



Marzo 2024

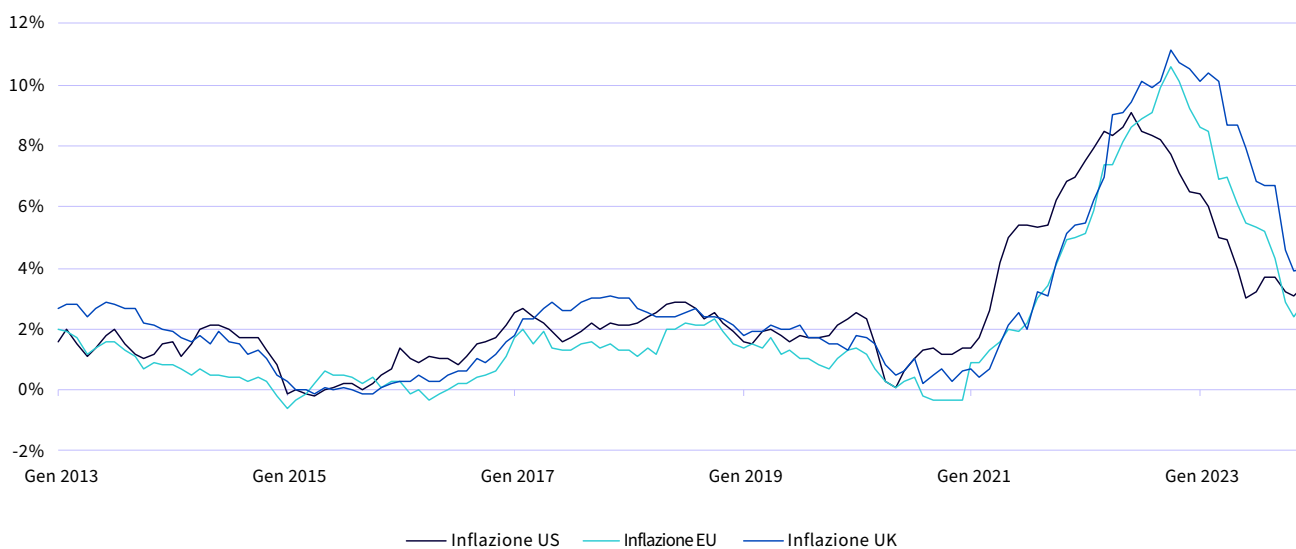
Bitcoin: potrebbe essere il momento di cogliere l'opportunità

WisdomTree Market Insights

Bitcoin: potrebbe essere il momento di cogliere l'opportunità

I mercati e gli investitori devono costantemente adattarsi a una visione in evoluzione della realtà attuale. All'inizio del 2024, l'ambiente era caratterizzato da diverse importanti elezioni all'orizzonte e dal proseguimento di una normalità post-pandemica. In particolare, nel 2022 e all'inizio del 2023 il mondo ha preso nuovamente coscienza del fatto che l'inflazione può colpire anche i mercati sviluppati. Dopo la crisi finanziaria globale (GFC) del 2008/2009, le banche centrali avevano a intermittenza messo in atto il quantitative easing (QE), apparentemente senza conseguenze. Tuttavia, negli anni '20 del 2000, gli effetti dannosi dell'inflazione sono apparsi lampanti.

Figura 1: CPI su base annua (YoY) nei principali mercati sviluppati (2013-2023)



Fonte: Bloomberg.

La moneta fiduciaria è efficace?

La moneta fiduciaria è una moneta che ha valore perché stabilito dal governo che la emette. Questo si contrappone alle monete garantite da risorse scarse, come l'oro. La sterlina britannica, il dollaro statunitense, l'euro, lo yen giapponese e il franco svizzero costituiscono tutti esempi di moneta fiduciaria. Pur non essendo perfette, tali valute sembrano mostrare una certa stabilità e rappresentano riserve di valore per i rispettivi mercati. Ma che dire della lira turca? E delle varie valute africane? E di quella argentina? L'efficacia delle valute è uno di quei fenomeni che dipendono dall'occhio dell'osservatore.

È probabilmente troppo presto per stabilire se il bitcoin possa essere considerato una valuta o una moneta. Uno degli aspetti che ricordiamo costantemente è il fatto che il bitcoin, come l'oro, non è denominato in nessun particolare paese. Tuttavia, rispetto all'oro, è un po' più facile da trasferire. A un livello elevato:

- + La trasferibilità e la facilità d'uso del bitcoin nelle transazioni digitali potrebbero essere un aspetto positivo delle sue caratteristiche di simil-moneta.
- + Per contro, nei circa 15 anni della sua breve storia il valore del bitcoin è stato volatile. Anche i tassi di cambio valutarî (si pensi al dollaro rispetto allo yen o all'euro rispetto alla sterlina) sono certamente volatili, ma non quanto il bitcoin, che nell'ultimo decennio ha registrato una volatilità annualizzata del prezzo rispetto allo USD di circa il 70% all'anno.

Pensando al bitcoin nel 2024, per capire dove potremmo arrivare dobbiamo prendere atto di alcuni aspetti della sua giovane storia.

Ci fidiamo dell'attuale sistema finanziario?

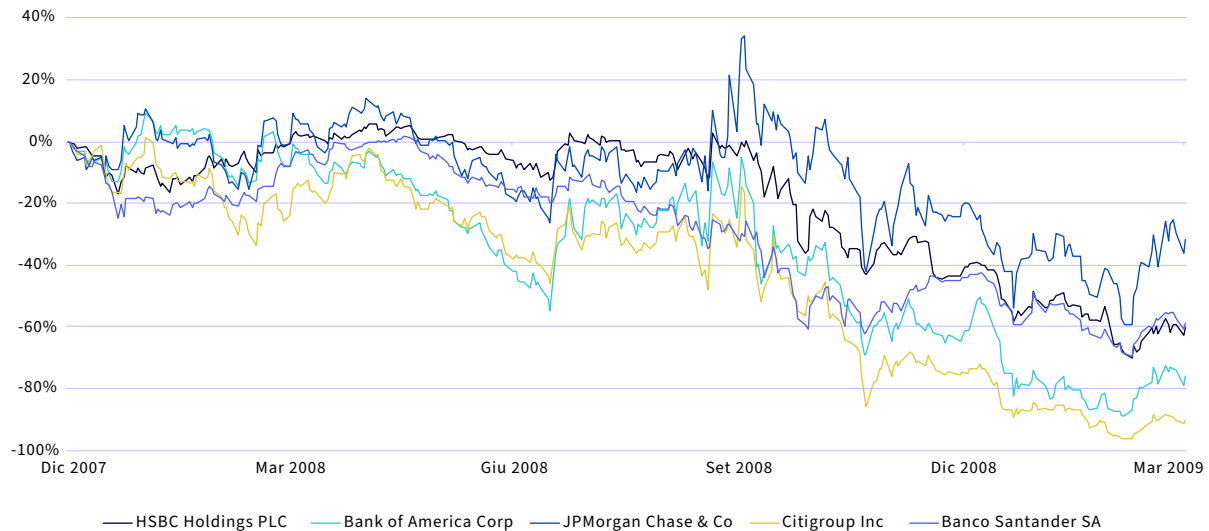
La storia del mondo è soggetta a grandi eventi. Prima che avvengano, la società ha solitamente una certa percezione, che in seguito agli stessi può cambiare completamente. La GFC è stata uno di questi.

Prima del 2008/2009, gran parte del mondo non si curava delle banche. Il problema derivante dalla natura specifica di questa crisi è che ha messo in luce alcune tecniche di sfruttamento e tattiche ingannevoli che venivano utilizzate per incoraggiare l'uso del credito nell'economia. Il credito funziona bene fino a quando chi lo riceve non diventa incapace di far fronte ai pagamenti. Se un'ampia percentuale di debitori non riuscisse ad adempiere i pagamenti nello stesso momento, i creditori (in molti casi le banche) potrebbero trovarsi a dover affrontare un grosso problema.

Inoltre, c'erano i titoli derivati, anch'essi confezionati e venduti dalle banche, sulla base dei prestiti. Quando i debitori hanno smesso di pagare, il valore di tali titoli è sceso e, poiché molti di essi erano detenuti dalle banche, queste ultime hanno subito un ulteriore colpo. Si è diffusa l'idea secondo cui il motivo per cui le banche detenevano un numero così elevato di tali titoli era quello di "gonfiare" i loro utili per azione e aumentare i bonus dei top manager. Questi ultimi avrebbero dovuto conoscere il rischio intrinseco, ma gli incentivi, spesso dell'ordine di milioni di dollari, non li hanno incoraggiati ad astenersi dall'agire in tal senso.

