

17 maggio 2021

Il Sole **24 ORE**

## IL DOLLARO DIGITALE È GIÀ QUI (ED È PRIVATO)

di Marcello Minenna

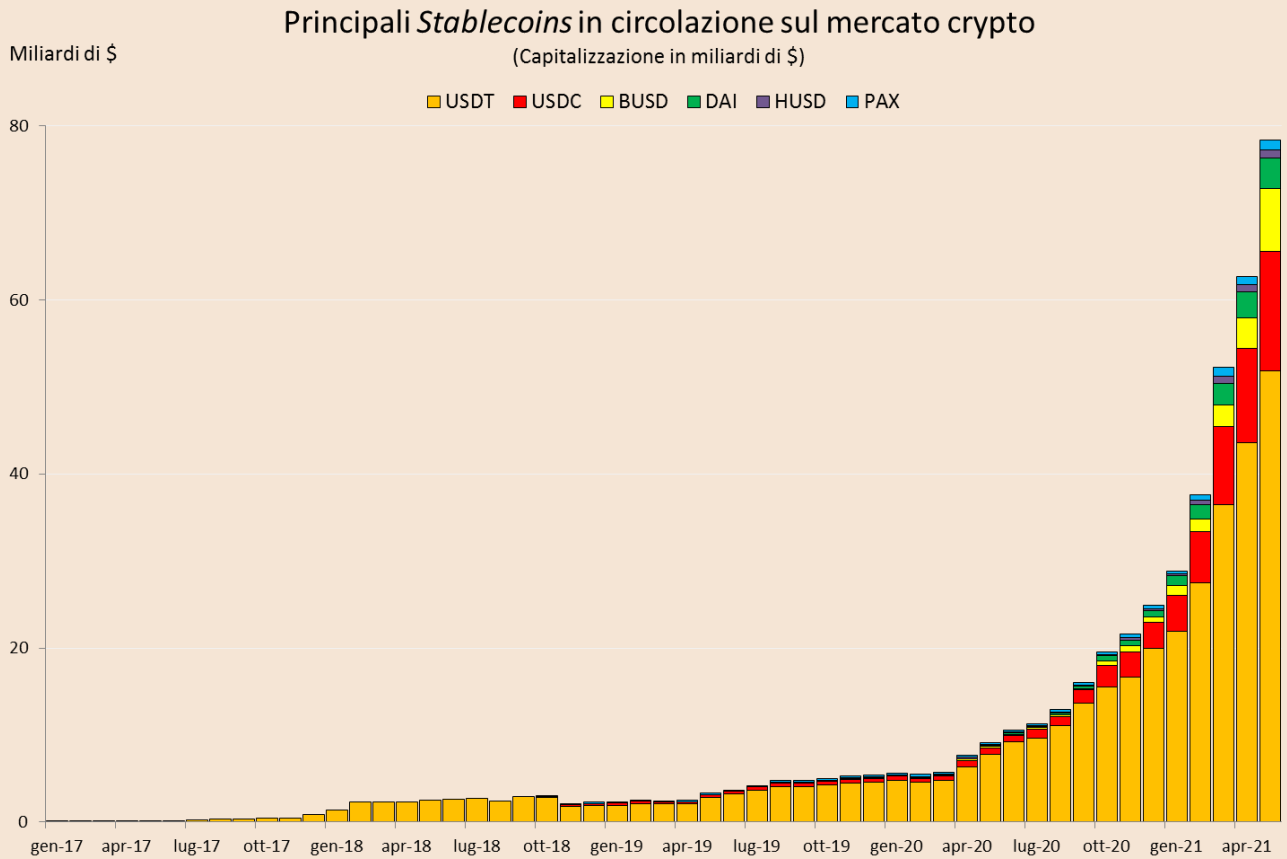
Mentre le principali banche centrali del mondo stanno ancora studiando il *design* e l'opportunità di emettere valuta digitale, il mercato privato sta sperimentando per conto suo. E presto potrebbe arrivare ad una soluzione condivisa ed efficiente di Dollaro digitale che rischia di spiazzare gli sforzi delle istituzioni pubbliche nel tenere il passo.

Qualcosa di importante sta infatti succedendo nel mercato delle cripto-valute, che va oltre il pur enorme apprezzamento di valore di *Bitcoin* ed *Ethereum*, gli *asset* digitali che hanno la maggiore capitalizzazione in termini di Dollari.

La crescita delle c.d. *stablecoins* è infatti molto più rapida anche rispetto agli standard incredibili delle cripto-valute (cfr. Figura 1).

In linea di massima 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. Come si può apprezzare, il mercato di questi nuovi "oggetti" finanziari è cresciuto di 20 volte nell'arco di 14 mesi da 4 a 80 miliardi di \$: ciò corrisponderebbe grosso modo ad un tasso di incremento annuo del 2000%.

Figura 1



Fonte: Coinmetrics

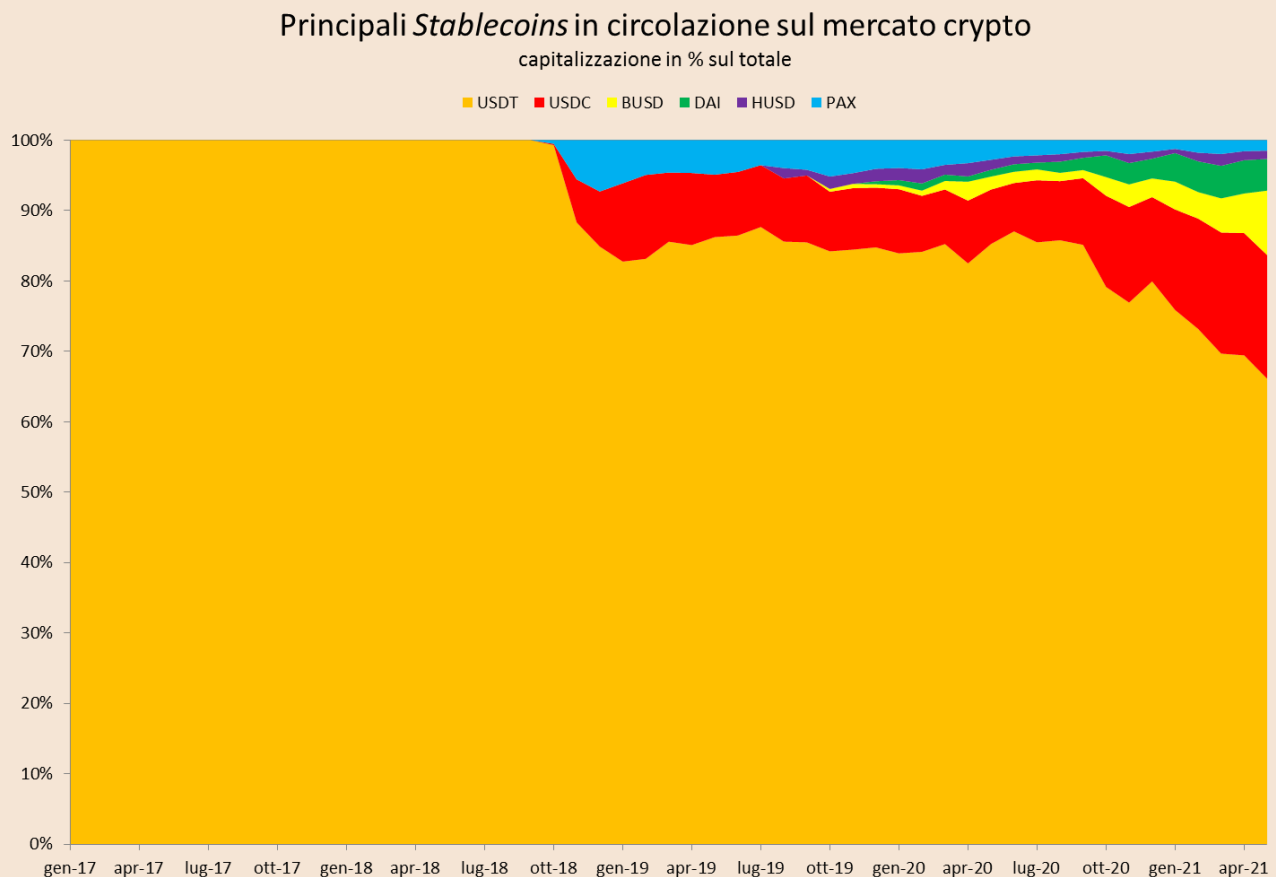
Per capire il razionale dello sviluppo delle *stablecoins* bisogna considerare che fino a 3 anni fa l'infrastruttura di scambio tra le valute digitali e quelle *fiat* era scarsamente sviluppata; c'erano pochissimi modi attraverso i quali i risparmiatori potevano disinvestire ed ottenere di nuovo valuta a corso legale: i punti di "uscita" dal mondo digitale erano stretti e questo contribuiva alla forte volatilità delle cripto-valute.

