

TCC/UNICAMP
C253e
IE/567

globalização



1290000567



TCC/UNICAMP C253e



A Evolução do Mercado Futuro até os atuais Estágios de Globalização da Economia

Aluno: Eduardo da Costa Carvalho

Orientador: Prof. Dr. Otaviano Canuto dos Santos Filho

Otaviano Canuto dos Santos

1998

TCC/UNICAMP
C253e
IE/567

CEDOC/IE

Índice

Introdução	01
Cap I - Mercado Futuro - do Surgimento até os dias atuais	02
O Cenário Atual	04
Cap II - Mercado Futuro e de Derivativos	13
Importância dos Derivativos para as Empresas	14
Mercados Futuros	18
Mercados Futuros - Instrumentos de Hedge	21
Cap III - Hedgers, Especuladores e Arbitradores	24
Hedgers	25
Especuladores	28
Arbitradores	30
Cap IV - O Caso LTCM e o Debate sobre Regulação, Taxação e Controle de Capitais	32
O caso LTCM	33
Controles sobre Capitais e Regulação Governamental	36
Conclusão	41
Referência Bibliográfica	43

Introdução

Os Mercados Futuros possuem uma história muito mais antiga do que pode-se pensar à primeira vista. Sua evolução foi relativamente lenta até a desintegração de Bretton Woods, quando, a conjuntura da época tornou propícia ao surgimento de derivativos financeiros.

Surgiram diversos produtos financeiros, que aliado a desregulamentação, característica da globalização, fizeram com que o volume de contratos se elevasse assustadoramente, principalmente na década de 90. É neste contexto que pretendo expor a importância que os mercados futuros representam.

O primeiro capítulo, consistirá numa análise histórica, onde será analisado o surgimento do Mercado Futuro e sua evolução até os dias atuais. Será também apresentado ao leitor, a BM&F, a única Bolsa de derivativos do país.

No segundo capítulo, será aprofundado um pouco o assunto, ao se analisar melhor o papel do Mercado Futuro.

No terceiro capítulo, serão analisados os diferentes tipos de agentes que negociam no Mercado Futuro, o *Hedger*, o Especulador e o Arbitrador.

No quarto e último capítulo, será analisado a problemática sobre o debate da regulação e taxação do capital especulativo.

Capítulo I

Mercado Futuro

Do surgimento até os dias atuais

O princípio básico na negociação com futuros é bastante antigo. Há vários indícios da existência desse “mercado” no ano de 2000 a. C., “quando mercadores do que hoje é o Estado do Barein recebiam bens em consignação, para permuta na Índia” (Forbes, 1993)

Posteriormente, Grécia e Roma sediavam mercados mais formalizados, com períodos e locais específicos para a efetuação das trocas, utilizando-se de padrões monetários e da entrega diferida dos bens. No apogeu do Império Romano, havia 19 centros de comércio intitulados de *fora vendalia* que comercializavam mercadorias trazidas de regiões remotas.

Passaram-se alguns séculos onde as feiras tinham caráter feudal. A maioria das transações eram para entrega à vista “mas a experiência da contratação de mercadorias para entrega posterior, com padrões de qualidade estabelecidos por amostras, já havia começado” (Forbes, 1993) .

Logo após a criação da Royal Exchange, primeiro mercado onde se podia comprar e vender mercadorias primárias e bens manufaturados o ano inteiro, surgiram agentes dispostos a absorver os riscos de preços que os comerciantes queriam evitar. Esses agentes vislumbravam a possibilidade de auferir volumosos lucros no futuro. Com o aumento da confiança entre os agentes tomadores do risco e os comerciantes, dava-se o primeiro passo para o surgimento do mercado de futuros.

Mas é no Japão, ainda durante o feudalismo, que surge o verdadeiro mercado de futuros. Os senhores feudais necessitavam de receitas estáveis para a composição de seu caixa, que era composto pela participação nas colheitas de arroz. Uma vez que estas eram irregulares e sujeitas ao clima e outras características sazonais, os senhores de terras resolveram armazenar o excedente de arroz em Osaka e Edo (Tóquio), para que pudessem vendê-lo quando necessário. Uma forma que os senhores feudais encontraram para levantar dinheiro com rapidez foi a venda de recibos de depósitos para os comerciantes. Os últimos utilizavam os recibos como meio de antecipar suas necessidades, uma vez que sofriam da mesma maneira que os senhores de terras das flutuações das safras. Esses recibos acabaram adquirindo enorme liquidez, sendo considerados quase moedas.

Em 1730, o governo imperial japonês reconheceu o mercado de arroz de Dijima como *cho-ai-mai*, o que pode ser traduzido como arroz escritural. As normas que o *docho-ai-mai-kaisho* (mercado de arroz escritural) eram “surpreendentemente similares às das operações atuais a futuro nos Estados Unidos” (Forbes, 1993).

- O tempo de duração do contrato era predeterminado;
- Todos os contratos, dentro de qualquer período de vencimento, eram padronizados;
- A qualidade básica para qualquer contrato era acertada antecipadamente;

- Nenhum contrato podia ser reformado por novo período;
- Todas as operações deviam ser registradas e liquidadas através de uma câmara de compensação;
- Todo o participante do mercado precisava estabelecer uma linha de crédito com a câmara de compensação de sua preferência.

A grande diferença entre o mercado do *cho-ai-mai* e o que chamamos, atualmente, de mercado futuro é que nunca era possível entregar a mercadoria, característica que dá ao Japão, o título de único país que teve um mercado de futuros puro.

Mas o Japão foi obrigado a reorganizar o mercado devido as grandes flutuações de preço que havia. Em 1869 o Japão passa a dar a possibilidade da entrega da *commoditie*.

No ocidente, a primeira bolsa a ser criada foi a Chicago Board of Trade, no ano de 1833.

O Cenário Atual

A partir de meados da década de 70 o mercado de derivativos sofreu grandes mudanças. Com a derrocata de Bretton Woods, as variáveis chaves como taxa de juros e taxa de câmbio se apresentaram extremamente voláteis. O cenário macroeconômico tornou-se instável. Os dois choques do petróleo contribuíram também para seu

agravamento. Os agentes perderam a capacidade de fazer previsões para o médio e longo prazo.

A desregulamentação financeira (iniciada por Thatcher e Reagan), aliada ao crescimento do número de instituições bancárias e não bancárias e a escalada internacional de suas operações, garantiram a liquidez necessária para a expansão do mercado de derivativos.

