

## MERCADO DE FUTUROS: HEDGE OU ESPECULAÇÃO ?

Cleber Fagundes Ramos \*

### Resumo

O presente trabalho apresenta uma pequena revisão sobre o Mercado de Futuros, mais especificamente no segmento de *commodities*, enfocando a questão relativa à utilização dos contratos futuros como mecanismo de *hedge* ou apenas como especulação. A conclusão a que se pode chegar, de acordo com vários autores, é que, na maioria dos casos, ocorrem as duas situações, ou seja, a posição de *hedge* normalmente é buscada nos contratos futuros quando existe possibilidade de especulação.

### Abstract

This article presents a brief review on Future Markets, specifically in the commodities area; the main concern is to explain what is the purpose of these markets's operations: if they are an alternative for hedging or simply a speculate option. The conclusion is, based in several authors, that in most cases both answers are true. The investors normally use the Future contracts as hedge alternative when is possible to make some profit.

### Introdução

Segundo WORKING (1953), o Mercado de Futuros, em sua forma primitiva, emergiu de maneira espontânea por volta de 1850. Desde então, vem evoluindo e consolidando-se gradativamente em todo o mundo, muito embora o número de Mercado de Futuros seja ainda pequeno.

As operações no Mercado de Futuros são similares aos contratos de compra e venda nos quais se convencionou uma negociação envolvendo um preço, uma promessa de pagamento e o compromisso de uma entrega futura. A diferença reside principalmente em dois aspectos: enquanto nos contratos de compra e venda o preço é estabelecido com antecedência e normalmente pago por ocasião da entrega, nos contratos futuros, possíveis mudanças no preço são ajustadas diariamente; os contratos de compra e venda implicam na entrega do objeto do negócio, enquanto nos contratos futuros isso raramente ocorre.

EDERINGTON (1979), afirma que a razão clássica fundamental para a existência de um Mercado de Futuros é facilitar o *hedge*<sup>1</sup>, ou seja, ele permite àqueles que negociam com *commodities*<sup>2</sup> a transferência do risco da mudança de preços a especuladores que queiram arcar com esses riscos.

COPELAND E WESTON (1988) dividem

\* Professor da UNIPAR. Mestre em Administração.

<sup>1</sup> **Hedge**: Estratégia utilizada para cobertura de risco de investimentos.

<sup>2</sup> **Commodity**: Bens (produtos) como grãos, metais e alimentos comercializados em bolsas ou no mercado à vista.

os contratos futuros em três categorias: *commodities*, financeiros e índices. O maior número de operações está relacionado à primeira delas. WORKING (1953) define as negociações de *commodities* no Mercado de Futuros como aquelas negociações conduzidas sob convenções e regulamentações especiais, mais restritivas que aquelas aplicadas a qualquer outro tipo de transações em *commodities*, e que servem primariamente para facilitar a especulação e operações de *hedge*.

As condições e regulamentações especiais de que fala WORKING (1953) consistem basicamente em:

- necessidade de padronização, isto é, para que seja possível a negociação futura de algum tipo de *commodity*, é preciso definir-se um conjunto de características para o produto, as quais devem ser acabadas pelos participantes do mercado;
- existência de agentes intermediadores; e
- fixação de margens que, de acordo com COPELAND E WESTON (1988), embora cada Mercado Futuro tenha suas próprias regulamentações, ficam entre 5 e 10% do valor total do contrato para a abertura de posições (contratos novos) e entre 75 e 80% da margem inicial para a manutenção das posições (margem de manutenção).

Uma outra importante característica do Mercado Futuro de *Commodities* são os limites de preço, sobre os quais existem argumentos contra e a favor. ROLL (1984) afirma que os preços futuros do suco de laranja são, do ponto de vista da informação, de trato difícil porque, em virtude dessa limitação, respondem de maneira mais lenta às mudanças do clima. No entanto, BRENNAN (appud: COPELAND E WESTON, 1988), fornece uma razão econômica para a limitação dos preços: possibilitar a cobrança

de margens menores que as que de outra maneira prevaleceriam. Os requisitos de margens e limites de preços são substitutos para assegurar o desempenho dos contratos de maneira menos cara; em se considerando que a necessidade de margem é alta, a existência de margens menores se deve à limitação nos preços.

COPELAND E WESTON (1988) afirmam que a fixação de limites diários de preços ajuda a prevenir eventuais desistências, pois, dessa forma, o negociante que momentaneamente esteja em prejuízo não poderá saber com certeza se a desistência é a melhor coisa a fazer. Além disso, os limites de preço nos contratos de curto prazo devem ser maiores, pois o preço *spot*<sup>3</sup> e o futuro são iguais na maturidade.

COPELAND E WESTON (1988) argumentam que, para a existência de um Mercado de Futuros, são necessários três fatores:

- deve haver produção e demanda suficiente de determinada *commodity* padrão para que a economia de escala diminua os custos de transação, permitindo negociações frequentes;
- a variação no preço da *commodity* deve ser alta o bastante;
- criar demanda pela divisão do risco entre especuladores e indivíduos que desejam transferir risco.

Os produtores normalmente são avessos ao risco; e pagam um prêmio vendendo contratos futuros para proteger-se da flutuação no preço da *commodity*, enquanto os especuladores participam do mercado para receber esse prêmio por assumir risco.

### **Hedge X Especulação**

De acordo com WORKING (1953), o

<sup>3</sup> **Spot:** É o preço corrente para um commodity negociada no mercado à vista, ou seja, o preço do produto no mercado onde é feita a negociação e a entrega da commodity

Mercado de Futuros tem como base as operações de *hedge*. Muito embora essa seja uma idéia aceita com certa facilidade, pode-se argumentar que, na verdade, a especulação, e não a possibilidade de *hedge*, seja o objetivo das negociações. Todavia, para WORKING (1953), mesmo tendo sido consideradas inicialmente como uma fonte de especulação, as negociações em Futuros foram se modificando de forma gradativa, e o que a princípio seria seu objetivo, passou a ser uma consequência.

É possível afirmar, entretanto, que uma operação não existe sem a presença da outra. Isto significa que, se por um lado produtores negociam no Mercado de Futuros com vistas a reduzir seu risco, no outro, deve haver indivíduos interessados em assumir esse risco em troca de algum prêmio. WORKING (1953) afirma que há uma indiscutível conexão entre o tamanho do Mercado de Futuros e o volume de *hedge* nele buscado. Como o volume de especulação depende diretamente desse volume de *hedge*, há também uma conexão na outra direção, ou seja, quanto maior o Mercado, maior o número de operações de caráter especulativo.

A teoria tradicional sobre o *hedge* enfatiza o potencial do Mercado de Futuros na redução do risco. EDERINGTON(1979) diz que normalmente os indivíduos adotam uma posição de *hedge* igual em magnitude, mas de sinal contrário à sua posição no mercado à vista; por um determinado tempo os detentores de um inventário de X unidades estariam protegidos contra o prejuízo decorrente de uma queda no preço à vista, vendendo X contratos futuros da mesma *commodity*. Quando este inventário é vendido, a posição futura é recomprada, zerando ambas as posições. Seja qual for o motivo, essa é uma explicação bastante clara do mecanismo de funcionamento das transações em contratos futuros.

No que se refere à importância ou ordem de prioridade entre as operações de *hedge* ou especulação, é intuitiva a idéia de que o desejo de eliminar - ou pelo menos diminuir - o risco sempre forneceu o suporte primário para as negociações em Futuros; o mesmo não se pode afirmar em relação ao

interesse na especulação. Segundo WORKING (1953), aparentemente as negociações no Mercado de Futuros não podem persistir por longo tempo, exceto sob as condições de risco que deve ser suportado por alguém que esteja disposto a transferi-lo para outros, através de operações de *hedge*.

Vista dessa forma, a noção de *hedge* e especulação fica bastante clara. Entretanto, existem evidências de que o mecanismo de funcionamento do Mercado de Futuros não é assim tão simples. Muito embora seja praticamente indiscutível que ambas as operações sejam indispensáveis para a existência do Mercado, o mecanismo das “duas pontas” tem algumas peculiaridades.

EDERINGTON(1979) argumenta que os indivíduos compram ou vendem a futuro pelas mesmas razões de risco e retorno, pelas quais se investe em qualquer outro ativo. Partindo das operações de *hedge*, percebe-se que o desejo de transferência de risco não é o único motivo que leva os produtores a vender contratos futuros. Mesmo sendo comum a suposição de que esses negociantes não tomem parte na formação dos preços das *commodities*, WORKING (1953) sugere que a maioria deles se mantém informada sobre muitos aspectos dessas *commodities*, o que resulta na existência de opiniões bem definidas a respeito das projeções de preços. Isso leva a situações em que indivíduos ou firmas efetuam operações de *hedge* somente quando têm receio de que os preços caiam; esse tipo de situação, em que o mesmo negociante age simultaneamente como transferidor de risco e especulador, é muito mais comum do que se poderia supor.

BREEDEN(1980), ao estudar e tentar medir o risco sistemático de algumas *commodities* no Mercado de Futuros, conclui que o estabelecimento dos preços futuros de alguns produtos tem um risco sistemático significativo, o que resulta num maior prêmio de risco nesses mercados.

