

TC Cosmos - Carta da Gestão

O Consenso já está precificado

No TC Cosmos, acreditamos que uma das principais competências de um tomador de decisão no mercado financeiro na era da informação é a habilidade de desafiar os consensos de mercado, antecipar as narrativas que se tornarão consenso em um futuro próximo e desenvolver a capacidade de identificar distorções de mercado causadas por vieses comportamentais, como o efeito manada e o viés de confirmação.

Nos consideramos questionadores e não "contrarians". Se os investidores "contrarians" estão frequentemente na ponta contrária do mercado, os questionadores meramente desafiam o status quo, o consenso de mercado. Nem sempre esses consensos estão errados, mas muitas vezes montar posições com base neles significa chegar atrasado para um trade. Guiar-se por narrativas pode ser uma boa estratégia para traders de alta frequência, mas pode ser desastroso na montagem de posições estruturais.

Optamos por um modelo de análise onde pensamos em princípios básicos. Isso significa, em primeiro lugar, entender o contexto macroeconômico do ciclo em que estamos; em segundo lugar, compreender os principais modelos de incentivos na tomada de decisão dos agentes econômicos e políticos que impactam os preços; e, por fim, tentar prever o comportamento do mercado desenhando cenários que consideramos críveis, com suas respectivas probabilidades.

A Tomada de Decisão Baseada em Princípios Básicos

Traduzindo isso em termos práticos e contando um pouco da história do nosso fundo, o TC Cosmos iniciou sua operação em novembro de 2022, um período bastante turbulento, principalmente no mercado local. Na época, havia um pânico generalizado com a eleição do presidente Lula e a nomeação do Ministro da Fazenda, Fernando Haddad. A curva DI, que reflete as expectativas de taxas de juros futuras no mercado brasileiro, estava estressada e os investidores falavam no fim do Brasil. Pensando a partir de princípios básicos, mesmo que as políticas de aumento de gastos, comuns na ideologia da esquerda assistencialista, pudessem ser nocivas para o país no longo prazo, entendemos que nada disso poderia ser colocado em prática sem antes conquistar a confiança do mercado financeiro. Víamos um ministro da Fazenda pragmático e alinhado com os principais formadores de opinião do mercado e entendemos que seria necessário "colocar a bola no chão". Montamos uma posição nos vértices curtos da curva de juros e pudemos capturar esse prêmio advindo de um comportamento emocional do mercado brasileiro. Essa posição durou cerca de três meses e foi responsável por boa parte da nossa performance no início do fundo, descolando da indústria de multimercados.

De forma semelhante, no quarto trimestre de 2023, já com um ano de fundo, aplicamos na curva de juros americana, quando o US10Y, yield do título de 10 anos americano, apontava para a faixa dos 5%. Entendemos que o gasto fiscal americano estava excessivo, a inflação de fato demoraria a ceder, mas no final do dia havia um certo exagero na precificação do mercado. Isso

porque no final de 2023, já víamos alguns indicadores preditivos com sinais de desaceleração da trajetória da inflação e de alguns setores da economia americana. Entendíamos que, pela mecânica do mercado imobiliário americano, os gastos com moradia demorariam um pouco mais para arrefecer, mas havia prêmio suficiente na curva para montar uma posição. Novamente, não descartamos um cenário de descontrole fiscal no futuro para os EUA, mas, quando há prêmio, devemos arbitrá-lo, mesmo que taticamente.