Segundo Farhi, estes foram os ingredientes básicos para a expansão do mercado de derivativos. Aliado a eles, estão o acirramento da concorrência entre os intermediários financeiros a “grande evolução tecnológica registrada nas comunicações”.

Outra visão, a de Dale, vem complementar e reforçar as afirmações de Farhi. Segundo o estudo de 1993 do Grupo dos 30, Dale aponta, quatro fatores como os que mais contribuíram para o aumento do volume transacionado de derivativos.

Primeiramente, a oportunidade de diminuir os custos dos fundos e melhorar os retornos através das atividades de arbitragem foi o principal fator por trás do crescimento dos derivativos globais, especialmente as swaps.

Em segundo lugar, mudanças na volatilidade das taxas de câmbio e de juros (também apontadas por Farhi) aumentaram a demanda por produtos que pudessem gerenciar os riscos de mercado.

Em terceiro, um importante fator do lado da oferta foi uma continuada redução nos custos de implementação da arbitragem, *hedge* e outras

atividades de gerenciamento de risco. Isso ocorreu através da desregulamentação financeira e dos avanços na comunicação e da tecnologia de processamento da informação.

Finalmente, o desenvolvimento de modelos de precificação de derivativos, que ajudaram os agentes a precificar e controlar os riscos de suas operações, de modo mais preciso.

Apesar dessas mudanças terem ocorrido a nível mundial, os grandes centros financeiros tiveram um maior crescimento do mercado de derivativos.

Agora, faz-se necessária a apresentação da bolsa de mercadorias e de futuros brasileira para uma melhor explanação. Mostrarei todas as suas funções, competências e obrigações, utilizando os dados disponíveis em seu site na internet. Estas podem ser extendidas as outras Bolsas de Futuros.

O objetivo maior da BM&F é organizar, operacionalizar e desenvolver um mercado de derivativos livre e transparente. Um mercado que proporcione aos agentes econômicos oportunidades para a realização de operações de *hedge* contra as flutuações de preço das mais variadas commodities – produtos agropecuários, taxas de juro, taxas de câmbio, metais, índices de ações e de conjuntura e todo e qualquer produto ou variável macroeconômica cuja incerteza quanto a

seu preço futuro possa influenciar negativamente a atividade econômica.

Com essa finalidade, ela mantém as seguintes modalidades de operação:

- futuro: mercado em que as partes intervenientes numa operação assumem compromissos de compra e/ou venda para liquidação (física e/ou financeira) em data futura, tendo como característica básica o sistema de gerenciamento de posições, que engloba o ajuste diário do valor dos contratos, o qual se constitui em ganho ou prejuízo diário para as respectivas posições, e as margens de garantia;
- opções sobre disponível: mercado em que uma parte adquire de outra o direito de comprar
- opção de compra – ou vender – opção de venda – a commodity objeto de negociação, até ou em determinada data, por preço previamente estipulado;
- opções sobre futuro: mercado em que uma parte adquire da outra o direito de comprar – opção de compra – ou vender – opção de venda — contratos futuros de uma commodity, até ou em determinada data, por preço previamente estipulado;
- opções flexíveis: semelhantes às opções de pregão, com a diferença de que são as partes que definem alguns de seus termos, como preço de exercício, vencimento e tamanho do contrato. Essas opções são registradas via sistema eletrônico,

com as partes também determinando se o contrato de opção de compra ou de venda terá ou não a garantia da Clearing BM&F;

- termo: semelhante ao mercado futuro, em que as partes assumem compromisso de compra e/ou venda para liquidação em data futura. No mercado a termo, porém, não há ajuste diário nem intercambialidade de posições, ficando os intervenientes vinculados um ao outro até a liquidação do contrato;
- swaps: como as opções flexíveis, são negociados via sistema eletrônico. Nesse caso, as partes trocam um índice de rentabilidade por outro, com o propósito de fazer *hedge*, equalizar suas posições ativas e passivas, equalizar preços, arbitrar mercados ou, mesmo, alavancar posições. Para tanto, elas devem escolher a combinação de variáveis apropriada a sua operação e definir preço, prazo e tamanho, optando igualmente pela garantia ou não da Clearing da Bolsa;
- Disponível (a vista ou spot): modalidade reservada apenas a algumas commodities. Trata-se de mercado onde é feita a negociação de contratos para liquidação imediata. Nesses casos, entretanto, o propósito é fomentar os mercados de futuros e opções, através da formação transparente de preços que resulta dos pregões de negócios a vista.

A BM&F busca colaborar com o desenvolvimento dos mercados físicos dos produtos objeto de seus contratos. Além disso, promove uma série de atividades, visando manter mercados livres, equitativos e transparentes.

Entre elas, destacam-se:

Uma das condições necessárias ao perfeito funcionamento do mercado de derivativos é a crença de seus participantes de que os ganhos serão recebidos no prazo e nas condições estabelecidas.

Isso é oferecido mediante um sistema de compensação de ganhos e perdas, que chama a si a responsabilidade pela liquidação dos negócios, transformando-se no comprador aos olhos do vendedor e no vendedor aos olhos do comprador, e que gerencia o risco das posições de todos os participantes do mercado.

A operacionalização desse sistema é efetuada por uma clearing house, ou câmara de compensação, que pode ser uma empresa independente, prestando serviço a uma ou mais bolsas, ou uma subsidiária um departamento da bolsa. A BM&F adotou o último modelo, que comprovou ser o mais adequado mercado de derivativos do Brasil.

O modelo estabelece a figura do membro de compensação como responsável, perante a Bolsa, pela liquidação de todas as operações. Além da aquisição do título e de sua caução a favor da BM&F, uma série de exigências precisa ser por ele atendida. Em nível financeiro, deve manter o capital de giro mínimo estabelecido pela Clearing; em nível operacional, deve manter um depósito de garantia para compor o

Fundo de Liquidação de Operações e cumprir o limite imposto às posições sob sua responsabilidade, para diminuir o risco de alavancagem.

O Fundo de Liquidação de Operações constitui-se numa garantia adicional – além da margem normal–, prestada por todos os membros de compensação, que poderá ser utilizada no caso de inadimplemento de um deles. A contribuição de cada membro a esse fundo não pode ser retirada enquanto a instituição permanecer como tal. A Bolsa estabelece e reavalia periodicamente o valor do depósito para sua composição. Havendo inadimplência de determinado membro, todos os demais tornam-se solidários, até o limite de sua contribuição.

