

TC Digital Assets - Carta da Gestão

O mercado de criptoativos vive um paradoxo.

Em Janeiro deste ano foram lançados onze ETFs de Bitcoin a vista no mercado americano. Esses ETFs juntos se tornaram responsáveis pelo maior fluxo da história do mercado de ETFs para uma nova classe de ativos. Ao todo os ETFs de Bitcoin já receberam somente nesse ano um fluxo líquido de mais de U\$17bi, contra U\$5bi do QQQ no seu ano de lançamento. O ETF atraiu o varejo, mas também investidores institucionais que representam cerca de 21% dos ativos sob gestão, de acordo com os formulários 13-F, obrigatórios para fundos americanos reportarem suas posições. Foi um sucesso retumbante.

Ao mesmo tempo, o preço do ativo brevemente superou a sua máxima histórica, e posteriormente realizou para patamares cerca de 25% abaixo de suas máximas. Investidores esperavam que estes fluxos somados ao “halving” do Bitcoin, evento que torna a oferta do ativo mais escassa, gerariam uma alta expressiva no ativo. Não aconteceu. Tudo isso aumentou a desconfiança de alguns investidores com esse mercado ao invés de aumentar a convicção de que vivemos uma oportunidade assimétrica de investimento. Essa carta tem como objetivo trazer clareza acerca do estado atual do mercado, responder as principais dúvidas dos investidores e projetar o cenário para o mercado de criptoativos nos últimos meses de 2024.

Iniciamos com uma análise de fluxo para o mercado de criptoativos, olhando tanto para dinâmicas de oferta quanto demanda. Em seguida analisamos o cenário macroeconômico e o cenário político americano e seus respectivos impactos nos preços dos criptoativos. Por fim, projetamos os setores com maior potencial de crescimento dentro do mercado de criptoativos.

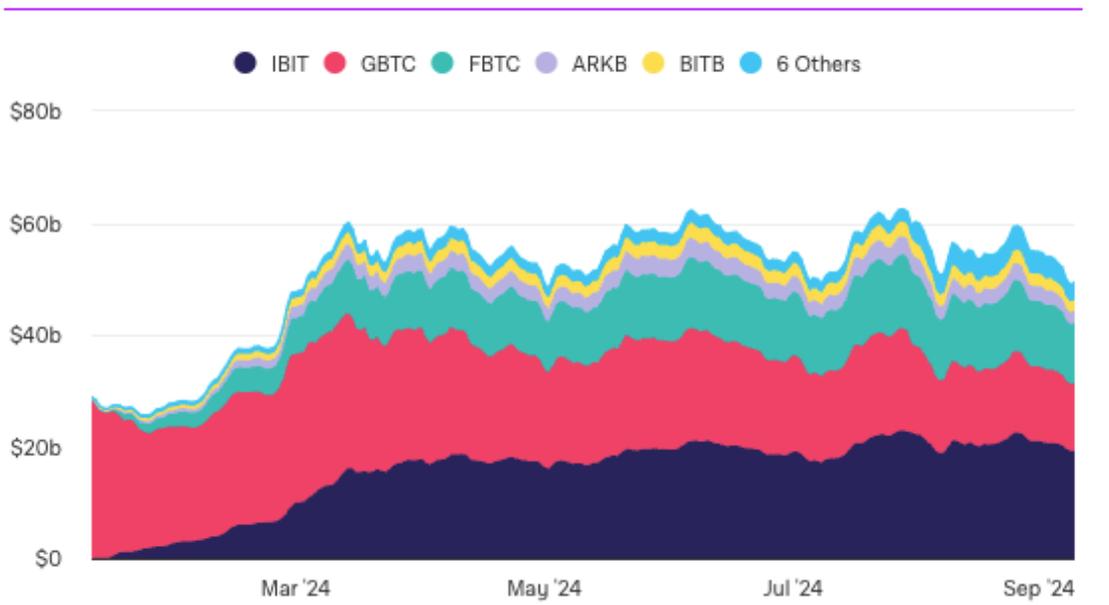
O estado atual do mercado - uma análise da demanda por criptoativos

Uma análise de fluxo no mercado de criptoativos passa por identificar a entrada (e saída) de moedas fiduciárias (dólares, euros, etc) do mercado. Isso se dá atualmente através de duas formas principalmente: (i) entradas e saídas para fundos, ETFs (exchange traded funds) e outros tipos de fundos fechados, (ii) compra e venda de stablecoins, criptoativos lastreados em moedas fiduciária onde o investidor deposita moeda fiduciária e recebe a criptomoeda com preço “estável”. No primeiro caso o investidor compra cotas do fundo e o fundo compra o ativo subjacente, no segundo caso o investidor compra as stablecoins e pode ou não usá-las para comprar criptoativos.

Quando falamos de fundos, existem ETFs e fundos fechados disponíveis em boa parte das economias desenvolvidas, e esses fundos podem ser monoativos (somente bitcoin ou somente ethereum), ou multiativos (cestas de criptomoedas ou estratégias ativas de criptomoedas). Atualmente a maior parte do volume de fluxos advém de ETFs de Bitcoin a vista nos EUA. Assim, para simplificar basta olhar para esses fluxos.

Conforme mencionado no início da carta o fluxo para esses fundos bateu recorde. Foram mais de U\$17bi de entradas líquidas nos ETFs de Bitcoin, principalmente das gestoras Blackrock, Fidelity, Ark e Bitwise. Essas entradas líquidas somadas ao AUM do fundo GBTC da gestora Grayscale, que já tinha um fundo fechado que foi convertido em ETF, nos dão o total de ativos sob gestão dos ETFs de Bitcoin nos EUA.