Quando le tessere del puzzle hanno iniziato a venire meno, un tale comportamento da parte di molteplici banche all'incirca nello stesso momento ha messo a rischio l'intero sistema finanziario globale, con la conseguente necessità di un intervento di salvataggio da parte dei governi. Se una o due banche falliscono, e abbiamo assistito ad alcuni esempi di recente, possiamo riuscire a superare la tempesta, ma se tutte le banche falliscono contemporaneamente, non sappiamo cosa succederebbe alla società.

Figura 2: Variazione della capitalizzazione di mercato delle prime cinque banche (dal 31 dicembre 2007 al 31 marzo 2009)



Fonte: MSCI, Bloomberg. Le prime cinque banche sono state selezionate dai mercati sviluppati in base alla loro capitalizzazione di mercato al 31 dicembre 2007. Le variazioni percentuali sono calcolate in base alla capitalizzazione di mercato in USD.

Il fatto che i contribuenti abbiano dovuto salvare gli istituti finanziari guidati da magnati che si erano assunti rischi eccessivi non è stato apprezzato. La sensazione era che si fossero assunti tali rischi e avessero guadagnato cifre da capogiro, con conseguenze quasi nulle quando avevano rischiato di far crollare il sistema bancario globale.

Nel 2009 le condizioni erano mature per l'ingresso sulla scena di qualcosa come il bitcoin. Le banche costituivano un insieme di attori molto centralizzati e i rischi si erano concentrati tra gli stessi. In un simile contesto, un sistema decentralizzato poteva risultare particolarmente invitante. Esiste un'interessante prova nel cosiddetto genesis block del bitcoin¹, ovvero del testo che potrebbe essere utilizzato per dimostrare la creazione del blocco in un giorno specifico:

"Cancelliere Alistair Darling sull'orlo del secondo piano di salvataggio per le banche" – The Times, 3 gennaio 2009².

1 Fonte: https://en.bitcoin.it/wiki/Genesis_block

2 Fonte: <https://www.thetimes.co.uk/article/chancellor-alistair-darling-on-brink-of-second-bailout-for-banks-n9l382mn62h>

Poiché nessuno conosce Satoshi Nakamoto, è impossibile dire con esattezza perché esista tale testo, ma la logica ci porta a osservare che ci sarebbero stati molti modi per dimostrare che il blocco fosse stato estratto in una particolare data. Il fatto che si facesse riferimento a un salvataggio delle banche potrebbe essere una finestra su una visione meno favorevole della questione.

Stampare moneta: positivo o negativo?

Quando vediamo unità di moneta cartacee o simili, ci viene spontaneo pensare che qualcuno, da qualche parte, si sia occupato della stampa. L'operazione di stampa vera e propria è una cosa, ma quando parliamo di stampa in ambito economico, spesso pensiamo alla gestione dell'offerta totale di una determinata valuta.

Secondo un'espressione classica, "troppa moneta a caccia di pochi beni = inflazione". I tassi di inflazione possono essere del 5-10%, come abbiamo visto negli ultimi anni in molti dei paesi sviluppati. L'inflazione può anche arrivare al 50% (iperinflazione). Infatti, non esiste un limite massimo ed è per questo che è importante adottare una gestione prudente dell'offerta complessiva di moneta in un'economia. Lo Zimbabwe è uno degli esempi di iperinflazione spesso citati, in cui sono state stampate unità di moneta pari a 100.000 miliardi di dollari (dollari dello Zimbabwe)³. Una tale situazione è davvero spiacevole, perché indica che la moneta vale a malapena la carta su cui è stampata.

Nel 1971 il governo statunitense ha compiuto un passo importante: l'abbandono del gold standard⁴. Prima di allora, un certo numero di dollari americani era convertibile in un'oncia d'oro e l'oro era conservato in modo sicuro a garanzia della valuta. Da quel momento, il dollaro USA ha valore "perché lo stabilisce il governo degli Stati Uniti". In seguito a tale passo, non esiste più alcun limite all'espansione dell'offerta di moneta complessiva da parte del governo statunitense.

Con il Federal Reserve Act del 1913, la Federal Reserve degli Stati Uniti (la Fed) ha cercato di gestire efficacemente il trade-off tra inflazione e disoccupazione⁵. Non vogliamo che l'economia cresca troppo lentamente, perché questo implicherebbe una disoccupazione elevata, ma non vogliamo neanche che cresca troppo rapidamente, perché questo comporterebbe un'inflazione elevata. Il termine "Goldilocks" (Riccioli d'oro) è spesso usato per indicare la ricerca del "giusto equilibrio".