Há ainda o Fundo Especial de Liquidez dos Membros de Compensação, este criado com recursos da Bolsa, para também atender à inadimplência de um membro de compensação, bem como às necessidades momentâneas de liquidez de membros e corretoras; e o Fundo de Garantia dos Investidores, que assegura aos clientes das corretoras associadas a devolução de diferenças de preços, resultantes da execução infiel de ordens ou do uso inadequado de importâncias depositadas para aplicação nos mercados BM&F.

Em termos de salvaguardas, que permitem garantir a integridade do mercado e os direitos contratuais de seus participantes, a estrutura do sistema de garantias está assim subdividada:

- liquidação das operações no dia útil seguinte ao de sua realização: que reforça a garantia do sistema como um todo, já que embute apenas um dia de risco de inadimplência;
- ajustes diários: mecanismo que possibilita a liquidação financeira diária dos lucros e prejuízos dos participantes do mercado futuro;
- margem de garantia: exigida de todos os clientes que mantêm em aberto posições de risco para a Bolsa. Essas posições são controladas em nível de cliente ou grupo de clientes atuando em conjunto, para cada vencimento de contrato e para cada mercado administrado pela Bolsa. A Clearing pode fazer chamadas adicionais de margem, caso as julgue necessárias;
- limites operacionais para posições em aberto: que visam impedir a concentração de mercado, evitar manipulações, controlar riscos de mercado e de crédito etc.

Finalmente, as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as permissionárias correspondentes são responsáveis pelas operações, desde seu registro até sua liquidação final, perante os membros de compensação aos quais estejam vinculados. Eles também devem preencher critérios mínimos, exigidos pela Bolsa em termos de capacidade operacional e financeira. Os membros de compensação também lhes poderão impor limites operacionais e deles exigir garantias adicionais, independentemente de qualquer manifestação da BM&F.

- oferecer local adequado à realização de operações, equipando-o com toda a tecnologia necessária;
- regulamentar os mercados por ela administrados;
- fiscalizar as operações realizadas em seus pregões;
- regulamentar e fiscalizar as atividades de seus associados;
- divulgar, com toda a transparência possível, as operações realizadas em seus pregões;
- aplicar penalidades aos infratores das normas legais;
- manter contato permanente com associações de classe e o mercado em geral, com o intuito de aperfeiçoar os contratos existentes e introduzir novos produtos e modalidades operacionais;
- disseminar a cultura de mercados de futuros no País, através de eventos educacionais e de treinamento.

Capítulo II

Mercado Futuro e de Derivativos

Definição e Conceitos

A internacionalização das relações comerciais, o progresso da tecnologia de comunicação e a globalização do mercado financeiro contribuíram para uma grande variedade de inovações que vêm sendo verificadas nos últimos anos. Dentre estas inovações estão os chamados Derivativos.

Derivativos são produtos financeiros que utilizam como base de sua estrutura os chamados ativos intangíveis. Estes ativos intangíveis são produtos derivados de ativos reais que têm, na grandeza tempo, a relação com estes ativos. Assim, um contrato de ouro futuro é um derivativo do ativo real ouro.

A origem dos mercados futuros e mesmo de opções pode estar associada a antigüidade e ao desenvolvimento do mercantilismo. A história registra que o filósofo e matemático grego Thales de Mileto acumulou fortuna com opções, registra ainda que, no século XVII, era muito comum os produtores de tulipa protegerem o preço da safra seguinte das oscilações do mercado através de opções.

Apesar disto, a primeira bolsa moderna de opções só foi inaugurada em 1973, em Chicago, e um mês mais tarde dois teóricos de finanças, Fisher Black e Miron Scholes, publicavam um artigo que demonstrava como fazer para avaliar devidamente uma opção. A coincidência dos eventos fez com que, em meses, os negociadores de opções de Chicago só calculassem seus preços utilizando-se das

tabelas deste artigo.

O trabalho rendeu aos autores vários prêmios e foi descrito por Stephen Ross, da Universidade de Yale, como a "teoria mais bem sucedida não apenas do setor financeiro, mas de toda a economia". Na Europa o mercado de derivativos só começou a tomar forma na década de 80 quando surgiram as primeiras bolsas especializadas.

No Brasil uma das empresas pioneiras foi a Petrobrás que desde o final da década de 80 atua nos mercados futuros internacionais para travar as margens de ganho na gasolina e outros derivados de petróleo. Porém, as operações com derivativos mais complexos só começaram na década de 90 tendo a Bayer do Brasil um papel histórico ao inaugurar em maio de 1992 o mercado de derivativos internacionais sobre taxa de juro de captação externa e a Shell, que em 1993 montou o primeiro *collar* de captação externa.

O interesse despertado por este mercado no país é expresso não só pela grande evolução em produtos mas principalmente pelos volumes oferecidos. Em 1992 o mercado movimentava um total de ativos da ordem de 8 bilhões de dólares, atualmente somente os *swaps* registrados na BM&F e Cetip somam quantias superiores a 33 bilhões de dólares

Importância dos Derivativos para as Empresas

Apesar da inauguração da primeira grande bolsa moderna de

derivativos ter se dado a mais de vinte anos, este mercado só começou a despertar o interesse dos dirigentes de indústrias a partir da década de noventa, quando foram registrados os primeiros grandes desastres da má utilização da tecnologia financeira inserida nos derivativos.

Um dos maiores grupos alemães, a Metallgesellschaft, atuante nas áreas de metalurgia e de engenharia pesada, beirou a insolvência após perdas financeiras da ordem de 893 milhões de dólares nos mercados futuros de petróleo. No metade da década de 90 a americana Procter & Gamble amargou prejuízos de 102 milhões de dólares. Já a japonesa Kashima Oil registrou perdas que ultrapassaram a marca de 1 bilhão de dólares.

Mais recentemente, o Barings, tradicional banco inglês quebrou ao realizar uma arbitragem envolvendo o índice Nikkei e a taxa de juros japonesa. O terremoto ocorrido em Kobe acentuou a volatilidade do índice da bolsa japonesa. O que era, no início uma operação de arbitragem tornou-se uma operação especulativa quando o banco fechou a ponta vendida. O Long Term Capital Management, liderado por dois prêmios Nobel de economia, quebrou com a crise asiática (como já foi dito, possuirá uma seção exclusiva nesta monografia). Segundo Howard Lovell, sócio da divisão que cuida da gerência de riscos financeiros da Coopers & Lybrand, as perdas ocorrem por falta de conhecimento técnico ou por ausência de um controle adequado que permita monitorar as posições tomadas.

