

# Обзор Bitcoin

Ончейн анализ текущего статуса и прогноз на 2026 г.

## Резюме

- Рынок находится в стадии коррекции и до конца 2025 года станет понятно – мы находимся в затяжном медвежьем тренде или это очередная локальная коррекция восходящего цикла.
- В случае медвежьего тренда уровни поддержки цены (дно рынка) ожидаются в диапазоне **\$59-63 тыс. со сдвигом этого диапазона к \$70-81 тыс. к концу 2026 года**
- В случае локальной коррекции (её дно было пройдено 22 ноября 2025 года), ожидаемый наиболее вероятный диапазон для вершины цикла **\$146 - \$165 тыс. в 2026 году**.
- Структура спроса претерпит изменения в 2026 г. – существенно меньшее влияние будут оказывать Digital Asset Treasury компании, в то время как спрос на спотовые ETF восстановится.

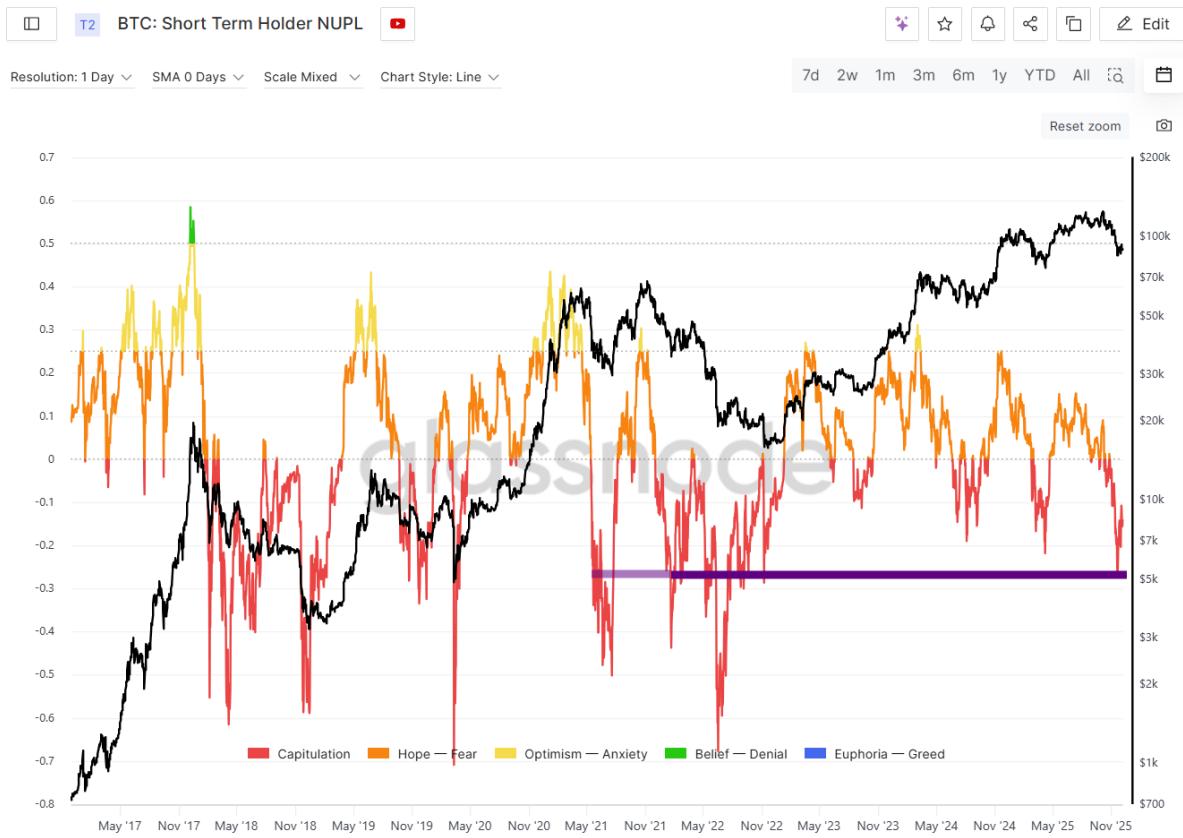
## Введение: начался ли «медвежий» тренд?