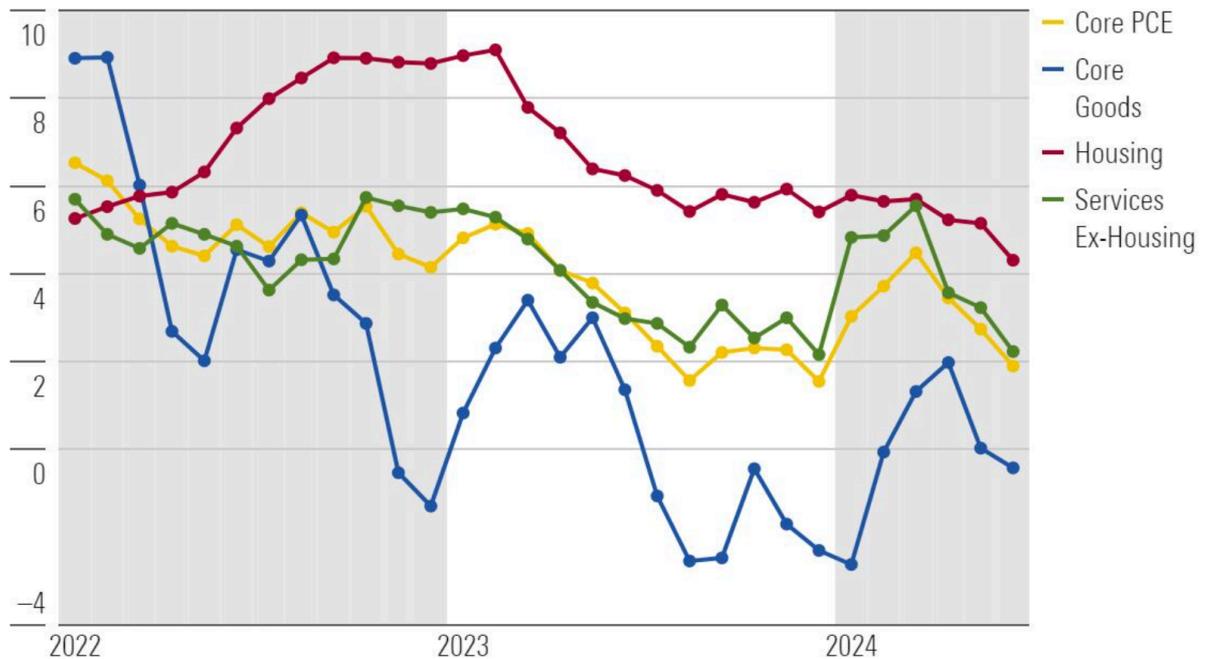
CPI Core Ex Moradia



Fonte: Yardeni Research

O gráfico da evolução do PCE mostra bem o cenário no início de 2024 onde já víamos com mais clareza os principais componentes da inflação arrefecendo, de novo com o setor de moradia se mantendo mais elevado e demorando um pouco mais para reagir.

Principais Componentes do PCE (Variação % de 3 meses anualizada)



Fonte: Morningstar

Alinhados com a visão de desaceleração da inflação americana, alocamos uma posição em mineradora de ouro. Este ativo, que tradicionalmente apresenta bom desempenho em cenários de corte de juros, já vinha se destacando com uma forte alta, rompendo o ponto técnico importante de US\$ 1.900 por onça, uma máxima atingida pela última vez em 2011. Além disso, um cenário global cada vez mais conturbado em termos geopolíticos e o acúmulo de ouro acima da média por Bancos Centrais aumentaram nossa convicção nessa posição.

Observamos também que o mercado não estava refletindo a valorização do ouro no preço das ações das mineradoras, criando uma assimetria favorável para investimentos. Nossa tese se mostrou acertada, com mineradoras, tanto grandes quanto juniores, registrando altas explosivas nas semanas seguintes. Em particular, nossa posição em Aura Minerals (B3:AURA33) destacou-se como uma das maiores altas entre as mineradoras juniores.

Além disso, o fundo mantém atualmente uma posição em mineradoras de lítio, com uma visão positiva de longo prazo para veículos elétricos (EVs). Acreditamos que a tecnologia de EVs já superou a fase inicial de adoção. Atualmente, o preço do lítio está extremamente depreciado e estamos comprados contra o consenso de mercado que prevê uma sobreoferta nos próximos anos. Apesar da agressividade das mineradoras de lítio chinesas, o mercado está em um nível economicamente inviável para muitos projetos. Isso nos leva a acreditar que, em algum