Ancora oggi la conversione tra valute *fiat* e 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 ed è soggetto a controlli ed autorizzazioni. La conversione tra valute digitali è invece istantanea e trasformare ad esempio *Bitcoin* in una *stablecoin* permette ai *traders* di proteggersi dall'elevata volatilità delle quotazioni.

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 maggio 2021 esistono 47 diverse *stablecoins* sul mercato, con 6 che hanno una capitalizzazione superiore a 1 miliardo di \$. Tuttavia la maggioranza di questi strumenti è stata introdotta partire dal 2019. Dal 2015 fino ad allora la *stablecoin* Tether (USDT) ha avuto il monopolio assoluto. Ancora oggi i *Tether* in circolazione rappresentano circa il 70% dell'intero universo di *stablecoins* (cfr. Figura 2).

Figura 2



Fonte: Coinmetrics

## TETHER E LA PRIMA GENERAZIONE DI “*FIAT BACKED*” STABLECOINS

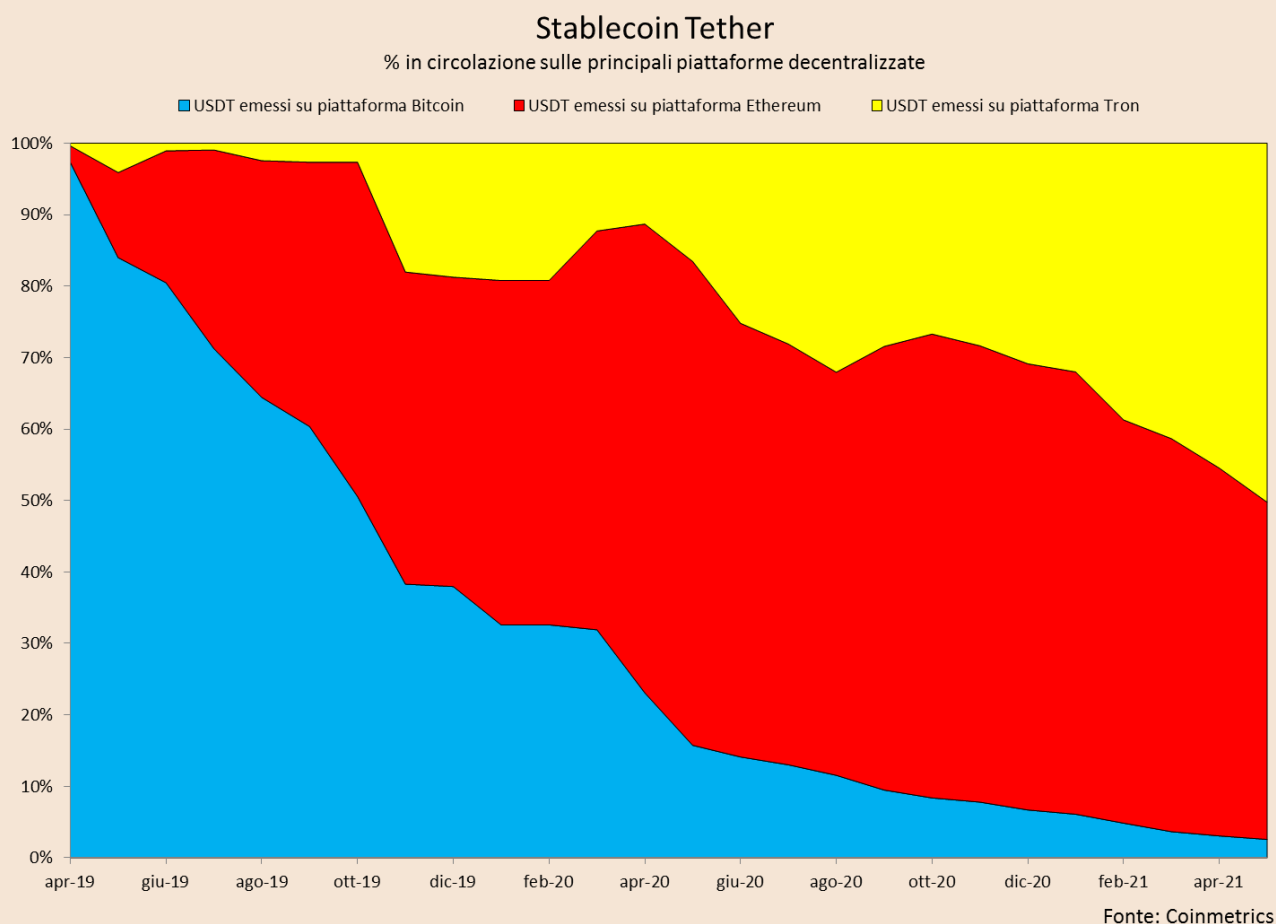
5 su 6 delle principali *stablecoins* di successo sul mercato privato seguono lo schema di funzionamento di *Tether*: la società emette valuta digitale sulle principali *blockchains* a fronte di una riserva di Dollari di pari valore. Per anni il mercato e le autorità di vigilanza hanno espresso legittimi dubbi sull'entità delle riserve della società *Tether*, depositate presso banche di diversa nazionalità spesso afferenti a paradisi fiscali. D'altronde la società non ha mai garantito la piena convertibilità di *Tether* in Dollari, rendendola assoggettata a procedure di natura discrezionale. Questo rende l'operatività di *Tether* incredibilmente simile a quella di una banca centrale con piena capacità di emissione.

