

Os futuros podem ser usados para gerenciar os riscos de investimentos voláteis e para aproveitar oportunidades especulativas associadas a essa volatilidade. Mas muitas vezes a natureza dinâmica e cada vez mais sofisticada dos mercados futuros faz com que, salvo pelos investidores institucionais e de varejo mais habilidosos, seja difícil aproveitá-los completamente.

Assim, muitos investidores potenciais buscaram os futuros geridos como uma forma de tirar proveito

dos melhores talentos na busca de oportunidades rentáveis de negociação. O setor de futuros geridos floresceu a partir da década de 1980 e até o presente como a solução lógica para tal demanda de investimentos. Este artigo descreve esse crescimento e nossa "Relação Top 5" dos motivos pelos quais os investidores devem se interessar pelos investimentos em futuros geridos.

**Origens** - Os investidores aplicam em futuros geridos

há mais de 60 anos. A primeira conta de futuros geridos é atribuída ao famoso grafista Dick Donchian e foi criada talvez em 1948. Boa parte do interesse inicial era de investidores de varejo, que abriam contas administradas separadamente com operadores profissionais de commodities, geralmente chamados de Consultores de Operações com Mercadorias (CTAs) ou investiam em pools de mercadorias administrados por Operadores de pools de mercadorias (CPOs).

Em épocas mais recentes, a expansão do setor de futuros geridos foi impulsionada por investidores institucionais, como fundos de pensão do setor público e privado, dotações, fundos fiduciários e bancos, que passaram a reconhecê-los como um componente importante de uma carteira bem diversificada.

Frequentemente, as operações dos CTAs são orientadas por sistemas técnicos de negociação, baseados em padrões históricos de preços, que podem incluir médias móveis, canais de preços e sistemas de momento. De forma geral, esses sistemas podem ser descritos como de natureza a acompanhar tendências - a capacidade para detectar reversões no mercado, isto é, aplicar com sucesso sistemas divergentes, é bastante rara.

profissionalismo e experiência daqueles dedicados às atividades de negociação.

Pode-se considerar que um CTA desempenha as

**Estruturas de investimento** - Embora seja possível contratar os serviços de Consultores de Operações com Mercadorias (Commodity trading advisors - CTAs) particulares, abrindo contas geridas separadamente, tem sido cada vez mais comum participar de fundos participar de fundos ou sociedades limitadas destinados a administrar investimentos em futuros e geridas por um ou mais CTAs sob a direção de um operador de pool de mercadorias (Commodity pool operator - CPO)

Fundos de futuros geridos, fundos de commodities ou pools de mercadorias (esses termos podem ser considerados sinônimos)

agregam os recursos de diversos investidores com o propósito de especular nos mercados futuros e de opções. Esses fundos ou pools são organizados e geridos por CPOs, que podem contratar CTAs para direcionar as operações rotineiras do fundo ou de uma parte dele, liberando o CPO para outras atividades importantes, inclusive captação, contabilidade, avaliação e monitoramento permanente do desempenho do CTA, confiando no

### Relação Top 5 - Por que futuros geridos?

- 1. Retornos potencialmente atraentes**
- 2. Excelente relação de risco/retorno, por meio da diversificação além de ações e títulos de renda fixa tradicionais, reduzindo a volatilidade da carteira**
- 3. Possibilidade de retorno em mercados em alta e em queda**
- 4. Exposição a todas as principais classes de ativos ao redor do mundo, inclusive taxa de juros, ações, moedas, energia e commodities agrícolas**
- 5. Investir com a certeza de que o setor é regulado e opera basicamente em bolsas de futuros reguladas**

mesmas funções que um gestor de ações ou de fundos mútuos. O investidor contrata efetivamente o CTA ou lhe dá poderes sobre seus recursos para gerir discricionariamente seus investimentos. Geralmente, os CTAs utilizam os mercados globais de futuros como seu principal investimento ou veículo operacional na busca de oportunidades lucrativas.

Os investimentos em futuros geridos também podem ser chamados de fundos de commodities, fundos de futuros ou pools de mercadorias. Os termos "CTA," "CPO" e "pool de mercadorias" originam-se na Comissão de Operações com Futuros de Mercadorias dos Estados Unidos (United States Commodity Futures Trading Commission - CFTC) e podem ser aplicados genericamente para descrever esses empreendimentos especializados. Entretanto, outras jurisdições podem utilizar nomenclatura diferente para descrever essas atividades.