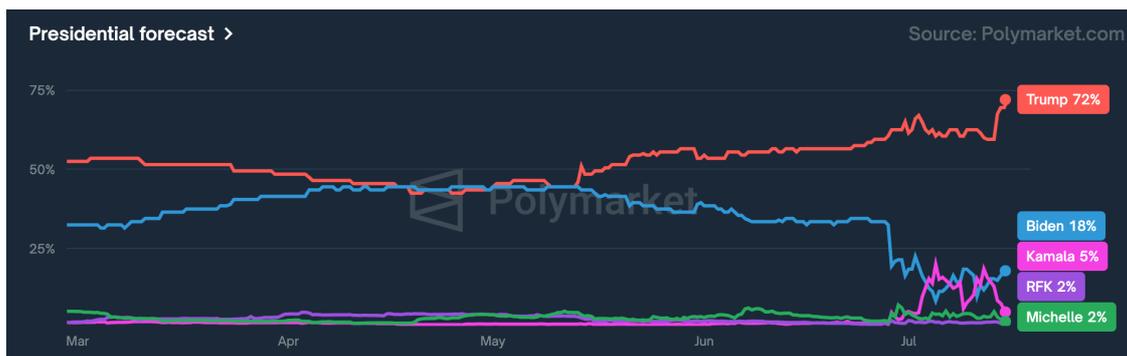
momento, observaremos o cancelamento de projetos "greenfields" e possivelmente uma diminuição na produção de projetos já em execução.

Nossa Visão Adiante

Entre montagens e desmontagens de posições na curva de juros americana no primeiro semestre do ano, já não enxergamos um prêmio tão claro na curva. Neste momento, a possibilidade de uma eleição de Trump, com uma chance não desprezível de controle da câmara alta e baixa do congresso, pode fazer com que os movimentos de tarifas, principalmente com alvo na China, e os incentivos fiscais para empresas americanas sejam mais intensos. Isso resultaria em um cenário inflacionário de ainda maior complexidade de previsão. Focando na eleição americana, nossa equipe analisou quais seriam os temas mais beneficiados de uma eleição de Trump e identificou que o mercado de criptoativos poderia ser impulsionado mais do que qualquer outro.

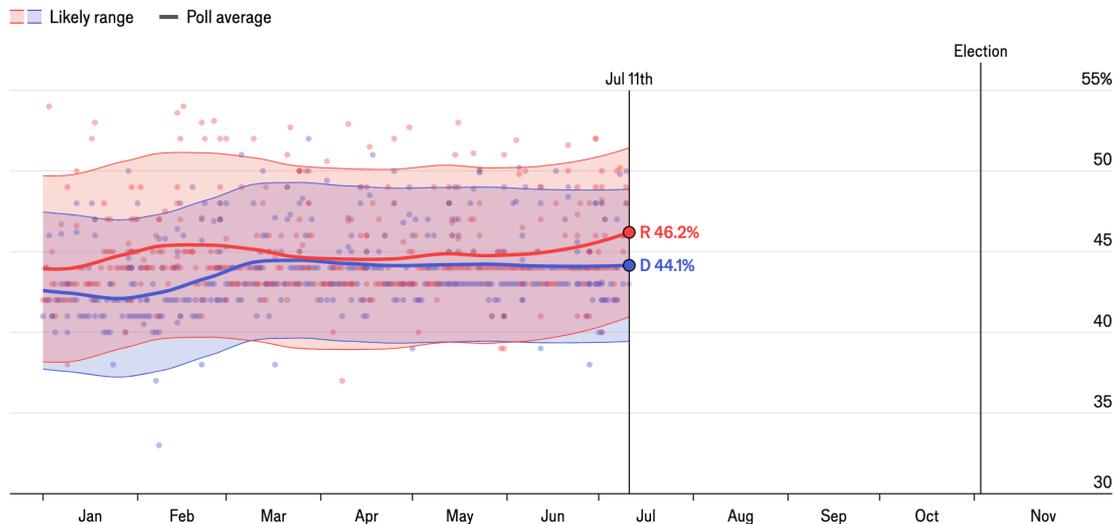
Quanto à probabilidade da eleição de Donald Trump, há, desde meados de maio, uma tendência clara nas pesquisas e nos mercados preditivos mostrando uma evolução de Trump e queda de Joe Biden. Diversas forças impulsionam esse movimento: o estado de saúde precário de Joe Biden, a aproximação de Trump de diversos grupos de eleitores com alta representatividade, a reação ao julgamento politizado de Trump na Flórida, a queda na popularidade da guerra na Ucrânia e seu respectivo custo, e o crescimento geral de movimentos de direita global. A tentativa de assassinato de Trump em meados de julho foi o estopim para que o mercado passasse a precificar uma chance maior de sua eleição. Concordamos que foi um evento "game changer" comparável à facada de Adélio em Bolsonaro, mas já víamos há algum tempo sinais de que Trump levava vantagem considerável em diversos "swing states".

Previsão do Resultado da Eleição Americana



Fonte : Polymarket

Evolução das Pesquisas de Intenção de Voto (EUA) (média)



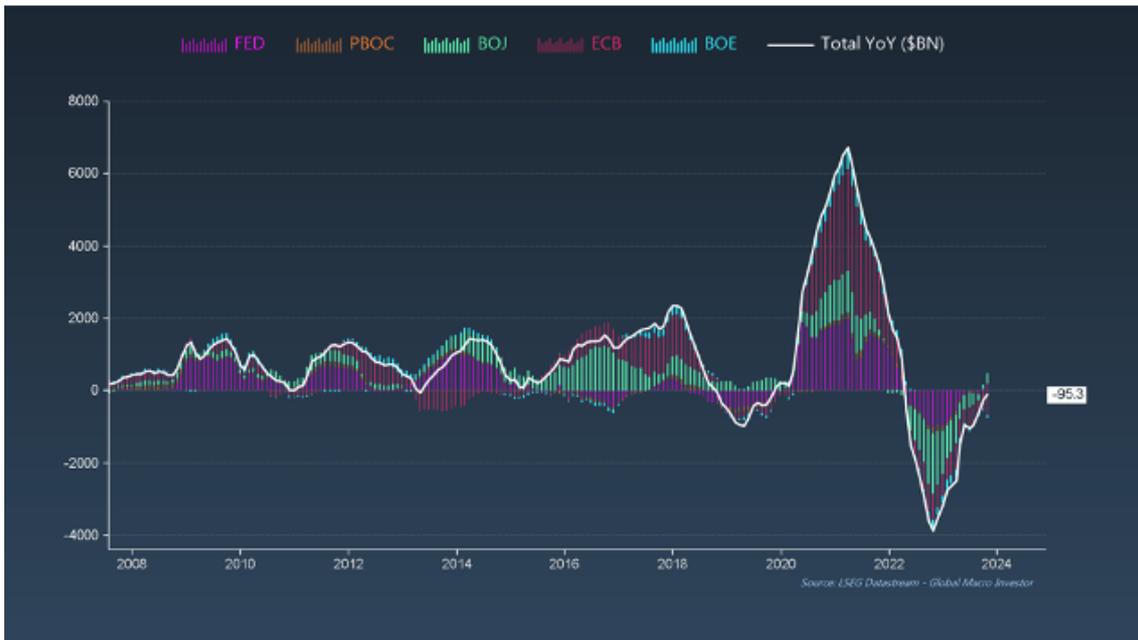
Fonte: The Economist

Porque escolhemos Cripto?

A medida que Trump ganhava espaço, o mercado passou a falar do Trump trade. Diversas áreas de research de bancos americanos montavam os chamados “*Trump Baskets*” ou cestas de ações que se beneficiariam da eleição do candidato. Essas ações tiveram excelente performance no período e ainda têm espaço para subir na nossa visão. Entretanto, um setor ficou de fora de grande parte das análises. Trata-se do setor de criptoativos, um setor pequeno, com somente US\$2T em capitalização de mercado, alta volatilidade e uma sensibilidade maior a fluxos. Ou seja, é um mercado onde pequenas entradas de capital podem gerar efeitos grandiosos nos preços. Isso torna cripto, enquanto classe de ativos, mais suscetível a movimentos de liquidez global.

Sob a ótica dos ciclos macroeconômicos globais, estamos no ponto de inflexão dos principais bancos centrais globais. Os EUA estão reduzindo o “*quantitative tightening (QT)*” no seu balanço e se colocarmos na conta o “*Treasury General Account (TGA)*” e as operações de “*Reverse Repo (RRP)*” já estão começando a acrescentar liquidez na sua economia. O Banco Central Europeu já está em processo de corte de juros. Por fim, os bancos centrais asiáticos necessitam com urgência estimular suas economias. O resultado é um período expansionista com liquidez global crescente, o cenário ideal para cripto. Esse gráfico da GMI mostra bem os efeitos de liquidez dos cinco principais bancos centrais globais.