Para FRENCH (1986), são frequentemente atribuídas duas importantes funções sociais ao Mercado de Futuros. A primeira dela é o papel de facilitador de transferência do risco de mudanças no

preço das *commodities*. A segunda, mais discutível, é o de provedor de previsões para os preços das *commodities*; todavia, previsões baseadas no preço *spot* são normalmente tão boas quanto aquelas baseadas nos preços futuros. A ausência de um poder de previsão superior nos preços futuros é explicada por alguns economistas através da ineficiência de mercado.

FRENCH (1986) cita pelo menos outras duas maneiras de se explicar esse fenômeno: primeiro, pode ser que não haja nada que o Mercado de Futuros possa prever. Se o preço *spot* corrente é a real expectativa do preço *spot* futuro, o Mercado de Futuros não pode fornecer uma previsão melhor; em segundo lugar, uma previsão superior do Mercado de Futuros pode ser obscurecida pelo componente inesperado do preço *spot* realizado. Sendo a real expectativa do preço *spot* futuro inobservável, é necessário aproximar-se essa expectativa por meio do preço futuro. Assim, se o preço *spot* corrente é igual à expectativa do preço *spot* futuro, os preços futuros não podem prover uma melhor previsão do preço *spot* futuro, o que equivale dizer que o Mercado de Futuros não pode prever mudanças no preço *spot* a menos que haja expectativa de mudança em seu preço.

Em virtude de os preços *spot* futuros das *commodities* serem incertos, seus contratos futuros em *commodities* são, em geral, ativos de risco. GRAUER E LITZENBERGER (1979) demonstram que o preço de um contrato futuro em *commodity* é uma medida parcial do preço *spot* futuro esperado, devido ao risco social real e à exposição do contrato à inflação. Dessa forma, é possível afirmar que, além do objetivo de diminuir o risco, os produtores têm igualmente interesse na especulação.

Para WORKING (1953), existem ainda três fatores a serem observados em relação às operações no Mercado de Futuros:

- nesse tipo de operação, o *hedge* não funciona como uma espécie de seguro - trata-se na verdade

de uma operação de arbitragem, pois é feita na expectativa de mudança da relação entre os preços *spot* e futuro;

- o *hedge* não elimina o risco relativo à variabilidade dos preços - apenas o diminui, mas o risco continua a existir;
- o *hedge* não é feito visando, necessariamente, a redução do risco.

Essa terceira afirmação é talvez a mais interessante e polêmica: normalmente o papel de “reduzidor de risco” do *hedge* é bastante enfatizado na Economia. O que na verdade ocorre, conforme WORKING (1953), é que a maioria das operações de *hedge* são feitas em virtude de informações existentes no mercado. Por exemplo, um operador negocia determinada *commodity* porque seu preço *spot* está baixo em relação ao preço futuro e ele tem motivos para supor que a diferença diminua com o preço *spot* aproximando-se do futuro; assim, ele compra o *spot* e vende a futuro. Isso explica porque determinadas vezes o produtor faz *hedge* e outras não.

Uma outra evidência de que o *hedge* e a especulação são de certa forma inseparáveis, é dada pela própria flutuação dos preços e sua relação com o volume de negociações no Mercado de Futuros. As negociações futuras tendem a emergir e persistir especialmente em *commodities* que estão sujeitas à grande variabilidade nos preços; essa grande variabilidade tende a estimular o *hedge* e, conseqüentemente, as operações no Mercado de Futuros. Uma vez sendo o volume de negociações elevado, a especulação torna-se também mais intensa.

WORKING (1953) enfatiza que, mesmo tendo sido provado que as negociações futuras permitem de alguma forma reduzir a flutuação dos preços, é igualmente verdade que os preços futuros variam muito. A imprevisibilidade das mudanças deveria levar ao estabelecimento de um preço futuro ideal, ou seja, o preço futuro de determinada *commodity* deveria ser a melhor estimativa possível de seu preço *spot* em determinada data. Como a

possibilidade de especulação reside basicamente na habilidade de antecipar as mudanças nos preços com um certo grau de confiabilidade, a arbitragem seria quase que eliminada, caso o comportamento dos preços futuros fosse ideal. Porém, o fato de que muitos profissionais têm ganho dinheiro antecipando mudanças nos preços, leva à conclusão de que o comportamento não é ideal e que a especulação está presente em praticamente todas as operações no Mercado de Futuros.

