

03 de junho de 2022

Carta Mensal Hashdex - Maio 2022

Caro investidor,

Revisitando a Questão da Descorrelação dos Criptoativos

Nos anos iniciais do mercado de cripto, ativos digitais eram beneficiados por uma dinâmica de preço descorrelacionada aos mercados tradicionais. Essa dissociação vem se reduzindo à medida que os criptoativos ganham maturidade e se alinham com as demais classes de ativos.

Na carta mensal deste mês, destacamos os três principais fatores que enxergamos como responsáveis pela crescente correlação com mercados tradicionais e analisamos como essa mudança de paradigma influencia a tese de investimento em criptoativos.

Trazemos, ainda, uma análise da implosão da plataforma Terra (Luna/UST), que dominou manchetes nas primeiras semanas de maio. Abordamos os mecanismos que regem o funcionamento de stablecoins algorítmicos e como a interação entre esses resultou na perda de paridade do UST e na derrocada do preço do Luna aqui.

O colapso dos tokens da blockchain Terra também chamou a atenção de reguladores nos EUA, desde a SEC até o Tesouro Americano. Além disso, o Fed anunciou uma alta de 50 bps para a taxa de juros americana, algo que não ocorre desde o ano 2000. Por último, abordamos o surpreendente ressurgimento da mineração de bitcoins na China.

Caso você tenha alguma pergunta, não hesite em entrar em contato

-Equipe Hashdex

[FUNDOS DE INVESTIMENTOS HASHDEX](#)

Confira a performance dos nossos fundos:

<i>Fundos</i>	<i>No mês</i>	<i>No ano</i>	<i>Em 12 meses</i>	<i>Desde o início*</i>	<i>PL médio</i>
<i>Hashdex 20 NCI</i>	-4,44%	-3,32%	2,63%	54,22%	441 M
<i>Hashdex 40 NCI</i>	-10,02%	-18,66%	-4,82%	130,02%	379 M
<i>Hashdex 100 NCI</i>	-25,25%	-46,46%	-28,10%	254,23%	319M
<i>Bitcoin 100%</i>	-20,10%	-43,50%	-23,23%	118,65%	257 M
<i>Ouro Bitcoin Risk Parity</i>	-9,08%	-11,51%	-12,13%	-7,84%	4,43 M

*Data do início dos fundos Hashdex 20 (01/07/19). Hashdex 40 (12/12/19). Hashdex 100 (31/07/19). BTC 100 (01/10/2020). Bitcoin 100% (01/10/2020). Ouro Bitcoin Risk Parity (30/12/2020).

MATERIAIS DE DIVULGAÇÃO

- [Hashdex 20 NCI](#)
- [Hashdex 40 NCI](#)
- [Hashdex 100 NCI](#)
- [Bitcoin 100](#)
- [Ouro Bitcoin](#)

PERFORMANCE DO NCI (USD) YTD -37,4%



Fonte: Área de Pesquisa da Hashdex em 31/05/2022

PERFORMANCE DO NCI EM MAIO -21,9%



Fonte: Área de Pesquisa da Hashdex em 31/05/2022

PERFORMANCE DOS ATIVOS DO NCI

LINK UNI BCH ETH AXS FIL XLM XBT SAND LTC NCI

-37,6% -26,0% -33,8% -31,1% -34,9% -54,1% -21,4% -19,9% -34,2% -32,4% -21,9%

MAIO: QUEDA POR MOTIVOS INTERNOS AO MERCADO DE CRIPTO

Em maio, o mercado de criptoativos registrou mais uma queda. A tendência baixista foi puxada pelo cenário macroeconômico, com inflação e expectativa de aperto monetário nos EUA dando o tom nos primeiros dias do mês, o que impactou tanto os criptoativos quanto ativos de risco tradicionais e índices de ações. Até o oitavo dia do mês, o Nasdaq Crypto Index (NCI) acumulou uma queda de quase 10%. A partir do dia nove, o sistema Terra/Luna entrou em colapso. A perda de paridade da stablecoin UST e a decorrente queda abrupta no preço do Luna deram vez a um grande nível de incerteza no mercado. Somente no dia nove, o NCI caiu 10,5%. Vale ressaltar que, apesar de ser um dos criptoativos com maiores capitalizações de mercado até recentemente, o token Luna não fazia parte do NCI por não atender aos critérios de elegibilidade. Portanto, a queda no índice foi apenas um reflexo do impacto do evento sobre o preço dos demais criptoativos.