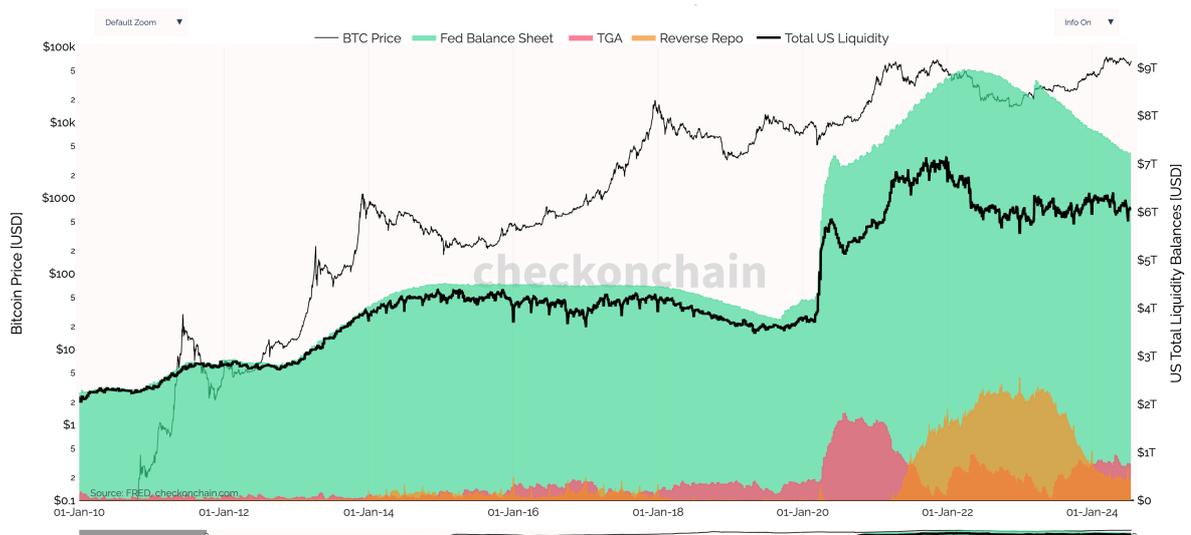
Ciclos de Liquidez dos 5 Principais Bancos Centrais



Fonte: Global Macro Investor

Abaixo o comportamento de preços do Bitcoin em relação a ciclos de liquidez da principal economia global.

Preço do Bitcoin vs Liquidez na Economia Americana



Fonte: Checkonchain

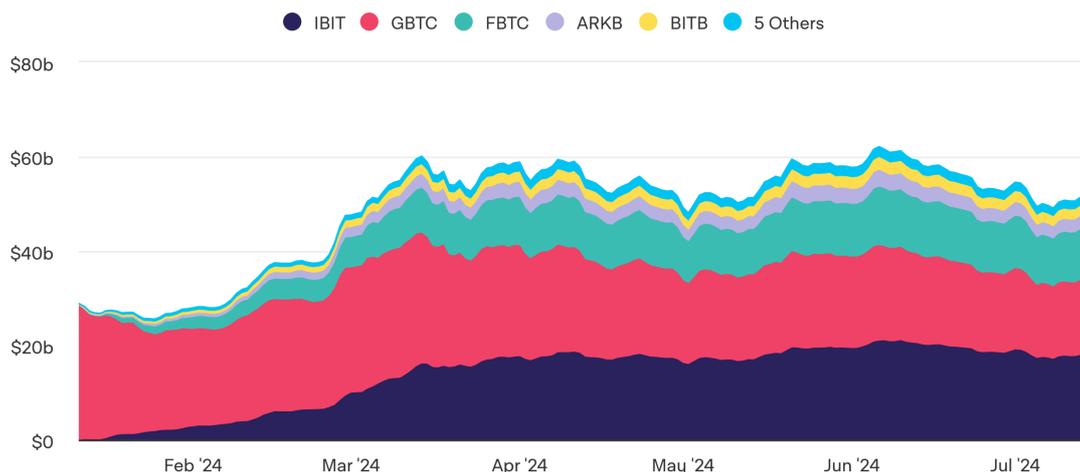
Outro ponto importante da nossa tese de investimento em cripto envolve, novamente, vieses cognitivos. No final do dia, seja por viés de familiaridade, seja por ceticismo, é um setor que ainda desperta as emoções de diversos gestores profissionais. Apesar da evolução do mercado de criptoativos ao longo dos anos, ainda é comum encontrar preconceito com a classe de ativos, e isso inevitavelmente se reflete em um prêmio de risco maior. Para nós, com participantes como Fidelity, Blackrock e Nasdaq nesse mercado, a legitimidade de cripto é uma discussão que já faz parte do passado. Aliás, o tema criptoativos já se tornou parte das discussões políticas e econômicas da maior economia do mundo. E justamente o cenário político, com a potencial eleição de Trump é o que torna esse momento uma tempestade perfeita para a alocação em cripto.