Per un operatore l'unica via di uscita praticabile da un deposito in *Tether* è sempre stata la conversione in *Bitcoin* o altre valute digitali, e da lì in Dollari. Anche l'acquisto di *Tether* avviene molto difficilmente attraverso la trattativa diretta con la società; la modalità più comune è l'intermediazione di una *exchange* che consente di negoziare *Tether* sulla propria piattaforma. Durante il primo periodo di operatività monopolistica la “generazione” di *Tether* sul mercato avveniva quasi esclusivamente attraverso l'*exchange Bitfinex*, che rappresenta tra l'altro l'azionista di controllo di *Tether*.

Si trattava di una situazione opaca che ha dato adito a più riprese ad inchieste ufficiali sulla consistenza delle riserve della società, che non ha mai consentito un *audit* completo di terze parti ma soltanto “attestazioni” parziali da parte di società di revisione. Secondo una recente dichiarazione (non verificata da società indipendenti) i *Tether* in circolazione sono coperti da riserve di *assets* “paragonabili” ai Dollari in termini di liquidità (*cash equivalents*) per circa il 75%; di questi però solo il 2,9% sono effettivamente Dollari. Il resto è composto da depositi fiduciari, *Treasuries* e crediti commerciali a breve termine verso società non meglio specificate. In ogni caso gli operatori non hanno mai considerato l'inadeguata copertura da parte della società come un problema (fino ad ora): i benefici nell'utilizzo della *stablecoin* superavano ampiamente i rischi.

Fino al 2019 *Tether* veniva emesso esclusivamente sulla *blockchain* di *Bitcoin*, rappresentandone *de facto* un *asset* derivato, ma il suo principio di funzionamento è stato facilmente replicato su altri protocolli decentralizzati, quali *Ethereum* e *Tron*. La minore incidenza dei costi di transazione su questi protocolli ha innescato un processo di “migrazione” di *Tether* fuori dalla *blockchain* di *Bitcoin*, che oggi è utilizzata solo in misura residuale (cfr. Figura 3).

Figura 3



Con la crescita del mercato, dal 2019 altri operatori hanno cominciato ad offrire gli stessi servizi di *Tether* con più trasparenza e garanzie. Il principale contendente in decisa crescita risulta essere la *stablecoin* USDC, emessa da un consorzio di intermediari finanziari tra cui spicca il gigante delle carte di credito VISA. USDC si presenta con un’immagine decisamente *regulatory-friendly*: la convertibilità con il Dollaro è garantita, la società opera con la piena

autorizzazione del Dipartimento dei Servizi Finanziari dello Stato di New York e le sue riserve sono soggette ad un *auditing* mensile da parte della società indipendente Grant Thornton LLP.