AUM ETFs de Bitcoin - The Block



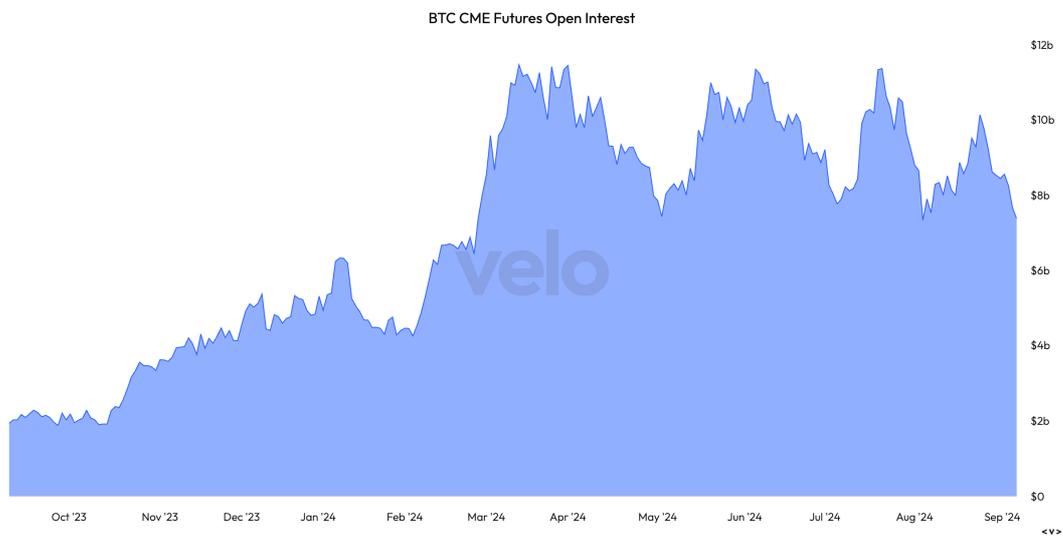
Os fluxos vieram em ondas, com fortes entradas nos primeiros meses, estagnação, e nova onda de entradas em Junho e Agosto, como mostra o gráfico abaixo.

Fluxo diário ETFs de Bitcoin - The Block

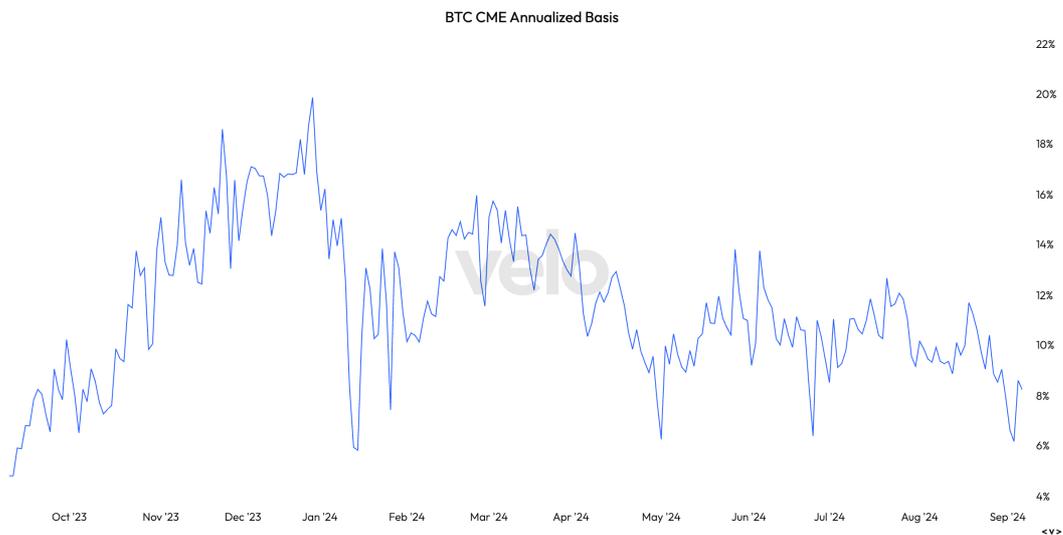


É importante notar que uma parte dos ativos sob gestão desses ETFs é composto por posições não direcionais, ou seja, de um tipo de arbitragem chamado “cash&carry”, onde o investidor compra o ETF spot e vende o contrato futuro, arbitrando a taxa de juros do contrato futuro conhecida como “basis”. Este trade gera um rendimento de cerca de 10%aa em dólar. Abaixo o open interest de contratos futuros, e o “basis”, a taxa de retorno dessa arbitragem. Os aumentos e reduções em posições no mercado futuro coincidem com períodos de aumento no fluxo para ETFs, mas em menor magnitude. Estimamos que cerca de 20% do AUM dos ETFs estejam sendo utilizados para arbitragem não direcional.