Outra teoria vigente hoje é que as investidores, especuladores e arbitradores não conhecem as limitações dos softwares de gestão de risco, amplamente utilizadas no mercado.

Todas as empresas estão expostas, de alguma forma e em algum grau, a riscos no mercado financeiro. Tais riscos podem estar nas taxas de juros de empréstimos contraídos, nos preços futuros das matérias primas utilizadas, ou mesmo dos produtos finais. As empresas precisam conhecer quais são seus riscos, quais as suas dimensões, as disponibilidades para proteção e os custos desta proteção.

Pode-se citar o exemplo de extrema sofisticação encontrado na British Petroleum - BP, grupo internacional que opera com petróleo que tem o departamento financeiro gerido como um banco. O posto de diretor financeiro tem caminho aberto para o acesso a uma cadeira do conselho de administração. O objetivo específico da BP Finance era aumentar o volume de capital captado junto ao público e cobrir os custos mensais crescentes da companhia: estes são em libras esterlinas, enquanto suas receitas são principalmente em dólares.

A grande utilidade dos derivativos não só para as indústrias como também para outros ramos de empreendimentos está na possibilidade de redução da exposição a riscos intrínseca à atividade que exerce. Desta forma, as oscilações do mercado em que a empresa está inserida é contornável e seus riscos minimizados ou mesmo completamente travados.

Para exemplificar a utilização deste mercado como redutor de exposição ou mesmo trava de riscos, pode-se imaginar um pecuarista que sabe que sua criação bovina estará pronta para o abate em três meses, porém não tem garantia do preço que conseguirá quando da venda para um frigorífico de abate. A pré-fixação do preço de venda de sua criação, é possível através de instrumentos derivativos. Caso seja um pecuarista exportador, seria muito interessante que ele conseguisse também pré-fixar a paridade da moeda corrente do país para o qual vai exportar e a da sua moeda local. Isto também é possível através da utilização dos derivativos. Aumentando um pouco o grau de sofisticação, é possível atuar nos mercados derivativos de taxas de juro para limitar, a um teto máximo, as taxas flutuantes que possam estar indexando os empréstimos contraídos pela empresa, ou ainda, garantir um piso mínimo destas taxas na indexação de seus ativos.

Através dos mercados de futuros e opções de commodities a empresa pode estabelecer um planejamento estratégico baseado em valores fixados para seus produtos, independentemente das oscilações de oferta e procura.

O emprego de produtos derivativos como instrumentos de proteção transformou-se em um importante diferencial competitivo, sendo atualmente quase indispensável para a indústria moderna. Os perigos de sua utilização, demonstrados nos desastres de algumas empresas citados anteriormente são frutos de uma combinação de

fatores como o mau emprego destes produtos, a falta de conhecimentos técnicos e, principalmente, a inexistência de um sistema de controle gerencial adequado que permita verificar, a cada instante, os resultados das posições tomadas, seus volumes, custos e receitas.

Mercados Futuros

Uma operação no mercado futuro é um acordo feito entre duas partes para efetuar uma transação de compra ou venda de um dado ativo, em uma determinada data futura, a um preço preestabelecido.

Os contratos futuros são negociados em bolsas especializadas. No Brasil a principal bolsa atuante neste mercado é a BM&F - Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo.

Para viabilizar um grande número de participantes no mercado, as bolsas padronizam e normalizam seus contratos, especificando datas de vencimento e tamanho do contrato, ou seja, as transações são efetuadas em quantidades padrão, o que torna as operações compreensíveis e transparentes a todos.

Ao se efetuar uma transação em uma bolsa de futuros, automaticamente é a bolsa que assume as pontas de compra e venda existentes. Assim, tanto aquele que tem o compromisso de entrega do ativo do contrato, o vendedor, como o que tem o de recebimento, comprador, terão como contraparte a bolsa de futuros. Portanto, não é necessário a nenhuma das partes saber quem é sua contraparte.

A intercambialidade, garantida não só pela padronização como também pela sistemática descrita, permite a um participante que tenha comprado uma determinada quantidade de contratos de dado ativo zerar sua posição simplesmente vendendo o mesmo número de contratos, em uma outra transação, à uma instituição qualquer.

Uma característica muito relevante deste mercado está no grande potencial de alavancagem existente, uma vez que não é necessário nenhum desembolso financeiro inicial. Desta forma é possível a uma instituição montar posições muitas vezes maior que seu patrimônio.

Como o potencial de alavancagem é muito elevado, uma oscilação um pouco mais brusca nos mercados pode comprometer algumas instituições participantes.

Esta característica gera um sério problema de risco¹ para a bolsa, uma vez que ela responde por todas as transações efetuadas. Para minimizar este problema foram desenvolvidos três mecanismos que garantem uma maior segurança à bolsa e conseqüentemente a seus participantes.

São eles:

Limites para oscilação de preços: Para cada um dos contratos negociados são estabelecidos limites de oscilação de preço, garantindo um intervalo de variação que restringe a exposição dos participantes a perdas em um único dia. Quando os limites são atingidos o pregão é

¹ A questão do risco será no capítulo 4

paralisado imediatamente e recomeça assim que existir duas partes dispostas a transacionarem dentro dos novos limites estabelecidos. Os novos limites são os originais expandidos em 50%.

Ajustes diários: Consistem na realização de operações que zerem todas as posições abertas na bolsa e as reabram com um novo preço que é o de fechamento. Desta forma quem comprou um determinado contrato a um preço P diferente do preço de fechamento F receberá a diferença $(F-P)$ vezes o volume operado. Analogamente, quem vendeu deverá acertar a diferença $(P-F)$ vezes o volume transacionado.

Margens de garantia: É a obrigatoriedade de depósitos em títulos, ativos reais ou cartas de fiança que garantam o pagamento dos ajustes diários das posições de cada uma das instituições. As margens são recalculadas a cada dia, de acordo com os preços e posições tomadas pelos participantes.

Mercados Futuros - Instrumentos de *Hedge*

Como já mencionado, os primeiros registros sobre mercados futuros datam de mais de dois mil anos atrás e a sua concepção foi idealizada para suprir as necessidades dos produtores e comerciantes que não desejavam correr riscos de oscilações mercadológicas.

Atualmente, o mercado futuro possui outros dois agentes, os especuladores e os arbitradores. O *hedge* ainda possui bastante importância, mas agora, de forma mais diluída

O princípio básico da trava de riscos nos mercados futuros é bastante simples, busca-se a pré-fixação de preços de compra e venda para a data esperada de comercialização de determinado produto.

