



---

# BITCOIN #48

EDIÇÃO DE 06/07/2022

---

## RESUMO

Fase de vendas forçadas por empresas insolventes foram responsáveis pelos elevados volumes em maio e junho. Falta um ingrediente para uma recuperação parcial dos preços de criptoativos que é a ausência de capitulação no maior mercado de ações do planeta (EUA).



# I N S I G H T S

- Capitulação dos mineradores de Bitcoin em curso.
- 
- A velocidade com que os criptoativos são transferidos de empresas insolventes para solventes determinará o timing da recuperação desse mercado.
- 
- Estresse financeiro persiste nos títulos de dívida corporativos de alto risco (high yields).
- 
- Estatísticas bottom-up revelam que os analistas de ações podem ter dado início a reavaliações para baixo do lucro operacional das empresas constituintes do S&P 500.
- 
- Queda do mercado de ações precifica apenas um soft landing.
- 
- Mercado de ações nos EUA, o maior do planeta, ainda não mostrou sinal de capitulação, embora o sentimento seja de pessimismo.
- 
- Uma recuperação parcial dos preços dos criptoativos poderá emergir após capitulação no mercado de ações norte-americano, que seria uma fase de negação de uma realidade mais dura no futuro.
- 
- No longo prazo o cenário poderá se deteriorar muito mais com uma recessão global do tipo hard landing.

## I – FUNDAMENTOS

### **CAPITULAÇÃO DOS MINERADORES**

Segundo o sítio The Block, a mineradora Core Scientific vendeu 7.202 bitcoins durante o mês de junho, arrecadando US\$ 167 milhões a um preço médio de US\$ 23.000 por bitcoin. Os recursos devem ser usados em investimentos de capital para aumentar a capacidade do data center e pagamento de dívidas e, conseqüentemente, reforçar o balanço financeiro.

“Nossa indústria está passando por um tremendo estresse à medida que os mercados de capitais enfraquecem, as taxas de juros e a inflação estão em alta. Nossa empresa resistiu com sucesso a crises no passado e estamos confiantes em nossa capacidade de navegar na atual turbulência do mercado”, afirmou o CEO Mike Levitt da Core Scientific.

Outros mineradores também venderam uma parcela significativa de suas posições em bitcoin recentemente, segundo o The Block. A Bitfarms, por exemplo, vendeu 3.000 BTC para pagar parte de um empréstimo de US\$ 100 milhões da Galaxy Digital.

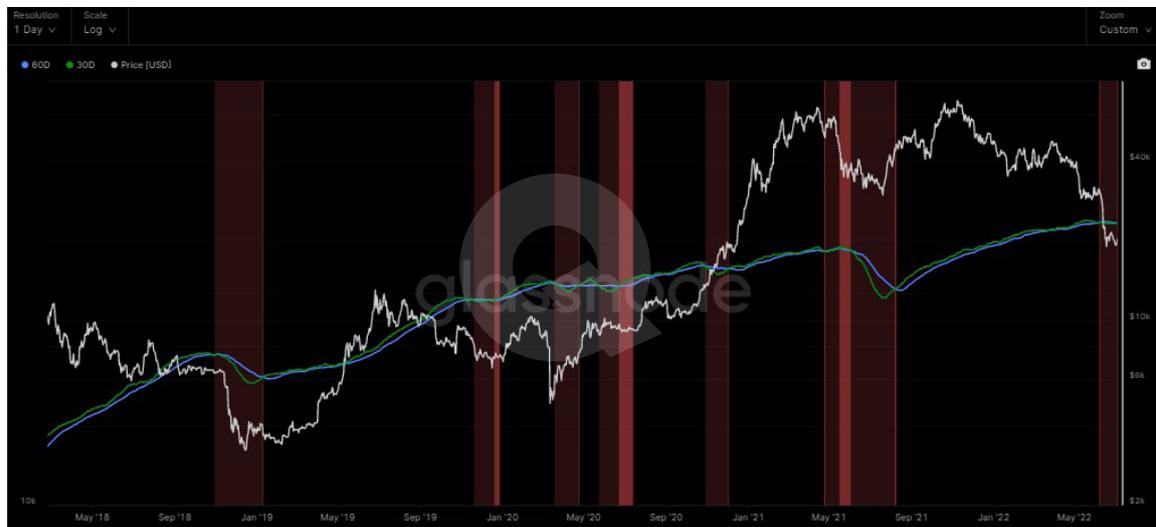


Figura 1 – Cotação diária do Bitcoin e hash ribbon – Fonte: Glassnode.