**Crescimento do setor** - Os investimentos em futuros geridos dispararam a partir do início da década de 1980, concomitantemente com o setor de futuros como um todo. A Barclay Hedge, anteriormente denominada The Barclay Group, é uma organização de pesquisa especializada no monitoramento

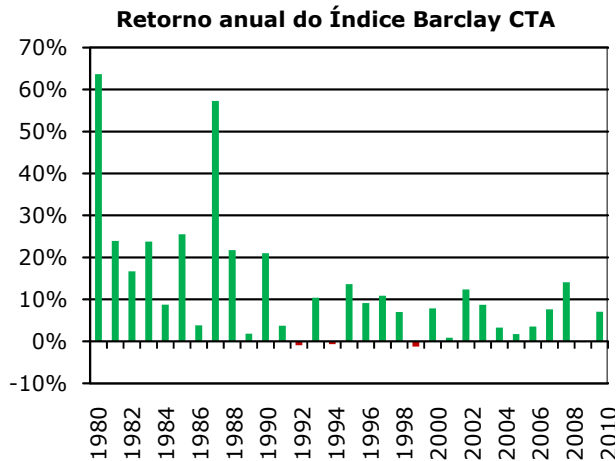
## Relação Top 5 - Por que futuros geridos?

14 de abril de 2011

Página 2 de 7

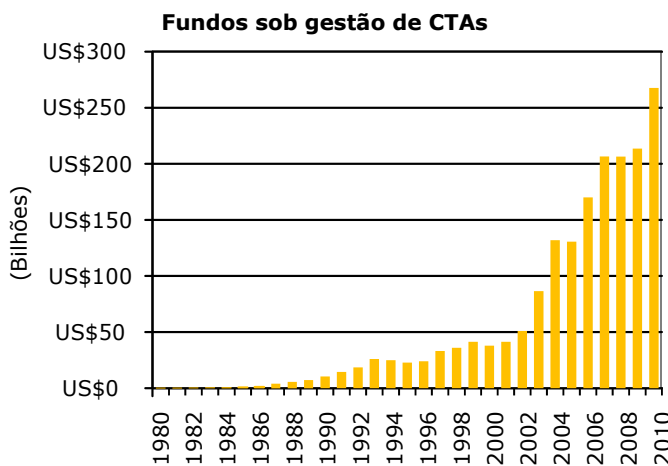


do desempenho de CTAs e fundos hedge, que acompanha o desempenho do setor de futuros geridos como um todo, por diversas categorias e de forma granular, acompanhando o progresso de programas de CTAs específicos.<sup>1</sup>



Fonte: banco de dados Barclays Hedge

Entre diversos outros índices, a Barclay Hedge calcula o Índice Barclay CTA Index, que é seu carro-chefe e pode ser considerado um referencial de desempenho para os CTAs. Como comprovado pelo gráfico que apresenta o retorno anual do Índice Barclay CTA, de forma geral o setor proporcionou rendimentos anuais atraentes.



Fonte: banco de dados Barclays Hedge

Em função do desempenho geralmente atraente apresentado pelo setor, os ativos sob gestão (Assets under Management - AUM) detidos pela comunidade de CTAs têm crescido bastante ao longo dos anos. Ao final de

2010, o setor detinha cerca de US\$ 267,6 bilhões em AUM.

**Retornos atraentes** - Franklin Edwards, professor da Universidade de Colúmbia, analisou o desempenho dos futuros geridos a fim de avaliar sua utilidade como classe de ativos e concluiu que eles "são investimentos atraentes, isoladamente ou como ativos de carteira".

Para testar essa afirmativa, examinamos o retorno dos investimentos em ações, renda fixa e commodities no período de 30 anos entre 31 de dezembro de 1979 e 31 de dezembro de 2010. Especificamente, usamos os índices a seguir para medir o rendimento dos mercados norte-americanos de ações, renda fixa e futuros geridos, respectivamente.

- *Standard & Poor's 500* - mensais, é maior do que a dos investimentos em renda fixa do mercado de ações de empresas dos Estados Unidos. Usamos a versão de retorno total do índice, que inclui a oscilação de preços e os dividendos acumulados, como uma representação do retorno das ações.