A partir do problema com o sistema Terra/Luna, houve um relativo deslocamento dos criptoativos em relação aos ativos de risco tradicionais. Enquanto o S&P 500, principal índice de ações dos EUA, iniciou uma recuperação no terço final do mês, ajudado por surpresas positivas quanto à inflação, os criptoativos seguiram no viés de queda. No dia 27, a queda acumulada no mês passou dos 30%. Nos

últimos dias do mês, houve reversão de parte das perdas. O índice fechou maio em baixa de 21,9% e acumula queda de 37,4% no ano.

Como é comum em situações de estresse de mercado, o Bitcoin teve melhor desempenho entre os constituintes do NCI, com queda de 19,9%. O destaque negativo ficou por conta do Filecoin, que perdeu mais da metade de seu valor. O índice de referência do DEFI11 teve perda de 30%, com destaque para a boa performance relativa do Maker, que caiu 11,5%. O mercado viu com bons olhos a resiliência desse protocolo e de sua stablecoin, o DAI, diante situação do Terra/Luna. Já o índice de referência do WEB311 recuou 33,7%. Por sua vez, o Dólar caiu 3,8% frente ao Real.

NOTÍCIAS RELEVANTES:

MAIOR AUMENTO NA TAXA DE JUROS DO FED EM VINTE ANOS IMPÕE NOVO TESTE AO MERCADO DE CRIPTO

O Banco Central dos EUA anunciou, no dia 4 de maio, um aumento de 0,50% ao Federal Funds Rates, a maior alta na taxa de juros americana em mais de duas décadas. A postura cada vez mais agressiva do Fed para combater a inflação veio na esteira de dados do índice de preços ao consumidor (inglês: consumer price index, CPI) de março, que mostraram uma alta acumulada de 8,5% nos últimos doze meses. O ciclo de altas do juro ocorre em paralelo a um plano de redução patrimonial que visa encolher o balanço de US\$ 9 trilhões do Fed, usado para garantir liquidez durante a pandemia.

A atuação do Fed deve levar o mercado de criptomoedas a águas desconhecidas, criando o ambiente macroeconômico mais desfavorável para ativos digitais desde a criação do Bitcoin em 2009.

O aumento anunciado no início de maio elevará a Federal Funds Rate para a banda entre 0,75% a 1%. A subida mais severa do que em março (25 bps) já era precificada pelo mercado, mas o anúncio eliminou qualquer dúvida remanescente entre os investidores a respeito da guinada do Fed, após a instituição ter passado a maior parte de 2021 defendendo a tese da "inflação transitória".

Inicialmente, investidores de criptoativos reagiram positivamente a um comentário do presidente do Fed, Jerome Powell, esclarecendo que o FOMC não estava "ativamente considerando" um aumento ainda maior (75 bps), mas a realidade desafiadora de um ciclo longo e acentuado de aumentos logo se instalou, se sobrepondo ao alívio inicial causado pelos esclarecimentos de Powell. Durante o resto do mês, os investidores debateram quantas altas de 50 bps estavam no horizonte, com o consenso do mercado prevendo dois aumentos de 0,50% em junho e julho.

No final do mês, o presidente do Federal Reserve de Atlanta, Raphael Bostic, discutiu a possibilidade de uma “pausa” em setembro, durante qual o Fed poderia interromper o seu ciclo de aperto para avaliar o impacto das subidas anteriores e do programa de redução do balanço que deve, até setembro, acelerar a queda no balanço do Fed até atingir US\$ 95 bilhões por mês.

Embora a implementação de tal pausa dependa de uma desaceleração mais forte do que atualmente esperada durante o verão do hemisfério norte – provavelmente em conjunto com a melhora de outros indicadores, como um mercado de trabalho enfraquecido – o comentário de Bostic ajudou a trazer maior clareza a respeito do atual horizonte do ciclo de altas do Fed.

COLAPSO DA PLATAFORMA TERRA ENTRA NO RADAR DE REGULADORES AMERICANOS

O colapso da plataforma Terra (Luna / UST) entrou no radar dos reguladores americanos. A secretária do Tesouro Americano, Janet Yellen, aproveitou o ocorrido para, mais uma vez, ressaltar os riscos apresentados por stablecoins à estabilidade do sistema financeiro. “Os ativos digitais podem apresentar riscos para o sistema financeiro e é necessária uma atenção regulatória maior e coordenada”, explicou Yellen em audiência no Congresso Americano. Segundo a autoridade máxima do Tesouro Americano, um novo arcabouço regulamentar para as moedas estáveis deve estar pronto até o final de 2022.

