

OSSERVATORIO

MERCATI

mediolanum BANCA

MARZO
2021

INDICE

WHAT'S UP _____ 3

MERCATI OBBLIGAZIONARI _____	3
MERCATI AZIONARI _____	4
MATERIE PRIME _____	4

WHAT'S NEW _____ 5

MIGLIORAMENTO DEL QUADRO SANITARIO _____	5
RESILIENZA DELLE ECONOMIE _____	5
AVANZAMENTO DEI PIANI FISCALI _____	6
LE BANCHE CENTRALI CONFERMANO IL LORO SUPPORTO _____	6

WHAT'S NEXT _____ 8

IL GRANDE RIMBALZO SI AVVICINA _____	8
QUANTO È CONCRETO IL RISCHIO DI INFLAZIONE _____	8
CONCLUSIONI _____	9

SE POTESSI AVERE UN BITCOIN AL MESE... _____ 10

WHAT'S UP

Nelle ultime settimane, i mercati finanziari si sono chiaramente riposizionati nell'ottica di quello che in gergo finanziario viene definito "reflation trade", ossia una serie di movimenti e rotazioni che riflettono la fiducia degli investitori circa un'imminente ripresa del ciclo economico. La prima fase di questo fenomeno - chiamato anche "reopening trade", viste le particolari circostanze - si era già verificata a novembre, dopo i primi annunci sull'efficacia dei vaccini, ma ultimamente ha assunto un rinnovato e più deciso slancio.

MERCATI OBBLIGAZIONARI

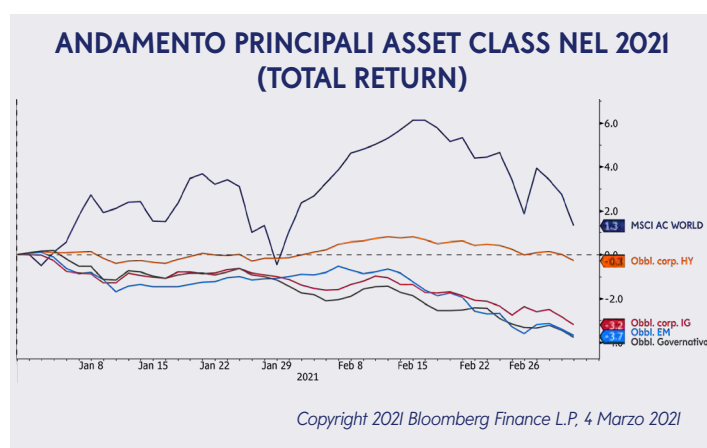
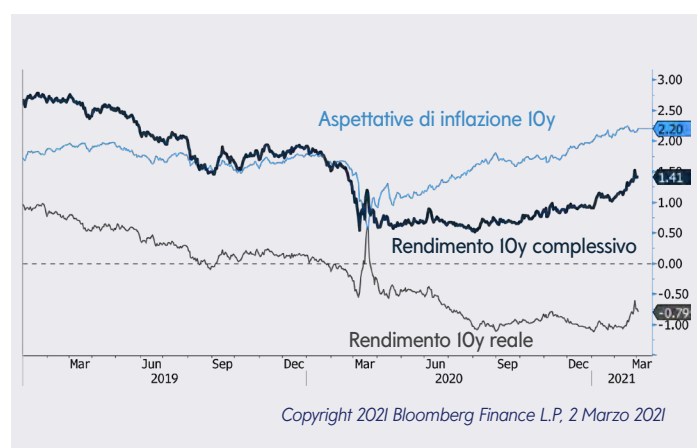
La sua principale manifestazione è quanto accaduto nel mondo obbligazionario: da alcuni mesi, ormai, dopo aver toccato un minimo ad agosto 2020, i rendimenti statunitensi a medio/ lungo termine avevano iniziato gradualmente a risalire; di recente, però, tale fenomeno ha notevolmente accelerato di passo e si è, inoltre, esteso a livello globale.

Va detto che non c'è nulla di anomalo nel fatto che i rendimenti salgano all'inizio di un nuovo ciclo economico e che la curva dei tassi diventi più ripida: ciò esprime, appunto, rinnovata fiducia da parte degli investitori sulla futura ripresa della crescita e dell'inflazione; al contempo, riflette anche politiche monetarie ancora espansive, che tengono inizialmente "ancorati" i tassi a breve termine. A generare turbolenza e volatilità a catena su tutti i mercati è stata però la velocità assunta dal movimento. Inoltre, se fino a qualche settimana fa erano state quasi esclusivamente le aspettative di inflazione a guidare al rialzo i rendimenti, più di recente anche i tassi reali hanno iniziato a risollevarsi, soprattutto negli Stati Uniti, pur restando in territorio ampiamente negativo.

Naturalmente, ciò ha fatto registrare performance negative nell'obbligazionario, specie nei comparti ritenuti più "sicuri": l'indice governativo globale è sceso del 3,8% in valuta locale (*total return*) da inizio anno, seguito a stretto giro da quello *corporate investment grade* (-3,2%), che è più sensibile all'effetto tasso e presenta una *duration* media superiore a quello dei titoli *high yield*, il cui ritorno YTD è invece sostanzialmente nullo¹. Come noto, quest'ultimo è influenzato maggiormente dalla dinamica dello spread di credito, che non ha dato per ora alcun segnale significativo di allargamento, confermando un contesto di fiducia sulle prospettive economiche. Anche i titoli dei Paesi Emergenti hanno visto salire i rendimenti, in scia alla tendenza globale, con conseguente impatto sulle performance; quelli in valuta locale hanno risentito inoltre del deprezzamento delle divise rispetto al dollaro.

Rendimenti governativi IOY	Variazione YTD (pb)
America	
Stati Uniti	51,1
Canada	69,6
EMEA	
Regno Unito	54,0
Francia	26,0
Germania	24,7
Italia	15,5
Spagna	30,2
Portogallo	21,5
Svezia	32,2
Olanda	29,3
Svizzera	27,8
Grecia	38,0
Asia/Pacifico	
Giappone	10,4
Australia	73,7
Nuova Zelanda	75,8
Corea del Sud	23,6
Cina	10,7

Dati al 3 Marzo 2021



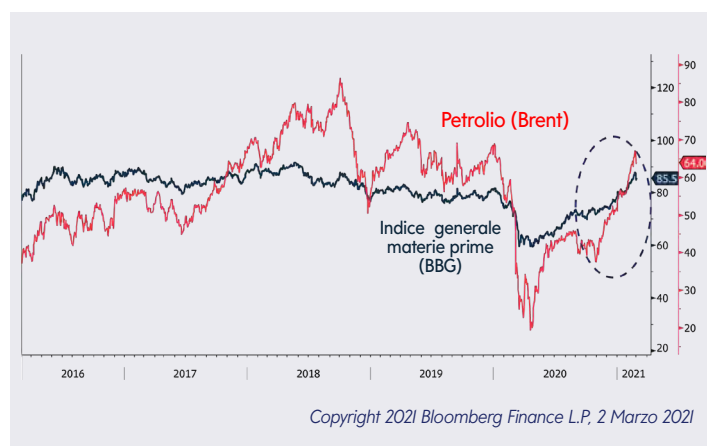
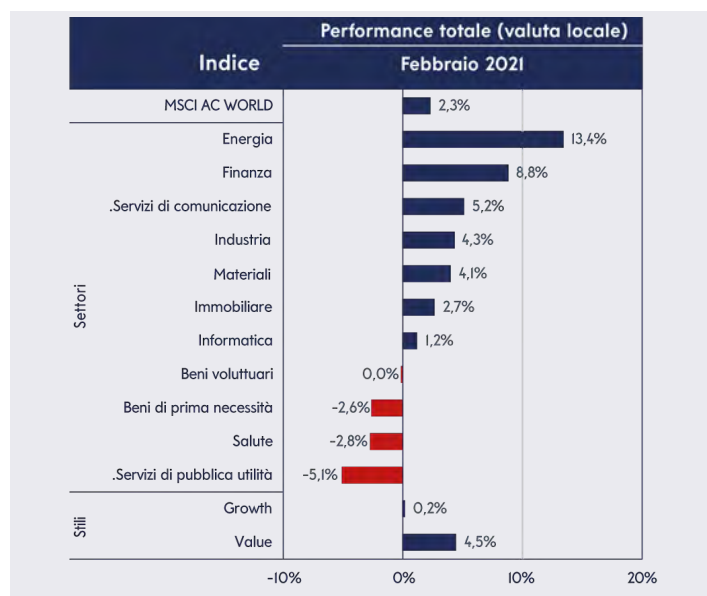
¹ Dati al 4 Marzo 2021