Trump vem se mostrando extremamente favorável à indústria de criptoativos, que sofreu durante a administração de Biden com o chamado “*regulatory capture*”, liderado por grupos de influência na Casa Branca alinhados à Senadora Elizabeth Warren, da ala radical do Partido Democrata. Uma operação conhecida como “*Operation Chokepoint 2.0*” visava emparelhar os principais reguladores do país, notadamente a SEC (*US Securities and Exchange Commission*), para sufocar a indústria. A operação levou a multas e fechamentos arbitrários de bancos, processos milionários contra redes descentralizadas e muita litigância envolvendo gigantes da indústria como Coinbase, Grayscale e Ripple contra a SEC. A SEC perdeu grande parte desses processos na corte americana, mas é inegável que isso retardou o desenvolvimento da indústria nos EUA e assustou investidores.

Com Trump, o cenário muda drasticamente. O candidato colocou como um dos pilares da política do Partido Republicano, dar as condições necessárias para o desenvolvimento dessa indústria. Ele chegou até a ventilar a possibilidade de o Bitcoin se tornar um “reserve asset” para o FED, embora isso seja pouco concreto. O candidato ainda concordou em falar em uma conferência voltada para a indústria, a Bitcoin 2024 Conference em Nashville. O vice de Trump, JD Vance, é um “holder” de Bitcoin, com uma posição declarada de aproximadamente U\$250k, ou aproximadamente 6% do seu portfólio.

Concomitantemente, os EUA aprovaram ETFs spot de Bitcoin e deverão, no dia 23 de Julho, aprovar o ETF do Ethereum (segundo ativo em capitalização de mercado). O lançamento desses ETFs foi o maior sucesso da indústria de ETFs desde os ETFs de ouro. Ao todo, os 11 ETFs atingiram, em menos de um ano, mais de U\$60B em ativos sob gestão, um montante maior do que todos os outros ETFs lançados esse ano juntos.

AUM dos ETFs de Bitcoin Spot no Mercado Americano



Fonte : The Block

Este foi o processo que nos levou ao investimento em cripto, que se tornou um dos books do fundo TC Cosmos. Estudos mostram que, devido à assimetria dessa classe de ativos, é possível capturar esse prêmio de risco através de pequenas alocações em termos de percentual do patrimônio líquido investido. As simulações da nossa área quantitativa, utilizando o histórico dos últimos 5 ou 10 anos, mostram que alocações de 1 a 10% em cripto podem chegar próximo de dobrar os retornos absolutos de um portfólio sem aumentar consideravelmente a volatilidade do mesmo, gerando um efeito significativo no Índice Sharpe (retorno ajustado ao risco) desses portfólios. Há diversos estudos com metodologias semelhantes, como o da gestora Bitwise, intitulado “The Case for Crypto in an Institutional Portfolio”, onde o leitor pode se aprofundar neste tema.

Dessa forma, apesar da alocação em uma classe de ativos volátil, conseguimos manter os parâmetros de risco pré-estabelecidos no nosso produto. Afinal, acreditamos em ser arrojados, desafiar consensos, mas sempre com responsabilidade com o patrimônio de nossos cotistas.