Autoridades da Securities and Exchange Commission (SEC, análoga americana da CVM) também reagiram ao colapso. Hester Pierce, uma comissária da SEC, [revelou](#) durante um painel realizado na quinta-feira que o colapso do UST gerou senso de urgência entre reguladores americanos que estudam novas regulações para as moedas estáveis. A comissária condicionou a sua resposta ponderando que novas tecnologias requerem “espaço para o fracasso”.

Um sentimento similar foi [defendido](#) pelo senador americano Pat Toomey, membro sênior do Comitê Bancário do Senado. O senador concordou que a implosão do protocolo Terra deve intensificar o foco dos reguladores americanos em stablecoins. Apesar disso, o senador não entende que as moedas estáveis com lastros tradicionais representem uma ameaça à estabilidade do sistema financeiro, além de defender que o “fracasso deve ser uma opção”.

Além do clamor por regulação causado pela perda de paridade do UST, foi [revelado](#) que a Casa Branca deve pressionar o Congresso Americano a apresentar legislação que force as exchanges a estabelecerem uma separação clara entre o seu balanço de cripto e os valores custodiados para clientes. A demanda foi uma reação a um [relatório](#) divulgado pela Coinbase, em que a exchange alega que os tokens dos seus clientes poderiam ser bloqueados – e até vendidos para pagar credores – durante um eventual processo de falência.

O CEO e fundador da Coinbase, Brian Armstrong, [esclareceu](#) que a sua empresa não corre risco de falência e que o relatório foi publicado em resposta a esclarecimentos solicitados pela Securities and Exchange Commission (SEC, análoga da CVM nos EUA). Ainda assim, o presidente da SEC, Gary Gensler, fez questão de alertar investidores de cripto: “não pense que você é dono da sua cripto ao depositá-las em carteiras digitais (custodiadas por exchanges)”, afirmou o presidente da SEC.

A visão mais proibitiva defendida por Gensler como autoridade regulatória aparenta ter se fortalecido após o colapso da plataforma Terra. O presidente da SEC [solicitou](#) mais recursos ao Congresso Americano para a agência reguladora. Gensler justificou o pedido explicando que a SEC tem somente 50 funcionários dedicados ao monitoramento do mercado de cripto. Durante a sua fala, Gensler também acusou as exchanges de estarem “operando contra os seus clientes” em atuação como market makers no mercado de cripto.

MINERAÇÃO DE BITCOIN VOLTA À CHINA

A China, que viu sua participação no volume de mineração global beirar zero após a criptomoeda ser banida no país em maio de 2021, já ocupa o segundo lugar no ranking global de mineração. [Dados](#) divulgados pela Universidade de Cambridge mostram que a mineração no país asiático esboçou uma rápida recuperação a partir de setembro do ano passado. Desde então, a China representa mais de 20% do consumo energético usado globalmente para minerar bitcoins.

À medida que as restrições da pandemia foram abandonadas, no início de 2021, a segunda maior economia do mundo penou para atender à crescente demanda por eletricidade causada pela recuperação do seu setor industrial. Medidas rigorosas de controle de preços de energia, juntas ao aumento nos preços do carvão, tornaram algumas usinas termelétricas não rentáveis.

Os apagões resultantes aumentaram a hostilidade contra mineradores de Pequim, que baniu a atividade oficialmente em junho. A crescente repressão aos ativos digitais na China, que culminou na proibição de qualquer atividade com criptoativos em setembro, ocorreu em paralelo ao projeto piloto do yuan digital.

Especialistas [especulam](#) que essa variação brusca foi causada por mineradores que utilizaram VPNs (virtual private networks) para ocultar a localização das suas operações nos meses logo após o banimento. Com o uso de VPNs, a mineração pode ser roteada através de servidores em diferentes países, efetivamente ocultando a localização da operação.

A taxa de participação chinesa ainda está em torno de 30% abaixo do seu auge antes do banimento da mineração na China. Na época, a China concentrava cerca de 70% do consumo energético da rede Bitcoin. Ainda não está claro quanto da

atividade de fato migrou para outros países e quanto o dado ainda está sendo afetado por mecanismos que ocultam a localização de mineradores.

DESTAQUES HASHDEX:

- [Hashdex lança Paper sobre Cultura Digital em Cripto](#)

A Hashdex lançou um paper produzido pelo seu Time de Research analisando a Cultura Digital em Cripto: metaverso, NFTs, jogos em blockchain. Esse movimento é um fenômeno, juntamente das inovações trazidas por blockchains e criptomoedas, com origem na migração das nossas vidas para o espaço digital.