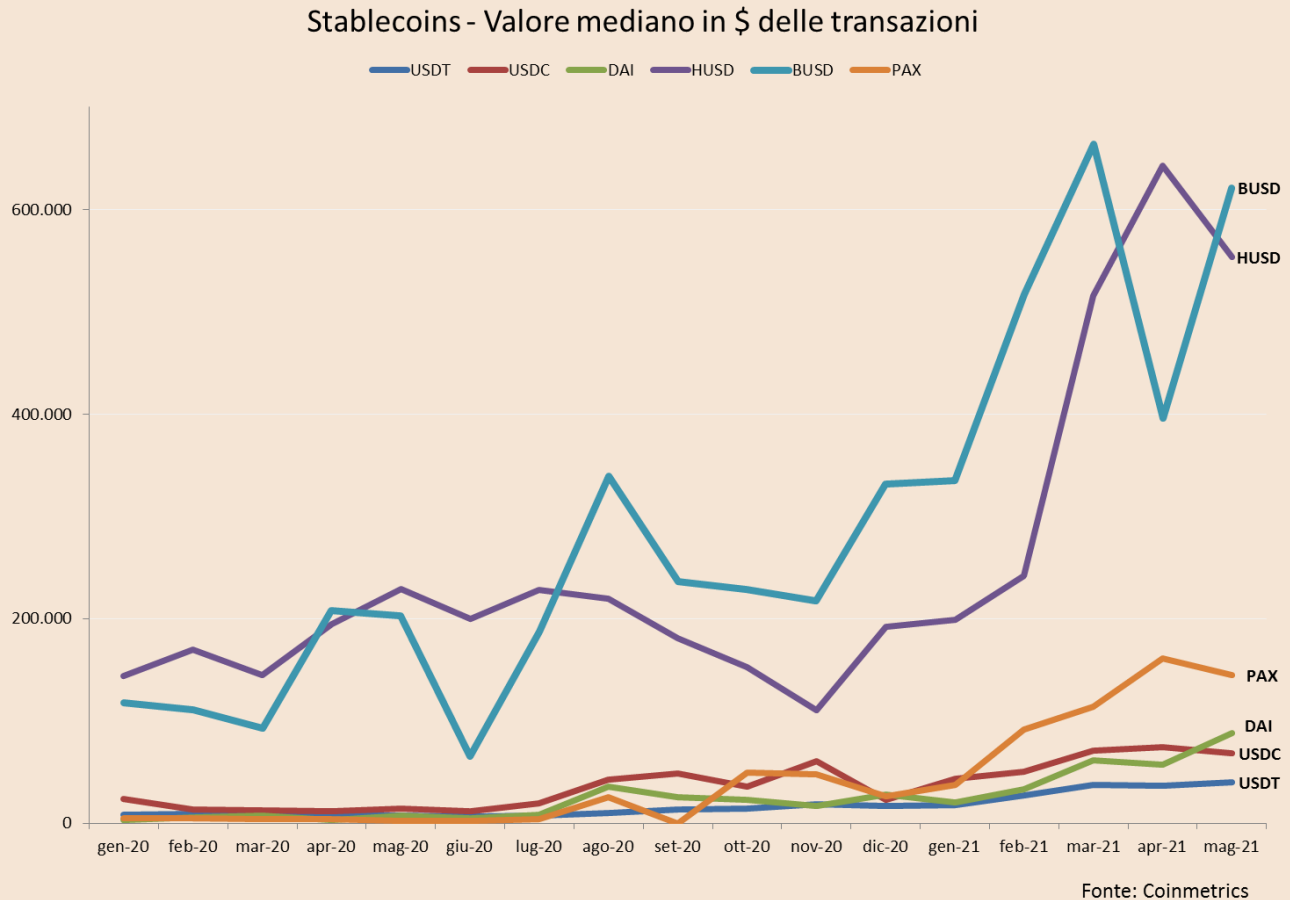
Sembrerebbe che non ci sia partita rispetto all'opacità dell'ex-monopolista *Tether*, ma le posizioni dominanti sono dure da scalfire, anche nel mondo delle valute digitali.

A distanza seguono le *stablecoins* H-USD, B-USD, PAX che fanno riferimento ad alcune grandi *exchanges* molto popolari in aree geografiche differenziate (Huomi e Binance in Cina, Paxos negli USA). B-USD è la valuta con il *trend* più in crescita perché è utilizzata come mezzo di scambio sulla nuova piattaforma decentralizzata *Binance Smart Chain*, un clone di *Ethereum* che ha raddoppiato la base di utenti in poco più di un mese.

In genere è possibile notare come ogni *exchange*, nel momento in cui raggiunge una massa critica di utenti si affretta ad emettere una *stablecoin* proprietaria per ridurre i deflussi di valuta verso le altre *exchanges* ed il circuito bancario internazionale.

Il diverso utilizzo delle *stablecoin* da parte degli utenti emerge con chiarezza andando ad analizzare il valore mediano delle transazioni (cfr. Figura 4) negli ultimi 15 mesi.

Figura 4



Si può agevolmente notare come le *stablecoins* più “ancorate” alle singole *exchanges* (B-USD, H-USD, PAX) abbiano dei controvalori che mediamente sono anche 10 volte superiori rispetto ai giganti del mercato USDT e USDC, nonostante la capitalizzazione sia dalle 10 alle 20 volte inferiore. Questo implica un utilizzo prevalente per grandi trasferimenti di valore tra *exchanges* – in ulteriore crescita negli ultimi mesi – ed una scarsa adozione da parte dell’utente medio. USDT ed USDC sono invece molto diffuse tra i piccoli investitori che tendono ad effettuare transazioni dal valore mediano più contenuto.

## LA NUOVA FRONTIERA DELLE STABLECOINS: ABBANDONARE L’ANCORAGGIO AL DOLLARO

All’interno di un offerta di *stablecoins* che potremmo definire “tradizionale”, spicca il recentissimo sviluppo di valute digitali ancorate non a valute *fiat*, ma ad

*assets* in circolazione solo sui mercati crypto. In altri termini il valore di un'unità di *stablecoin* è garantito attraverso un portafoglio di *assets* digitali che hanno una valorizzazione variabile in Dollari. La *stablecoin* DAI rappresenta l'esempio più di successo di questa nuova generazione di valute digitali e di recente è entrata nella classifica ristretta di *stablecoins* con capitalizzazione superiore al miliardo di \$.

Il funzionamento è simile a quello di un prestito a termine classico (*repo* o *repurchase agreement*): l'utente può prendere a prestito 1 DAI, che viene valorizzato convenzionalmente pari ad 1 \$, in cambio di un deposito in *Ethereum* che vale più di un \$: a seconda delle condizioni di mercato il deposito potrebbe essere tra 1,5 ed 1,75 \$. Tecnicamente il prestito viene definito “*over-collateralizzato*” (cioè più che garantito). Nel caso in cui il collaterale – in questo caso *Ethereum* – dovesse avvicinarsi al valore di 1\$ verrebbe liquidato sul mercato per “coprire” la posizione in DAI con Dollari reali.

È evidente il vantaggio di questa soluzione in termini di accesso ad una quantità crescente di liquidità in un momento di rapido apprezzamento del valore di *Ethereum*. Nonostante la crescita esplosiva del protocollo, non c'è nessuna garanzia che questo meccanismo possa resistere a situazioni di *stress* e proteggere il cambio fisso di DAI con il Dollaro.

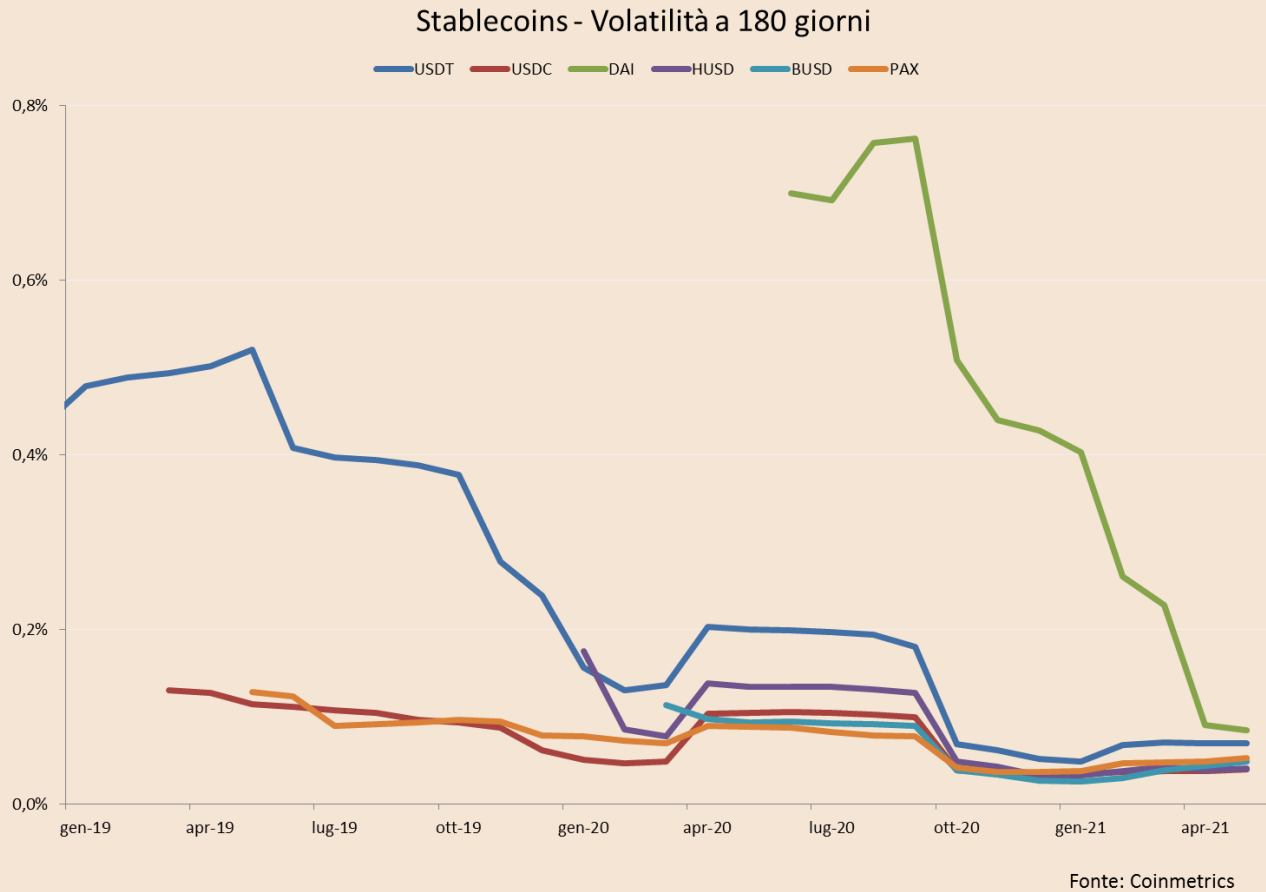
Altri progetti sperimentali prevedono l'utilizzo di *pool* di *stablecoins* e altre cripto-valute come collaterale ma non hanno acquisito ancora una base significativa di utenti; il mercato è comunque in rapidissima evoluzione.

## **LE STABLECOINS FUNZIONANO SEMPRE MEGLIO**

La domanda è lecita: questi strumenti finanziari riescono a proteggere l'investitore dalla volatilità estrema che caratterizza i mercati delle valute digitali? La risposta è sì; inoltre con la crescita della liquidità le *performances* delle *stablecoins* stanno migliorando, convergendo verso uno standard di qualità molto alto. Si osservi a tal proposito l'analisi nel tempo della volatilità annualizzata a 180 giorni delle 6 principali *stablecoins* in circolazione sul mercato (cfr. Figura 5).



Figura 5



L'interpretazione dei dati è intuitiva: più bassa è la volatilità, meno oscillazioni ci sono intorno al valore di riferimento ( $1 \text{ stablecoin} = 1\$$ ), più il cambio fisso è solido. Idealmente il valore migliore sarebbe zero, ma questo non viene mai raggiunto operativamente sul mercato.

Si nota con un discreto colpo d'occhio come la *performance* di tutte le valute del paniere migliori nel tempo, convergendo verso un valore di volatilità molto basso. Tutte le divise hanno sperimentato una crescita della volatilità nel periodo acuto della crisi pandemica (marzo-maggio 2020). Anche la *stablecoin* sperimentale DAI non ancorata direttamente al Dollaro ha migliorato di molto la propria stabilità in pochi mesi, raggiungendo valori paragonabile a quelli delle *stablecoins fiat backed*.

## **L'EFFETTO DELLA PANDEMIA SUL MERCATO DELLE STABLECOINS: NUOVI SAFE HAVENS**

La domanda di *stablecoins* è esplosa a partire da marzo 2020 in poi e non è stato un caso. La crisi generalizzata dei mercati finanziari mondiali a seguito del dilagare della pandemia in Europa ed USA si è riflessa anche nel mondo digitale, con una flessione marcata del valore di tutte le cripto-valute classiche. La reazione degli utenti è stata una fuga verso le *stablecoins*, che hanno svolto a sorpresa la funzione di *safe haven* che è tipica dei titoli governativi USA o tedeschi.

La liquidità è fluita non soltanto da *asset* digitali come *Bitcoin* o *Ethereum* ma anche dal mondo finanziario tradizionale. I depositi delle imprese e dei fondi di investimento che lavorano nella finanza decentralizzata e che sarebbero stati in tempi normali in un conto corrente bancario in Dollari sono stati “trasformati” in *stablecoins*. Insomma per i nuovi unicorni del *fintech* le *stablecoins* stanno già diventando un Dollaro digitale, anche grazie alla maggiore regolamentazione, trasparenza e tutele.

Il capitale che è fluito nelle *stablecoins* tende inoltre 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 *cripto-assets*.

### **LA LEZIONE PER LE BANCHE CENTRALI**

In definitiva, il mercato sta attivamente testando diverse soluzioni per l'introduzione di un Dollaro digitale. La crescita esponenziale dei capitali in ingresso segnala che questi nuovi strumenti mirano a soddisfare concretamente le necessità degli operatori del settore: stabilità, riserva di valore e soprattutto *privacy*.

Non a caso, il tema della *privacy* è risultato centrale anche durante la prima consultazione pubblica sull'Euro digitale. L'indagine, che ha visto oltre 8.220 risposte da imprese ed istituzioni, aveva la finalità di ottenere dagli operatori un

primo *feedback* sulle funzionalità e le caratteristiche desiderate di una valuta digitale universale. Secondo il mercato la principale caratteristica che dovrebbe avere il nuovo strumento di pagamento è una *privacy* (41%) di livello elevato, seguita a distanza dalla sicurezza (17%) e dalla diffusione a livello europeo (10%).

Fino a pochi mesi fa, nessuna banca centrale sembrava indirizzata verso forme decentralizzate di valuta digitale vicine alle funzionalità del contante. Anzi, numerosi progetti pilota (Bahamas, Cina) andavano nella direzione opposta: un conto presso la banca centrale per ogni cittadino, attivabile solo attraverso l'utilizzo di documenti ufficiali che replicasse (e superasse) la sicurezza e la tracciabilità dei depositi bancari. A dimostrazione di ciò, la maggiore preoccupazione per le banche centrali era di trovare un meccanismo che proteggesse i depositi bancari dalla concorrenza di queste nuove valute digitali e da fenomeni di disintermediazione del sistema bancario.

Il mercato sta chiaramente segnalando come questo tipo di soluzione rischia di nascere già obsoleta e le banche centrali dovrebbero tenere debitamente conto dei fenomeni in atto. Mentre la *Federal Reserve* e la Banca Centrale Europea stanno ragionando ancora in termini di progettazione e *design*, nei prossimi anni il Dollaro e l'Euro digitale potrebbero nascere spontaneamente sul mercato ed essere però di natura privata, con tutti i grandi svantaggi che questo tipo di assetto comporta.

Ironicamente (ma non troppo), qualche analista preconizza che alla velocità con cui si muovono gli eventi, tra qualche anno FED e BCE faranno prima a nazionalizzare le *stablecoins* più di successo piuttosto che partire *ex-novo* con la propria infrastruttura.

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

*@MarcelloMinenna*

*Le opinioni espresse sono strettamente personali*