BTC CME Open Interest - Velo Data

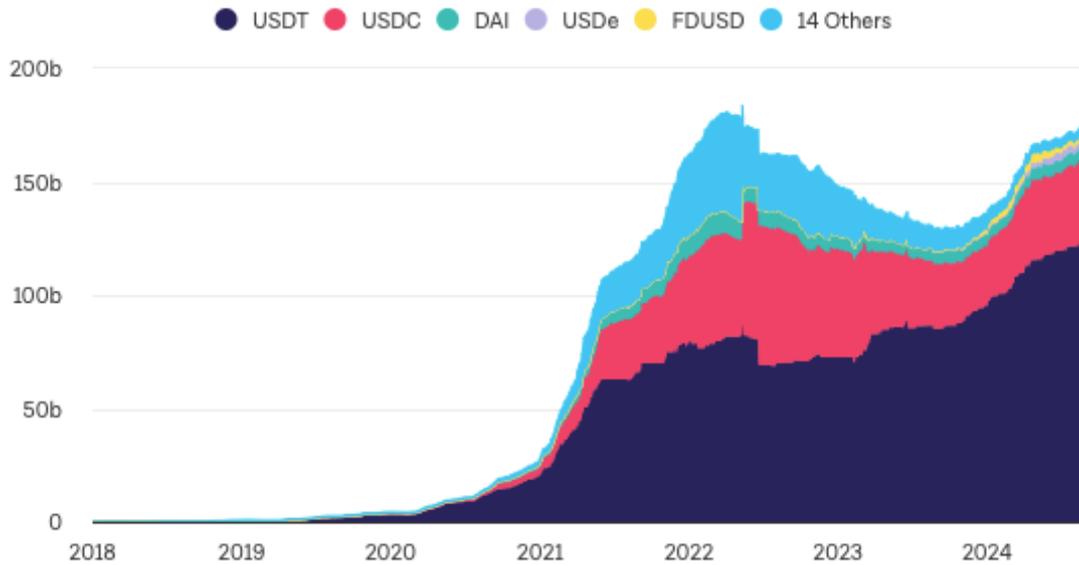


BTC CME Basis - Velo Data



Quando olhamos para o fluxo através de stablecoins, vemos um cenário favorável com aumento constante de stablecoins emitidas ao longo do ano em 2024. A magnitude do aumento não foi tão agressiva quanto em outros ciclos altistas do ativo, notadamente 2021, mas já vemos uma emissão de U\$40bi ao longo do ano, um estoque relevante.

Stablecoins Market Cap - The Block



Entretanto, quando olhamos a relação entre stablecoins e a capitalização do mercado cripto, fica evidente que muito dinheiro em stablecoins não está sendo alocado. Isso pode estar relacionado com outros usos das stablecoins como pagamentos e remessas, mas significa também que há um estoque de moedas de investidores em caixa, esperando o momento para alocar.

Market Cap (excluding BTC) to Stablecoin Ratio - Tradingview



Em suma, vemos uma demanda pujante para criptoativos advinda tanto dos ETFs quanto das stablecoins, mesmo considerando que nem toda esta demanda é usada para entrada em posições direcionais. Mesmo assim, tal fluxo seria suficiente para sustentar um mercado altista.

Mas porque então o Bitcoin está a 25% das máximas e muitas das altcoins estão, na maior parte dos casos 50% ou mais abaixo das máximas? A resposta está principalmente no lado da oferta.

O estado atual do mercado - uma análise da oferta de criptoativos

Muitos investidores, principalmente de varejo, estavam eufóricos com a perspectiva de altas no Bitcoin por conta do “halving”. O halving nada mais é que a redução pela metade nas emissões de Bitcoin que ocorre a cada quatro anos. Em ciclos passados, isso representou uma queda representativa na inflação do ativo, e conseqüente alta nos preços devido ao choque de oferta, mas nesse ciclo, com inflação já baixa, alertamos que esse evento seria menos relevante já que o efeito do halving na oferta se torna marginalmente menor a cada ciclo.

Somado a isso, tivemos esse ano, eventos idiossincráticos do mercado cripto e exógenos à política monetária do ativo, que fizeram com que a oferta de bitcoins líquidos no mercado aumentassem consideravelmente, em uma magnitude maior do que a redução nas emissões. Estamos nos referindo a grandes entidades que por um motivo ou outro tiveram que vender estoques grandes de moeda no mercado ao longo do ano. São eles:

(i) O governo alemão que teve que liquidar todos os seus bitcoins confiscados de atividade de lavagem de dinheiro e crimes financeiros. Isso ocorreu porque a legislação alemã obriga o governo a vender ativos voláteis. **Foram vendidos cerca de 50k BTCs (aprox U\$3B).**

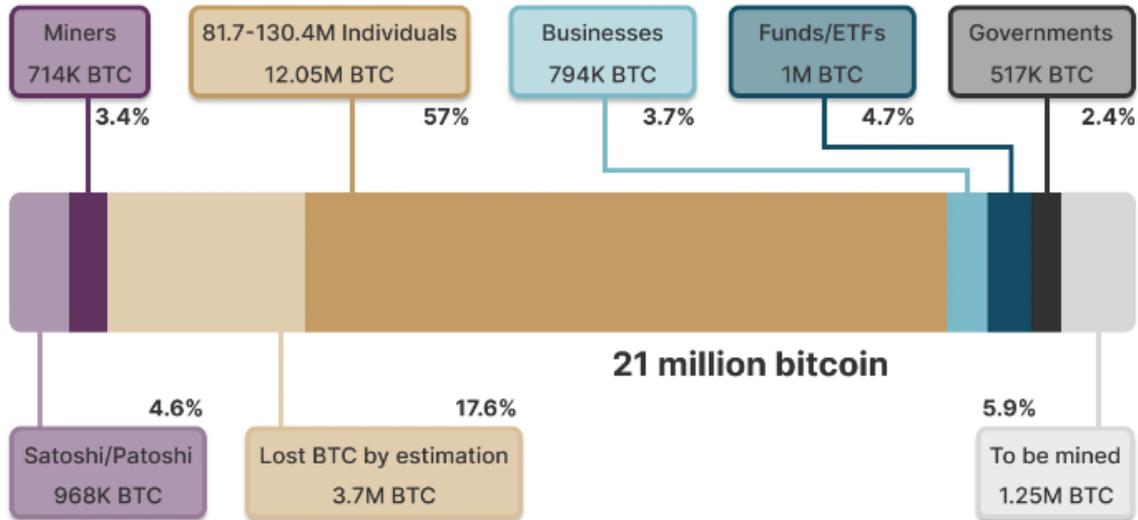
(ii) O governo americano que liquidou uma parte dos seus bitcoins confiscados também de crimes financeiros. Esta venda já estava prevista e foi previamente autorizada pelo judiciário. O governo americano segue sendo um dos maiores detentores de bitcoin, mas não há nenhum indicativo de que devam vender mais esse ano. **Foram vendidos cerca de 30k BTCs (aprox U\$2B).**

(iii) A corretora Mt Gox que era a principal corretora do mundo em meados da década de '10 redistribuiu os bitcoins advindo de um processo de falência que já durava oito anos. A companhia distribuiu para os seus credores (na maioria clientes) **cerca de 141K BTCs (aprox U\$9B)**. Nesse caso nem todas as moedas foram vendidas, já que boa parte delas já haviam sido negociadas em mercados de “legal claims”. Estima-se algo em torno de 20% em pressão vendedora.

Ou seja, somando essa nova liquidez, o mercado cripto teve que absorver cerca de **U\$7Bi** em bitcoin advindo de vendas forçadas, com o detalhe que parte disso foi mal-executado.

Atualmente os principais detentores de bitcoins são conforme a imagem a seguir, com os ETFs se tornando os maiores detentores de Bitcoin, excluindo indivíduos. Não há neste ano um risco iminente de venda de qualquer uma das grandes entidades. A partir de 2026, caso o preço do ativo caia e a empresa Microstrategy não consiga rolar sua dívida, ela passa a se tornar uma potencial vendedora. A companhia possui 225k BTCs.

Principais detentores de BTC - River



Mas o aumento na oferta de criptoativos não parou por aí. Sabemos que o Bitcoin tem oferta limitada e por isso o ativo é visto como a reserva de valor do universo de criptoativos, ou o ouro digital para alguns. Mas quando se fala em altcoins, outros criptoativos que não o Bitcoin, e que servem para outros casos de uso de cripto, a oferta varia de moeda para moeda, e novas moedas podem ser criadas com baixas barreiras de entrada.

Em 2024 houve um aumento exponencial na oferta de novos tokens e o mercado não conseguiu absorver. Se para desempenhar o papel de dinheiro ou reserva de valor, o Bitcoin possui amplas vantagens competitivas e baixa replicabilidade, em muitos casos de altcoins, a história é outra. Em diversos casos ficou mais difícil identificar vantagens competitivas, entender quais projetos têm um potencial maior de crescimento e valorização. Com isso, a demanda pelas altcoins se tornou dispersa.

Além disso, os fundos de venture capital conseguiram capturar a maior parte das valorizações de novos tokens em rodadas privadas, pré-lançamento, e os principais novos tokens têm ido a mercado a valuations considerados altos, na casa de bilhões de dólares, diminuindo a lucratividade de investimento em altcoins. Alguns exemplos são: LayerZero, Altlayer, Sei, Omni, Starknet, Celestia, Saga entre outras.

Em suma, houve demanda abundante para o Bitcoin, mas o aumento de oferta segurou os preços nos patamares em que estão hoje. Diante não há perspectivas de grandes entidades vendendo suas moedas no mercado, e veremos a seguir que o ativo possui triggers de preço importantes advindo do cenário macro econômico e político nos EUA.

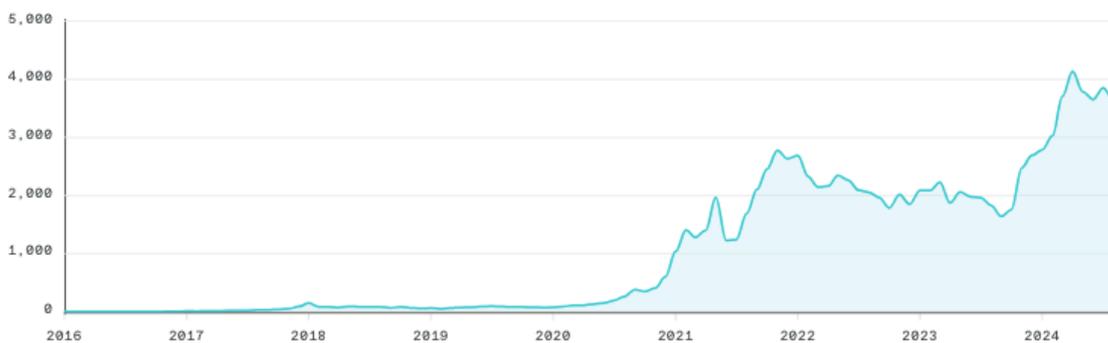
No caso das altcoins houve demanda moderada e oferta desproporcional de novas moedas, o que fez com que os preços, na maior parte do mercado estejam consideravelmente abaixo das máximas históricas. O sentimento neste setor do mercado é de apatia. Acreditamos que esse seja o cenário ideal para encontrar projetos com valuations mais justos e potencial de adoção real.

Uma das principais críticas que as altcoins sofrem é de que não houve ainda nenhuma que gerou adoção em massa. De fato, no mercado de criptoativos, os casos de adoção até o momento são o Bitcoin e as stablecoins, emitidas por empresas privadas como Circle e Tether, e portanto, “uninvestable”.

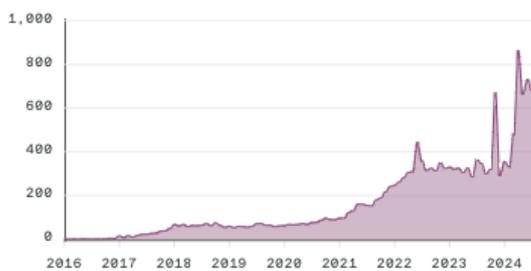
Acreditamos que seja cedo para tomar conclusões precipitadas sobre adoção em massa. Os principais índices de adoção, seja na oferta (número de desenvolvedores, contratos inteligentes criados, etc), quanto na demanda (número de usuários, transações, etc) mostram melhorias importantes ano após ano, como mostra o gráfico abaixo da a16z. É importante ressaltar que a tecnologia de plataformas de contratos inteligentes como o Ethereum possui somente 8 anos.