TEMA DO MÊS:

Revisitando a Questão da Descorrelação dos Criptoativos

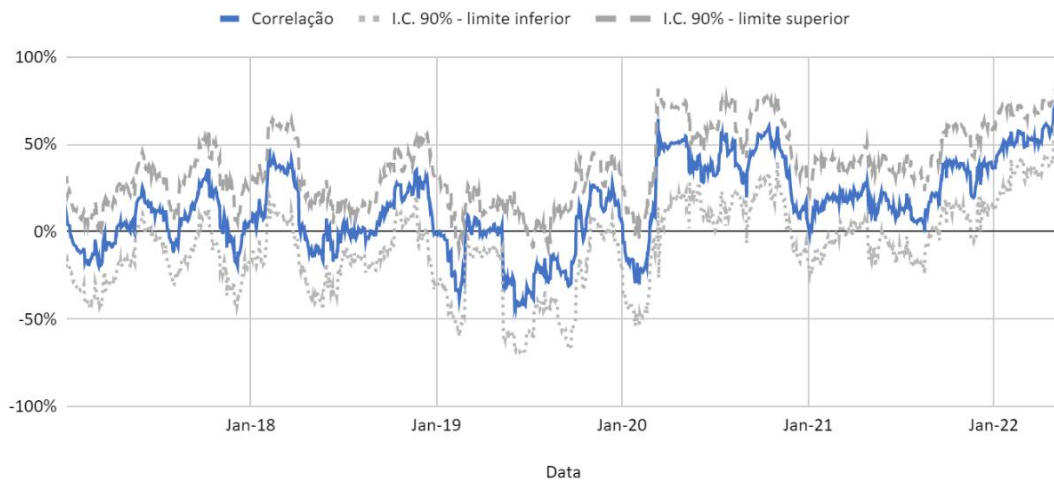
João Marco Braga da Cunha

Gestor de Portfólios

Considerado o primeiro criptoativo, o Bitcoin entrou em operação no início de 2009. Ao longo da primeira década de existência dos criptoativos, seus preços apresentaram um comportamento quase que completamente dissociado dos ativos tradicionais. Saber se o Bitcoin subia 15% ou se caía 11% era praticamente indiferente para fazer uma inferência sobre o comportamento de outras classes de ativos. Como consequência, os retornos dos ativos digitais e dos ativos tradicionais costumavam registrar correlação próxima de zero. Por volta de 2017, a descorrelação passou a ser uma relevante tese de investimento em cripto.

A partir de 2020, com a crise causada pela pandemia da COVID-19, a correlação entre os criptoativos mudou de patamar. O gráfico abaixo mostra a correlação entre os retornos do Bitcoin e do S&P 500, principal índice de ações do mercado americano, calculado em janelas rolantes de 42 dias úteis, bem como os intervalos de confiança de 90% (I.C. 90%)¹:

Correlação entre Bitcoin e S&P 500



¹Os intervalos de confiança dão a noção da precisão associada a um parâmetro estimado, no caso, o coeficiente de correlação. Colocando de maneira simplificada, o fato de um determinado valor estar contido no intervalo de confiança significa que, do ponto de vista estatístico, não se pode rejeitar a hipótese de este seja o verdadeiro valor do parâmetro estimado.

Até fevereiro de 2020, a média da correlação observada foi de menos de 1%, enquanto, a partir de março, a média foi de 34%. Em maio de 2022, a correlação passou dos 80%. Quando consideramos os intervalos de confiança, no período após a crise da COVID, o zero estava contido em menos de um terço dos casos, valor bem inferior aos quase 80% registrados no período pré-crise. Isso significa que, antes da pandemia, era bastante comum haver amostras de retornos estatisticamente compatíveis com uma correlação zero. De lá para cá, isso tornou-se bem mais raro.

A ideia de que os criptoativos seriam uma classe de ativos descorrelacionada dos ativos tradicionais não têm respaldo dos dados recentes. Mas o que pode explicar tal mudança? Há algumas possíveis causas, que abordaremos a seguir.

A primeira delas é a própria situação de crise nos mercados. É conhecido o fato de que as correlações entre ativos de risco tendem a aumentar durante períodos de forte estresse. Isso porque, nessas circunstâncias, fatores comuns que impactam os preços de uma vasta gama de ativos passam a ser preponderantes. A partir de março de 2020, a dinâmica de propagação da COVID, as políticas de enfrentamento, o aparecimento de novas cepas e o desenvolvimento de vacinas afetaram profundamente os preços de diversos ativos. Até mesmo o ouro, que, entre janeiro de 2017 e fevereiro de 2020, apresentou uma correlação de cerca de -15% com o S&P 500, teve esse valor aumentado para 10% no período depois de março de 2020.