Apesar dos sinais de capitulação dos mineradores no noticiário, o hash rate tem permanecido elevado, mas pode ser uma questão de tempo para que comece a cair. Isso pode ser observado no gráfico acima pelo indicador hash ribbon, que compara duas médias móveis do hash rate de 30 e 60 dias, e quando a mais rápida (30 dias) cai abaixo da mais longa (60 dias) é sinal de capitulação dos mineradores. No gráfico acima, esses instantes são identificados pelas barras avermelhadas.

## **LEHMAN MOMENT DE BITCOIN PODE NÃO TER TERMINADO**

Ainda segundo o The Block, a recuperação do mercado de criptomoedas será determinada pela velocidade com que os criptoativos são transferidos de empresas insolventes para solventes, de acordo com a Cumberland, uma empresa de trading de criptoativos pertencente ao grupo DRW, tese compartilhada pelo market maker QCP Digital de Singapura. O porta-voz da Cumberland afirmou que a crise de crédito no mercado de criptoativos ainda não acabou, antevendo o potencial de mais liquidações no horizonte.

Uma série de empresas de criptomoedas está sob forte pressão. Em 12 de junho, um mês após o início do colapso da Terra, a plataforma de empréstimo de criptomoedas Celsius interrompeu as retiradas de seus clientes. Outros credores, desde então, seguiram esse exemplo.

As condições do mercado se deterioraram ainda mais quando o hedge fund Three Arrows Capital (3AC) foi liquidado por vários credores, incluindo BlockFi e Voyager Digital – esta emprestou US\$ 650 milhões para o 3AC.

Na semana passada foi revelado que BlockFi pode ser adquirido pela FTX US. A corretora de criptoativos de Sam Bankman-Fried (FTX US) já vinha intervindo para socorrer BlockFi com uma linha de crédito rotativo de US\$ 250 milhões, mas o desfecho poderá ser a aquisição, conforme foi revelado na última sexta-feira.

O porta-voz de Cumberland afirmou que os detalhes da insolvência de Babel Finance ainda não vieram à tona. Os mineradores representam uma grande parte da clientela da Babel e enfrentariam uma pressão significativa se os detalhes mostrassem que seus empréstimos à Babel e a outros mutuários estão inadimplentes. De acordo com o QCP Digital, as mineradoras seriam obrigadas a reduzir o estoque para capital de giro nesse cenário.

Enquanto isso, grandes blocos de Grayscale Bitcoin Trust (GBTC) continuam sendo vendidos no mercado à medida que o desconto do fundo aumenta abaixo de -30% em relação ao seu valor intrínseco. Essas vendas podem ser a última garantia da 3AC com a liquidação da Blockfi e da Genesis, de acordo com o QCP Digital.

## **ESTRESSE FINANCEIRO PERSISTE NOS TÍTULOS CORPORATIVOS**

As persistentes quedas dos preços dos títulos de dívida de empresas de alto risco (high yield) no mercado secundário norte-americano – significa negociações a taxa de juros crescentes – foi um dos sinais

que anteciparam, mais uma vez corretamente, o início da debacle das ações no mercado de capitais dos EUA, chacina que tem atingido com maior intensidade as ações das empresas de maior risco e objeto de intensa especulação pelos investidores amadores. Não por coincidência, o preço da carteira de high yield (cor azul no gráfico abaixo) antecipou em dois meses a debacle de Bitcoin.



Figura 2 – S&P 500 na frequência diária e índice de preços de títulos high yields até 05 de julho de 2022 – Fonte: Agência Reguladora de Wall Street.

O valor total do mercado das ações das empresas de capital aberto dos EUA, de acordo com a Sibilis Research, era em torno de US \$ 48,3 trilhões no final do 1º trimestre do ano em curso, em torno de 200% do PIB do país. Daí a sua importância como sinalizador do apetite em relação ao risco dos investidores em geral.