- *Índice Barcap U.S. Aggregate Bond* - ou simplesmente "Índice Barcap Agg Index" é um índice composto que agrega os retornos dos títulos do Tesouro dos EUA, obrigações de agências, títulos privados e notas, instrumentos hipotecários e outros títulos de renda fixa denominados em dólares dos EUA e classificados como em grau de investimento. O índice representa o principal referencial para avaliação do retorno dos investimentos de renda fixa no mercado norte-americano. Anteriormente, o Índice Barcap Agg era conhecido como Índice Lehman Bros. Agg.

- *Índice Barclays CTA Index* - é um dos principais referenciais do setor de futuros geridos e é representativo do desempenho dos consultores de operações com mercadorias. Atualmente, 533 programas estão incluídos no cálculo do Índice Barclay CTA, que não é ponderado e é rebalanceado no início de cada ano. Para qualificar-se para inclusão no Índice CTA, o consultor deve ter quatro anos de histórico de desempenho. Novos programas criados por consultores qualificados são incluídos no índice apenas após o seu segundo ano. Essas restrições, que compensam a elevada taxa de rotatividade dos consultores de operações, bem como eventuais desempenhos de curto prazo artificialmente elevados, asseguram a precisão e confiabilidade do Índice Barclay CTA. O índice inclui operadores diversificados, que utilizam todos os principais contratos futuros do mundo, e operadores especializados em

<sup>1</sup> Ver site em [www.barclayhedge.com](http://www.barclayhedge.com).

## Relação Top 5 - Por que futuros geridos?

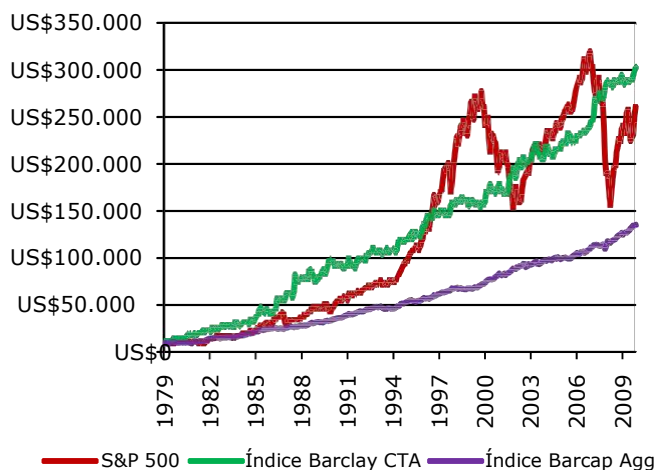
14 de abril de 2011

Página 3 de 7



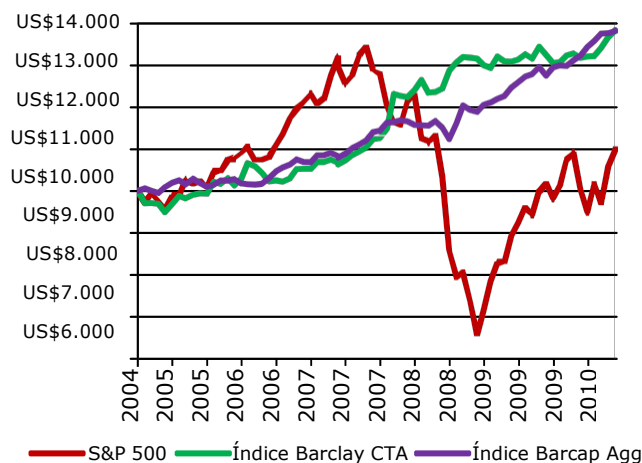
commodities agrícolas, moedas e produtos financeiros/metals. O Índice representa tanto os operadores discricionários quanto os sistemáticos. A Tabela 1, abaixo, apresenta um resumo dos componentes do Índice. Observe que a Barclay Hedge, que publica o Índice Barclay CTA, não é afiliada à The Barclays Capital, que publica o Índice Barcap Agg.

### Ações, títulos de renda fixa e futuros geridos



A Tabela 2 apresenta um resumo dos retornos mensais dos investimentos em ações, renda fixa e futuros geridos, representados pelos três índices, no período de 31 de dezembro de 1979 a 31 de dezembro de 2010.

### Ações, títulos de renda fixa e futuros geridos



O retorno mensal médio do Índice Barclay CTA foi de 1,02%, superior ao de 1,00% apresentado pelas ações e ao de 0,71% proporcionado pelos títulos de renda fixa. US\$ 10.000 investidos em ações, títulos de renda fixa ou futuros geridos em 31 de dezembro de 1979 valeriam US\$280.118, US\$133.315 ou US\$309.418, respectivamente, em 31 de dezembro de 2010.

Obviamente, os retornos são sempre "dependentes do período". Por exemplo, US\$ 10.000 investidos em ações, títulos de renda fixa ou futuros geridos em 31 de dezembro de 2004 valeriam US\$ 11.751, US\$ 13.557 ou US\$ 14.062, respectivamente, em 31 de dezembro de 2010. Observe que nesse período de seis anos os investimentos em renda fixa proporcionaram rendimento melhor que o das ações. Veja detalhes na Tabela 3.

**Redução da volatilidade da carteira** – o argumento em favor dos futuros geridos como veículo de investimento foi apresentado, talvez, de forma melhor e mais sucinta pelo Professor John E. Lintner, de Harvard, que constatou que a inclusão de futuros em uma carteira de investimentos "reduz a volatilidade ao mesmo tempo em que aumenta o retorno". Além disso, tais carteiras "apresentam, em todos os níveis possíveis de retorno, risco substancialmente menor que carteiras de ações ou de ações e títulos de renda fixa".

Como era de se esperar, a volatilidade dos investimentos em futuros geridos, representada pelo desvio padrão dos retornos mensais, é maior do que a dos investimentos em títulos de renda fixa; contudo, ela é um pouco menor que a dos investimentos em ações. Além disso, de forma geral a queda mensal máxima de um investimento em futuros geridos foi menor que a dos investimentos em ações, embora um pouco maior do que a observada nas aplicações em títulos de renda fixa. (Ver nas Tabelas 2 e 3, abaixo, informações sobre o desempenho entre 1980 e 2010 e entre 2005 e 2010, respectivamente.)

Geralmente, a diversificação obtida com a combinação de futuros geridos e investimentos em classes de ativos "tradicionais", como ações e títulos de renda fixa, resulta em redução da volatilidade da carteira. Esse fenômeno pode ser atribuído ao fato dos futuros geridos tenderem a apresentar correlação bastante baixa, ou até mesmo ligeiramente negativa, com os investimentos tradicionais em ações e títulos de renda fixa.

Observe que o retorno mensal dos futuros geridos, representados pelo desempenho do Índice Barclays CTA, não apresentou correlação com os índices S&P 500 e Barcap AGG nos períodos de 1980 a 2010 e de 2005 a 2010. (Ver informações detalhadas sobre a correlação nas Tabelas 4 e 5).

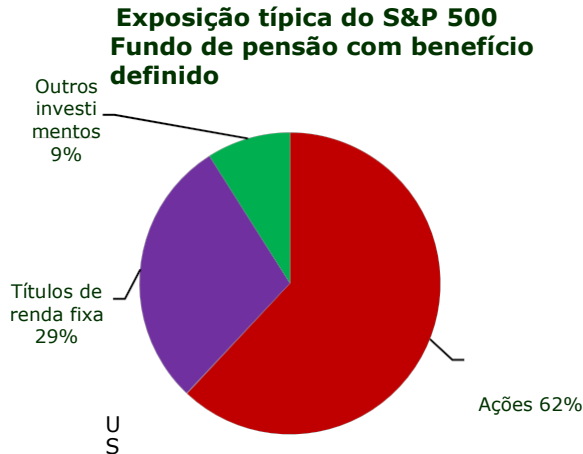
A premissa básica da Moderna Teoria de Carteiras, articulada pelo Dr. Harry M. Markowitz, economist

# Relação Top 5 - Por que futuros geridos?

14 de abril de 2011

Página 4 de 7

não incluía futuros geridos foi significativamente maior do que o apresentado pela carteira que aplicava nessa classe de ativos.



Fontes: Credit Suisse Asset Management, "Alpha Management

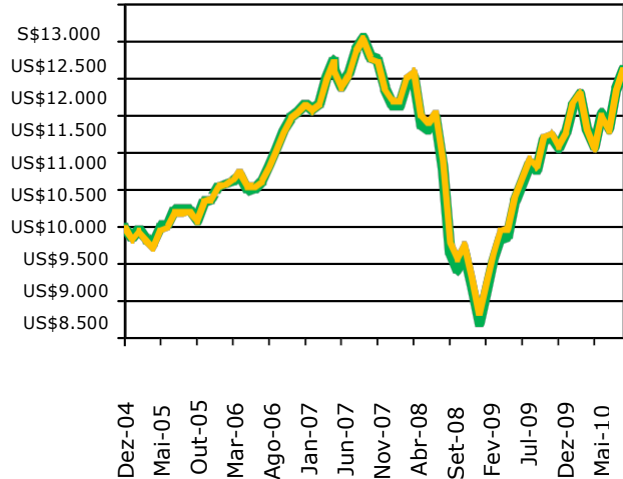
Com efeito, a diversificação se transformou em uma estratégia de investimentos bem estabelecida, praticada pelos planos institucionais de aposentadoria. Por exemplo, os fundos de pensão com benefícios definidos das empresas componentes do S&P 500, são geralmente compostos por 60% de aplicações em ações, 30% em renda fixa e 10% em "outros investimentos", que incluem commodities e imóveis.

**Teste da premissa** - A fim de verificar os poderes de diversificação do investimento em futuros geridos testamos duas carteiras simuladas: A

primeira composta por uma alocação de 60% a ações e 40% a títulos de renda fixa e a segunda com alocação de 60% a ações, 30% a títulos de renda fixa e 10% a futuros geridos. Acompanhamos o desempenho hipotético dessas duas estratégias de investimento entre 2005 e 2010.

A Tabela 6 apresenta o desempenho dessas duas carteiras. Um investimento de US\$ 10.000 na carteira 60:40 ações:títulos de renda fixa teria valorizado para US\$ 12.481 no período de dezembro de 2004 a outubro de 2010. Um investimento similar na carteira 60:30:10 de ações:títulos de renda fixa:futuros geridos teria valorizado para US\$ 12.530. Embora os retornos médios mensais dessas duas carteiras, de 0,35%, sejam praticamente equivalentes, vale destacar que a variabilidade associada a carteira que inclui a alocação relativamente pequena de 10% a futuros geridos foi menor do que a da que não contemplava essa alocação Além disso, o recuo máximo mensal de uma carteira que

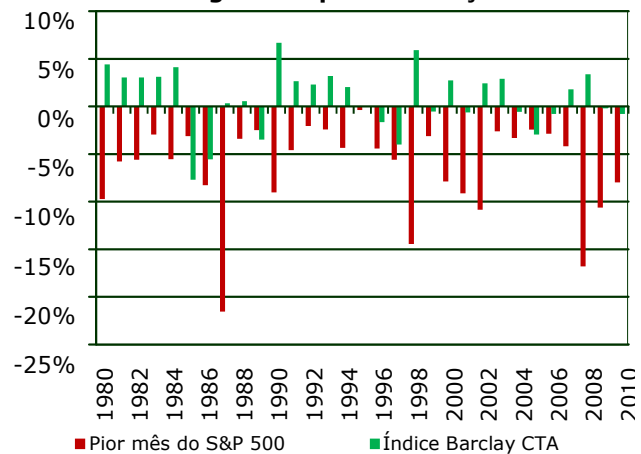
## Desempenho da carteira



— 60:40 ações e títulos de renda fixa  
— 60:30:10 ações, títulos de renda fixa e futuros

É ainda mais intrigante que, muitas vezes, os investimentos em futuros geridos apresentam bom desempenho quando os investimentos acionários "predominantes" têm rendimentos medíocres. Por exemplo, os futuros geridos apresentaram retorno de 14,09% em 2008, quando o investimento em ações gerou perdas de 36,99%. Seguindo essa premissa, constatamos que é frequente que os investimentos em futuros geridos proporcionem retornos atraentes nos meses em que as ações apresentam os piores recuos do ano.

## Futuros geridos quando as ações caem



Lintner reforça essas noções: "após a inclusão judiciosa de investimentos em contas alavancadas de futuros geridos, carteira combinadas de ações (ou de ações e títulos de renda fixa) apresentam

## Relação Top 5 - Por que futuros geridos?

14 de abril de 2011

Página 5 de 7



risco substancialmente menor em todos os níveis possíveis de retorno esperado do que aquelas compostas apenas por ações (ou ações e títulos de renda fixa)".