MERCATI AZIONARI

Movimenti tanto repentini sui tassi - inclusi quelli reali - hanno suscitato alcuni interrogativi sulla sostenibilità dei livelli raggiunti dall'azionario, con un nuovo aumento della volatilità e un aggiustamento su tutti i listini. L'interpretazione è stata comunque relativamente benigna, traducendosi più che altro in una sostanziale accelerazione della rotazione - già in parte in atto negli ultimi mesi - verso i settori cicli e *value*, che tipicamente beneficiano nelle fasi di ripresa del ciclo economico e di rialzo dei tassi a medio-lungo termine; alcuni di questi comparti di mercato erano stati inoltre i più penalizzati dalle conseguenze della pandemia (c.d. "*covid losers*"), beneficiando solo marginalmente della ripresa dei mercati iniziata a marzo 2020. Di contro, nell'ultimo periodo sono stati sfavoriti i titoli difensivi e *growth*, più sensibili in negativo all'aumento dei rendimenti (utilizzati per scontare maggiori utili futuri) e in generale i "*covid winners*", complici anche le valutazioni più elevate raggiunte dopo i forti rialzi dei mesi precedenti.

MATERIE PRIME

Nel contesto di mercato appena descritto, ben si colloca anche il recente aumento dei prezzi delle materie prime energetiche, dei metalli industriali e di parte delle agricole, che riflette per l'appunto le attese di ripresa del ciclo economico, oltre che da fattori legati all'offerta, come il blocco temporaneo di alcuni stabilimenti USA causato dalla recente ondata di freddo e l'estensione delle limitazioni alla produzione decisa dall'OPEC+. Da segnalare, inoltre, la forte carenza di semiconduttori a livello globale, legata ad un crescente aumento della domanda di chip in numerose applicazioni industriali, che sta frenando la produzione in alcuni settori, come quello automobilistico.



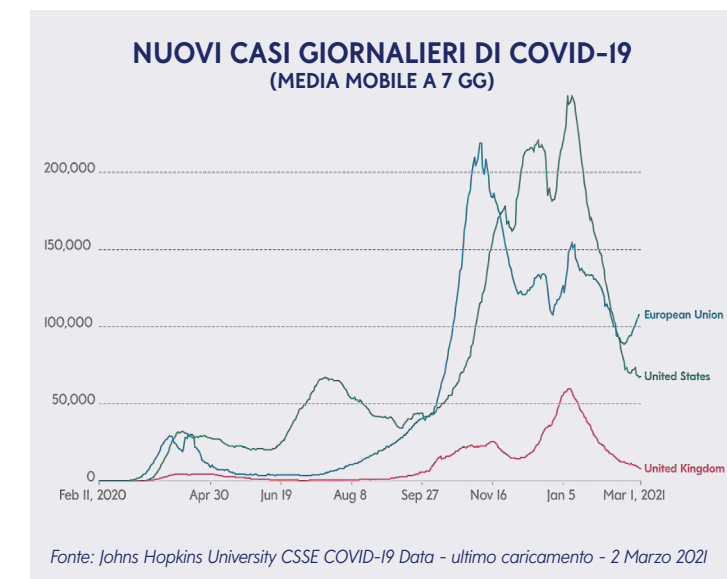
WHAT'S NEW

Se, nella prima parte dell'anno, gli investitori si erano visti costretti a ridimensionare in parte il proprio ottimismo circa la velocità di riapertura delle economie, vista la diffusione di nuove varianti e alcuni intoppi nella distribuzione/somministrazione dei vaccini, nelle ultime settimane la percezione è stata quasi capovolta.

MIGLIORAMENTO DEL QUADRO SANITARIO

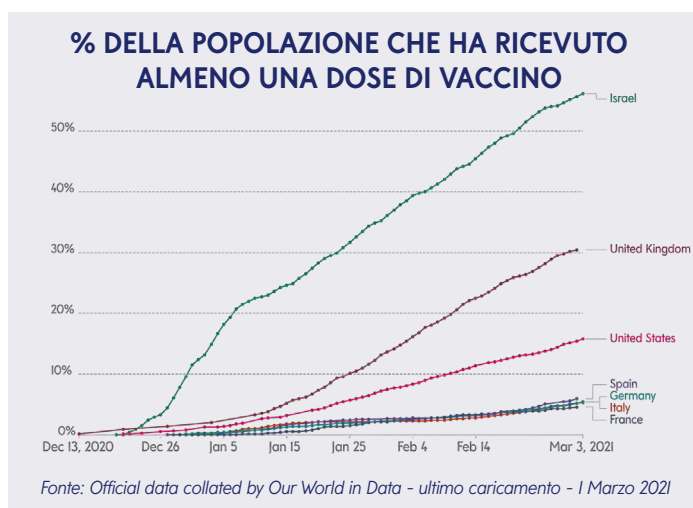
Innanzitutto, anche se dalla prospettiva del nostro Paese e in generale europea ciò potrebbe non risultare evidente, la situazione sanitaria è decisamente migliorata a livello globale, rinsaldando le attese per un ritorno alla normalità in tempi relativamente rapidi. I nuovi contagi di covid-19 sono scesi sui minimi da settembre scorso e si iniziano ad osservare i primi effetti positivi dalle campagne di vaccinazione nei Paesi che sono più avanti in tal senso.

La disponibilità di vaccini è in aumento, sia per una crescente efficienza nella produzione e distribuzione, sia perché sale il numero di candidati approvati o in fase di approvazione come J&J, che ha già ricevuto il via libera negli USA e presenta vantaggi importanti, in primis il fatto di essere monodose e di poter essere conservato a temperature più elevate. Inoltre, in base ad uno studio



Fonte: Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data - ultimo caricamento - 2 Marzo 2021

condotto in Israele, che fornisce il primo vero "esperimento sul campo", visto che oltre il 90% della popolazione ha già ricevuto almeno una dose, il vaccino di Pfizer sarebbe efficace non solo nel limitare i sintomi, ma anche la trasmissione stessa del virus, con buoni risultati già dopo la prima dose: ciò permetterebbe di ritardare la somministrazione della seconda, vaccinando nel frattempo un maggior numero di persone, una strategia che diversi Paesi, tra cui anche l'Italia, stanno pensando di adottare. Dal punto di vista dell'efficacia, è noto che non tutti i vaccini presentano livelli ugualmente eccellenti e che in generale essa tenda a diminuire nei confronti di alcune varianti (specie quella Brasiliana e quella Sudafricana), tuttavia tutti sembrano garantire elevata protezione contro le manifestazioni più gravi della malattia (ricoveri, decessi).



