

A gestão do Fundo Petrolífero de Timor Leste: alguns aspectos

por

A. M. de Almeida Serra
Unidade de Estudos Asiáticos
CEsA/ISEG/UTL

1 – A gestão do Fundo e o contexto em que é efectuada

O Artº 11º da Lei do Fundo Petrolífero (Lei 9/2005 de 3 de Agosto) intitula-se “Gestão do Fundo Petrolífero” e diz o seguinte:

1. “O Governo é responsável pela gestão global do Fundo Petrolífero.
2. O Ministro [das Finanças] não tomará quaisquer decisões relativas à estratégia de investimento e à gestão do Fundo Petrolífero sem primeiro obter o parecer do Comité de Assessoria para o Investimento nos termos do artigo 16º [desta Lei]
3. O Ministro celebrará um contrato com o Banco Central para efeitos da gestão operacional do Fundo Petrolífero e o Banco Central será responsável pela gestão operacional do Fundo Petrolífero.
4. O Fundo Petrolífero será gerido de forma prudente, em conformidade com o princípio de boa governação, para benefício da geração actual e das gerações vindouras.”

Deste artigo deduz-se que é ao Governo, através do Ministério das Finanças --- anteriormente o Ministério do Plano e das Finanças --- que compete decidir sobre as linhas fundamentais da política de investimentos do Fundo Petrolífero (FP) após receber o parecer do Comité de Assessoria do Investimento --- ao qual, como parece que é, o Ministro não está obrigado a seguir mas que, por se tratar de um órgão constituído por técnicos especialistas, não deverá ser descartado sem fortes razões para o fazer e, ainda que tal não seja exigido por lei, sem justificação pública cabal.

Do que fica dito acima deduz-se que, sendo a rentabilidade do Fundo essencialmente dependente da estratégia de investimento que for definida, esta depende do que a Lei disser sobre o assunto e das decisões que, no quadro daquelas, vierem a ser tomadas pelo Ministério das Finanças. O Banco Central tem, bem ou mal e segundo a Lei, “apenas” uma intervenção como responsável pela “gestão operacional” --- em que é que ela se traduz? Veremos adiante --- e, por isso, não decisiva.

A referida gestão operacional significa, grosso modo, que o banco Central está obrigado a --- no quadro que as leis aplicáveis o definirem, claro --- obedecer às orientações estratégicas definidas pelo Ministro das Finanças (em representação do o Governo): por exemplo, é a este que, cumprindo o que a lei disser sobre o assunto, cumpre definir que tipo de títulos adquirir mas cumpre ao Banco Central, do leque de possibilidades existentes, escolher as alternativas que melhor correspondem à estratégia definida e, naturalmente, que assegurem a melhor rentabilidade. Por exemplo, cabe ao Ministro das Finanças dizer, tendo em consideração a lei vigente, que tipo de títulos financeiros devem ser adquiridos (acções de empresas? Obrigações representativas de empréstimos emitidas por grandes empresas? "Títulos do Tesouro" representativos de empréstimos contraídos pelos Estados?).

Cabe ao banco central, definido(s) o(s) tipo(s) de instrumento(s) financeiro(s) a adquirir, concretizar essas compras definindo quais os que melhor asseguram o cumprimento das orientações recebidas. É, desculpe-se a comparação, como o/a empregado/a que vai às compras com o "rol" respectivo dado pelo patrão e a quem este disse que tem de comprar batatas para fazer sopa; o seu "grau de liberdade" limita-se a alguma liberdade de escolha do tipo de batatas escolher e, claro, de regatear o preço com o vendedor até porque tem apenas uma determinada quantia para gastar; não tem, porém, a possibilidade de decidir trocar batatas por laranjas... e fazer com elas um doce (uma torta, p.ex.) em vez de fazer sopa!

Aproveite-se a referência à entrega da gestão (ainda que "apenas" operacional) ao Banco Central para sublinhar que o legislador poderia ter seguido outra opção: a de entregar a uma entidade autónoma especificamente criada para o assunto e/ou reservar um papel maior nessa gestão a especialistas estrangeiros --- nomeadamente a organizações internacionais ou a bancos especializados.