**Mercados em alta ou em baixa**  – Os CTAs contam com a possibilidade de ficarem comprados ou vendidos em qualquer mercadoria específica negociada na forma de contratos futuros, de forma que podem lucrar em ambientes econômicos positivos ou negativos.

Por exemplo, em períodos de inflação elevada, commodities físicas ou tangíveis, como ouro, prata e petróleo bruto, podem apresentar alta significativa. Inversamente, em períodos de recessão ou deflação, é perfeitamente possível assumir posições vendidas a descoberto nesses mesmos mercados para lucrar com a queda prevista nos preços.

Finalmente, existe a possibilidade de usar opções sobre essas ou outras mercadorias para buscar oportunidades de ganho em mercados estáveis ou sem tendência definida.

**Diversificação global**  – Globalização é um termo perfeitamente aplicável aos mercados futuros de hoje. As bolsas internacionais de futuros estimulam os CTAs a diversificar suas aplicações em uma ampla gama de produtos e moedas. Uma carteira típica de futuros geridos pode manter posições em mais de 50 mercados diferentes ao redor do mundo, abrangendo índices de ações, taxas de juros, moedas, produtos agrícolas, produtos energéticos, metais básicos e preciosos e muitos outros produtos.

Assim, os CTAs têm diversas oportunidades para participar dos benefícios de redução de risco e lucratividade potencial associados à diversificação como um investimento isolado.

Observe que o CME Group oferece um leque de produtos futuros maior do que o de qualquer outra bolsa do mundo. Nossas ofertas abrangem taxas de juros de curto e longo prazo, índices acionários, moedas, produtos energéticos, cereais, gado, metais e investimentos alternativos. Esses produtos são distribuídos mundialmente por meio da CME Globex®, nossa moderníssima plataforma de negociações eletrônicas.

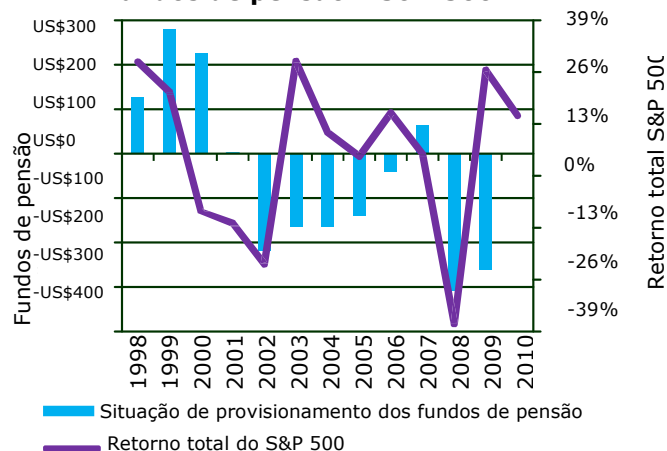
**Setor regulado**  – Vale destacar também que, nos Estados Unidos, o setor de futuros geridos está sob a fiscalização rígida da Comissão Nacional de Operações com Futuros (Commodity Futures Trading Commission - CFTC) e da Associação Nacional de Futuros (National Futures Association - NFA). Com efeito, todo o setor de futuros está sob regulamentação similar nos

Estados Unidos Outras jurisdições onde os contratos futuros podem ser negociados normalmente têm regulação similar.

**Futuro dos futuros geridos**  – Acreditamos que a demanda por estratégias de investimento agressivas e alavancadas, como as que podem ser seguidas pelos CTAs, será elevada nos próximos anos. Isso é ressaltado pela persistente defasagem entre os ativos dos fundos de pensão e o valor presente de suas obrigações.

Apesar do S&P 500 ter apresentado um retorno total esplêndido em 2009, a defasagem de provisionamento entre o valor presente das obrigações futuras e os ativos detidos pelos fundos de pensão das empresas que compõem esse índice continua grave. Ao final de 2009 essa lacuna era de US\$ 261 bilhões, melhor que os US\$ 308 bilhões observados ao final de 2010, mas mesmo assim muito difícil de cobrir.

**Defasagem de provisionamento dos fundos de pensão x S&P 500**



Fonte: Standard & Poor's

Dessa forma, acreditamos ser seguro concluir que esses fundos de pensão e outros investidores institucionais e de varejo continuarão a buscar operações alavancadas e estratégias de investimento como as que podem ser oferecidas pela comunidade de futuros geridos.