Fonte: Official data collated by Our World in Data - ultimo caricamento - 1 Marzo 2021

RESILIENZA DELLE ECONOMIE

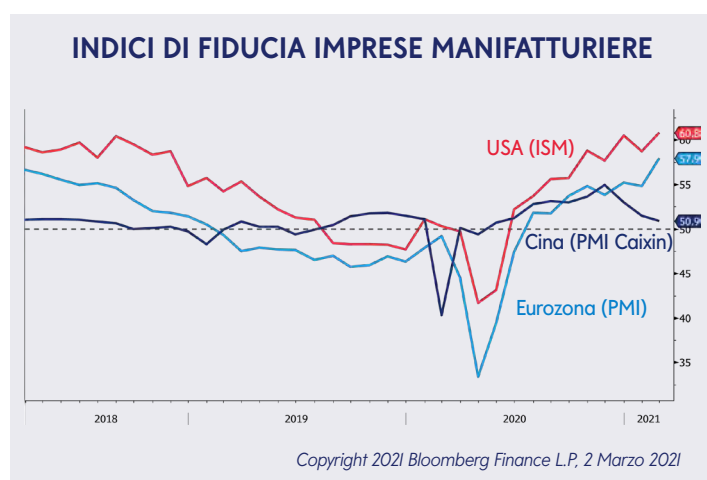
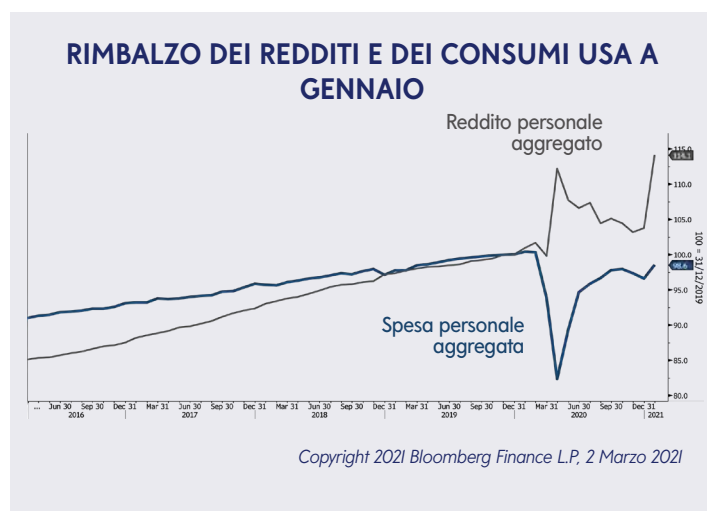
In secondo luogo, i dati economici hanno continuato a confermare uno scenario di resilienza superiore alle attese.

Negli **Stati Uniti** i consumi sono fortemente rimbalzati a gennaio, dopo la flessione di fine anno (+5,3% la variazione mensile delle vendite al dettaglio), riflettendo la maggior fiducia prospettica dei consumatori, ma soprattutto l'effetto positivo sul reddito del rinnovo dei sussidi alla disoccupazione approvato a fine dicembre. A ciò si affianca il proseguimento della ripresa in ambito produttivo e livelli mediamente elevati di fiducia delle imprese: l'indice ISM Manifatturiero a febbraio è salito sui massimi degli ultimi 3 anni (60,8). Anche i risultati delle trimestrali societarie nel 4° trimestre hanno notevolmente sorpreso al rialzo (in circa l'80% dei casi), tornando già a crescere, in aggregato, di circa il 3% rispetto allo stesso periodo del 2019,

ovvero a prima dello scoppio della pandemia: non più tardi di fine dicembre scorso, gli analisti stimavano invece un calo di circa il 9%!

In **Europa**, la maggior trasmissibilità dei nuovi ceppi di Covid-19 e l'avvio relativamente lento delle vaccinazioni, ha costretto i Governi ad estendere le misure restrittive, con conseguente impatto sull'attività dei servizi più coinvolti (ricreativi, ricettivi, ristorazione, trasporti, ...), come testimoniato dalla permanenza degli indici di fiducia delle imprese di servizi (PMI) in territorio di contrazione anche a febbraio. Di contro, l'attività nel manifatturiero appare anche qui in espansione, limitando l'effetto complessivo sull'attività economica: grazie anche alla capacità di adattamento delle famiglie e delle aziende, quest'ultima sta sperimentando una nuova flessione, ma non certo un crollo paragonabile a quello registrato nella primavera del 2020.

Nemmeno la **Cina** ha evitato un rallentamento dell'attività economica a inizio anno, come testimoniato dal calo degli indici PMI, rimasti comunque in territorio di leggera espansione. Ciò è stato dovuto soprattutto a fattori stagionali, ossia alle festività per il Nuovo Anno Lunare, che comportano tipicamente un rallentamento della produzione, a cui quest'anno si è sommato un calo degli spostamenti a causa delle limitazioni imposte dalle autorità per evitare i contagi. L'effetto è stato però in parte controbilanciato dall'aumento dell'attività da parte dei consumatori rimasti nelle città e degli acquisti online.



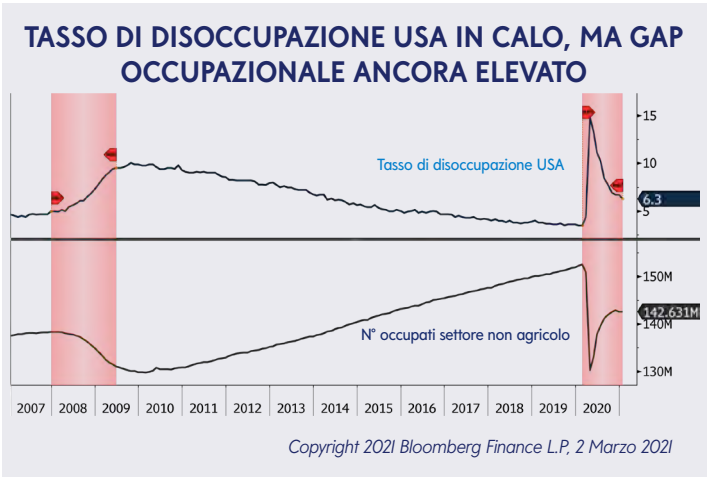
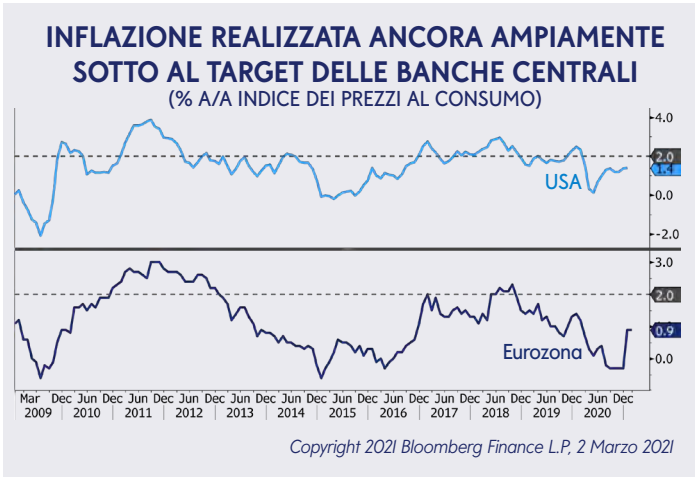
AVANZAMENTO DEI PIANI FISCALI

Nelle ultime settimane sono stati fatti notevoli passi avanti verso l'approvazione del nuovo piano fiscale USA proposto dall'amministrazione Biden: il pacchetto ammonta a circa 1900 miliardi di dollari (equivalenti a circa il 9% del PIL USA) e andrebbe a sommarsi ai quasi \$4tn complessivi già varati in diverse tranche nel 2020, l'ultima delle quali a dicembre (\$900mld). La proposta è stata appena approvata alla Camera e dovrà ora passare al vaglio del Senato, dove potrebbe subire un parziale ridimensionamento (in particolare sul salario minimo) prima dell'approvazione definitiva, attesa comunque entro il 14 marzo: la data non è casuale, perché è quella in cui scadono i sussidi speciali alla disoccupazione attualmente in essere. Oltre all'estensione di tali sussidi, sono previsti supporti diretti ed esenzioni fiscali per i cittadini, fondi per potenziare la gestione della pandemia, per le scuole, le amministrazioni locali e per i settori più colpiti dalle restrizioni. Alcuni osservatori, specie dell'ala Repubblicana, ma anche alcuni noti economisti, hanno messo in dubbio la necessità di tutti questi aiuti, considerando i segnali di resilienza che l'economia USA sta dando. D'altra parte, i Democratici hanno difeso l'entità del pacchetto: il capo del Tesoro, Janet Yellen, ha sottolineato che è necessario "to go big", ossia non risparmiare i supporti, di fronte alla crisi in corso.