No final dessa carta cobriremos três setores onde o potencial de adoção é alto e em alguns casos, os protocolos já encontraram “product-market-fit”.

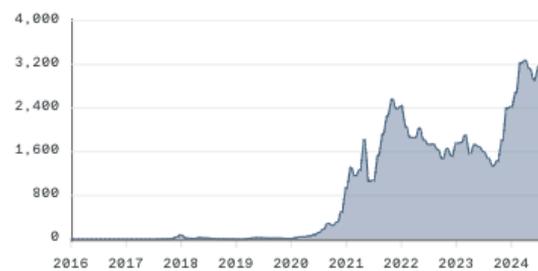
State of Crypto Index - a16z



innovation indicators (supply side) ⓘ



adoption indicators (demand side) ⓘ



Apesar do cenário macroeconômico incerto, as condições ideais para criptoativos vão sendo criadas.

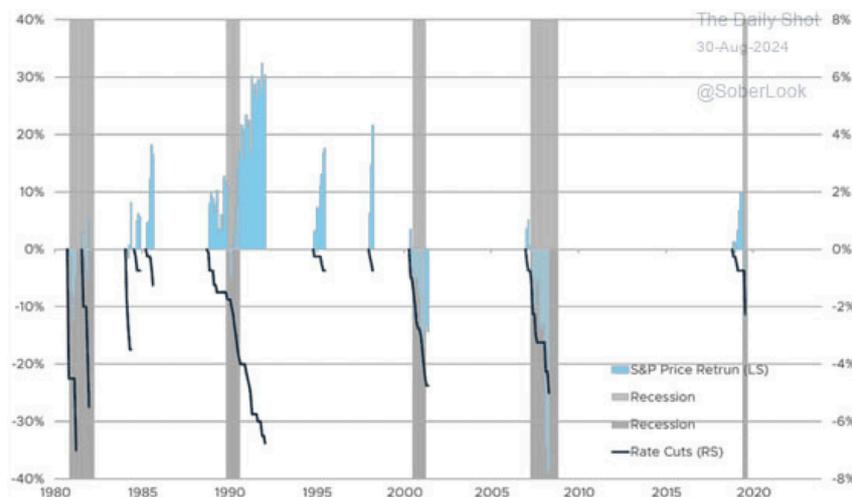
O cenário macroeconômico é incerto. Em poucos momentos na história as variáveis se comportaram de forma tão peculiar. Embora já há clareza sobre a trajetória de curto prazo da inflação, a economia vem dando sinais heterogêneos seja no mercado de trabalho, seja nos dados de PIB setoriais. Assim, economistas divergem no regime macroeconômico que estamos entrando. Alguns acreditam em um cenário de baixo crescimento e baixa inflação, outros acreditam em recessão. O primeiro cenário é historicamente excelente para ativos de risco, já o segundo é ruim.

No cenário de baixo crescimento e baixa inflação, os bancos centrais ficam livres para praticar expansão monetária, diminuindo juros e aumentando seus balanços de forma gradual, cenário excelente para o Bitcoin e demais ativos de risco. Já o cenário de recessão pressupõe um “crash”, com queda acentuada em ativos de risco e valorização do dólar. Perceba no segundo gráfico que o início de ciclos de quedas de juros em geral é positivo para ações americanas, mas negativo quando antecede uma recessão.

Performance histórica por regime macroeconômico - Prometheus Research

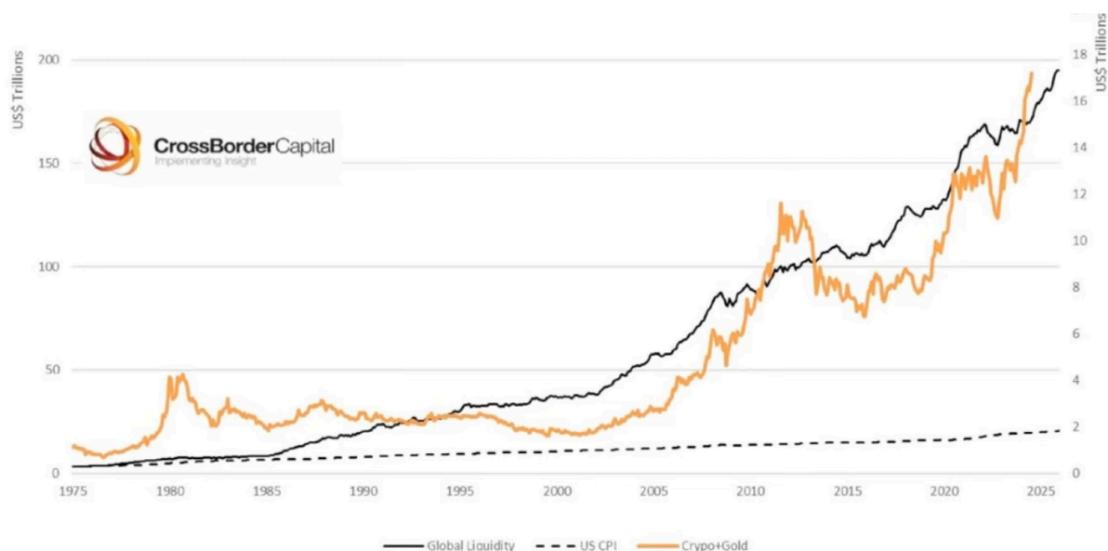
	Baixo Crescimento, Baixa Inflação	Receção, Depressão
S&P 500	13%	-19%
Imóveis	23%	-23%
Prata	4%	-45%
Ouro	4%	-32%
US10	10%	-2%
DXY	-5%	11%