Outra causa possível está relacionada a um maior grau de maturação dos criptoativos como classe de ativo. Durante os primeiros anos, havia uma grande

proeminência dos fatores inerentes a este mercado, como tecnologia, regulação, hackeamento de exchanges, entre outros. Como consequência, a correlação com os ativos tradicionais era baixa. Após anos de avanços em relação a esses fatores internos do setor, temos uma situação um pouco mais estável e, portanto, impactante nos preços. Tomando, por exemplo, a questão da regulação, apesar de ainda haver espaço para melhorias importantes, os criptoativos já são regulados (e taxados) na grande maioria das principais economias - ou, no caso da China, banidos, o que, pelo menos no curto prazo, parece ser uma situação estável. Com menos margem para surpresas, esses fatores perderam parte de sua relevância, fazendo com que se tornassem mais importantes, do ponto de vista relativo, os fatores comuns a outras classes de ativos. Com isso, a correlação entre cripto e ativos tradicionais aumenta.

Uma terceira causa é o crescimento da presença de investidores institucionais no mercado de criptoativos, observada, principalmente, a partir do segundo semestre de 2020. Assim, os grandes movimentos que afetam os ativos tradicionais causados, por exemplo, por alterações no apetite ao risco ou necessidade de liquidez, passam a impactar, simultaneamente, os criptoativos, elevando a correlação.

Independentemente dessas questões, é importante entender que a grande maioria dos criptoativos representam a possibilidade de uma entrega de serviços descentralizados no futuro. Assim sendo, o seu valor no presente depende da taxa de juros utilizada para descontar o valor gerado por essas soluções no futuro, da mesma forma como ocorre com ativos tradicionais. Além disso, por esse valor futuro não ser certo e sim uma possibilidade, o valor que o mercado atribui hoje é suscetível ao seu apetite ao risco. Isso também é verdade para ativos de risco tradicionais. Essas características fundamentais dos criptoativos explicam, ao menos em parte, a existência de uma correlação positiva com ativos de risco tradicionais, especialmente em um momento como o atual, com aumento substancial das taxas de juros e redução do risco das carteiras.

Um caso que merece uma reflexão especial é o Bitcoin. Como sua proposta de valor é ser uma reserva de valor descentralizada, poderia se esperar que, em situação de maior risco, mais investidores buscassem refúgio no Bitcoin, levando a uma valorização. Porém, a tal proposta de valor ainda não se materializou e, na visão do mercado, predomina o caráter especulativo do Bitcoin e, conseqüentemente, observa-se uma correlação positiva. Se o Bitcoin conseguir se consolidar como uma reserva de valor de fato, devemos esperar que ele passe a ter uma correlação nula ou mesmo negativa com os principais ativos de risco.

A análise fria do valor calculado para os coeficientes de correlação ignora aspectos importantes. Há eventos extremamente relevantes e impactantes nos preços dos criptoativos que não têm efeito nenhum sobre os ativos tradicionais. Apenas nos últimos doze meses, podemos citar o banimento na China, a aprovação dos ETF de futuros de Bitcoin nos EUA e, mais recentemente, a

derrocada da blockchain Terra. Se, por um lado, não é razoável afirmar que os criptoativos são descorrelacionados dos ativos tradicionais, podemos dizer que, na maior parte do passado recente, tivemos uma correlação moderada. Não há razões para crer que os altos níveis registrados em 2022 tenham vindo para ficar.

Do ponto de vista de gestão de carteiras, a principal consequência do aumento da correlação é que, ao adicionar os criptoativos nos portfólios, temos um impacto maior sobre o nível de risco. Porém, tal problema pode ser contornado com uma recalibragem do tamanho da posição em cripto ou com uma compensação em ativos de baixo risco. Vale lembrar também que, paulatinamente, os principais criptoativos têm registrado uma redução nas suas medidas de risco, o que pode mitigar o impacto do aumento da correlação sobre o risco dos portfólios.

Independente do nível da correlação com outras classes, os criptoativos seguem como uma opção ímpar para composição de portfólios. Os primeiros casos de uso em larga escala, como DeFi e NFTs, começam a surgir e demonstram o alto potencial das aplicações e de consequente valorização. Os criptoativos estão chegando à adolescência, fase na qual as mudanças se dão de maneira desordenada e, por vezes, dolorosa. Com o tempo (e uma boa dose de paciência), tudo passa.