Os CTA, o que são, como funcionam e que papel cumprem dentro do mercado de futuros.

Dentro da hierarquia de participantes que operam nos mercados de futuros existe uma figura que move quantidades enormes de capital e que quase ninguém do público conhece pelo seu nome, os CTA, que pelas suas siglas em inglês significa assessor de negociação de matérias-primas, e trata-se de uma entidade ou uma pessoa registada que assessora ou administra capital de terceiros com um foco específico em contratos de futuros, opções sobre futuros e outros instrumentos derivados, tanto de matérias-primas como de ativos financeiros em geral, divisas, taxas de juro e índices bolsistas. Esta figura existe formalmente dentro da regulação americana, onde deve registar-se perante a autoridade que supervisiona os mercados de futuros, cumprir padrões de conduta perante os investidores que representa e apresentar relatórios periódicos sobre a sua atividade, e embora o nome remeta para matérias-primas pela sua origem histórica, na prática a maioria dos CTA opera hoje sobre um mundo muito mais amplo de mercados e não exclusivamente sobre produtos físicos.

Para entender como trabalham há que conhecer primeiro as 2 grandes famílias de estratégias sistemáticas que existem, ou seja, estratégias construídas com regras fixas que se executam de forma automática. A primeira é a reversão à média, que parte da ideia de que o preço, depois de se afastar muito de um ponto de referência estatístico, tende a regressar para esse ponto de equilíbrio com o tempo, e a segunda é o seguimento de tendência, que parte da ideia contrária, que um movimento que já demonstrou ter continuidade tende a continuar a desenvolver-se na mesma direção durante um tempo adicional, e por isso procura posicionar-se a favor de um movimento que já está estabelecido, e a grande maioria dos CTA, especialmente os de maior dimensão dentro da indústria, opera sob o segundo modelo e não sob o primeiro. Que um CTA siga o modelo de seguimento de tendência significa que as suas regras estão concebidas para confirmar que uma tendência já existe antes de tomar posição, usando distintas janelas de tempo e distintos filtros estatísticos de alto nível que procuram separar um movimento genuíno do simples ruído de curto prazo, e isto implica algo que quero deixar bem assente, o CTA, por conceção, nunca é quem inicia um movimento, porque o seu modelo necessita de evidência de que o movimento já está em marcha antes de gerar o sinal, portanto estruturalmente junta-se a uma direção que o ativo real já tomou, e esta característica é a que permite entender por que razão o volume que movem estes gestores, por mais considerável que seja, atua como confirmação e aceleração de um movimento existente e não como a sua origem, juntam-se à pressão, ou aos posicionamentos que menciono nas análises, aqui há um participante enorme, sofisticado e com recursos grandes que chega sempre depois, e isso diz muito sobre a natureza destes mercados.

O fluxo do mercado de futuros vê-se alterado pela sua atividade de uma maneira particular, porque quando vários CTA que operam com modelos similares processam informação parecida, recebem sinais de entrada ao mesmo tempo sobre o mesmo ativo e executam as suas posições de forma quase simultânea, e essa

execução conjunta gera picos de volume concentrados em janelas de tempo muito curtas, capazes de acentuar o movimento do contrato de forma bastante mais marcada do que o fluxo original, proveniente do ativo real, teria gerado por si só, e o mesmo efeito se produz na saída, quando os sinais se revertem e vários fecham posição ao mesmo tempo, gerando uma pressão de sentido contrário que pode acelerar o final da mesma tendência que eles vinham a acompanhar, ou seja, a sua participação amplifica nas 2 direções, primeiro esticando o movimento mais do que lhe correspondia e depois cortando-o de golpe quando o modelo diz que acabou. Esta atividade concentrada tem uma influência direta sobre os inventários e os armazéns do ativo subjacente, particularmente em matérias-primas físicas, porque o preço de um contrato de futuros não se move de maneira isolada face ao preço do ativo físico, os 2 estão conectados através da relação de custo de deslocamento, que inclui o custo de armazenamento, o custo financeiro de manter o inventário e o rendimento de conveniência de ter o produto disponível, então quando o fluxo dos CTA empurra o preço dos futuros com força numa direção, essa pressão modifica a relação entre o preço do futuro e o preço do ativo físico (spot), incentivando ou desincentivando decisões de armazenamento por parte de produtores e comercializadores que operam efetivamente com o produto real, um fluxo puramente financeiro, gerado por modelos automáticos, termina a influenciar decisões da economia física, sobre quanto produto se guarda e quanto se liberta para o mercado.

