrema delle cripto-valute standard. Il fenomeno più importante che segue l'ascesa delle *stablecoins* è quello della disintermediazione di BTC come principale *asset* di regolamento e riserva. Fino al 2018 la conversione tra due differenti *alt-coins* (ad esempio lo scambio di *Ethereum* con *Dash*) era possibile solo attraverso BTC, tant'è che tutte le *altcoins* erano quotate in BTC e mostravano una correlazione altissima. Ora gran parte di queste transazioni passano attraverso *Tether* ed affini, mentre BTC è considerato un *asset* monetario indipendente a pieno titolo, apprezzato da gestori di *hedge funds* e dai *commodity traders*.

Inoltre, il capitale che fluisce nelle *stablecoins* tende a “gravitare” nel mondo digitale senza tornare indietro, sia per la difficoltà di conversione che per vantaggi di tipo operativo e fiscale. Insomma una volta che si oltrepassa la barriera digitale, la liquidità tende a seguire cicli di investimento/disinvestimento da e verso *crypto-assets*. In caso di crisi di fiducia su una particolare *stablecoin*, BTC tende a fungere naturalmente da *safe asset*, nonostante la volatilità intrinseca rimanga elevatissima.

### **La crescita del credito “cripto-nativo”**

La crescente maturità del settore passa anche attraverso l'ampia disponibilità di credito c.d. “cripto-nativo” L'intermediazione professionale del credito non esisteva nel 2017, sebbene esistessero alcuni rudimentali mercati *peer-to peer*, ad esempio sull'*exchange* Bitfinex, ad altissimo rischio e senza nessuna garanzia. In generale la possibilità di ottenere credito a basso costo consente ai *market makers*, le società di arbitraggio e gli *hedge funds* attivi in mercati liquidi di allocare il capitale in maniera efficiente. In passato l'accesso alla liquidità era frammentato e gli operatori erano costretti a detenere *cash* in eccesso rinunciando ad operazioni potenzialmente profittevoli. Ad esempio, era normale che esistessero *spread* notevoli tra i prezzi delle stesse cripto-valute su differenti *exchanges* perché era notevolmente costoso riuscire ad eseguire operazioni di arbitraggio. A partire dal 2018, l'ingresso di nuovi operatori istituzionali già attivi nei mercati tradizionali ha permesso l'espansione del credito in misura quasi esponenziale (cfr. Figura).

## PORTAFOGLIO PRESTITI DELLA SOCIETÀ GENESIS GLOBAL TRADING

Primo investitore istituzionale sui mercati crypto. In milioni di dollari



Lo sviluppo del mercato dei prestiti su *blockchain* ha dunque l'effetto pratico di rendere gli spread *inter-exchanges* più stretti ed i prezzi quotati più significativi. Teoricamente, qualsiasi attività commerciale che detenga *assets* digitali (come ad es. le nuove società specializzate nell'erogazione/ritiro di contante in cambio di valute digitali), trae vantaggio dalla crescente disponibilità di credito.

In conclusione, la nuova ascesa di BTC si sta svolgendo oggi in un mercato più maturo, maggiormente regolato e sorvegliato. I capitali si muovono in maniera più efficiente in un contesto di maggiore liquidità rispetto alla disordinata bolla del 2017. Lo sviluppo silenzioso delle infrastrutture tecnologiche e finanziarie, lontano dai clamori mediatici, sta disegnando un futuro meno speculativo e più solido per l'intero comparto delle cripto-valute.

*Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli*

*@MarcelloMinenna*

*Le opinioni espresse sono strettamente personali*