Desta forma, um produtor de uma commodity que sabe que sua produção estará pronta para a comercialização em determinada data futura, pode garantir o preço de venda de seu produto no início do ciclo produtivo, evitando, assim, surpresas como queda no consumo, superprodução ou outros fenômenos.

Para tanto basta que o produtor efetue uma venda do produto no mercado futuro para a data esperada de comercialização. Assim, caso haja uma queda nos preços, o prejuízo verificado na produção será contrabalanceado pelos ganhos proporcionados pela venda no mercado futuro. Porém, caso haja um aumento dos preços da commodity, o lucro extra que seria observado na produção será absorvido pelas perdas na venda futura. Como consequência da operação, o produtor ficou imune

às oscilações de mercado.

Analogamente, o consumidor de determinada commodity pode também travar seus riscos de oscilações de preços bastando apenas ser a contraparte do produtor, ou seja, efetuar uma compra no mercado futuro.

Cabe lembrar que há um risco extra, não considerado aqui, que é o de quebra na produção causada por algum fenômeno não previsto. Neste caso, os preços subiriam e o produtor poderia não mais contar com sua produção, arcando com os prejuízos não só da não produção como também do resultado negativo da operação nos mercados futuros.

Outras considerações devem ser observadas, segundo HULL "se o *hedge* não for algo normal para determinado segmento de atividade, não haverá sentido para que uma empresa escolha ser diferente das demais. Isso porque a competição dentro desse segmento deve ser tal que os preços dos produtos e serviços aumentam e diminuem refletindo os custos de matérias primas, taxas de juro, taxas de cambio e outros. Neste caso, uma empresa que não realize o *hedge* pode esperar margens de lucro constantes; por outro lado, uma empresa que o realize pode esperar margens de lucro instáveis."

John Hull não menciona, porém, que uma empresa, inserida em um mercado como o descrito, ao optar por uma postura pró-ativa na utilização dos produtos dos mercados futuros pode garantir vantagens competitivas extremamente relevantes, e que tais vantagens podem ser

determinantes de seu desempenho e sucesso.

Capítulo III

Hedgers, Especuladores e Arbitradores

O objetivo deste trabalho, como já foi dito anteriormente, é o de analisar o mercado futuro e mostrar as diferentes formas de atuação que os agentes podem tomar. Por isso, fica necessário agora, diferenciar, conceitualmente, *hedge* e especulação, “pois as consequências micro e macroeconômicas de cada um deles são distintas e, em certos contextos, até opostas” (Farhi, 1998).

Em princípio, segundo a autora, posições assumidas no mercado de derivativos financeiros com o intuito de proteger (*hedge*) e não especular, dificilmente podem acarretar em prejuízos insustentáveis para quem o detém, que dependendo do tamanho do detentor, podem gerar sérias crises de confiança e crédito (como aconteceu recentemente com o Long Term Capital Management).²

Antes da criação e do aumento de sofisticação do mercado de derivativos financeiros, os especuladores e investidores eram identificados pelas suas intenções e pelo prazo em que o ativo se conservava na carteira. Os especuladores caracterizavam-se por manter o ativo por um prazo de tempo bastante reduzido e pela expectativa de realizar um rápido ganho de capital. Já os investidores, conservavam o título por um tempo maior objetivando o recebimento de dividendos, atitude não especulativa.

Farhi procura mostrar que, com o crescimento e aumento da complexidade do mercado de derivativos financeiros, o conceito de especulação passa a ter outra interpretação. Atualmente, “(...) especula

em ativos financeiros aquele que detém uma posição no mercado à vista sem possuir uma posição oposta (*offsetting position*) nos mercados de seus derivativos.”

Os Hedgers

A definição do termo *hedge* irá ser o ponto de partida para diferenciarmos especulação de investimento. Mais adiante, caracterizaremos com mais detalhes os *hedgers*, os especuladores e os arbitradores.

Existe um aspecto de complementaridade entre o *hedge* e a especulação. A definição da Commodity Futures Exchange Commission-CFTC estipula que *hedge* é a "tomada de posição em mercado futuro oposta a posição assumida no mercado a vista, para minimizar o risco de perda financeira decorrente de alterações de preços adversa; a compra ou a venda de futuros como substituta temporária de uma transação a vista que venha a ocorrer mais tarde"

Para os estudiosos do mercado financeiro, o *hedge*, ou proteção, consiste na transferência do risco do ativo para um outro agente. Em outras palavras, o *hedger* pretende proteger seu ativo de variações de preço (risco preço é o mais importante) procurando um outro agente para cobrir esses riscos. Esse agente que aceita a transferência do risco é o especulador. Por esse motivo, os especuladores atuam em bolsas

² O caso LTCM será analisado no capítulo 4.

onde haja um grande volume de *hedge*, onde encontram liquidez para suas operações.

Farhi utiliza uma definição mais rebuscada. “O princípio do *hedge* consiste em assumir, no mercado futuro e da forma mais concomitante possível, a posição simetricamente oposta àquela que se tem no mercado à vista. A operação de cobertura de riscos do produtor ou de outro agente que tenha uma posição comprada no mercado à vista é denominada *hedge* de venda, enquanto que a do transformador ou de todo agente com posição vendida no mercado à vista é conhecida como *hedge* de compra.”

Fica claro, então, que através do *hedge*, independentemente da posição atual no mercado à vista do agente, é possível “travar” ou minimizar os riscos de oscilações dos ativos.

O *hedge* pode ser liquidado antes do vencimento ou ainda ser renovado, sem alterar a posição no mercado à vista. Agora, o agente passa a ser considerado um especulador, uma vez que ele não possui uma posição concomitantemente oposta no mercado futuro. Daí, resulta que as oscilações no mercado à vista irão afetar diretamente seus ativos.

Outra característica do *hedge* é que seu detentor pode vender a posição no mercado à vista, acarretando para o agente, uma posição de especulador no mercado de derivativos, já que não possui a posição

contrária no mercado à vista. Conseqüentemente ele estará correndo os riscos das oscilações do mercado de derivativos.

Resumidamente até aqui temos:

- O especulador é aquele que tem uma posição no mercado, seja ele à vista, ou de derivativos, sem dispor da oposta no outro;
- Não é considerado especulador, aquele que está coberto contra pelo menos uma parte dos riscos. Ou seja, ele possui posição opostas no mercado do ativo subjacente e no de um de seus derivativos (*hedge* ou arbitragem), ou ainda que mantém posições opostas apenas nos mercados de derivativos (arbitragem)

Há um certo consenso que as operações de *hedge* são realizadas normalmente quando as condições forem favoráveis para sua execução, como valor do prêmio da opção pequeno em relação do preço do bem segurado ou também quando se há um grande temor sobre o valor do bem no futuro. A proteção não se dá por total aversão ao risco mas quando se tem condições favoráveis para a sua execução.