3 Fonte: https://en.wikipedia.org/wiki/Zimbabwean_dollar#:~:text=The%20100%20trillion%20Zimbabwean%20dollar,new%20currency%20code%20of%20ZWR.

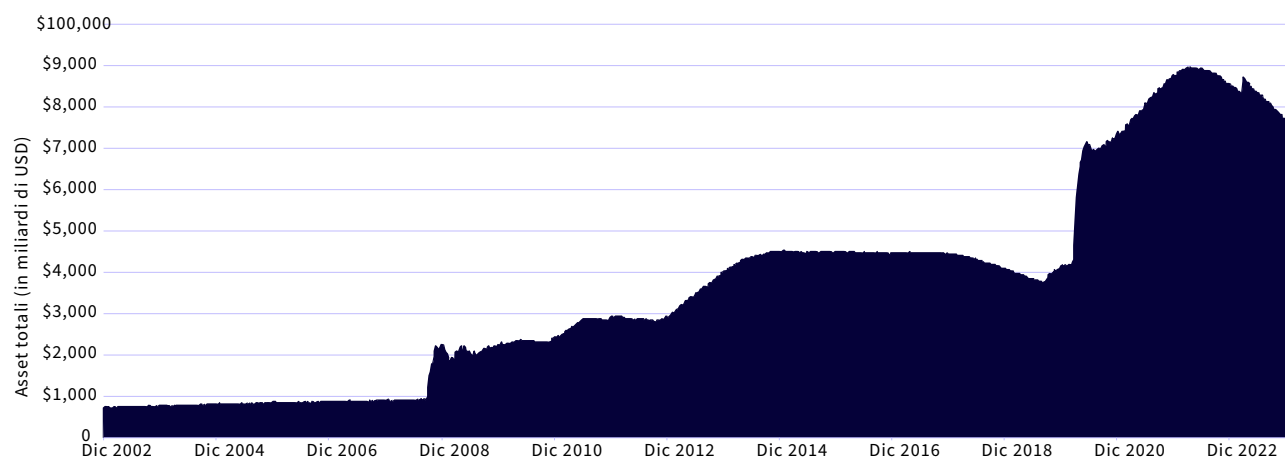
4 Fonte: <https://www.federalreservehistory.org/essays/gold-convertibility-ends>

5 Fonte: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section2a.htm>

La crisi finanziaria globale del 2008/2009, tuttavia, ha portato la Fed in prima linea in un modo che precedentemente era quasi impensabile. La Fed, sotto la guida del presidente Ben Bernanke, ha creato una serie di programmi per allentare le condizioni di credito dell'intero sistema finanziario. Quando si parla di "allentamento delle condizioni di credito", possono innescarsi molti meccanismi, che però di solito si traducono in un aumento dell'offerta di moneta. In questo modo si è instaurato un ambiente di distensione finanziaria che è rimasto ampiamente in vigore per buona parte dei 12 anni successivi.

La pandemia di COVID-19, che ha sconvolto i mercati nel 2020, ha portato il concetto di distensione finanziaria a un livello completamente nuovo. Possiamo notare che l'entità del bilancio della Fed ha superato i 7.000 miliardi di USD.

Figura 3: Evoluzione del bilancio della Federal Reserve statunitense nel tempo



Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System (USA), Asset: Asseti totali: Asseti totali (meno le eliminazioni in seguito a consolidamento): livello di mercoledì [WALCL], recuperato da FRED, Federal Reserve Bank of St Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL> 18 febbraio 2024.

Notiamo che tra il 2009 e il 2020 le condizioni finanziarie, grazie alla politica della Fed, erano piuttosto agevoli. L'inflazione non si è mai realmente manifestata, almeno se si utilizzano i metodi di misurazione ufficiali. Dopo l'espansione monetaria della pandemia di COVID-19, invece, si è decisamente verificata.

Se gli Stati Uniti fossero rimasti fedeli al gold standard, espandere la base monetaria in risposta a queste crisi sarebbe stato molto più difficile. In definitiva, molti sostengono che questo avrebbe creato maggiore sofferenza a breve termine durante gli eventi stessi, per poi ritrovarsi con un sistema finanziario più sano e meno "incline all'inflazione".