Performance do S&P500 após o primeiro corte de juros - Crescat Capital

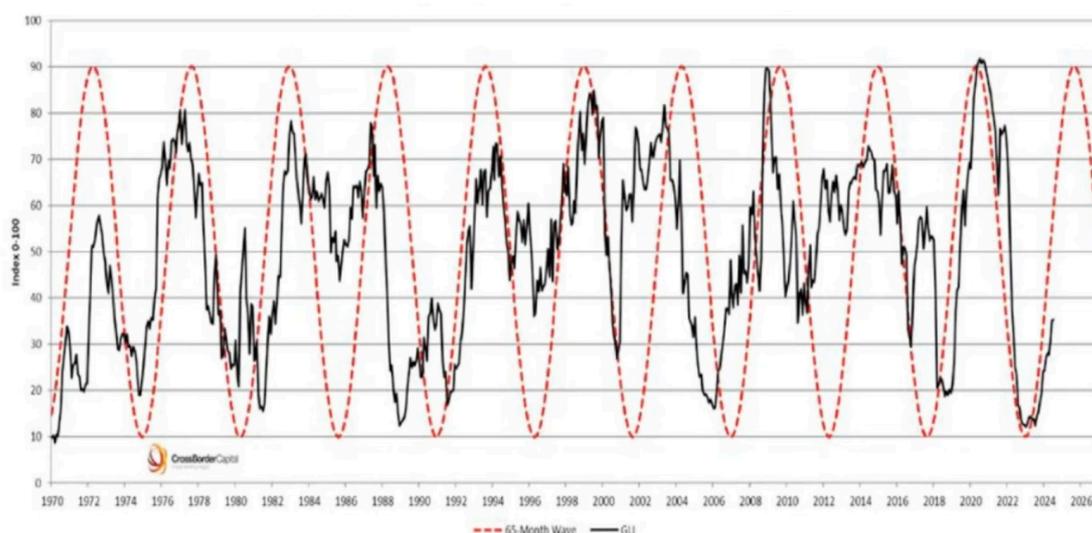


No final do dia, o Bitcoin, com sua oferta escassa, surgiu como um hedge monetário, uma proteção para o expansionismo dos bancos centrais. E embora ainda exista a discussão entre “hard landing” e “soft landing”, uma nova rodada de estímulos monetários é inevitável e já foi sinalizada pelos principais bancos centrais. Cerca de 80% dos principais bancos centrais globais estão entrando em ciclos expansionistas. Dessa forma, invariavelmente veremos a liquidez global aumentar, cenário este positivo para ativos de risco, e principalmente para o Bitcoin.

Hedges monetários (ouro e bitcoin) e liquidez global - Crossborder Capital



Ciclos de liquidez global (economias desenvolvidas) - Crossborder Capital



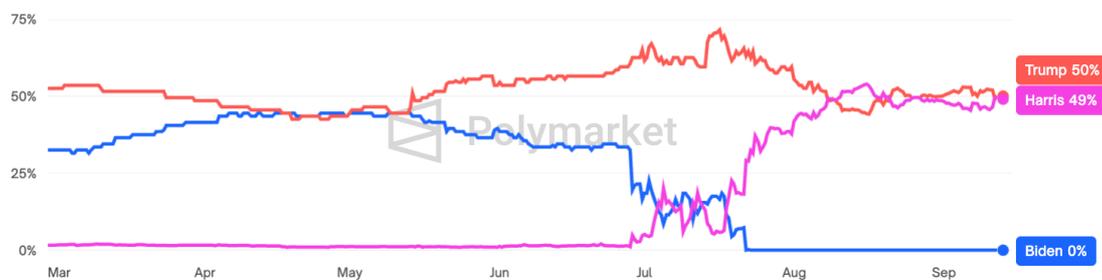
As eleições americanas serão “game changer” para o mercado de criptoativos.

Muito se fala de uma operação denominada “Chokepoint 2.0” onde um núcleo político de dentro da casa branca e da SEC, o regulador de valores mobiliários americano, têm feito de tudo para sufocar a indústria de criptoativos nos EUA. Esse núcleo advém de membros do partido democrata como Elizabeth Warren, uma ala mais radical do partido, mas conta também com a participação de policymakers como Brian Desse e Bharat Ramamurti, que inclusive estarão na equipe de Kamala Harris. Por mais que os democratas tenham feito acenos para a indústria cripto na campanha de Kamala, participantes do mercado (nós inclusive), enxergam uma tentativa de aproximação oportunista e pouco crível. Dessa forma, entendemos que a manutenção do partido democrata no poder deverá continuar estancando a inovação no mercado de criptoativos, principalmente no lado das altcoins e finanças descentralizadas.

Por outro lado, Trump se mostrou favorável a indústria a ponto de incluir cripto como uma das pautas chaves na sua campanha. Recentemente discursou em uma conferência de Bitcoin e mostrou que está bem assessorado no tema. Trump prometeu que o governo manteria todos os bitcoins confiscados e que possivelmente criaria uma reserva estratégica. Por isso acreditamos que uma vitória de Trump será “game changer” para o mercado de criptoativos, principalmente para Bitcoin e finanças descentralizadas. Esse é o “Trump Trade” para cripto.