LE BANCHE CENTRALI CONFERMANO IL LORO SUPPORTO

In questo contesto, e sommando il recente aumento dei prezzi delle materie prime, non stupisce che i mercati abbiano iniziato a scontare uno scenario di significativa reflazione nei prossimi mesi, ma le Banche Centrali sono prontamente intervenute per chiarire il loro punto di vista: il Governatore della Fed, Powell, in due audizioni tenute la settimana scorsa al Congresso, ha ribadito che la Banca Centrale non ha alcuna intenzione di ridurre prematuramente gli stimoli monetari, perché in realtà gli obiettivi - sia di inflazione che di piena occupazione - sono ancora ben lontani e sarà necessario del tempo prima di osservare dei progressi sostanziali. In effetti, non si può negare che, nonostante il tasso di disoccupazione sia già sceso notevolmente dal picco della crisi (dal 14,8% di aprile 2020 al 6,3% di gennaio 2021) il numero di occupati sia ancora molto inferiore ai livelli pre-covid, anche perché la partecipazione al mercato del lavoro è scesa. Powell ha comunque riconosciuto che l'aumento

dei rendimenti incarna la fiducia dei mercati sulla ripresa economica, mentre altre Banche Centrali sono intervenute in maniera più decisa per contrastare aumenti eccessivi dei tassi che potrebbero portare a restringimenti indesiderati delle condizioni finanziarie: con dichiarazioni verbali, nel caso della BCE, o già nei fatti, come nel caso della Reserve Bank of Australia, che ha aumentato gli acquisti di titoli sul mercato.

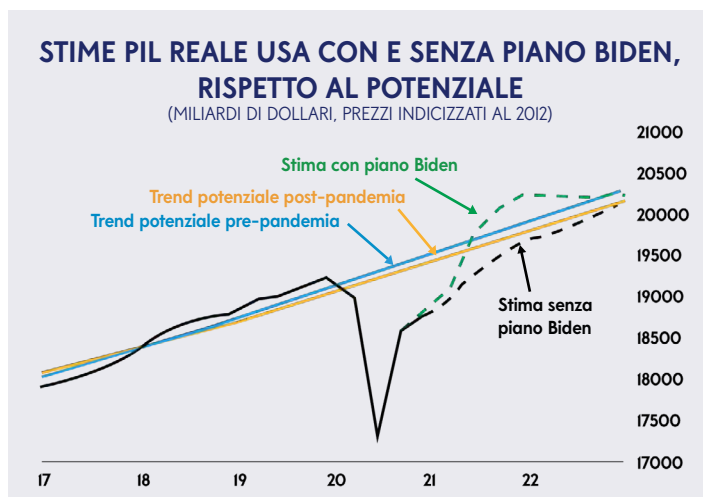


WHAT'S NEXT

IL GRANDE RIMBALZO SI AVVICINA

Salvo imprevisti, nei prossimi mesi dovremmo assistere ad un proseguimento e ad un'accelerazione della ripresa economica globale, grazie alle gradualità riaperture, al rimbalzo della domanda anche nei settori oggi "repressi" e a politiche monetarie e fiscali ancora ampiamente e generalmente espansive. La velocità di recupero rimarrà comunque differente tra aree geografiche, privilegiando i Paesi con le campagne di vaccinazione più rapide e con le più generose politiche fiscali di rilancio.

Negli Stati Uniti le stime di crescita per i prossimi trimestri sono state riviste recentemente al rialzo, alla luce del calo dei contagi, dei progressi nelle vaccinazioni e dell'ingente pacchetto di aiuti aggiuntivi che sarà a breve approvato e dovrebbe temporaneamente portare l'economia sopra il trend di crescita potenziale. Il Regno Unito, tra i Paesi più duramente colpiti dall'ultima ondata ma anche tra quelli più avanti nella campagna vaccinale, ha annunciato la scorsa settimana un piano per le riaperture che mira a ad una completa rimozione delle restrizioni entro il 21 giugno. L'Europa continua a presentare uno svantaggio nel ritmo di vaccinazione, che potrebbe essere gradualmente colmato, ma si tradurrà certamente in un ritardo di qualche settimana/mese nelle riaperture e dunque nella ripresa economica. Inoltre, non c'è dubbio che il Next Generation EU rappresenti una svolta epocale per l'UE, ma è difficilmente paragonabile a quanto si sta mettendo in campo negli USA, sia per i tempi degli esborsi (che non inizieranno prima della seconda metà dell'anno) che per la potenza di fuoco.

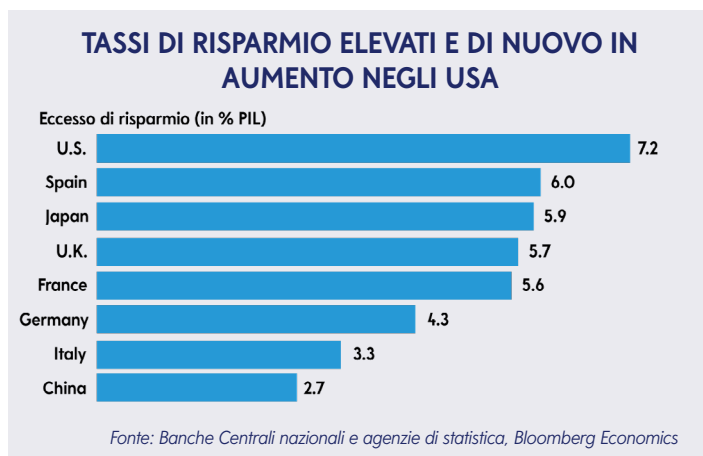


QUANTO È CONCRETO IL RISCHIO DI INFLAZIONE

Oltre all'accelerazione della crescita, che è ovviamente un fattore positivo per gli asset rischiosi, i recenti movimenti di mercato hanno chiaramente evidenziato la necessità di porre grande attenzione anche alle dinamiche dell'inflazione. Quest'ultima risulta ancora molto contenuta, ma dovrebbe in effetti registrare a sua volta un significativo incremento nel breve, per via di diversi fattori:

- Innanzitutto, il cosiddetto "effetto base", dovuto al forte calo dei prezzi che si era verificato nel corso del 2020 (l'inflazione è infatti misurata come variazione anno su anno);
- in secondo luogo, l'aumento dei prezzi che si sta registrando in molte materie prime utilizzate come input produttivi;
- infine - ma forse il più importante - il forte rimbalzo atteso nella domanda globale, che dovrebbe gradualmente estendersi anche tutte quelle categorie di servizi rimaste a lungo bloccate a causa delle restrizioni.