KEYNES (apud: CHANG, 1985), em sua teoria de *Normal Backwardation*, argumenta que os indivíduos interessados em operações de *hedge* utilizam-se do Mercado de Futuros para evitar o risco, pagando, por isso, um significativo prêmio aos especuladores, e conclui, implicitamente, que os preços futuros são estimativas incertas do preço *spot* a prevalecer na data da expiração dos contratos. De acordo com Keynes, o retorno dos especuladores se deve mais a esse prêmio de risco que à sua habilidade em efetuar previsões dos preços *spot* futuros. CHANG (1985) encontrou evidências que suportam a teoria de Keynes. As duas são inconsistentes com a hipótese de que os preços futuros das *commodities* são estimativas imparciais do preço *spot* futuro correspondente. BODIE E ROSANSKY (1980) chegaram a conclusões semelhantes; para esses autores, o fato de existirem médias de retorno positivas nos contratos futuros de *commodities* no período por eles observado comprova a hipótese de *Normal Backwardation* de Keynes.

É provável que a possibilidade de especulação seja um dos fatores que permitem ao produtor optar por fazer ou não o *hedge*, uma vez que esse tipo de operação tem um custo. Existem pelo menos dois elementos a serem considerados nesse custo: as comissões pagas nas negociações e, em adição, o custo oriundo do *spread*<sup>4</sup> dos preços de mercado (preço de compra/preço de venda). Para que esses

custos sejam minimizados, é necessário que o volume de operações seja suficientemente alto. WORKING (1953), afirma que em Mercado de Futuros pequenos e relativamente inativos, as margens entre os preços de compra e venda são sempre maiores que naqueles cujo volume de transações seja mais elevado.

## Conclusão

Conforme mencionado anteriormente, as operações de *hedge* não são efetuadas visando exclusivamente a cobertura de risco, e sim, como consequência das informações de mercado. Assim, quando os custos do *hedge* forem excessivos, os indivíduos certamente vão buscar uma outra forma de seguro. Além disso, só é possível a transferência de risco de um indivíduo para outro, se houver alguém disposto a arcar com esse risco; daí a necessidade da presença do especulador. Se, por um lado, o produtor deseja diminuir o risco proveniente da variação nos preços das *commodities*, o especulador se dispõe a assumir esse risco mediante o recebimento de um prêmio.

Sendo a variação nos preços randômica e levando-se em consideração que os preços futuros devem refletir uma expectativa do preço *spot* futuro, as transações no Mercado de Futuros estão relacionadas às expectativas dos negociantes, o que permite, de certa forma, ao indivíduo interessado em adotar posições de *hedge* em determinada *commodity* especular ao mesmo tempo.

Em resumo, a transação no Mercado de Futuros apenas se justifica, se os custos forem baixos e se houver a possibilidade de especulação, que não deixa de ser uma forma de redução de custos, uma vez que eventuais ganhos compensariam o pagamento de comissões e margens mais elevadas.

<sup>4</sup> **Spread:** Nos mercados de futuros, é a diferença entre os meses de entrega (fechamento) no mesmo ou em diferentes mercados.

## Bibliografia

01. BALL, C. A & TOROUS, W. N. **Futures Options and the Volatility of Futures Prices.** Journal of Finance, September 1986: 857-870.
02. BODIE, Z. & ROSANSKY, V. I. **Risk and Return in Commodity Futures.** Financial Analysts Journal, May 1980: 27-39.
03. BREEDEN, D. T. **Consumption Risk in Futures Markets.** Journal of Finance, May 1980: 503-520.
04. CHANG, E. C. **Returns to Speculators and the Theory of Normal Backwardation.** Journal of Finance, March 1985: 193-208.
05. CONSTANTINIDES, G. M. **Capital Market Equilibrium with Personal Tax.** Econometrica, May 1983: 611-636.
06. COPELAND, T. & WESTON, J. F. **Financial Theory and Corporate Policy.** Addison Wesley Publishing Company, Third Edition, 1988: 300-326.
07. CORNEL, B. & FRENCH, K. R. **Taxes and the Pricing of Stock Index Futures.** Journal of Finance, June 1983: 675-694.
08. EDERINGTON, L. H. **The Hedging Performance of the New Futures Markets.** Journal of Finance, March 1979: 157-170.
09. FRENCH, K. R. **Detecting Spot Price Forecasts in Futures Prices.** Journal of Business, April 1986: 539-554.
10. GRAUER, F. L. A. & LITZENBERGER, R. H. **The Pricing of Commodity Futures Contracts, Nominal Bonds and Other Risky Assets Under Commodity Price Uncertainty.** Journal of Finance, March 1979: 69-83.
11. ROLL, R. **Orange Juice and Weather.** American Economic Review, December 1984: 861-880.
12. ROSSI, M. C. - **"Mercados Futuros e Inflação: uma Análise Empírica"**. Revista Brasileira de Mercado de Capitais, 1988/1989: 49-70.
13. WORKING, H. - **"Futures Trading and Hedging"**. American Economic Review, June 1953: 312-343.