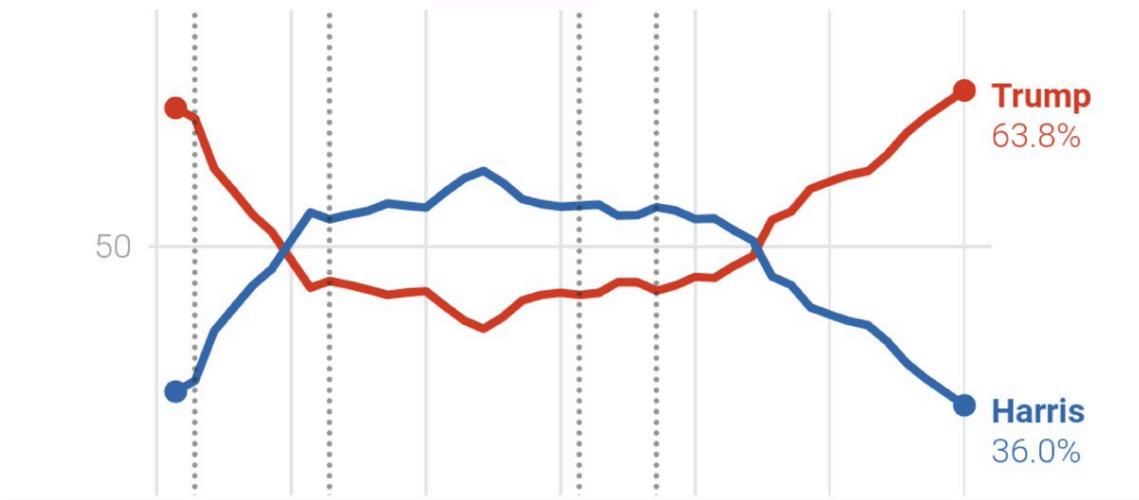
Quando analisamos os principais modelos de predição de resultados, tanto pelo modelo preditivo de Nate Silver (segundo gráfico), um dos mais conhecidos analistas de eleições americanas, quanto pelo mercado de predição, Polymarket (primeiro gráfico), que mensura o conhecimento das massas, que Trump ganhou favoritismo ao longo de agosto. Entretanto, o resultado do debate nessa semana pode ter alterado estruturalmente esse cenário dada a vantagem de Kamala Harris no debate.

Quem vai ganhar as eleições americanas- Polymarket



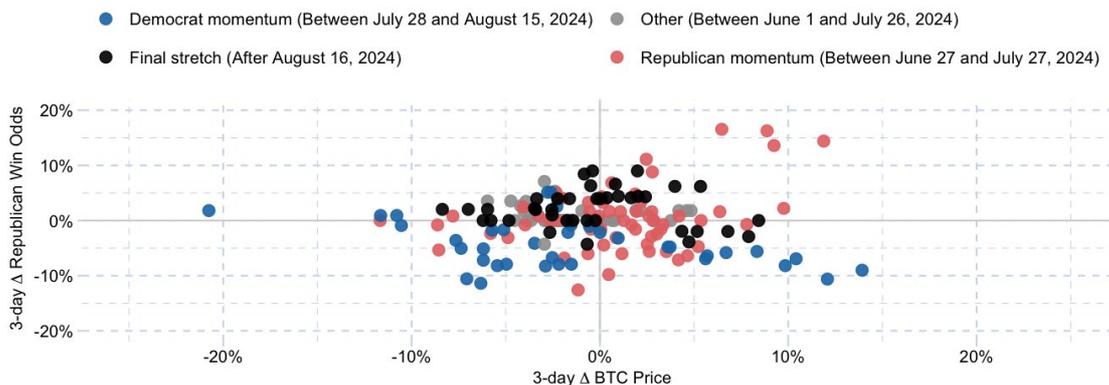
Quem vai ganhar as eleições americanas- Nate Silver Model

Candidate	Electoral College probability	Popular vote probability	Predicted electoral votes	Predicted popular vote share
Harris	36.0%	56.1%	256.9	49.8%
Trump	63.8%	43.9%	281.1	49.1%



Mesmo assim, dificilmente uma eleição nos EUA é decida por mais de 3-4pp, e de fato as últimas três eleições foram decididas no detalhe. Possivelmente por isso, o “Trump Trade” ainda não seja visível no mercado. Quando olhamos a correlação entre a dinâmica de preços do Bitcoin e os resultados de pesquisas ou de modelos de predição, há baixa correlação, conforme análise abaixo da FalconX. Acreditamos que a medida que a eleição se aproxima, veremos notícias acerca das eleições se tornando cada vez mais relevantes para a dinâmica de preços do mercado.

Mudança de probabilidades do Polymarket vs Variação no preço do Bitcoin- FalconX



Os três principais setores para 2024.

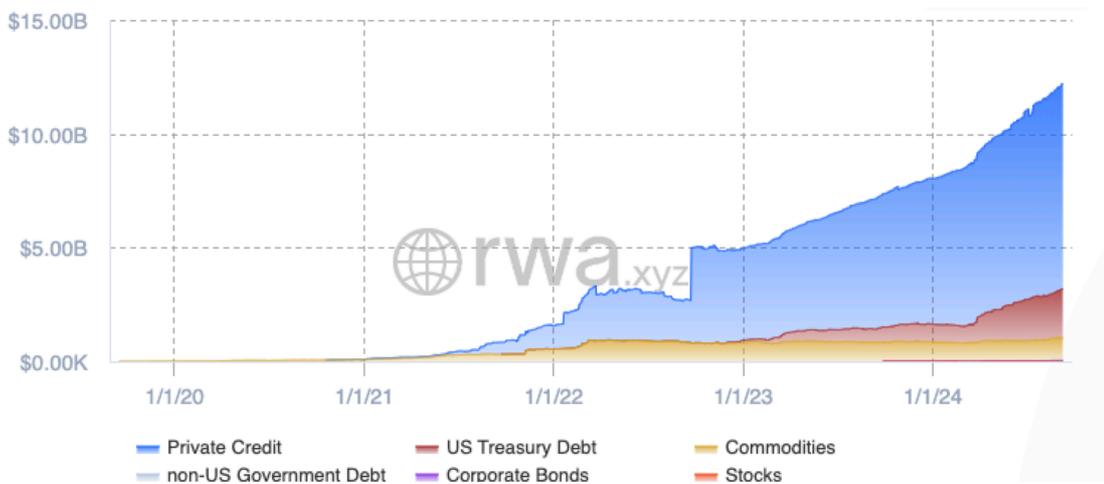
1. RWA (Real World Assets)

A tokenização de ativos reais já é uma realidade. Trata-se de um dos casos mais óbvios de adoção de criptoativos. Já existem títulos do tesouro americano tokenizados, assim como imóveis, crédito privado, consórcios, ações e commodities. O Brasil é um dos líderes neste mercado.