O recuo das ações deve-se à precificação de uma recessão suave (soft landing). No 1º trimestre a economia dos EUA recuou -1,57% em relação ao último trimestre de 2021, mas essa estatística foi prejudicada pelo déficit na balança comercial, embora o crescimento do consumo das famílias (70% do PIB) tenha se mantido. As mais recentes estimati-

vas apontam para uma nova contração no 2º trimestre, desta vez com um crescimento pífio do consumo em linha com a constatada falta de confiança dos consumidores sobre o futuro da economia.

Para agravar o cenário, as estatísticas bottom-up da mediana das expectativas sobre o lucro nos próximos doze meses da carteira do S&P 500 dão sinais de que os analistas estariam revendo para baixo o desempenho financeiro das grandes empresas constituintes do referido índice de ações, responsáveis em grande parte pelo lucro dessa carteira. As revisões começaram há duas semanas e, geralmente, é prudente aguardar que as revisões sejam persistentes, mas indicadores antecedentes sobre os lucros, construídos por modelos econométricos, apontam para um recuo no curto prazo e mais expressivo em 2023. Como todos os capítulos finais de um longo mercado-touro de ações é caracterizado por elevada alavancagem, sem exceções, a hipótese de uma recessão suave pode ser uma tese otimista, pois uma contaminação maior do canal financeiro poderá ser um indutor de uma contração mais severa. Por outro lado, o S&P 500, um indicador antecedente da economia, não antecipa eventos muito além de três meses. Por conseguinte, se o pior estiver por vir muito mais adiante, que é a tese deste editor, a debacle generalizada no mercado de ações dos EUA, e por tabela nos mercados dos demais países, poderá ocorrer entre o último trimestre do ano em curso e em algum momento do ano seguinte, possivelmente no 1º semestre. Neste ínterim espera-se que emerja uma reação (positiva) no mercado de ações dos EUA durante ou após a fase mais intensa da próxima temporada de divulgação dos lucros que começará na segunda quinzena de julho e que se estenderá em agosto. O timing dessa possível reação também será condicionado pelo teor da conferência à imprensa do discurso de Jeremy Powell, presidente do FED, no dia do final da reunião do FOMC (equivalente ao COPOM) em 27 de julho.

Embora os indicadores de sentimento dos investidores em ações, obtidos por sondagens, já indiquem há tempos um sentimento de aversão ao risco, outros que retratam o apetite pelo risco dos investidores que

botam as suas peles em risco ainda não revelam capitulação. Assim que esse evento se materializar, a esperada reação poderia emergir e servir de combustível para uma reação de Bitcoin, ainda que parcial. Por outro lado, a tese de que o preço da criptomoeda retorne ao topo no final do ano passado pode ser considerada otimista pelos dados que se têm no momento.

## II - SENTIMENTO

A estatística da média móvel de 7 dias do Net Unrealized Profit/Loss (NUPL), que consiste na diferença dos lucros deduzidos dos prejuízos, ambos realizados e suavizada pela média móvel, permanece em situação semelhante à mostrada no relatório anterior.



Figura 3 - Cotação diária de bitcoin (cor branca) e média móvel de 7 dias do NUPL – Fonte: Glassnode.

A cor rosa na figura acima identifica os momentos, como no presente, de capitulação dos investidores.

### III - PRICE ACTION

A cotação de Bitcoin permanece dentro de uma congestão (trading range) sem forças para superá-la diante de um forte cenário de risk-off dos ativos de risco, especialmente os mais especulativos, categoria em que a criptomoeda se encaixa melhor.



Figura 4 – Bitcoin na frequência diária, volume e IFR 14 dias – Fonte: QUAD (dados do TradingView e Coinbase).

O IFR de 14 dias com divergência altista é um bom sinal, mas o seu timing não é lá essas coisas, além do que a divergência poderia desaparecer. A região de elevadíssimo volume no início de maio e na primeira quinzena de junho pode ter coincido com as vendas forçadas de empresas insolventes do setor.