Bitcoin: un sistema alternativo

Grazie al suo design, il bitcoin è in grado di rispondere alle preoccupazioni derivanti dalla centralizzazione del rischio presso le banche, in particolare quelle di maggiore importanza sistemica, e di affrontare il rischio di un allentamento delle condizioni monetarie e di un'espansione dell'offerta di moneta da parte dei governi, che portano a un'inflazione dilagante.

Invece di utilizzare la Fed per fornire denaro alle banche e le banche per fornire denaro alle imprese e ai privati, per creare bitcoin è necessario un processo di estrazione (mining). Il governo è di fatto tagliato fuori dal circuito di creazione del denaro.

Il protocollo bitcoin ha già definito con esattezza l'entità dell'offerta di bitcoin e la quantità che verrà creata di volta in volta, fino a raggiungere un totale di 21 milioni di bitcoin intorno al 2140. Non importa se ci troviamo di fronte a una recessione o un'espansione: l'offerta di bitcoin rimane inalterata indipendentemente da ciò che vogliamo noi.

Figura 4: Trade-off sulle caratteristiche di diversi tipi di moneta (oro, moneta fiduciaria, bitcoin)

Caratteristiche della moneta	Oro	Moneta fiduciaria (USD)	Cripto valuta (bitcoin)
Possibilità di sostituzione (intercambiabilità)	Alta	Alta	Alta
Non consumabilità	Alta	Alta	Alta
Portabilità	Moderata	Alta	Alta
Durevolezza	Alta	Moderata	Alta
Elevata divisibilità	Moderata	Moderata	Alta
Sicurezza (non può essere contraffatta)	Moderata	Moderata	Alta
Facilità di scambio	Bassa	Alta	Alta
Scarsità (offerta prevedibile)	Moderata	Bassa	Alta

Caratteristiche della moneta	Oro	Moneta fiduciaria (USD)	Criptovaluta (bitcoin)
Sovranità (emessa da un governo)	Bassa	Alta	Bassa
Decentralizzazione	Bassa	Bassa	Alta
Smart (programmabile)	Bassa	Bassa	Alta

Fonte: <https://cryptonews.com/guides/why-do-bitcoins-have-value.htm>. La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può diminuire di valore.

Che cos'è il valore?

Gli investitori sono attratti dal potenziale di rendimento futuro. Se un rischio più elevato fosse adeguatamente compensato da un potenziale di rendimento futuro più alto, l'investimento potrebbe essere percepito come una scelta sensata. Per prendere tale decisione, l'investitore potrebbe ricorrere a un mix di arte e scienza, che si evolve nel corso del tempo.

- + I dividendi vantano una lunga storia. La nozione di dividendo pone gli azionisti come proprietari; il dividendo rappresenta una quota proporzionale degli utili.
- + Negli anni '90 e nei primi anni 2000, le prospettive della tecnologia erano troppo entusiasmanti per attendere i profitti, quindi per un certo periodo il mercato ha scambiato molto più sulla base del potenziale e molto meno su quella della redditività. L'estrema manifestazione di questa psicologia del mercato ha portato alla bolla tecnologica.
- + Poche invenzioni hanno spostato l'asse del mondo come l'iPhone nel 2007⁶, che ha di fatto creato un modo nuovo attraverso cui il software offre valore sfruttando una miriade di applicazioni per dispositivi mobili. Se il numero di utenti dell'iPhone (o in generale degli smartphone) cresceva, anche il valore dell'"economia delle applicazioni" aumentava. Questo rappresenta uno dei principali motivi per cui nel 2024 la piattaforma Facebook di Meta conta più di 3 miliardi di utenti attivi mensili a livello globale⁷. Naturalmente, si presuppone che l'enorme azienda centralizzata, in questo caso Meta Platforms, sia in grado di monetizzare una base di utenti così sostanziosa. Storicamente, questo è avvenuto attraverso vari tipi di pubblicità. In futuro, la situazione potrebbe cambiare, ma il valore di un pubblico numeroso appare chiaro.
- + È possibile che il modo di scambiare valore attraverso tali applicazioni e piattaforme si evolva e che gli asset digitali rappresentino il carburante di tale evoluzione. Attualmente, le piattaforme più grandi sono di fatto controllate dalle aziende più grandi che riscuotono

6 Fonte: [https://en.wikipedia.org/wiki/IPhone_\(1st_generation\)#::~:~:text=The%20iPhone%20\(retroactively%20referred%20to,States%20on%20June%2029%2C%202007.](https://en.wikipedia.org/wiki/IPhone_(1st_generation)#::~:~:text=The%20iPhone%20(retroactively%20referred%20to,States%20on%20June%2029%2C%202007.)