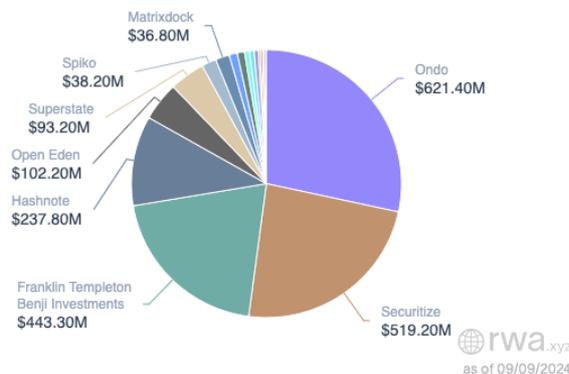
A grande questão é quanto disso será feito em consórcios fechados liderados por bancos e quanto será feito em blockchains públicas que já possuem tokens. Essa é uma discussão acalorada e acreditamos que os dois modelos existirão concomitantemente, em protocolos com e sem token. Há vantagens e desvantagens nos dois modelos, mas é inegável o ganho de eficiência, liquidez e transparências na "blockchainização" dos ativos financeiros tradicionais e da economia real.

Este segmento foi um dos que mais cresceu em 2024 e deve continuar sua ascendência. A TC Pandhora fez um relatório extenso sobre o tema que está disponível no site.

RWAs Emitidos/Tokenizados- RWA.XYZ



Market Shares de RWA por emissor- RWA

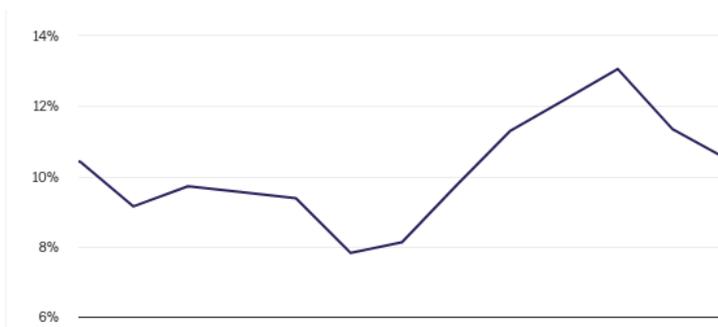


2. De-Fi (Finanças Descentralizadas)

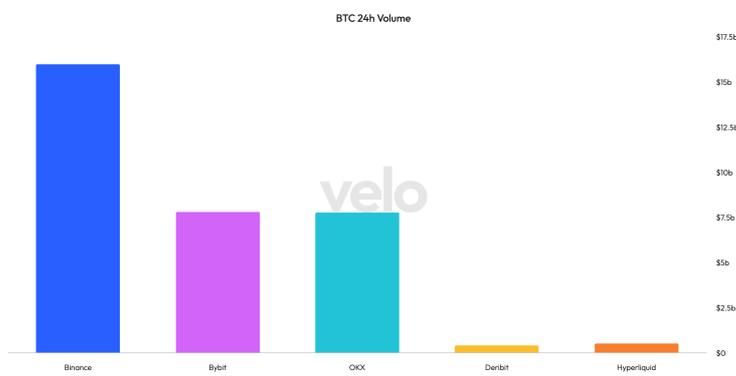
Outro setor de alto potencial é o de finanças descentralizadas. Um setor que foi penalizado pelo cenário regulatório americano e mesmo assim seguiu resiliente e com volumes relevantes. O cenário para esses protocolos ainda é dependente de uma mudança na postura regulatória americana, ou seja, da eleição. Muitos dos tokens desses protocolos não acruam receitas para os detentores dos tokens exatamente porque facilitaria para o regulador aplicar o entendimento de que trata-se de um valor mobiliário de acordo com o framework vigente.

Mesmo assim analisando os volumes de exchanges como Uniswap em relação aos volumes das corretoras centralizadas, percebe-se que já se trata de um setor consolidado. Da mesma forma a corretora de perpétuos Hyperliquid, já ultrapassa a Deribit em volume e começa a incomodar os gigantes centralizados do setor. Outro setor que vem atraindo atenção é o de empréstimos colateralizados que, apesar da baixa eficiência de capital em seus modelos, são uma alternativa àqueles que não tem acesso ao financiamento do sistema financeiro tradicional.

Volumes de corretoras descentralizadas vs centralizadas - The Block



Volumes das principais corretoras de perpétuos (futuros) de BTC - Velo Data



3. Inteligência Artificial

A inteligência artificial é o assunto em evidência. Mas por trás do hype, há uma intersecção clara com cripto. Há quem diga que cripto será a moeda dos agentes de inteligência artificial e conceitualmente faz sentido pensar em um cenário onde agentes pagam outros agentes através de blockchains. De fato, na semana passada, a Coinbase anunciou em caráter de teste, a primeira transação de AI para AI, utilizando cripto.

É importante pontuar que os projetos nesse setor ainda estão em uma fase menos madura de seus desenvolvimentos. Trata-se da primeira iteração da inovação em cripto AI e a adoção ainda é uma promessa.

Outro ponto de atenção é que a performance deste setor ainda é dependente da performance das ações relacionadas a AI e isso é um fator de risco real dadas as valuations esticadas de empresas listadas no S&P 500 no setor de AI.

Ainda assim, é um dos setores onde devem surgir as principais oportunidades de multiplicação de capital no universo de criptoativos.