L'entità del rimbalzo della domanda di beni e servizi - e dunque il suo impatto sulla crescita e sull'inflazione - sarà funzione di quanto dell'eccesso di risparmio accumulato dalle famiglie negli ultimi mesi sarà effettivamente speso a seguito delle riaperture: è ragionevole infatti ritenere che una parte sarà mantenuta come risparmio precauzionale, specialmente per quanto attiene alla significativa porzione



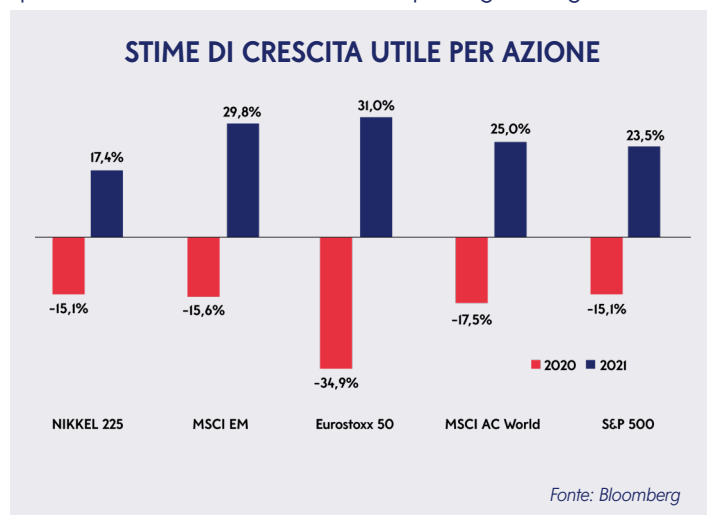
nelle mani delle fasce più abbienti della popolazione, che hanno una minor propensione alla spesa; ma non c'è dubbio che la massa di risparmio che potrebbe riversarsi sull'economia sia potenzialmente enorme, soprattutto negli USA, dove già con l'ultimo round di stimoli approvato a dicembre - senza contare quelli che arriveranno - i risparmi sono tornati a salire.

La domanda chiave, però, è se le Banche Centrali risponderanno o meno a tale aumento dell'inflazione. E la risposta, giunta piuttosto chiaramente e in svariate occasioni, sembra essere un no piuttosto categorico, almeno per il momento, in quanto quello appena descritto è un fenomeno ritenuto per lo più temporaneo e non tale da generare un sostanziale cambio di regime rispetto al trend di inflazione debole degli ultimi anni. Insomma, una cosa è vedere un'inflazione più elevata rispetto ai mesi scorsi e in via passeggera, un'altra è osservare un'inflazione stabilmente elevata a tutti gli effetti. Peraltro, è importante ricordare che la Fed ha rivisto qualche mese fa il target di inflazione proprio per tollerare un'inflazione temporaneamente sopra al 2% se ciò compensi precedenti periodi di debolezza.

CONCLUSIONI

In sintesi, è possibile che l'evoluzione futura dei tassi di rendimento dei mercati obbligazionari globali, governativi in primis, rimanga nella direzione di un rialzo graduale, alla luce del miglioramento economico atteso per il 2021 e del livello di partenza molto contenuto: un fenomeno potenzialmente scomodo, specialmente per i titoli con *duration* più elevata, ma dal potenziale comunque relativamente limitato. Come descritto nel paragrafo precedente, se alcune Banche Centrali (in particolare la Fed) appaiono anche disposte a tollerare tassi a medio-lungo termine moderatamente più elevati, in quanto espressione appunto di un miglioramento del quadro economico, altre sono state più categoriche nel dichiarare di voler evitare un indesiderato e prematuro restringimento delle condizioni finanziarie: è il caso della BCE, che fronteggia un'economia ben più debole di quella americana. In generale, tutte sembrano intenzionate a mantenere ampi supporti ancora a lungo e ad evitare movimenti troppo repentini, come quello di fine febbraio.

Se le Banche Centrali riusciranno nell'intento di stabilizzare i rendimenti di mercato, gli asset rischiosi, pur soggetti a temporanei episodi di volatilità, dovrebbero trarre vantaggio dalla ripresa globale che si prospetta e dalla protratta abbondanza di liquidità: nel mondo obbligazionario, gli emittenti societari ed emergenti potrebbero continuare ad essere privilegiati dagli investitori, così come i mercati azionari potrebbero beneficiare non tanto di un'ulteriore espansione dei multipli (favorita nei mesi scorsi dalla discesa dei tassi), ma piuttosto della forte ripresa attesa nei fondamentali: si stima un rimbalzo di oltre il 20% nel 2021 per gli utili dell'S&P 500 in aggregato e già da inizio anno gli analisti hanno rivisto al rialzo del 5% le stime per il trimestre in corso², la seconda maggior revisione positiva degli ultimi anni e in forte controtendenza con le revisioni al ribasso che tipicamente vengono apportate alle stime iniziali. Nel breve, questo contesto dovrebbe continuare a favorire la rotazione verso i settori più legati alla ripresa del ciclo economico, ma nell'ambito di una corretta pianificazione di medio-lungo termine e di diversificazione non bisogna tralasciare i temi secolari di crescita, che risultano peraltro al centro delle politiche governative di rilancio post-pandemia.



² Fonte: Factset

OSSERVATORIO
MERCATI



SE POTESSI AVERE UN
BITCOIN
AL MESE

SE POTESSI AVERE UN BITCOIN AL MESE...

Ci perdonerà Mazzi se aggiorniamo il titolo della sua celebre canzone (del resto già superato dall'avvento dell'euro) con una versione meno musicale dell'originale: così è più attuale e ricca, considerato che le tanto sospirate 1.000 lire del 1939 (l'anno in cui uscì la canzone) equivalgono a **870 euro di oggi**, contro i circa 50.000USD di 1 bitcoin (BTC).

Perché ora è il BTC l'oggetto del desiderio che fa impazzire tutti: dal giorno del debutto ad oggi, il suo valore si è moltiplicato per ben 64 milioni di volte, mentre il DJ è salito "solo" di 869 volte. E il debutto del primo è avvenuto 12 anni fa, mentre quello del secondo ben 125: in pratica, la divisa virtuale ha "doppiato" 73.660 volte il DJ, in meno di un decimo del tempo! La miglior performance della storia.

Il successo del BTC ha quindi stimolato molti "imitatori", che qualche volta hanno riscontrato apprezzamento da parte degli investitori, alla ricerca di alternative meno care. Prima di farsi prendere dall'ansia da **FOMO**, però, è bene sottolineare che si tratta spesso di un mondo opaco, non regolamentato, scosso da scandali e (sorpresa!) vulnerabilità tecnologiche. Ma è soprattutto un ambito la cui completa comprensione richiede competenze avanzate di finanza, tecnica bancaria, matematica e informatica. Il messaggio è inequivocabile: **le criptovalute non sono per tutti**.

COS'È UNA "CRYPTO"?

È una valuta digitale che nasce con gli stessi scopi di una valuta tradizionale (**fiat**), ma è resa sicura attraverso la crittografia. Quest'ultima è un insieme di algoritmi molto complessi che "sorvegliano" l'ingresso della moneta, con la finalità di garantire che solo i destinatari delle informazioni siano in grado di leggerle.

BLOCKCHAIN

Quasi tutte le cryptocurrency utilizzano la blockchain, ossia un database distribuito dove i dati non sono memorizzati su un solo computer, ma simultaneamente su più macchine collegate tra loro, e a blocchi. Per essere consolidato all'interno di un blocco, ogni dato, e successivamente ogni blocco prima di essere inserito nella "catena", vengono sottoposti ad un processo di validazione.

Questo sistema fa sì che un'operazione si saldi alle precedenti (catena) e venga registrata su tutti i "nodi" (cioè computer) partecipanti, in modo trasparente e tracciabile (sarà consultabile da tutti: un esempio **qui**), ma crittografato. Il che la rende inviolabile o immutabile successivamente: per farlo bisognerebbe risolvere la chiave crittografica e poi hackerare un numero elevatissimo di nodi.

Ciò che distingue una blockchain dall'altra è il **protocollo di validazione**. I più diffusi sono due:

- **Proof of work**: è il protocollo primigenio, su cui si basa bitcoin. Qui, chiunque può diventare un "nodo", basta scaricare la blockchain sul proprio computer tramite apposito programma (Bitcoin Core, per esempio). Ma solo le macchine più potenti riescono a risolvere i complessi algoritmi di validazione stabiliti: il primo che arriva a validare un blocco si chiama "miner" e gli spetta una remunerazione. Che si suda duramente. Perché per "minarlo" con la speranza di vincere la concorrenza è necessaria una potenza elaborativa via via maggiore al crescere della catena. Questa tecnologia è quindi difficilmente scalabile.