6 октября 2025 г. биткоин достиг вершины в \$126.2 тыс./BTC, после чего началось достаточно резкое снижение и цена достигала уровня \$80.6 тыс./BTC.<sup>1</sup> 21 ноября 2025 г. Среди аналитиков сектора и участников рынка всё чаще звучат слова о начале медвежьего длинного тренда и «криптозимы». Данные ончейн анализа пока свидетельствуют о том, что рынок не перешел в стадию длительного медвежьего тренда, а находится в глубокой локальной коррекции в рамках предыдущих снижений:

1. Отсутствуют глубокие просадки у показателя чистой нереализованной прибыли (NUPL) у краткосрочных держателей (владеющих биткоинами в среднем меньше 155 дней)<sup>2</sup>. Текущий уровень по своей динамике напоминает времена между двумя вершинами цикла 2021 (в апреле и ноябре):

<sup>1</sup> Coinmarketcap.com

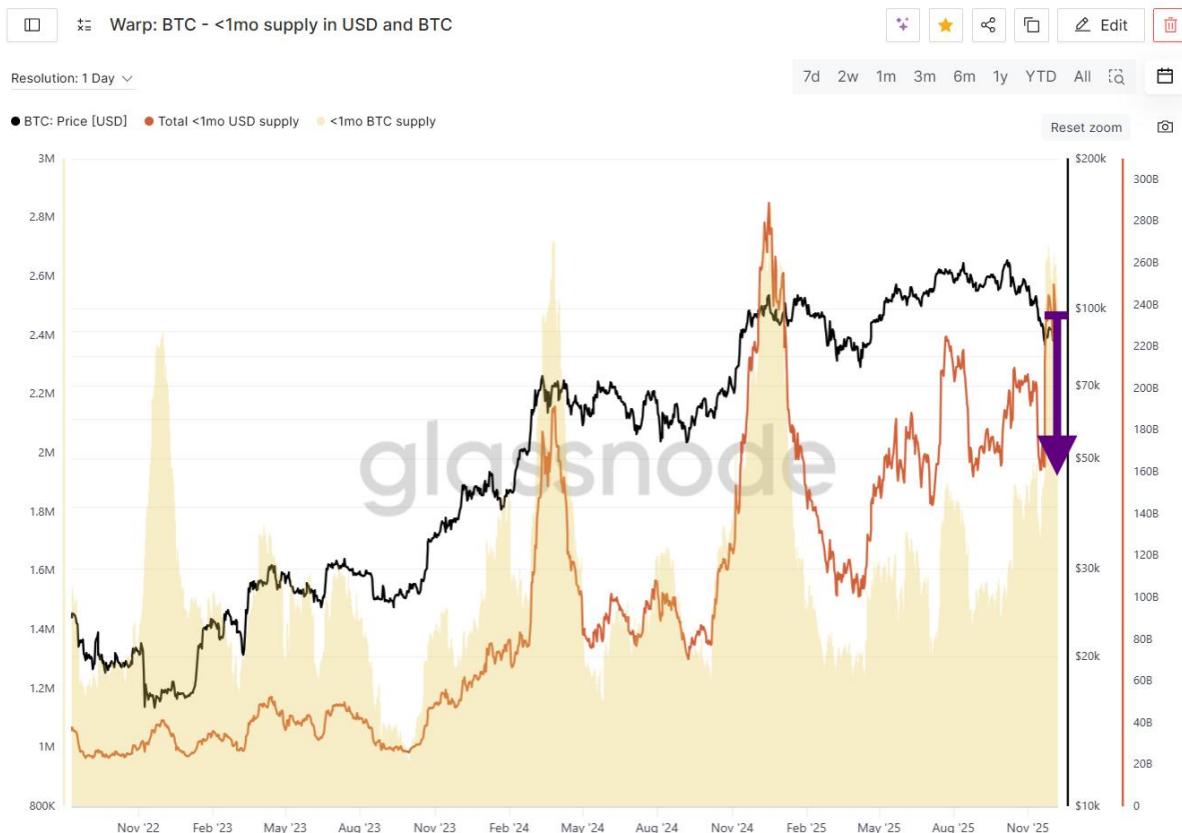
<sup>2</sup> Здесь и далее, если не указано иное, исходные данные аналитической платформы glassnode.com



2. Максимальная просадка от вершины не превысила 33%, что находится в границах диапазона растущего тренда:



3. Реализованный спрос сохраняет повышательный тренд (в качестве метрики, позволяющей анализировать реализованный спрос используется динамика 1-месячного предложения в денежном и натуральном выражении). Существенный всплеск последнего месяца является техническим и обусловлен реконфигурацией хранилища Coinbase 22 ноября 2025 г. - показатель оказался завышен на ~630 тыс. BTC, тем не менее даже с учетом поправки наблюдаются рекордные уровни спроса с тенденцией на замедление роста:



4. Долгосрочные держатели осуществляют третью попытку фиксации прибыли (паттерн существенно отличается от предыдущих циклов). Первая волна фиксации прибыли текущего цикла произошла в начале 2024 с одобрением входа институциональных инвесторов, вторая волна и текущая волны знаменуют собой ротацию капитала уже среди институциональных инвесторов (первая волна фиксирует прибыль в 100%+ и передает «эстафету» второй волне, включающей представителей трежери-компаний). Примечательно, что размер зафиксированного капитала в деньгах на каждой волне примерно совпадает и есть основания полагать, что текущая волна фиксации прибыли подходит к завершению, подтверждая тезис о локальной коррекции в ноябре нежели начале длинного медвежьего тренда:



При этом имеется ряд тревожных сигналов, сигнализирующих об ослаблении спроса со стороны ключевых акторов рынка в этом цикле и говорящих в пользу гипотезы о начале длительного медвежьего рынка:

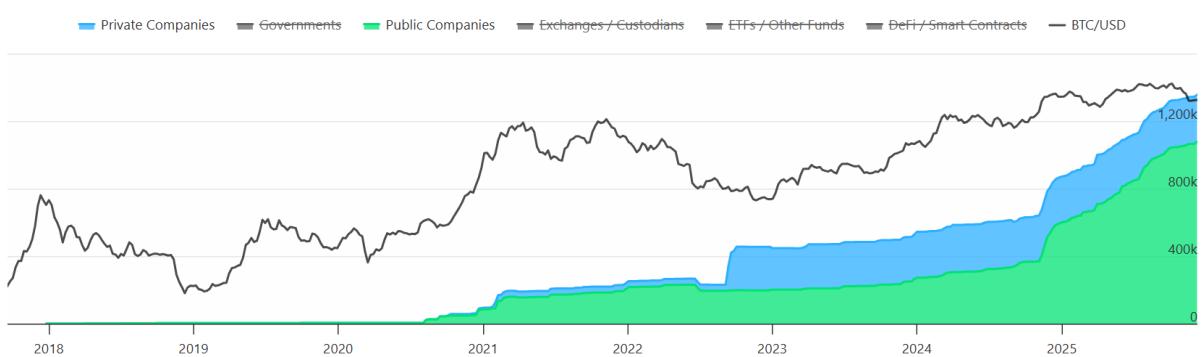
1. спотовые ETF показывают рекордные снижения позиций в основном из-за разворота популярной в среде хедж-фондов стратегии игры на понижение мультиликаторов компаний-казначейств (покупка спотового ETF на биткоин или самого биткоина + продажа без покрытия акций Strategy с тикером MSTR). После фиксации прибыли от снижения цены MSTR следует закрытие длинных позиций в спотовых ETF:



- Компании-казначейства (Digital Asset Treasury или DAT компании) показывают снижение мультипликаторов капитализации к стоимости биткоинов на балансе и уже перешли к дисконту, что потенциально может вызвать волну распродаж биткоина с целью закрытия арбитражных возможностей (продажа биткоинов по рыночной цене и покупка собственных акций с дисконтом к стоимости биткоина). Контрагументом выступает простое замедление покупок на текущей стадии, а не продажа биткоинов<sup>3</sup>:

#### Distribution of Bitcoin Over Time

This chart shows the distribution of Bitcoin over time for all tracked entity groups.



- Самосбывающиеся ожидания по предыдущим циклам – наложение динамики цены биткоина от цикла к циклу свидетельствует о прохождении вершины текущего цикла в октябре 2025 г. (совпадает с циклами 2015-2018 гг. и 2018-2022 гг.) и ожиданий частью участников рынка фазы длительного снижения (около 1 года):

<sup>3</sup> Источник: [bitcointreasuries.net](http://bitcointreasuries.net)



## Сценарии 2026 года:

Ончейн анализ позволяет оценить границы экстремумов цены в зависимости от реализации тех или иных сценариев. Далее будут рассмотрены сценарии:

- **Экстремальное дно:** «черный лебедь» для рынка, определяем диапазон цен дна рынка, если бы текущий цикл (2022+) сохранил структуру участников и их требуемые уровни доходностей.
- **Наиболее вероятное дно или дно для традиционных финансов:** ожидаемые уровни «максимальной боли» для инвесторов, вошедших в рынок с начала 2024 г., среди которых подавляющее большинство – представители традиционных финансов.
- **Наиболее вероятная вершина или вершина для традиционных финансов:** ожидаемые уровни фиксации прибыли профессиональными участниками (наиболее вероятный кандидат на вершину текущего цикла).
- **Экстремальная вершина:** «белый лебедь», что будет, если в 2026 году произойдет приток \$300 млрд. свежих инвестиций в биткоин.

## Экстремальное дно

Когорта долгосрочных держателей биткоина является доминирующей на рынке биткоина (владеет 72% всех биткоинов в обращении). Анализ прибыльности позиций этой когорты

позволял определять фазу «дна» 4-хлетнего цикла биткоина. На практике, когда в среднем долгосрочные держатели оказываются в убытке на 15% и более во всех предыдущих циклах биткоина достигалось локальное дно цикла (данные периоды выделены зелеными областями на графике ниже).

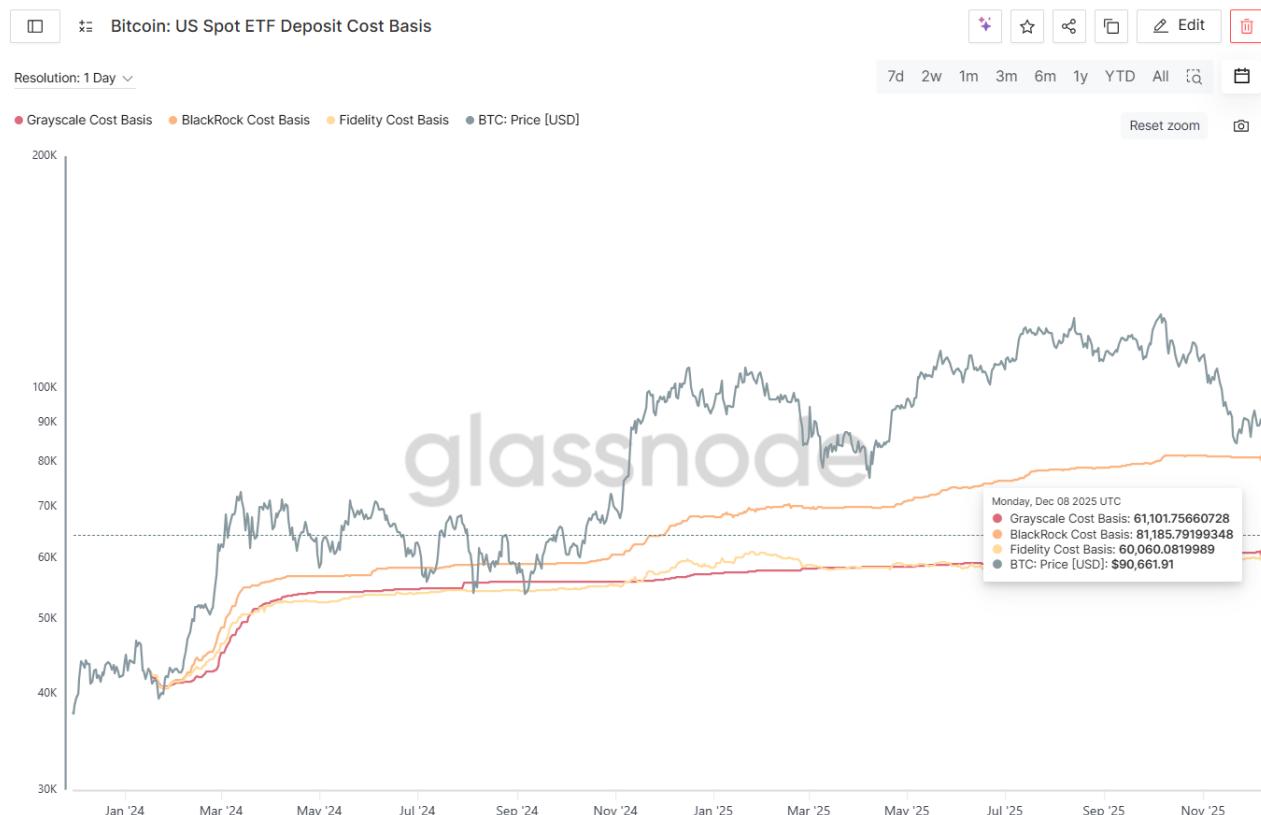
На текущий момент когорта долгосрочных держателей биткоина находится в прибыли на 142%, т.е. показатель MVRV (Market Value to Realized Value), равный отношению текущей цены к средневзвешенной себестоимости, составляет 2.42 (на графике ниже MVRV – красная линия, соответствующая правой шкале; синяя линия – средневзвешенная себестоимость позиций долгосрочных держателей – левая шкала в логарифмическом масштабе, серая линия – цена биткоина на левой шкале в логарифмическом масштабе):



Если в 2026 году произойдет «черный лебедь» (например, доказанный взлом кошелька с помощью квантового компьютера или реализация «спирали смерти» распродаж биткоинов DAT компаниями, или экономические шоки), то рынок найдет поддержку на уровне \$35-40 тыс. за BTC, что будет соответствовать небольшому убытку долгосрочных держателей (в пределах 15-20%). **Реализация данного сценария является маловероятной**, учитывая сложившийся тренд на одобрение криptoактивов среди институциональных инвесторов.

## Наиболее вероятное дно

Более вероятным дном 2026 г. (если будет сформирован длительный медвежий тренд) будет выступать диапазон 10-20% убытка для владельцев, приобретавших биткоины с начала 2024 года, наилучшим образом их себестоимость можно отследить по себестоимости позиций инвесторов спотовых ETF на биткоин (владеют 1.3 млн. биткоинов) и DAT компаний (владеют более 1 млн. биткоинов):



Как видно из графика выше диапазон себестоимости составляет \$60-81 тыс., совокупная текущая оценка себестоимости по всем фондам составляет \$73 тыс.

Strategy (тикер MSTR) – крупнейшая DAT с большим отрывом от ближайших преследователей, имеет среднюю себестоимость \$74.7 тыс.

В течение 2026 года мы ожидаем рост себестоимости на 20-30%, что приведет среднюю себестоимость спотовых ETF и DAT компаний к показателю \$88-96 тыс., в свою очередь убыток в размере 15-20% будет соответствовать диапазону цены \$70-81 тыс. к концу 2026 года.

**Резюмируя, можно утверждать, что в начале года диапазон цены \$59-63 тыс.<sup>4</sup> выступит существенной зоной поддержки цены биткоина в начале года со сдвигом этого диапазона к \$70-81 тыс. к концу года, если подтвердится слом восходящего рыночного тренда.**

<sup>4</sup> Нижняя граница в \$59 тыс. соответствует убытку в 20% от текущей средней себестоимости.

## Наиболее вероятная вершина

Наиболее вероятная вершина по нашему мнению регулируется средней требуемой нормой доходности долгосрочных инвесторов, которую можно оценить через показатель MVRV долгосрочных владельцев (см. график подраздела «Экстремальное дно»). Исторически значение MVRV выше 8.0 хорошо предсказывало начало завершающей фазы роста рынка.

В текущем цикле мы наблюдаем существенные структурные изменения, когда вся когорта долгосрочных держателей, состоящих из ранних инвесторов биткоина с очень высокой нормой требуемой нормы доходности («я не продам биткоин никогда», «я продам биткоин, когда он будет стоить 1 млн.»), постепенно разбавляется институциональными инвесторами с существенно более низкой нормой требуемой доходности («40% годовых – отличный результат для любого управляющего активами»). Это приводит к общему снижению средней нормы требуемой доходности для всей когорты. **Предельным уровнем, задающим наиболее вероятную вершину цикла, на наш взгляд является значение MVRV, равное 4.0-4.5, что соответствует росту цены биткоина от текущих уровней до \$146 - \$165 тыс.** На этом уровне мы ожидаем повышенное давление продаж со стороны долгосрочных держателей и наиболее вероятную вершину текущего цикла рынка.

## Экстремальная вершина

Спрогнозировать «белого лебедя» 2026 года проще всего предположением о сочетании факторов (макростимулы, начало гонки центробанков по включению биткоина в резервы и пр.), которые приведут к вливанию в сектор \$300 млрд. свежей ликвидности (двухкратный рост совокупного притока 2024-2025 гг.).

Ниже представлена наша собственная модель Warp BTC Model v. 0.1, сделанная на грубых предположениях, которых тем не менее достаточно, чтобы получить ориентир будущей цены. Предположения:

1. Влиянием продаж краткосрочных владельцев пренебрегаем (в среднем доходность, извлекаемая из рынка краткосрочными холдерами, колеблется около нуля; часть краткосрочных владельцев за год переходит в разряд долгосрочных),
2. Приток капитала будет равномерным, что приведет к росту доходности долгосрочных пользователей и соответствующим продажам.
3. На основе анализа предыдущих распродаж, можно определить диапазон количества продаваемых биткоинов на пиках рынка при росте MVRV на 1 (т.е. когда прибыльность позиций долгосрочных пользователей вырастает на 100%), результаты ончейн анализа дают 149-492 тыс. биткоинов. Модель предполагает равномерные продажи (идут линейно с ростом MVRV/цены).
4. Реализованная себестоимость долгосрочных держателей не меняется в течение года.

Тогда, справедливо предположить, что вся ликвидность пойдет на выкуп распродаж долгосрочных владельцев по средней цене:  $(P + P_0)/2$ , где  $P$  – моделируемая цена,  $P_0$  стартовая цена \$91 тыс. (соответствует цене биткоина по состоянию на 9 декабря 2025 г.) и будет справедливо соотношение:

$$S = \frac{P + P_0}{2} \cdot N,$$

где  $S$  – объем свежей ликвидности,

$N$  – количество проданных биткоинов.

По условию для количества продаваемых биткоинов:

$$N = k \cdot \frac{MVRV - MVRV_0}{1},$$

где  $MVRV = P / P_{RP}$ ,  $MVRV_0 = P_0 / P_{RP0}$ ,  $k$  лежит в диапазоне 149-492 тыс.

По предположению реализованная себестоимость не изменяется в течение года, следовательно  $P_{RP} = P_{RP0} = \$36861/\text{BTC}$ .

Подставим в исходную формулу и проведем преобразования:

$$S = \frac{P+P_0}{2} \cdot k \cdot \frac{P-P_0}{P_{RP0}} \Rightarrow S = \frac{P^2 - P_0^2}{2P_{RP0}} \cdot k \Rightarrow P = \sqrt{\frac{2SP_{RP0}}{k} + P_0^2}$$

Подставив полученные выше значения для  $k$ , получаем границы диапазона для экстремальной вершины: \$230-395 тыс. может достигнуть цена биткоина при вливании ликвидности в размере \$300 млрд.

Варьируя объем ликвидности можно получить оценки диапазона цен (в рамках грубой модели):