É preciso deixar claro também, que ainda com o *hedge*, podem ocorrer prejuízos. Isso pode ocorrer se houver uma antecipação errada por parte dos agentes sobre a evolução do preço do ativo que sofreu a proteção ou que a montagem da operação seja tecnicamente deficiente na identificação dos riscos.

No plano macroeconômico, as perdas sofridas pela falta de perícia do agente ao *hedgear* o ativo, praticamente não alteram o quadro, uma vez que as perdas auferidas por uns seriam compensadas, não necessariamente na mesma proporção (os preços nos mercado de derivativos e à vista caminham na mesma direção, mas não paralelamente), pelo lucro dos outros.

Os Especuladores

Existem várias tentativas de se definir os especuladores.

A New York Stock Exchange-NYSE defini o especulador como “aquele que se dispõe a assumir um risco relativamente alto, em contrapartida a uma expectativa de ganho. (...) a principal preocupação do especulador é aumentar seu capital, não sua receita de dividendos. Ele tanto pode comprar e vender no mesmo dia quanto especular com empreendimento de que não espere lucros durante muitos anos”.

A Commodities Futures Trading Commission define o especulador como “Um indivíduo que não faz *hedge*, mas que transaciona em futuros de *commodities*, com o objetivo de conseguir lucros através de uma antecipação bem sucedida dos movimentos de preços”

Essas são algumas definições com as quais as instituições oficiais tentam caracterizar os especuladores e a própria especulação. Mas no ponto de vista de muitos profissionais do mercado, não há uma definição pragmática para a atividade especulativa

Com o aumento da desregulamentação e globalização financeira, a fronteira entre as operações puras de *hedge*, especulação e arbitragem tornara-se tênues. Entretanto é necessário redefinir as operações dos agentes financeiros para trazê-las para mais perto da realidade atual.

Utilizando-se da definição de Vitória Chick (1992), "Tanto para Keynes quanto para Friedman, os especuladores são compradores e vendedores de ativos financeiros que atuam na base das expectativas"(Farhi, 1998). O que fica claro da afirmação é que, tanto Keynes quanto Friedman, colocam ênfase na expectativas de variação de preços dos ativos a serem negociados como fundamento da atividade especulativa.

Com o aumento da complexidade do mercado de derivativos, a especulação e o *hedge*, como já foi dito, possuem diferenças cada vez menos perceptíveis. Entretanto, o que pode diferenciar de maneira mais eficiente a especulação nos dias de hoje é o grau de alavancagem das operações.

A alavancagem é uma característica intrínseca das operações especulativas. Quanto maior o grau de alavancagem da operação com derivativos, mais ela se distancia da noção de *hedge*. O máximo de risco que uma operação de *hedge* possui é o próprio capital investido e da especulação não pode ser definido *ex-ante*.

Com o aumento da concorrência entre os fundos de investimentos, a busca pela maior rentabilidade nem sempre leva em conta os riscos da

operação. "Tais mecanismos alcançam atualmente níveis bastante elevados, não sendo raros os casos em que a alavancagem representa mais de 20 vezes o volume de recursos originalmente aplicados" (Farhi 1998). No caso recente do Long Term Capital Management (o caso terá uma análise mais profunda nesta monografia), o grau de alavancagem chegou a 600 (seiscentas!) vezes o capital próprio!

Os Arbitradores

Diferentemente dos especuladores, os arbitradores não estão inseridos num período caracterizado pela sua atuação. Suas operações são sempre caracterizadas por posições opostas do mesmo ativo (com temporalidade diferente), praças diferentes ou ativos que possuam real correlação entre si. Estes agentes atuam principalmente com derivativos financeiros, uma vez que a composição dos preços das commodities são muito mais estáveis e conhecidos.

Os arbitradores possuem fundamental importância para a unificação dos preços internacionais dos derivativos, uma vez que seu objetivo é reconhecer e usufruir de assimetrias entre seus preços. Assim,

Com a crescente busca de operações de arbitragem, os agentes procuram cada vez mais correlações entre os ativos, muitas das vezes inusitados. Isto, porque seus lucros só se realizam em operações onde as distorções são não percebidas pelos outros agentes. Este fato (a busca de correlações entre diferentes ativos) podem acarretar que uma pretendida

operação de arbitragem se torne em uma operação de especulação, onde se está comprado numa mercadoria A e vendido em outra B.

Potencialmente os lucros e prejuízos das operações de arbitragem são menores do que de especulação, uma vez que a variação das margens são menores do que dos valores absolutos dos ativos. Mas, se a correlação dos ativos envolvidos na arbitragem se inverterm ou caso o arbitrados feche uma das pontas da operação, os lucros ou prejuízos podem ser realmente altos.

Capítulo IV

O Caso LTCM e o Debate sobre Regulação, Taxação e Controle de Capitais

Como já fora anteriormente salientado, nas duas últimas décadas, houve um rápido e intenso crescimento do volume e da complexidade dos derivativos transacionados “*world-wide*”. Concomitantemente, houve um crescimento da probabilidade de instabilidade financeira. Tal instabilidade, deve-se basicamente ao aumento da complexidade já mencionada, da falta de transparência sobre a saúde das instituições envolvidas e o aumento da velocidade de propagação das notícias.

Dada a velocidade com que o mercado atualmente reage a notícias adversas, o tempo de resposta disponível dos reguladores, num caso de emergência é reduzido drasticamente.

Dois tipos de riscos específicos que distinguem os derivativos das operações financeiras convencionais. Complexidade e rápida transformação de risco. Por sua vez, essas duas características provocam um número de problemas potenciais, sendo o mais importante a diminuição da transparência dos mercados financeiros associados.

De acordo com Mr. Willian McDonough, presidente do FED, antigamente era possível olhar o balanço de uma instituição financeira e detectar rapidamente os riscos³. Hoje, as folhas de balanço são inadequadas a isso. O crescimento rápido das atividades nos mercados atuais, faz com que o conteúdo dos balanços fique obsoleto quase antes de serem finalizados, uma vez que os bancos, por exemplo, podem mudar totalmente seu perfil de risco usando instrumentos derivativos.

³ A visão de Mr. Willian McDonough, presidente do FED, foi extraída de Dale.

A diminuição da transparência dos balanços dos participantes do mercado é outro problema derivado do fenomenal crescimento do mercado de derivativos. A implicação é que os participantes do mercado podem não estar em situação de impor a disciplina necessária para evitar o acúmulo de problemas sistêmicos.

O Deutsche Bundesbank manifestou sua ansiedade sobre a escala de atividades de derivativos, embora o maior foco seja a não liquidez potencial do mercado de derivativos e não na falta de transparência. O argumento é que uma quebra de um grande investidor pode acarretar na não disponibilidade de um mecanismo de *hedge*. Assim, com a iliquidez do mercado a vista, pode-se disparar o gatilho de uma reação em cadeia, o que põe em perigo o sistema financeiro como um todo.

O Caso “Long Term Capital Management”

Primeiramente, é necessário esclarecer o que vem a ser os “*hedge funds*”, categoria em que o LTCM se encaixa.

Segundo Gustavo Loyola, “uma das características mais marcantes dos mercados financeiros contemporâneos é a inexorável tendência de crescimento das operações realizadas por instituições não sujeitas à regulação e supervisão governamental. Um caso típico são os investimentos financeiros realizados por meio dos chamados *hedge funds*, que procuram elevados retornos em aplicações de alto risco.

Normalmente, esses fundos são estruturados de maneira a evitar sua sujeição à regulamentação governamental e têm como clientes investidores sofisticados e de elevado patrimônio.”

Fica claro, pela citação de Loyola, que os *hedge funds* não são fundos que visam a operação financeira com o intuito de proteger seus clientes contra oscilações de preços de commodities, câmbio e juros, elementos dos quais os *hedgers* normalmente procuram se proteger. Eles são, contrariamente do que pode-se deduzir de seu nome, instituições que visam, principalmente, aproveitar diferenciais para a operacionalização de arbitragens.

Segundo Malkiel e Mei, “um fundo pode raciocinar que, conforme a Europa caminha na direção de uma moeda comum, os rendimentos de títulos soberanos de países diferentes tendem a caminhar em conjunto. Portanto, se, por exemplo, títulos italianos tiveram um rendimento consideravelmente maior que títulos alemães, o fundo *hedge* pode comprar títulos italianos e vender a descoberto títulos alemães de vencimento semelhante.”

Outra característica dos *hedge funds* é a falsa crença de que eles são “neutros em relação ao mercado”. Como as taxas de juros em geral aumentam ou diminuem, “(...) o fundo está protegido, já que tem uma obrigação de curto prazo e outra de longo prazo.” (Malkiel e Mei, 1998). E “se os prêmios de risco aumentam, os rendimentos de títulos baratos podem aumentar, ao mesmo tempo em que uma fuga para a qualidade

diminui o rendimento de valores mobiliários emitidos pelo Tesouro americano. Nesse caso, as apostas duplas protegidas poderiam ser mais arriscadas do que as apostas únicas de fundos não protegidos, já que os prejuízos podem acumular-se nos dois lados das negociações alavancadas” (Malkiel e Mei, 1998).

Isto foi exatamente o que aconteceu com o Long Term Capital Management.

Assim como os outros fundos, o Long Term Capital Management (LTCM) também visava auferir lucros via operações de arbitragem, através da identificação de oportunidades com o uso de sofisticados modelos matemáticos.

Esses modelos matemático utilizados pelo LTCM foram motivo para o recebimento de um Prêmio Nobel de Economia no ano de 1997. “A contribuição essencial de Black, Merton e Scholes foi demonstrar que essa incerteza (que o autor vinha se referindo) não é um obstáculo à formação dos preços dos ativos” (FSP, 1997).

Em situações anormais, isto é, não previstas pelos modelos, os *hedge funds* levam ao aumento da volatilidade e do risco sistêmico. “Os *hedge funds* são instrumentos úteis para reduzir turbulências leves do mercado, mas em contrapartida amplificam em muito os efeitos das turbulências fortes, pondo em risco até a própria estabilidade do mercado” (Loyola, 1998)

Segundo Aloysio Biondi, o LTCM “tinha um capital próprio de apenas US\$ 2 bilhões; com esse capital, conseguiu comprar ações e outros títulos no valor de US\$ 120 bilhões, ou 60 (sessenta) vezes mais. Absurdo? A loucura não para por aí: o LTCM usou esses US\$ 120 bilhões em papéis para dar como garantia em negócios de até US\$ 1,2 trilhões (trilhão mesmo), ou 600 vezes o seu capital.”

Por trás dessa quase-falência surgem questões sobre a regulamentação dos fluxos financeiros, controle de capitais e intervenções por parte dos governos e bancos centrais no mercado, uma vez que fica cada vez mais evidente a possibilidade de uma “catástrofe” ocorrer a nível mundial.

Controles sobre capitais e regulação governamental

Primeiramente faz-se necessário apontar algumas críticas de Dale sobre os derivativos.

- i) os agentes desconhecem como esses instrumentos funcionam;
- ii) a negociação de derivativos aumenta a volatilidade dos preços dos ativos, enquanto que o aumento potencial de contágio para outros mercados e outros países;
- iii) a concentração da negociação dos derivativos em algumas instituições financeiras grandes pode enfraquecer a estabilidade financeira;

- iv) a falta de transparência associada com atividades de derivativos *vis a vis* gerenciamento, reguladores e mercados financeiros enfraquece a disciplina de mercado e eleva ao ponto onde os riscos sistêmicos são acentuados grandemente.

A partir dessas críticas, aliadas as últimas crises globais (Rússia e Ásia), surgiram diversos economistas que defendem o controle de capitais e a regulação por parte do governo dos fundos (principalmente dos *hedge funds*).

Esse assunto também tornou-se importante uma vez que o FED teve que socorrer o LTCM para evitar um efeito maior no mercado. De acordo com Greenspan, presidente do FED, “se a quebra do LTCM tivesse desencadeado o *seizing up* dos mercados, é possível que muitos participantes no mercado tivessem sofrido danos substanciais, entre eles alguns que não tem envolvimento direto com a firma, causando prejuízos potenciais à economia de vários países(…)”

Esta atitude tomada pelo FED, de, conjuntamente com outros agentes, socorrer o LTCM, abre um precedente que pode levar ao risco moral (*moral hazard*).