- **Proof of stake:** è il protocollo su cui si basa ethereum. Qui non c'è una competizione per validare un blocco, ma ogni volta che se ne aggiunge uno alla blockchain si individua il creatore del successivo, che dovrà necessariamente avere un interesse economico (stake) nella catena, ossia possedere la criptovaluta in questione: più un individuo è esposto -è la ratio-, maggiore sarà il suo incentivo a comportarsi in virtuosamente. I partecipanti vengono quindi scelti in base alla loro ricchezza, ma con la correzione di un fattore casuale e dell'“anzianità” di detenzione della criptovaluta. Il che implica la sua pre-emissione (conio), e la mancanza di creazione di altra moneta come premio per i validatori, che percepiranno solo commissioni sulle transazioni registrate. Nel caso del bitcoin, invece, la proof of work è remunerata con la creazione (“mining”) di altra moneta.

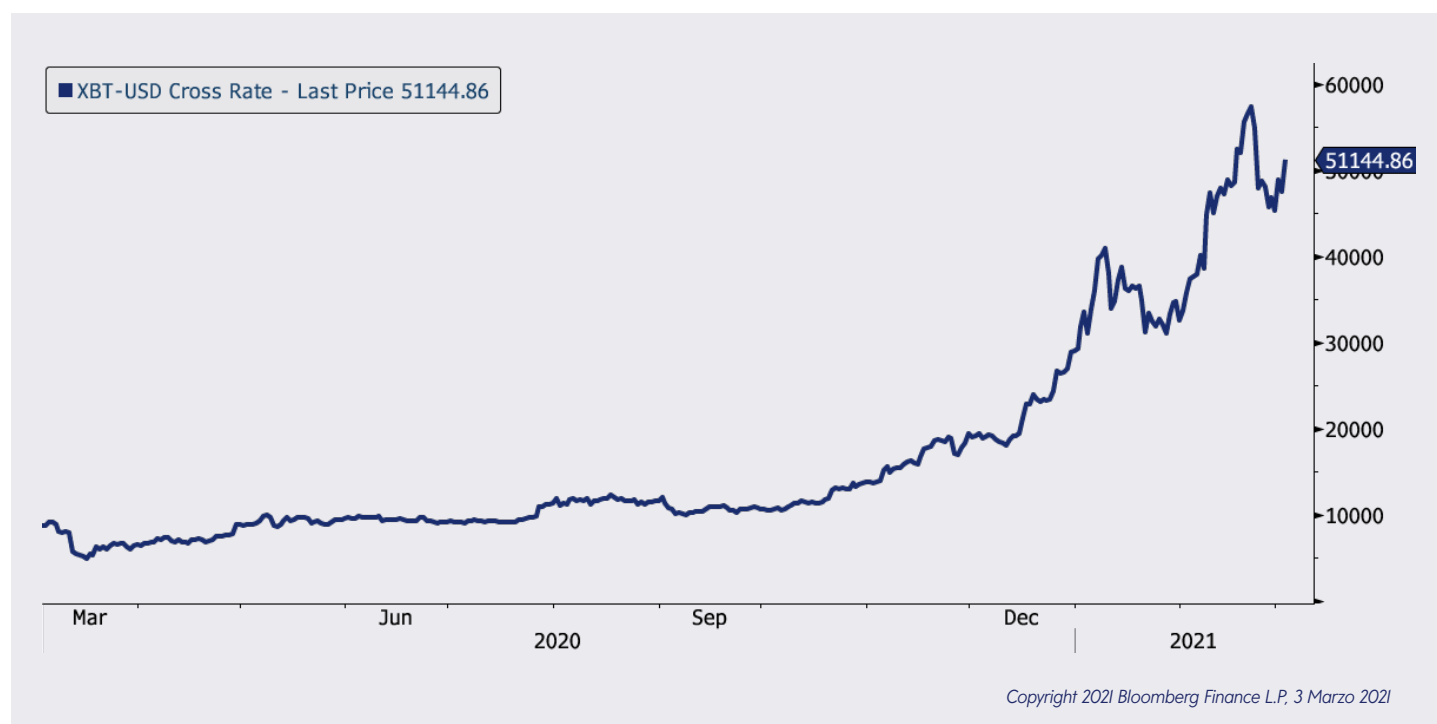
Le blockchain si distinguono inoltre tra pubbliche (permissionless), cui tutti possono accedere e operare (come quelle di bitcoin ed ethereum) o private (permissioned), cui si accede solo previo consenso dell'organizzazione che l'ha creata (esempio: blockchain bancarie per alcuni pagamenti).

Le reti che funzionano permissionless e con la proof of work sono molto più lente: bitcoin riesce ad elaborare solo 7 transazioni al secondo, contro le 24.000 di un sistema centralizzato come Visa. Nelle scorse settimane, in cui l'attività su BTC è stata particolarmente intensa, si sono registrati casi in cui l'eseguito è arrivato ben 4gg dopo.

BITCOIN

È l'agosto 2008 quando Satoshi Nakamoto (uno pseudonimo mai identificato) pubblica on line il [white paper](#) contenete tutti i dettagli tecnici della moneta. L'obiettivo dichiarato è quello di creare un sistema monetario alternativo a quello tradizionale (che di lì a poche settimane decreterà il fallimento di Lehman), con l'idea di soppiantare -in economia- le leggi dell'uomo con quelle della matematica e dell'informatica. Il 3 gennaio 2009 viene creato il primo blocco di 50 BTC, il “Genesis book”, o “blocco zero”. Il 5 ottobre 2009 la prima quotazione: **con \$1 si compravano 1.309BTC**. Roba da informatici nerd ed anarcoidi? Lo pensavano tutti, ma poi...

Certo, un grafico così non lascia indifferenti:



Ma zoomando su alcuni periodi della sua brevissima storia, si scopre che essa è costellata di salite vertiginose e cadute rovinose. Fino al febbraio 2011, il BTC viaggia sotto \$1. A giugno arriva a sfiorare i \$30, ma a novembre ne vale \$2:



La salita si deve alla nascita della giapponese Mt. Gox, la prima (e più importante) piattaforma di scambio di bitcoin al mondo; il crollo ad un attacco hacker che la blocca.

Nel 2013/14 si replica: i cittadini cinesi se ne innamorano, e il prezzo supera i \$1.000USD; poi crolla fino a 200, perché a dicembre 2013 la PBoC dichiara illegali le transazioni in BTC. Nel corso del 2014 va anche in bancarotta Mt. Gox: in un altro attacco hacker spariscono 750.000BTC dei clienti più 100.000 della piattaforma stessa.



Nel 2017/18, nuovo episodio: il BTC decolla fino a sfiorare i 20.000USD grazie al fatto che ad aprile 2017 il Giappone lo legalizza come metodo di pagamento. Ma a settembre 2018 ne vale di nuovo 3.000, perché nel frattempo la Cina ha inasprito il suo giro di vite sulle criptovalute, vietando le ICO (Initial Coin Offering) e chiudendo gli exchange.