Se verossímil a tese de Cumberland de que a recuperação do mercado de criptomoedas será determinada pela velocidade com que os criptoativos são transferidos de empresas insolventes para solventes, então o volume deveria inflar visivelmente mais adiante em uma nova onda de risk-off. Caso contrário, seria um sinal positivo do mercado, pois neste caso o price action poderia ser interpretado como liquidação de amadores e não de pesos-pesados.

## IV – CONCLUSÃO

Para a classificação do risco de uma exposição na compra de BTC deve-se avaliar o alinhamento das notas de cada dimensão, lembrando que a valoração tem implicação além do médio prazo. Quanto mais positivas forem as notas, menor o risco e mais atrativo é o retorno no médio prazo em um mercado-touro.

<b>BITCOIN</b>		
<b>ALCANCE</b>	<b>DIMENSÃO</b>	<b>NOTA</b>
<b>(Curto prazo)</b>	<b>Price Action</b>	<b>Negativo +</b>
<b>(Médio prazo)</b>	<b>Fundamentos</b>	<b>Neutro +</b>
<b>(Médio prazo)</b>	<b>Sentimento</b>	<b>Positivo</b>
<b>(Médio Prazo)</b>	<b>Valoração</b>	<b>Neutro</b>

Figura 5 – Notas das dimensões – Fonte: QUAD.

As notas foram mantidas em relação à edição anterior. O viés positivo da nota negativa do price action se deve à possibilidade de mais adiante, em um horizonte não distante, do retorno de uma fase de risk-on nos mercados de risco. A nota do sentimento ganharia um viés positivo se e quando a capitulação no mercado de ações se materializar, por enquanto ausente.

O mercado de criptoativos tem sido muito machucado e até os mais ardorosos defensores reconheceram que as antigas e ingênuas teses sobre a criptomoeda se mostraram inválidas. O espetacular mercado-touro dos ativos de alto risco se deveu à expansão fiscal e monetária em escala global e esses tempos não retornarão tão cedo. Ativos

de risco são um fenômeno monetário, ações incluídas, mas essas têm também como fundamento os lucros.

No longo prazo o cenário tende a se agravar pela drástica redução da riqueza financeira dos investidores, que tem o condão de atingir as economias dos países desenvolvidos, especialmente as emergentes, mas não antes de uma fase de negação dessa dura realidade que nos espera. Por conseguinte, não se deve contar com um retorno tão cedo dos bons tempos, mas é bastante razoável a tese de uma recuperação parcial dos preços dos ativos de maior risco a partir do final de julho ou em algum momento de agosto.

Essa fase será uma armadilha para os holders e para aqueles indivíduos, e até mesmo gestores, sem educação financeira aprimorada.



**JARBAS A. GAMBOGI**

Analista CNPI-T 2715

## DISCLAIMER

Os relatórios e recomendações da QUAD Financial trazem análises, dados informativos e comentários pessoais dos editores. O presente material pode auxiliar a tomada de decisão de investimento, porém é de exclusiva responsabilidade do investidor executar quaisquer operações de compra ou venda de valores mobiliários e assumir os riscos inerentes a elas.

O conteúdo deste material contém informações para investidores de diferentes perfis de risco e níveis de experiência, devendo o leitor desenvolver as suas próprias avaliações e definir se as análises são adequadas a seu perfil. As informações dispostas neste material resultam de pesquisas e informações consideradas confiáveis, mas não garantimos a exatidão delas.

Os comentários e projeções de risco ou retorno são ilustrativos, estão sujeitos a mudanças e não devem ser interpretados como garantia de retornos, mas sim como mera opinião pessoal dos autores das publicações. Qualquer tipo de investimento envolve riscos como o risco de mercado, risco de crédito, risco de liquidez, risco cambial e outros. Os retornos passados não são garantia de retornos futuros.

Os autores deste relatório declaram que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma autônoma e independente, inclusive em relação à QUAD Financial.

Este material é de acesso exclusivo aos assinantes da QUAD Financial. Sua cópia ou distribuição, integral ou parcial, sem expressa autorização, acarretará multa, além de responsabilização em processo civil.

[quadfinancial.com.br](http://quadfinancial.com.br)



Acompanhe nosso conteúdo  
nas redes sociais:

