

L'esplosione della bolla Bitcoin: un'autopsia



Marcello Minenna è il Responsabile dell'ufficio Analisi quantitative e Innovazione finanziaria della Consob (Commissione nazionale per le società e la Borsa), nonché professore a contratto di finanza stocastica presso la London Graduate School of Mathematical Finance e l'Università Luigi Bocconi di Milano. È un editorialista economico e finanziario presente sulle principali pubblicazioni italiane e internazionali.

Le idee e le opinioni espresse all'interno di questo articolo appartengono esclusivamente all'autore, e non rappresentano necessariamente quelle di [Cointelegraph.com](https://cointelegraph.com)

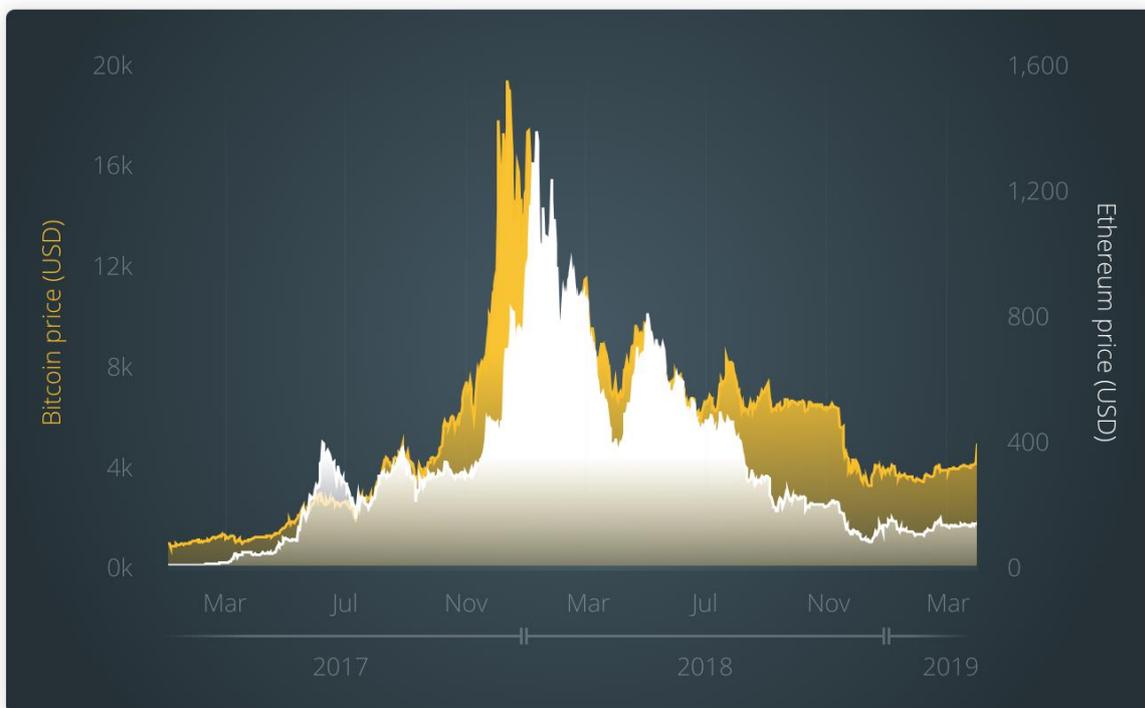
A sedici mesi dal raggiungimento del picco di 19.100\$, attualmente [Bitcoin](https://cointelegraph.com) oscilla attorno ai 5.000\$. Nonostante l'enorme distanza dal suo massimo storico, il prezzo di oggi è una buona notizia per il mercato, in quanto la recente crescita potrebbe segnare la fine del collasso causato lo scorso anno dalla violenta esplosione della bolla delle monete digitali. A partire da dicembre 2017, il prezzo di

ogni asset digitale è crollato, in media dell'80%. Nel caso specifico di Bitcoin, si è trattato del secondo collasso mai registrato, un crollo estremamente violento anche per un asset non convenzionale che ha già storicamente mostrato cicli di notevoli rialzi e ribassi. Nel 2011, il prezzo era diminuito del 93%, ad appena 2\$ da un massimo di 39\$; nel 2013, in appena poche settimane il prezzo è esploso a 1.151\$, per poi scivolare a 177\$ nel 12 mesi successivi.

Non è certo che stavolta si sia toccato il fondo: storicamente alla fase di rapido declino segue una stagnazione del prezzo che può anche durare anni definita in gergo come *"crypto-winter"*.

Nell'economia della bolla speculativa le cosiddette altcoin si sono rivelate, a prescindere da qualsiasi valutazione tecnica, semplici varianti più volatili e meno liquide di Bitcoin, correlate quasi perfettamente tra loro. Questa caratteristica ha reso futile qualsiasi tentativo di diversificazione del rischio tra diversi cryptoasset.

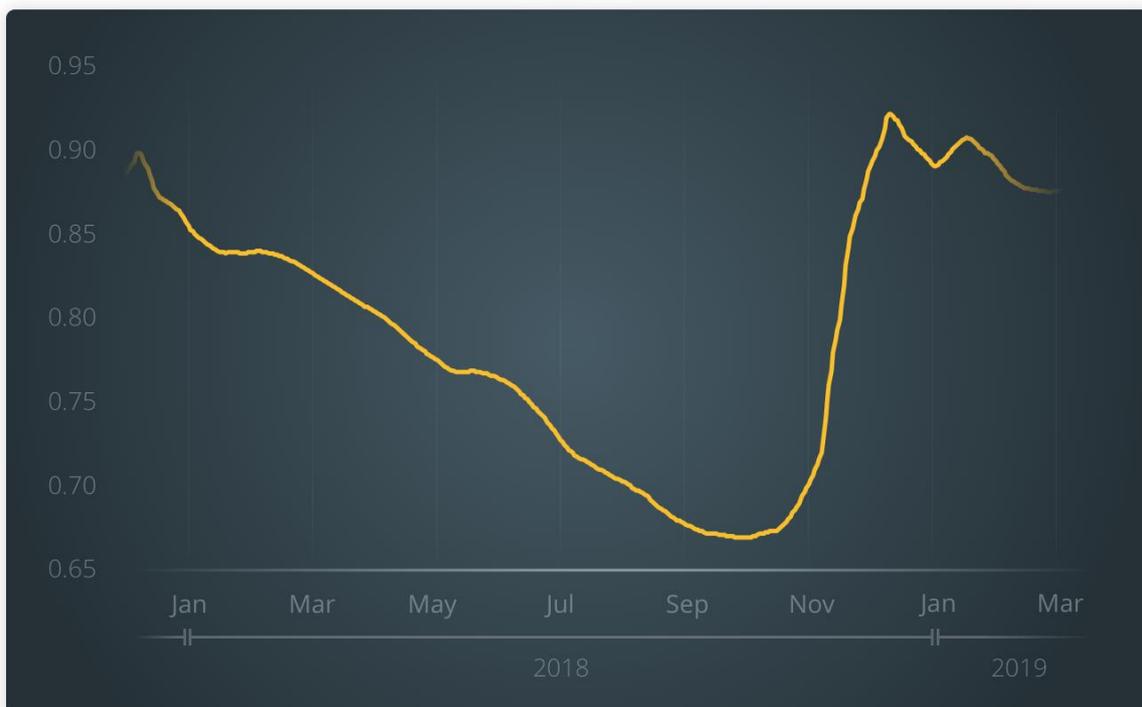
Bitcoin and Ethereum Price Behavior



source: coinmarketcap.com

cointelegraph.com | 

1-year Rolling Correlation (BTC—ETH)



source: coinmarketcap.com data

cointelegraph.com | 

Tra le altcoin, una menzione specifica va ad [Ethereum](#); si tratta della seconda valuta digitale al mondo in termini di capitalizzazione, che è stata sfruttata come piattaforma tecnica per la proliferazione delle [ICO](#) (Initial Coin Offering). Queste in sostanza sono vere e proprie offerte pubbliche di acquisto mascherate, che sono state utilizzate per raccogliere risorse finanziarie al riparo dai regolatori e per 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.

Ex-post, il pattern del prezzo durante la bolla Bitcoin ha seguito con precisione l'andamento asimmetrico dei suoi cugini storici, a partire dalla [bolla dei tulipani](#) del 1637, passando per quella della [South Sea Company](#) fino al più recente scoppio della bolla [.com](#) del 1999-2000.

Dopo una fase di moderata ascesa, è seguita una rapidissima fase maniacale di crescita verticale del prezzo di circa 9 mesi con un finale folle nel dicembre 2017, mese in cui il prezzo è più che raddoppiato partendo da una base già altissima. Il vertice si è toccato con un classico “doppio picco” a gennaio 2018, sincronizzato – non a caso – con il raggiungimento dei massimi sui mercati azionari globali ed il picco della liquidità immessa nell'economia dalle principali banche centrali del mondo. Da allora il prezzo Bitcoin ha avuto un declino pressoché ininterrotto, con crolli molto rapidi e brevi riprese sempre meno convinte, con massimi relativi discendenti.

Qual è il floor di questa incredibile discesa?

Sul tema c'è da considerare che Bitcoin, i suoi cloni ed il resto delle valute digitali non hanno un proprio valore intrinseco. I prezzi sono determinati semplicemente dall'incrocio di domanda e ed

offerta sui singoli mercati di scambio; si tratta di prezzi spesso altamente illiquidi, diversi tra loro anche di centinaia di euro senza che sia possibile un efficace arbitraggio tra i vari mercati per i limiti strutturali di Bitcoin e delle piattaforme di regolamento. Dunque è assai difficile pensare di determinare quale possa essere il fair value.

Spesso, per i trader che operano su questi mercati, l'analisi tecnica è l'unico strumento guida per interpretare i movimenti del prezzo. Ciò paradossalmente fa sì che la dinamica del prezzo, determinata dalle azioni collettive dei trader, segua a volte i pattern previsionali dell'analisi tecnica.

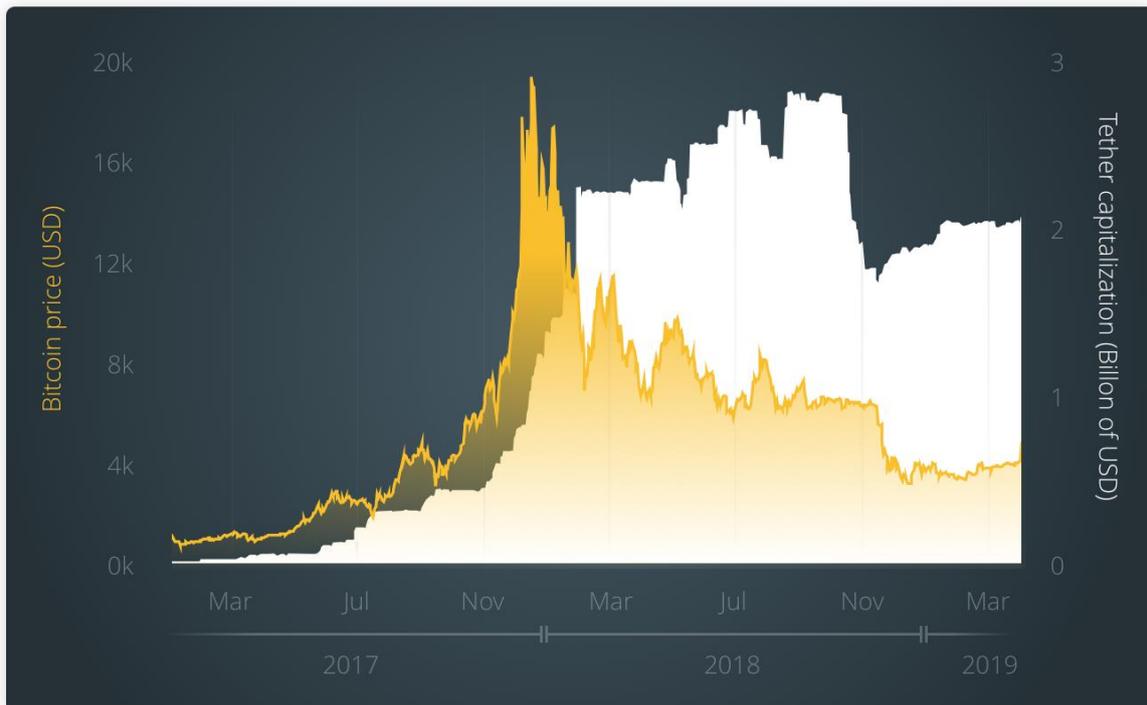
Con questo quadro d'insieme è possibile isolare i principali driver dell'ascesa e del vertiginoso declino di Bitcoin e, a cascata, di tutte le altre altcoin. Nella fase di forte ascesa del prezzo tra marzo e dicembre 2017 è stato preponderante il ruolo svolto dalla stablecoin [Tether](#).

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 giustificata dal fatto che – allo stato attuale – la conversione tra valute fiat e valute digitali è lenta e farraginoso dato che richiede il trasferimento di fondi dalle banche tradizionali agli exchange di criptovalute attraverso bonifici transfrontalieri, il cui regolamento può richiedere diversi giorni

La conversione tra valute digitali è invece istantanea e permette ai trader di proteggersi dall'elevatissima volatilità delle quotazioni di Bitcoin ed affini tramite le stablecoin. Naturalmente 1 Tether non equivale ad un dollaro perché non può essere convertito liberamente, sebbene la stessa società ha sempre dichiarato di detenere una riserva di dollari corrispondente alla quantità di Tether emessa e circolante sugli exchange. Tuttavia per i trader svolge la stessa funzione, quindi è irrilevante che ci sia o meno convertibilità.

Ad aprile 2019 esistono almeno 8 diverse stablecoin sul mercato che offrono questo servizio, ma nel 2017 Tether ha gestito sostanzialmente un monopolio che ha influenzato pesantemente l'andamento dei prezzi sui vari exchange, come evidenziato da un'[analisi statistica](#) dell'Università di Austin, Texas. Molto è dipeso dal fatto che la società che emetteva i Tether era de facto controllata da uno dei più grandi exchange del mercato asiatico, [Bitfinex](#).

Bitcoin Price and Tether Capitalization (USDT)



source: coinmarketcap.com & blockchain.info

cointelegraph.com | 

Rolling Correlation: BTC Price / USDT Capitalization



source: coinmarketcap.com data

cointelegraph.com | 

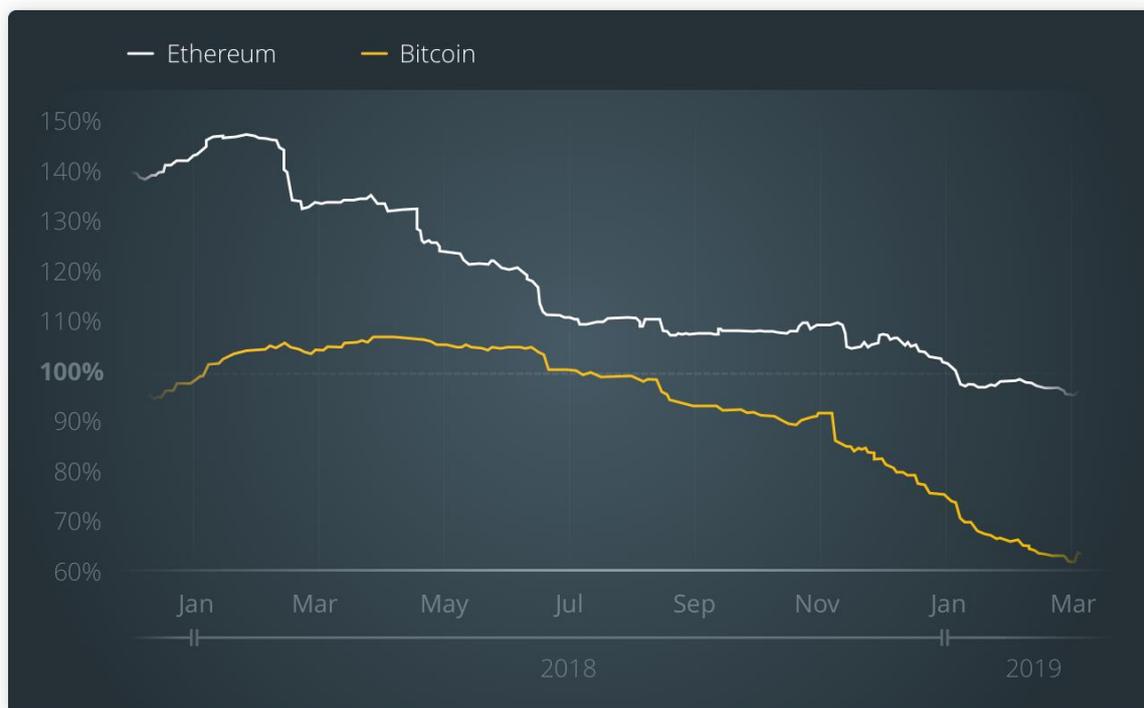
Esaminando i dati (cfr. figura) si nota come l'andamento del prezzo di Bitcoin (e delle altre altcoin) nella fase di pump della bolla sia perfettamente correlato all'immissione di Tether sugli exchange.

Come evidenzia il grafico, è statisticamente probabile che l'exchange Bitfinex abbia alimentato artificialmente il manic buying di valute digitali attraverso quantità crescenti di Tether. In una fase di rialzo esponenziale del prezzo questa strategia permette di “emettere allo scoperto” Tether senza adeguata copertura in dollari al fine di acquistare valute digitali, contando sul fatto di poterle rivendere ad un prezzo maggiore in un secondo momento e ricostituire le riserve. I forti aumenti del prezzo in tempi sempre più accelerati hanno contribuito alla crescita dell'hype su Bitcoin che, nella fase terminale della bolla a fine 2017, ha attirato speculatori ed investitori poco esperti di asset digitali ed inconsapevoli dei rischi.

La lunga contrazione dei prezzi, forse non ancora terminata, è stata causata da 2 principali fattori operanti in due fasi temporali distinte. Nel periodo gennaio-aprile 2018, il calo è stato demand-driven e dunque determinato dalla fuga di investitori speculativi dell'ultim'ora, fortemente esposti per via dell'acquisto a prezzi molto elevati e spaventati dall'improvviso turn-around del mercato dopo una crescita insostenibile. In questo classico panic-selling si può notare come venga a mancare sui mercati anche il sostegno prima presente di una crescente emissione di Tether. Da febbraio infatti la crescita dei Tether in circolazione rallenta per poi appiattirsi; ciò è segnaletico del fatto che in un mercato declinante la strategia di emissione allo scoperto non è più in grado di dare più i suoi frutti.

A giugno 2018 il prezzo sembra trovare apparentemente un floor a circa 6.000\$, un livello comunque oltre 10 volte maggiore del prezzo che Bitcoin aveva ad inizio 2017. A questo punto la maggioranza degli investitori speculativi è già sparita, e la volatilità delle valute digitali tende a ridursi drasticamente mentre si assottigliano progressivamente gli scambi. Molti analisti ritengono che, in questa fase, 6.000\$ sia il livello minimo necessario per compensare i costi energetici dei miners che “coniano” digitalmente nuovi cryptoasset. Fino ad allora, l'esigenza di una crescente popolazione di miners di recuperare costi di produzione in tendenziale aumento era stata una forza che sosteneva il prezzo.

1-year Rolling Annualized Volatility of Some Digital Assets



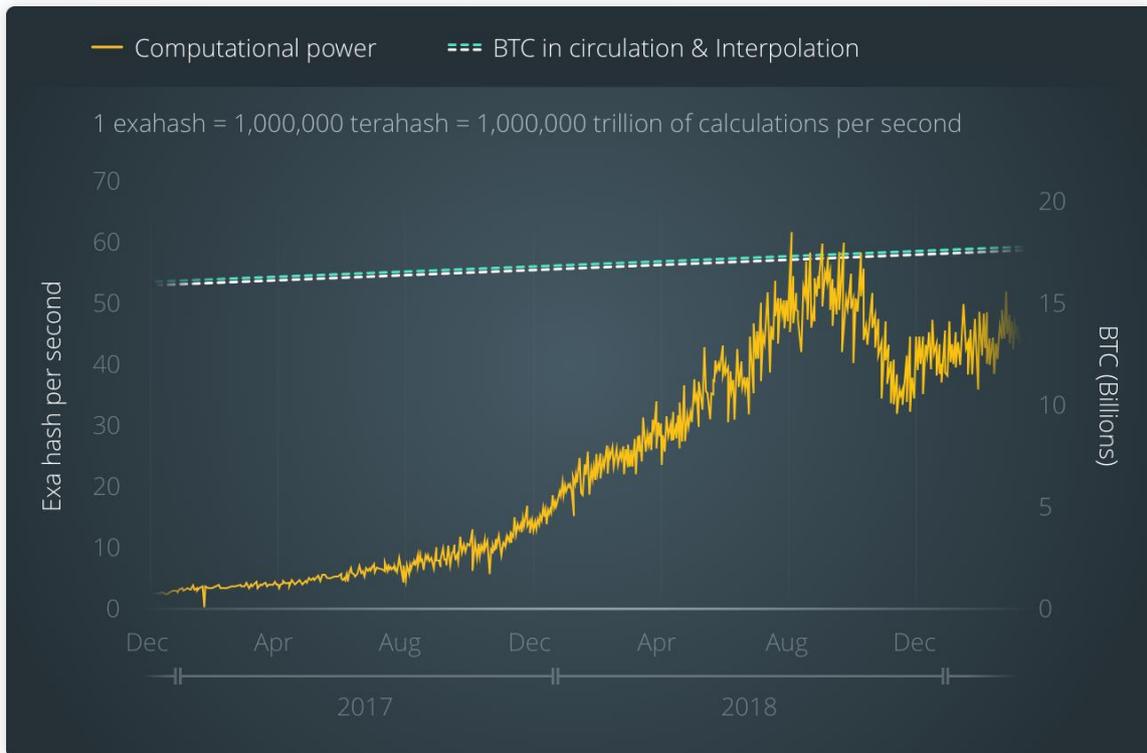
source: coinmarketcap.com data

cointelegraph.com | 

Tuttavia, il fragile equilibrio non regge. A novembre 2018 l'annuncio di un [ennesimo hard fork](#) tra valute digitali che punta ad ottenere un nuovo clone di Bitcoin privo di innovazioni sostanziali [scatena un terremoto sui prezzi](#) che rompe i fragili equilibri raggiunti. In questo contesto, il fattore determinante sembra essere offer-driven e riguardare la comunità dei miner di valute digitali. Infatti una quota sostanziale di miner sposta la propria potenza di calcolo (o hashrate) da Bitcoin verso le valute-clone nella speranza di poter ottenere profitti privi di rischio dal fork della blockchain, come avvenuto più volte in simili occasioni nella fase ascendente della bolla.

Ma, alla fine del 2018, il quadro è cambiato: lo shift anomalo di potenza di calcolo toglie supporto a Bitcoin che riprende la spirale discendente del prezzo, trascinando con sé anche le valute-clone su cui i miners avevano investito. Una parte dei miners, che già operava in perdita prima del recente crollo, viene buttata fuori dal mercato provocando per la prima volta in assoluto uno shut-down della potenza di calcolo complessiva della rete Bitcoin, che declina del 50% in poche settimane. In questo breve lasso di tempo Bitcoin e le altcoin vanno in free-fall come mai successo nella fase demand-driven dello scoppio della bolla, subendo perdite dell'ordine del 70%.

Bitcoin — Mining Computational Power



source: blockchain.info

cointelegraph.com | 

Nel 2019, questa “selezione darwiniana” dei miner sembra essersi fermata, come mostrato dal recupero - seppur modesto - dell'hashrate generale del network. Il protocollo di Bitcoin prevede un meccanismo automatico di auto-regolazione tale per cui il costo di mining delle valute tende a scendere a fronte di un calo della potenza di calcolo della rete. Questo aggiustamento periodico permette agli operatori che operano al margine di rientrare sul mercato a costi inferiori.

Nei primi mesi dell'anno, le criptovalute hanno lentamente riguadagnato il loro valore. La vera sorpresa, tuttavia, arriva il 2 aprile, quando bitcoin guadagna quasi 1.000\$ in appena un'ora, superando i 5.000\$, una nuova resistenza che regge ancora oggi, a distanza di settimane.

La ragione di questo balzo non è chiara. Potrebbe trattarsi di un order generato algoritmicamente oppure di una stretta di liquidità correlata ai derivati del bitcoin, seguita da un buy-in forzato dalle quote dei market maker. Dopotutto, di recente, vari analisti hanno previsto un rialzo nel breve periodo. La vera domanda è se i mercati stanno per rientrare in una fase rialzista. I fattori a supporto di una risposta affermativa sono diversi: il recupero graduale della capitalizzazione di mercato di alcune stablecoin - in primo luogo tether (figura sotto) - l'esaurimento delle risorse disponibili ai ribassisti, il benché modesto ritorno di varie banche centrali a politiche monetarie accomodanti e l'incertezza correlata a fenomeni rilevanti su scala mondiale (la crisi libica, le tensioni commerciali, la questione Brexit e le imminenti elezioni europee) che rendono le valute digitali ancora più attraenti.

Bitcoin Price Versus Tether Capitalization: Last 3 months



source: coinmarketcap.com

cointelegraph.com | 

Il 2019 potrebbe essere un punto di ripartenza per le valute digitali, visto il lento recupero dell'interesse degli investitori. Gli investimenti in innovazione tecnologica ed infrastrutture non si sono mai fermati e gli interessi degli investitori istituzionali vanno al di là della frenesia speculativa di breve periodo. Anche i regolatori stanno gradualmente intervenendo nel riordino di questi mercati di frontiera. Tutto considerato, il crypto-winter potrebbe non essere così lungo.