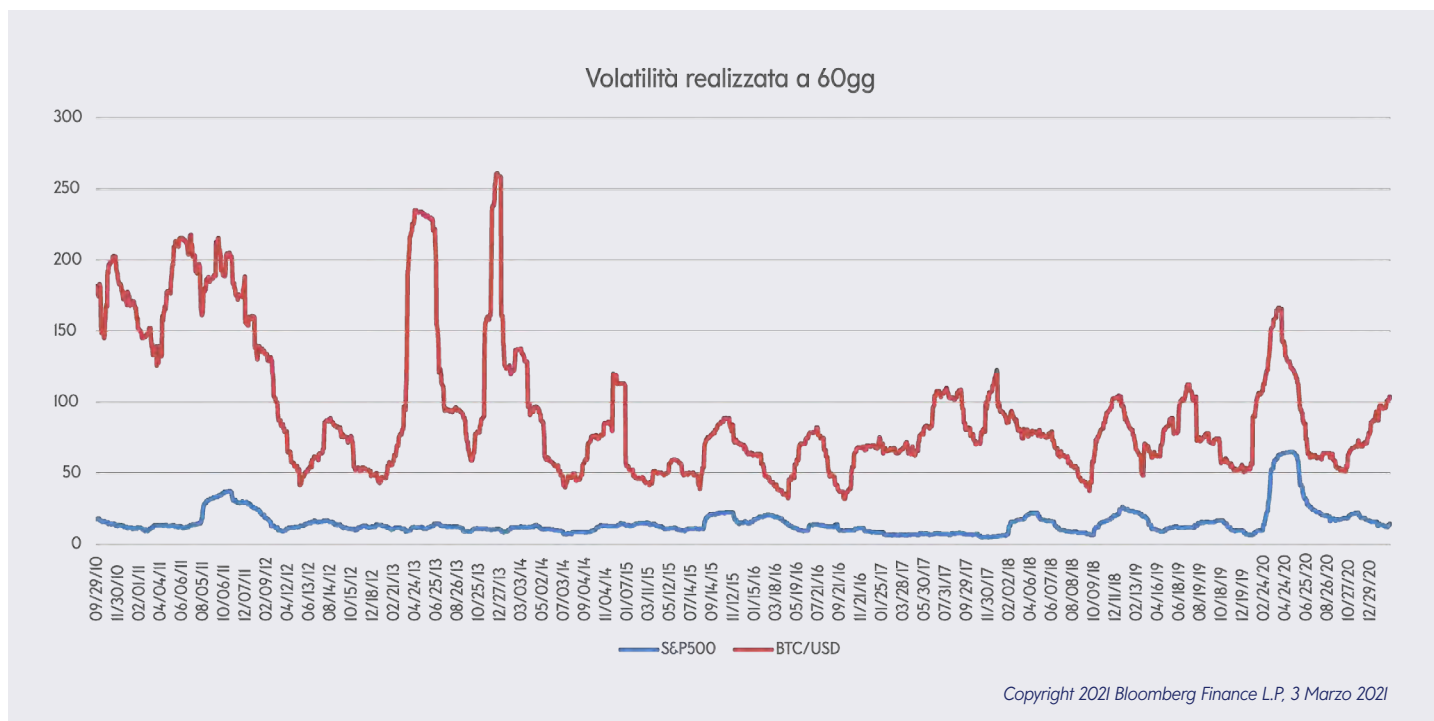


Tre cadute di circa il 90% in meno di 10 anni. Certo, bastava tenere i nervi saldi. Ma detto adesso è facile. Ora la situazione è questa:



Se la storia è di qualche insegnamento...

Peraltro, il BTC oggi si ritrova ad essere il simbolo stesso della volatilità dei mercati, il che è un po' bizzarro se si pensa che era nato per rispondere ai fallimenti finanziari del 2008/2009:



LE ALTCOIN

Se la storia è di qualche insegnamento...

Sono le "crypto" alt-ernative al BTC. Ne esistono oltre 2.500.

Queste le prime 20 per capitalizzazione:

BCH Bitcoin Cash	483.5169	9,024,931,053
UNI Uniswap Govern...	24.2658	7,563,722,131
DOGE DogeCoin	0.0497431	6,395,869,853
LNC Blocklancer	52.44	6,300,161,737
WBTC Wrapped Bitcoin	48,809.1503	6,018,705,137
XEM NEM	0.64391348	5,787,695,195
ATOM Cosmos	18.6163	4,773,172,839
OKB OKB	18.0849	4,740,206,974

Fonte: Bravenewcoin.com; dati al 01/03/2021.

Hanno spesso caratteristiche diverse dal BTC, magari perché usano un altro protocollo di validazione, o perché hanno un sottostante. In quest'ultimo caso, vengono chiamate stablecoin: l'obiettivo è limitare la volatilità, legandone il valore ad un collaterale, che può essere valuta fiat, oppure commodities, oppure altre criptovalute (diversificate ed overcollateralizzate). Farà parte di questa categoria Libra (ora Diem), la valuta digitale di Facebook annunciata nel 2019 per inizio 2020, poi rinviata -notevolmente ridimensionata

Index	Price (USD)	Market cap (USD)
BTC Bitcoin	49,004.0411	913,392,496,533
ETH Ethereum	1,541.1064	175,909,885,595
ADA Cardano	1.3025	38,912,946,242
BNB Binance Coin	249.0983	38,494,066,504
USDT Tether	1.0034	35,253,005,067
XRP XRP	0.44261195	20,227,238,868
LTC Litecoin	174.6184	11,719,578,732
LINK ChainLink	26.773	10,977,170,207
DOT Polkadot	35.0271	10,441,159,855
WETH WETH	1,526.9693	9,613,424,592
XLM Stellar	0.42218041	9,508,845,365
USDC USD Coin	0.99893741	9,037,912,556

nelle ambizioni- al 2021. Al momento, però, il principale esponente di questa categoria è tether, collaterallizzato 1:1 con il dollaro (e infatti, come si evince dalla tabella, 1 tether vale sempre qualcosa di molto vicino al USD). Perché collaterallizzare una cryptocurrency con valuta fiat? Per aggiungere la stabilità ai vantaggi della "cripto".

VANTAGGI

Con una criptovaluta:

1. **Si supera il signoraggio della banca centrale** di riferimento, che può variare l'offerta di moneta (e quindi il suo valore relativo) e imporre controlli sui capitali.
2. **Si ovvia all'intrusività del Governo**, non tanto fiscale, quanto politica. In Nigeria, Russia, Cina e Ucraina il BTC è stato usato da gruppi di dissidenti per ricevere/inviare finanziamenti non sequestrabili dalle autorità locali.
3. **Si genera disinflazione**. Nella maggior parte dei casi l'algoritmo della "cripto" ha nativamente insito un limite massimo di emissione/offerta. Per esempio, il bitcoin arriverà a 21 milioni di unità nel 2140 (ora sono 18): la "scarsità" è una ragione dell'incredibile rialzo delle quotazioni.
4. **C'è assoluta sicurezza** nei pagamenti.
5. Si genera un **laboratorio di innovazione**, con soluzioni dai vasti ambiti applicativi (v. blockchain con gli **smart contracts** o con la **DeFi**).
6. Si ha **decorrelazione dalle altre asset class**, cosa interessante nei momenti di incertezza dei mercati:

SVANTAGGI

Le "cripto" restano però una nicchia per appassionati, con pochi scambi (sul BTC avvengono solo circa 200.000 transazioni al giorno) e dal controvalore complessivo limitato. Questo perché hanno svantaggi notevoli:

1. **Non sono un'asset class**. Per esserlo dovrebbero avere un flusso di reddito (come un bond o un'azione), o un valore d'uso (come una casa), o altre utilità concrete (come il contante o le commodities): sono difficilmente collocabili nei portafogli.
1. **Non sono riserva di valore**: la loro volatilità non garantisce che domani si possa acquistare circa lo stesso quantitativo di cose di oggi. Inoltre, non avendo valore intrinseco, hanno semplicemente quello che il mercato assegna loro: un po' come **il numero 1 di Topolino**, che vale 0 o 1.000 o 10.000 euro solo in virtù del fatto che esista o meno un collezionista/appassionato disposto a sborsare tali cifre.