Se os fundos que tiveram problemas forem impedidos de ir a bancarrota, se os bancos acreditarem que serão salvos caso os empréstimos não forem devidamente pagos em épocas de mercado

turbulento, “como iremos disciplinar as futuras decisões de investimento e credores?” (Malkiel e Mei, 1998).

O próprio Greenspan diz em seu pronunciamento após o socorro do LTCM, que sempre que houver um envolvimento público que suavize a impacto de perdas sofridas pelo setor privado, mesmo que o envolvimento se de de maneira indireta, surge o problema do perigo moral. Porém, ele termina seu discurso dizendo que “os esforços da semana passada se limitaram a facilitar um acordo do setor privado, e não tiveram implicações em termos de recursos ou políticas do Federal Reserve”. Daí, tira-se que o FED, como era de se esperar, não defende (na verdade não vê com bons olhos) o envolvimento de bancos centrais ou governos no mercado.

De acordo com os autores ainda, qualquer coisa que enfraqueça o efeito da disciplina do mercado e diminua a punição que o mercado impõe sobre especuladores que tomam decisões incorretas deve, a longo prazo, causar mais instabilidade.

Para Loyola, “o episódio do LTCM é educativo, pois mostra que esse tipo de investidor pode trazer risco sistêmico para o mercado e, por isso, não deve continuar a ser sub-regulado”

Baseado nesses problemas, surge a tona as idéias de James Tobin, sobre a taxaçoão dos fluxos financeiros internacionais. De acordo com ele, os aplicadores pagariam algo como 0,5% a cada

deslocamento, que iria para um fundo de socorro a membros em dificuldades.

Neste sentido, Manteiga, doutor em economia pela USP e professor da FGV é a favor de “frear a anarquia financeira”. Reforçando a proposta de Manteiga, está Salomão Quadros, chefe do Banco de Dados do Instituto Brasileiro de Economia. Entre outros argumentos, Quadros ressalta que “entradas excessivas produzem apreciação cambial e déficits em conta corrente”

Já para Dale, independentemente da importância de se estabelecer uma maior base legal nessa área, parece claro que a intervenção oficial para evitar perdas em derivativos não é necessária nem desejável. Não é necessária porque as perdas são improváveis de prover uma ameaça sistêmica e não é desejável porque seria um erro proteger compradores de produtos derivativos de sua própria loucura.

O próprio FMI condicionou o empréstimo de US\$ 18 bilhões ao Brasil à “maior abertura do Brasil ao capital externo”, frustando a proposta de FHC de utilização da Tobin Tax.

A idéia do “imposto Tobin” retomada por FHC é portanto, em tese, desejável, mas na prática extremamente difícil. Sua implementação exigiria uma liderança política global capaz de se opor a fortes interesses empresariais, o que parece impossível.

Parece não haver um consenso entre os economista na direção de se adotar um controle de capitais mais rígido, submetendo os mesmos a

taxação e sob regulação governamental. O que é preciso, na verdade é alimentar o debate sobre o assunto, expondo de maneira clara, os reais perigos que a “anarquia financeira” acarreta para a economia.

Conclusão

Os fundamentos do que modernamente consideramos de Mercado Futuro surgiram a aproximadamente 4000 anos, mas foi em 1730 que realmente temos a formalização, com regras e atribuições bastante semelhantes com as de hoje.

A intensificação e o aumento de complexidade das operações financeiras envolvendo contratos futuros começou a ocorrer de forma expressiva, depois da derrocada de Bretton Woods, quando os agentes começaram a buscar alternativas que gerassem melhores instrumentos de administração de risco e ao mesmo tempo grande potencial de ganho.

Nesta busca inicial de proteção e de elevados ganhos, aliada a desregulamentação financeira - marca registrada da moderna globalização - , o Mercado Futuro torna-se elemento chave para o ciclo de valorização do Capital Fictício.

É neste contexto de verdadeira euforia financeira, onde muitos autores à comparam com a da crise de 29, que vem a tona as fragilidades do sistema, mostrando sua incapacidade de se auto-regular.

Essas “falhas” de mercado (um caso ilustrativo seria a quase-falência do LTCM) trazem junto consigo, o debate sobre intervenções governamentais objetivando regular o mercado e evitar que as mesmas ocorram.

Para alguns autores, parece necessário acabar com o laissez-faire financeiro-especulativo. Para eles, as “falhas” podem tornar-se grandes

rachaduras que colocariam em risco economias inteiras, ou de forma mais catastrofista, a economia mundial.

Para outros, o Estado não deve interferir no mercado. O argumento principal é que não há risco sistêmico e que não se deve proteger compradores de derivativos da sua própria loucura. O mercado selecionará os "mais fortes", e estes triunfarão.

Referência Bibliográfica

BAER, M. (1995), Os Desafios à Reorganização de um Padrão Monetário Internacional, in *Economia e Sociedade* n° 4

BESSADA, O. (1994), O Mercado Futuro e de Opções, Rio de Janeiro, Distribuidora Record de Serviços de Imprensa S.A., 1ª edição

BIONDI, A. Banqueiros, santos, demônios (e Covas), FSP, São Paulo, 15 OUT 1998, Dinheiro

DALE, R (1996). Risk and regulation in global securities markets, Inglaterra, Wiley

FARHI, M. (1998), O Futuro no Presente: Um estudo dos mercados de derivativos financeiros

FORBES, L. F. (1994) Mercados Futuros: Uma Introdução, BM&F

FORTUNA, E. (1997), Mercado Financeiro, Rio de Janeiro, Qualitymark Editora Ltda, 1ª edição

GREENSPAN, A. Pronunciamento do presidente do FED, FSP, São Paulo, 2 OUT 1998, Dinheiro

HULL J (1996) Introdução aos Mercados Futuros e de Opções, São Paulo, Cultura Editores Associados e BM&F, 2ª edição

LOYOLA, G. J. L. Fundos hedge preocupam?, *Estado de São Paulo*, São Paulo, 12 OUT 1998, Economia

MALKIEL, B. G. e MEI, J.P., Os novos bárbaros estão no porão,
Estado de São Paulo, São Paulo, 30 SET 1998, Economia

MANTEIGA, G. A taxação do capital financeiro de curto prazo
seria benéfica ao Brasil?, *FSP*, São Paulo, 24 OUT 1998,
Tendências/Debates

MARTINS, C. E. (1996), Da Globalização da Economia a
Falência da Democracia, in *Economia e Sociedade* n°1

QUADROS, S. Sobre os controles de capital, *FSP*, São Paulo,
13 NOV 1998, Dinheiro

Site da Bm&F na Internet – www.bmf.com.br