*Para mais informações, consulte:*

John W. Labuszewski, Diretor Gerente  
Pesquisa e Desenvolvimento de Produtos  
+1 (312) 466-7469, [jlab@cme.com](mailto:jlab@cme.com)

**Tabela 1: Categorização dos CTAs**

	<b>Ativos sob gestão (dez/10)</b>	<b>2010 Desempenho</b>	<b>Nº de Programas</b>
<b>TOTAL</b>	US\$267,6 bilhões	7,06%	533
<b>Mercados operados</b>			
<b>Operadores agrícolas</b>	US\$1,66	10,74%	30
<b>Operadores de moedas</b>	US\$21,55	3,57%	119
<b>Operadores diversificados</b>	US\$146,39	8,69%	335
<b>Operadores de metais/produtos financeiros</b>	US\$80,57	3,23%	101
<b>Estilo de operação</b>			
<b>Operadores discricionários</b>	US\$16,51	5,01%	154
<b>Operadores sistemáticos</b>	US\$226,29	6,97%	417

Fonte: banco de dados Barclays Hedge

**Tabela 2: Retornos mensais (1980-2010)**

	<b>S&amp;P 500</b>	<b>Índice Barclays CTA</b>	<b>Índice Barcap US Agg Bond</b>
<b>Média</b>	1,00%	1,02%	0,71%
<b>Desvio padrão</b>	4,51%	4,39%	1,67%
<b>Retorno máximo</b>	13,47%	29,26%	11,34%
<b>Retorno mínimo</b>	-21,54%	-9,81%	-5,92%

**Tabela 3: Retornos mensais (2005-2010)**

	<b>S&amp;P 500</b>	<b>Índice Barclays CTA</b>	<b>Índice Barcap US Agg Bond</b>
<b>Média</b>	0,34%	0,49%	0,437%
<b>Desvio padrão</b>	4,77%	1,56%	1,03%
<b>Retorno máximo</b>	9,56%	7,17%	3,73%
<b>Retorno mínimo</b>	-16,79%	-2,95%	-2,36%

**Tabela 4: Correlação dos retornos mensais (1980-2010)**

	<b>S&amp;P 500</b>	<b>Índice Barclays CTA</b>	<b>Índice Barcap US Agg Bond</b>
<b>S&amp;P 500</b>	-		
<b>Índice Barclays CTA</b>	0,0062	-	
<b>Índice Barcap US Agg Bond</b>	0,2101	0,0137	-

**Tabela 5: Correlação dos retornos mensais  
(2005-2010)**

	S&P 500	Índice Barclays CTA	Índice Barcap US Agg
S&P 500	-		
Índice Barclays CTA	-0,0528	-	
Índice Barcap US Agg Bond	0,1275	0,0010	-

**Tabela 6: Retornos mensais da carteira  
(2005-2010)**

	60% ações e 40% renda fixa	60% ações, 30% títulos de renda fixa e 10% futuros geridos
Média	0,35%	0,35%
Desvio padrão	2,72%	2,67%
Retorno máximo	4,77%	4,87%
Retorno mínimo	-10,65%	-9,92%

**Copyright 2011 CME Group Todos os direitos reservados.** CME Group™, o logotipo The Globe, Globex® e CME® são marcas comerciais da Chicago Mercantile Exchange Inc. CBOT® é marca comercial da Board of Trade of the City of Chicago. NYMEX é marca comercial da New York Mercantile Exchange, Inc. As informações aqui contidas foram obtidas em fontes consideradas confiáveis. Entretanto, elas destinam-se apenas a fins informativos e educacionais e o CME Group Inc. e suas subsidiárias não garantem que elas sejam exatas ou completas nem o resultado de qualquer operação; além disso, elas não constituem assessoria de operações nem um convite para a compra ou venda de quaisquer futuros ou opções.

Salvo indicação em contrário, as referências aos produtos do CME Group incluem referências aos produtos negociados em uma de suas bolsas regulamentadas (CME, CBOT, NYMEX e COMEX). Os produtos negociados nessas bolsas estão sujeitos às regras e regulamentos específicos de cada uma delas, devendo ser consultado o manual de regras correspondente.