2. Anche le monete e le banconote non hanno valore intrinseco. Vero, però sono sempre accettate come **mezzo di pagamento**. Le cryptocurrency no. I merchant che accettano BTC sono pochissimi (solo l'1.3% delle transazioni offeriscono a compravendite di beni o servizi): in fondo corrono un **rischio di cambio** non indifferente.
3. Non c'è un chiaro vantaggio commissionale: nel caso del BTC **le commissioni** si pagano in BTC (quindi salgono al suo apprezzarsi), e sono funzione del "peso" in byte della transazione, il che ha lo svantaggio di rendere **il costo imprevedibile ex ante**.
4. Per un investitore "normale" **l'anonimato è un falso mito**. Le criptovalute sono sicuramente utilizzate dalla criminalità organizzata (come ha rilevato **Yellen**), ma gli exchange che operano in UE e USA devono sottostare alle rispettive normative antiriciclaggio, incluso il KYC.
5. **Gli utilizzatori/investitori non hanno alcuna tutela legale**. Anche perché non ci sono contratti o procedure di reclamo. In ogni caso, la mancanza di definizioni, di standard legali e obblighi informativi renderebbe difficile provare di aver subito un danno ingiusto. Il quadro è comunque in evoluzione: accanto ad **avvertenze delle singole autorità**, la UE si appresta a **colmare la lacuna**.
6. Farraginosità sotto il **profilo fiscale**.
7. **Opacità nei prezzi**: le quotazioni differiscono tra i diversi exchange, che applicano anche commissioni differenti. Inoltre, i prezzi sono influenzati dallo scarso spessore.
8. Coinvolte in innumerevoli **scandali**, anche in culla (ICO **truffa**). La già citata tether, per fare un esempio, è finita sotto inchiesta a New York (ha patteggiato \$85 milioni pochi giorni fa) per malversazioni nella gestione del collaterale in USD. Un **meticoloso studio**, inoltre, collega le emissioni di tether del 2017 con la salita vertiginosa del BTC: in pratica l'accusa è che si siano creati tether dal nulla, per usarli, tramite una piattaforma collegata, per comprare BTC in momenti di stasi del mercato, manipolandone i prezzi.
9. Esiste un **rischio informatico**. Le blockchain sono impenetrabili. Così impenetrabili che se si perde la chiave privata con cui si accede al wallet in cui è custodita la criptovaluta (una password da 64 cifre esadecimali, ognuna a 4 bit) non c'è modo di recuperare i propri soldi. Si stima che siano andati "perduti" così 4 milioni di bitcoin. Però non sono impenetrabili gli exchange. Di Mt Gox si è detto (volatilizzati, al cambio di allora del BTC, circa \$450 milioni), ma l'hackeraggio di **Coincheck** ha fruttato un bottino maggiore (\$530 milioni). C'è anche un caso italiano: nel 2019 **Bitgrail** fallisce lasciando un "buco" da 150 milioni causato -sembra- da errori software che hanno permesso prelievi multipli ad alcuni clienti.

10. Non sono ESG perché **terribilmente inquinanti**. La quantità di energia necessaria per “estrarre” le cripto è stupefacente: una transazione BTC consuma 8.000 volte più energia di una processata da Visa. “Estrarre” un solo bitcoin consuma **quanto un americano medio in due anni**. Secondo **l’Università di Cambridge**, il BTC brucia oltre 121 terawattora all’anno, ossia quanto l’Argentina. È la ragione per cui quasi la metà del mining è concentrata nel sudovest della Cina, nonostante l’ostilità del Governo nei confronti di questa attività: qui l’elettricità è estremamente economica.

11. Essendo disinflazionistiche, i cittadini di tutti i Paesi ad elevata inflazione (Paesi emergenti) saranno incentivati a convertire la loro divisa fiat in cripto, esautorando di fatto la Banca Centrale dalla leva della politica monetaria. **Con conseguenze inimmaginabili sull’economia mondiale**. Ma vale anche per i Paesi politicamente instabili, per le dittature e anche per chi, nei Paesi sviluppati, teme che l’attuale fase ultra-espansiva possa mandare l’inflazione fuori controllo.

12. Per la ragione sopra, le Autorità di tutto il mondo diffidano delle criptovalute (con qualche eccezione per le stablecoin): **esiste sempre la possibilità che vengano improvvisamente bloccate/vietate**. Il Governo cinese già dal 2009 ha confinato le monete virtuali al mondo virtuale: in pratica, ha vietato la riconversione finale in yuan. Insomma: decidendo di acquistare cripto, si rischia di non poterla più cambiare con valute fiat. O di perderla

FUTURO

Fatte queste premesse, è difficile prevedere il futuro delle criptovalute. Forse il loro valore vero è solo l’algoritmo/tecnologia che c’è dietro (che può anche essere grande), gonfiato però adesso dai tassi bassi, dalle politiche anticonvenzionali e dalla speculazione.



Copyright 2021 Bloomberg Finance L.P., 2 Marzo 2021

Si capiscono quindi le perplessità della SEC ad autorizzare ETF su BTC&co. Peraltro, facilitare l’investimento (anche retail) recherebbe implicito il messaggio che il sottostante è un mercato sorvegliato/regolamentato (cosa che non è).

CENTRAL BANK DIGITAL CURRENCY (CBDC)

Certo, se le criptovalute fossero emesse dalla banca centrale e non da privati, i problemi sparirebbero. Forse le Autorità le avrebbero tollerate senza troppe preoccupazioni se nel 2019, Zuckerberg, annunciando Libra, la stablecoin di Facebook, non avesse dichiarato che lo scopo era **soppiantare il dollaro come valuta di riserva**. Con 2.4 miliardi di clienti/utenti, era **credibile**.

Una sveglia, come ha ammesso **Powell**. Da lì, tutte le banche centrali hanno iniziato a lavorare seriamente ad una propria valuta digitale.

Solo che la questione è assai complessa (e affascinante). L’emissione di un **euro digitale**, per esempio, andrebbe affiancarsi alle due tradizionali vesti della moneta (banconote e depositi bancari). Con impatti rilevanti (**Coeuré, Panetta**)

1. Sulla **“qualità” delle transazioni**: aumento velocità e sicurezza, diminuzione costi.
2. Sulle **banche**. Il luogo nativo in cui depositare divisa digitale sarebbe la BCE stessa, con i risparmiatori che, a parità di condizioni, la preferirebbero (per definizione non può fallire) alle banche commerciali. Però la BCE dovrebbe gestire centinaia di milioni di conti retail.
3. Sulla **politica monetaria**: sarebbe incredibilmente più efficace proprio grazie all’apertura al retail. Cosa succederebbe se al retail venisse applicato lo stesso tasso depo ora applicato alle banche (-0.5%) o se la BCE decidesse di prestare direttamente a cittadini e imprese, invece di elaborare schemi come le TLTRO? Però ci sarebbero ripercussioni sul moltiplicatore dei depositi, e il sistema bancario **-disintermediato-** andrebbe completamente ripensato.
4. Sul **controllo dei capitali**. Una CBDC non è davvero una criptovaluta: ne condivide la tecnologia, non l’indipendenza da un’Autorità centrale. Lo sa bene la Cina: sta accelerando sullo **yuan digitale** al fine di eliminare il contante e ottenere così il controllo totale sui flussi finanziari. Ma sul punto anche i Paesi democratici devono fare attenzione: in teoria qualsiasi cittadino potrebbe detenere wallet digitali in diverse CBDC, con la possibilità di passare dall’una all’altra, a propria convenienza, con un click. Non è un problema di “soldi sporchi”. È che così, come in un gigantesco gioco dell’oca, si torna all’inizio: depotenziamento della politica monetaria.

Tutto dipende da come le CBDC verranno disegnate: BCE e Fed condurranno una sperimentazione nel corso del 2021, e se ne capirà di più, magari grazie anche alle **Bahamas**, che hanno lanciato il sand dollar a ottobre. Non è nemmeno chiaro, onestamente, quale sia il reale vantaggio per il cittadino/consumatore/risparmiatore normale. È la scommessa di Pascal delle banche centrali: magari la CBDC è inutile o inattuabile, ma farsi trovare impreparate di fronte alla concorrenza delle Big Tech/Fin Tech è un rischio troppo grande da correre.