7 Fonte: <https://www.demandsage.com/facebook-statistics/#::~:~:text=How%20many%20people%20use%20Facebook,of%20billion%20daily%20active%20users.>

commissioni in valuta tradizionale all'interno delle stesse. Gli asset digitali consentono lo scambio di valore su una base più paritaria (peer to peer), senza coinvolgere grandi intermediari. Si parla molto del fatto che la Apple riceva una grossa fetta delle transazioni effettuate sulle applicazioni ottenute attraverso il suo app store. Questo costituisce un buon esempio in cui un attore centralizzato partecipa a una transazione in cambio di una commissione e, in un mondo caratterizzato da asset digitali, potrebbe non essere più necessario.

Anche se inizialmente potrebbe sembrare che le valute o gli asset digitali come il bitcoin siano troppo distanti da ciò che attualmente consideriamo “di massa”, dovremmo rivolgere la nostra attenzione alla Blackberry. Se osserviamo il grafico della capitalizzazione di mercato della Blackberry (Research in Motion), il motivo per cui è cresciuta così rapidamente non risiedeva esclusivamente nel valore del dispositivo in quel momento: si pensava infatti che lo stesso sarebbe stato utilizzato per molte altre attività in futuro. Quando il prezzo delle azioni è sceso rapidamente negli anni successivi, non appena la sconfitta della Blackberry a favore della Apple e di altri fornitori di smartphone è apparsa evidente, il calo si è basato sulla percezione che il dispositivo Blackberry avesse perso tutte le sue possibilità e potenzialità future.

Figura 5: La capitalizzazione di mercato della Research in Motion costituisce un esempio della perdita di potenziale futuro



Fonte: Bloomberg.

Prima del Blackberry, sicuramente alcuni dirigenti di Nokia e Motorola guardavano il nuovo dispositivo e pensavano "È incredibile!". Con il senno di poi, tutto appare ovvio e qualsiasi innovazione veramente rivoluzionaria sembra sfiorare l'incredibile in quel momento.

Perché adesso?

Quando pensiamo al potenziale del bitcoin nel 2020, la nostra attenzione è attratta da determinati elementi, alcuni dei quali sono già stati menzionati:

- + In fin dei conti, il bitcoin è una rete e le reti che hanno raggiunto un valore totale superiore a 1.000 miliardi di dollari nella nostra storia sono poche. Pur essendo volatile, la rete ha raggiunto e mantenuto tale valore per alcuni giorni in diverse occasioni (al momento in cui scriviamo).
- + La pandemia di COVID-19 ha portato a livelli di stampa di moneta senza precedenti. Quando ne siamo usciti, molti mercati hanno registrato livelli di inflazione che non si osservavano dall'inizio degli anni '80.
- + L'estrazione di bitcoin richiede elettricità per risolvere i protocolli proof-of-work, ma negli anni '20 del 2000 stiamo assistendo a sviluppi nel campo delle energie rinnovabili che possono contribuire ad alleggerire parte di tale carico.
- + Il mercato dei pagamenti delle rimesse a livello mondiale è enorme e il ricorso a banche o altri attori centralizzati può essere costoso.
- + All'interno dei nostri smartphone esiste un'enorme economia delle applicazioni e utilizzare il bitcoin per lo scambio decentralizzato di valore potrebbe ovviare alla necessità di avere grandi aziende che si appropriano di una parte dei proventi delle transazioni all'interno di questi ecosistemi.
- + In alcuni paesi, dove il tasso di inflazione cresce di settimana in settimana, trasferire gli stipendi direttamente in bitcoin potrebbe offrire una riserva di valore migliore rispetto alle monete che si svalutano rapidamente.
- + Il bitcoin ha dimostrato che il protocollo funziona, dato che la tecnologia in sé non ha mai fallito dalla sua nascita.

È facile utilizzare un'asset class relativamente nuova?

Nulla negli investimenti è facile. Ognuno di noi acquisisce le informazioni disponibili, sviluppa le proprie idee e fa del proprio meglio, riconoscendo che nessuno conosce il futuro con certezza. Se confrontiamo l'apprezzamento del bitcoin negli ultimi 10 anni, non è paragonabile a quello di nessun'altra asset class. Pur tenendo conto dell'elevata volatilità, il rendimento rimane comunque tale da far sì che lo Sharpe ratio dell'apprezzamento del bitcoin sia superiore a quello di tutte le altre opzioni relative ad asset class consolidate⁸. Questo non significa che i prossimi 10

⁸ Fonte: WisdomTree ha esaminato gli investimenti pubblicamente disponibili in azioni, obbligazioni e materie prime e ha notato che dal 2013 al 2023 (10 anni), l'apprezzamento del bitcoin è stato pari a circa il 50% all'anno. Nient'altro si è avvicinato a tale valore. Ricordiamo che non c'è alcuna garanzia che i prossimi 10 anni assomiglino a quelli passati.

anni saranno simili a quelli passati. Sappiamo che la performance passata non è indicativa dei rendimenti futuri. Riteniamo che, nell'ambito di qualsiasi processo di due diligence istituzionale, il bitcoin debba essere analizzato e preso in considerazione insieme ad altri asset. Non è detto che sia sempre adatto, ma nel 2024 e oltre, crediamo che questo possa basarsi sempre di più sui risultati delle analisi, invece che su politiche che in passato l'avrebbero preclusa.

Informazioni importanti

Comunicazioni di marketing emesse all'interno dello Spazio economico europeo ("SEE"):

Il presente documento è stato emesso e approvato da WisdomTree Ireland Limited, società autorizzata e regolamentata dalla Central Bank of Ireland.

Comunicazioni di marketing emesse in giurisdizioni non appartenenti al SEE:

Il presente documento è stato emesso e approvato da WisdomTree UK Limited, società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito.

Per fare riferimento a WisdomTree Ireland Limited e a WisdomTree UK Limited si utilizza per entrambe la denominazione "WisdomTree" (come applicabile). La nostra politica sui conflitti d'interesse e il nostro inventario sono disponibili su richiesta.

Solo per clienti professionali. Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite a titolo meramente informativo e non costituiscono né un'offerta di vendita né una sollecitazione di un'offerta di acquisto di titoli o azioni. Il presente documento non deve essere utilizzato come base per una qualsiasi decisione d'investimento. Gli investimenti possono aumentare o diminuire di valore e si può perdere una parte o la totalità dell'importo investito. Le performance passate non sono necessariamente indicative di performance future. Qualsiasi decisione d'investimento deve essere basata sulle informazioni contenute nel Prospetto informativo di riferimento e deve essere presa dopo aver richiesto il parere di un consulente d'investimento, fiscale e legale indipendente.

L'applicazione di regolamenti e leggi fiscali può spesso portare a una serie di interpretazioni diverse. Eventuali punti di vista o opinioni espresse in questa comunicazione rappresentano le opinioni di WisdomTree e non devono essere interpretate come consulenza normativa, fiscale o legale. WisdomTree non fornisce alcuna garanzia o dichiarazione circa l'accuratezza di qualsiasi punto di vista o opinione espressa in questa comunicazione. Qualsiasi decisione di investimento dovrebbe essere basata sulle informazioni contenute nel prospetto appropriato e dopo aver richiesto una consulenza finanziaria, fiscale e legale indipendente.

Il presente documento non è, e in nessun caso deve essere interpretato come, una pubblicità o qualsiasi altro strumento di promozione di un'offerta pubblica di azioni o titoli negli Stati Uniti o in qualsiasi provincia o territorio degli Stati Uniti. Né il presente documento né alcuna copia dello stesso devono essere acquisiti, trasmessi o distribuiti (direttamente o indirettamente) negli Stati Uniti.

Benché WisdomTree si adoperi per garantire l'esattezza del contenuto del presente documento,

WisdomTree non garantisce né assicura la sua esattezza o correttezza. Qualsiasi terzo fornitore di dati di cui ci si avvalga per reperire le informazioni contenute nel presente documento non rilascia alcuna garanzia o dichiarazione di sorta in relazione ai suddetti dati. Laddove WisdomTree abbia espresso dei pareri relativamente al prodotto o all'attività di mercato, si ricorda che tali pareri possono cambiare. Né WisdomTree, né alcuna consociata, né alcuno dei rispettivi funzionari, amministratori, partner o dipendenti, accetta alcuna responsabilità per qualsiasi perdita, diretta o indiretta, derivante dall'utilizzo del presente documento o del suo contenuto.