Os 2 estados em que se pode encontrar essa relação têm nome próprio, quando o mercado fica assim, o preço futuro é maior do que o preço atual, e aí existe um incentivo económico para comprar o produto físico, armazená-lo e vender simultaneamente o contrato de futuros a esse preço mais alto, capturando a diferença, e quando o mercado fica em backwardation ocorre o contrário, o preço futuro é menor do que o atual, esse incentivo desaparece e no seu lugar favorece-se a venda imediata do inventário disponível no mercado físico, portanto o fluxo direcional que geram estes gestores, ao mover a curva de preços entre vencimentos, termina a ter uma consequência tangível sobre quanto produto se armazena, quanto se liberta e a que ritmo se move esse inventário ao longo da cadeia de comercialização do ativo. Esta relação entre o fluxo sistemático e o comportamento do subjacente conecta diretamente com o que é o trading quantitativo aplicado a grande escala, entendido como a aplicação de modelos matemáticos e estatísticos processados de forma automática para tomar decisões, e os CTA representam uma das formas mais institucionalizadas desse tipo de trabalho, com equipas dedicadas a investigar sinais, validar modelos com dados históricos extensos e gerir o risco de cada posição dentro de um quadro estrito, e essa escala é precisamente a que dá à sua atividade conjunta a capacidade de influenciar a curva de futuros e, em consequência, as decisões físicas de inventário que dependem dela, agora, essa mesma natureza sistemática traz consigo uma vulnerabilidade, e é que modelos parecidos alimentados com informação parecida produzem comportamentos parecidos, portanto quando o mercado deixa de se comportar como os dados históricos com que foram construídos, todos falham ao mesmo tempo e na mesma direção.

De tudo isto sai uma distinção que quero deixar assente neste documento, a que existe entre um movimento que responde genuinamente à estrutura interna do ativo real, refletida na sua oferta e procura física, e um movimento que responde principalmente à confluência de sinais sistemáticos entre múltiplos CTA operando com lógicas similares ao mesmo tempo, porque este segundo tipo de movimento, embora seja completamente real em termos de preço, tende a perder força quando o fluxo sistemático se esgota, enquanto o primeiro costuma sustentar-se com muito mais consistência no tempo, e uma forma de se aproximar dessa distinção é observar se o movimento do futuro está a ser acompanhado por mudanças coerentes na relação entre vencimentos e por sinais que chegam a partir do mercado físico do subjacente, ou se pelo contrário o futuro se move de forma isolada sem que o resto da estrutura do ativo confirme essa mesma direção, de modo que os CTA são especialistas em participar na dinâmica de mercado, mas ainda assim a diferença entre eles e as mãos fortes que a executam é notável.

Este tema pertence a um nível de análise avançado porque exige entender de forma simultânea o comportamento dos derivados, a relação entre vencimentos dentro da curva de futuros e a dinâmica física do ativo subjacente em termos de armazenamento e inventário, já que analisar unicamente o volume ou o preço do contrato, sem conectar essa informação com o que está a ocorrer no mercado físico e na curva completa, deixa de fora o que realmente está a impulsionar o movimento, e com a leitura dessas camadas juntas pode-se reconhecer quando um fluxo sistemático acompanha uma tendência genuína do ativo real e quando se está a acelerar a si mesmo pela coincidência temporal de vários modelos a executar o mesmo. Há um elemento adicional destes gestores que quero incluir, e é o papel que cumpre o capital que administram, porque os CTA não operar com dinheiro próprio mas sim com dinheiro de terceiros, fundos de pensões, seguradoras, patrimónios grandes e outros veículos que lhes atribuem capital sob um mandato específico, e isso condiciona o seu comportamento num sentido, porque um gestor que responde perante investidores não se pode dar ao luxo de ter sequências prolongadas de resultados negativos sem que comecem a retirar-lhe capital, portanto quando o seu modelo atravessa um período mau, e todos os atravessam, começa uma pressão que não vem do mercado mas sim de quem o financia, e essa pressão traduz-se em redução de exposição, em fechos antecipados e em alguns casos no levantamento de capital que obriga a desfazer posições que o modelo ainda considerava válidas, ou seja, os seus movimentos nem sempre respondem ao sinal, às vezes respondem à necessidade de sustentar o negócio que há por trás, e esse mesmo condicionamento explica por que razão em momentos de tensão generalizada o seu comportamento se torna ainda mais simultâneo, porque não somente coincidem os seus modelos, também coincidem as pressões dos seus investidores, e aí surge um fluxo que pode parecer uma leitura do mercado quando na realidade é uma resposta a compromissos externos ao mercado.

Para fechar reafirmo a mesma ideia que sustento para qualquer fluxo derivado do ativo real, os CTA cumprem uma função de confirmação e aceleração dentro do mercado de futuros, uma função com consequências tangíveis sobre a curva de preços, sobre os inventários físicos e sobre las decisões de

armazenamento ao longo da cadeia do ativo, mas que em caso algum substitui a estrutura interna de oferta e procura do ativo real como origem do movimento, e manter essa hierarquia clara é o que permite entender o seu comportamento sem cair no erro de tratar o seu fluxo como a causa original de para onde se move um mercado, o valor de estudá-los não está em seguir as suas posições nem em tentar adivinhar os seus sinais, está em reconhecer o papel que cumprem dentro do ecossistema completo dos futuros, um papel de confirmação de tendências e modelos aportando força a uma direção, potência de aceleração, e em certos momentos de saturação e reversión, sempre abaixo da estrutura de oferta e procura do ativo real.