A verdade é que nenhuma dessas opções foi seguida como principal, preferindo-se, apesar de se conhecerem as limitações do Banco central naquele domínio e naquela época, apostar neste como o gestor operacional. Aparentemente (e não só) a intenção era a de deixar em mãos nacionais o grosso das decisões sobre como aplicar os recursos (o Governo através do Ministério das Finanças) e sobre como, na prática, o fazer, ao mesmo tempo que, com o recurso ao Comité de Assessoria para o Investimento, se apoiava um e outro no desempenho das respectivas funções, dando-lhes tempo e condições para irem "*learning by doing*" num sector de actividade extremamente especializado e exigente. O recurso a gestores externos de investimento ficou prevista mas condicionada, como veremos mais à frente.

Uma outra opção do legislador foi a de limitar, na própria Lei, a liberdade de escolha dos investimentos (financeiros) a efectuar pelo Governo. Isso foi feito através do estipulado no Artº 14º, o qual diz o seguinte sobre as "Regras de investimento" a observar na gestão do Fundo:

1. "Um mínimo de noventa por cento (90%) dos montantes existentes no Fundo Petrolífero serão investidos exclusivamente nos instrumentos financeiros qualificados descritos no artigo 15º.
2. Não mais que dez por cento (10%) dos montantes existentes no Fundo Petrolífero podem, em conformidade com todos os procedimentos estabelecidos na presente Lei, ser investidos em instrumentos financeiros que não os referidos no nº1 do artigo 15º desde que tais instrumentos sejam:
 - a. emitidos no estrangeiro;
 - b. líquidos e transparentes;
 - c. transaccionados num mercado financeiro com o mais elevado padrão regulatório.
3. A tipificação dos instrumentos financeiros incluídos como instrumentos financeiros qualificados no nº1 do artigo 15º será objecto de revisão pelo Governo, e aprovada pelo Parlamento, após os primeiros cinco (5) anos de existência do Fundo Petrolífero, tendo em consideração a dimensão do montante [do capital existente] no Fundo Petrolífero e o nível de capacidade institucional."

É importante, pois e já que eles devem constituir (em princípio) 90% da carteira de títulos do FP, saber qual o tipo de investimentos financeiros preferidos pelo legislador --- que foi, em última análise, o Parlamento Nacional já que aprovou a Lei (por unanimidade). O referido nº 1 do Artº 15º descreve-os como sendo

1. “Sem prejuízo do disposto nos números seguintes, um instrumento financeiro (...) [que seja]:
 - a. Um título de dívida expresso em *United States Dollars* que rende juros ou um montante fixo equivalente a juros, que seja
 - i. Classificado como pelo menos Aa3 pela agência de notação de risco (*rating agency*) Moody’s ou como pelo menos AA- pela Agência de notação de risco (...) Standard & Poor’s; e
 - ii. Emitido ou garantido pelo Banco Mundial ou por um Estado soberano, que não Timor-Leste, contanto que o emissor ou fiador seja classificado como pelo menos Aa3 pela agência de notação de risco (...) Moody’s ou como AA- pela agência (...) Standard&Poor’s; ou
 - b. Um depósito em *United States Dollars* junto do, ou um título de dívida expresso em *United States Dollars* que rende juros ou um montante fixo equivalente a juros emitidos pelo:
 - i. *Bank of International Settlements* [Banco de Pagamentos Internacionais]
 - ii. Banco Central Europeu; ou
 - iii. Banco Central de um Estado soberano, que não Timor-Leste (...)
 - iv. Um banco cuja classificação de risco de crédito em moeda estrangeira a longo prazo (...)

Não nos deteremos sobre a opção “depósitos” pois eles são usualmente utilizados na gestão destes tipo de fundos apenas como “ponto de passagem” de recursos aplicados em títulos (geralmente acções ou obrigações, nomeadamente do Tesouro); também no caso do FP tem sido essa a sua principal utilização devido principalmente ao seu pouco interesse como investimento por causa da fraca remuneração que normalmente auferem. Concentremo-nos, portanto, na opção “títulos”, aquela que tem sido a opção principal na gestão do Fundo Petrolífero --- e dos demais “fundos soberanos” equiparados.

Antes, porém valerá a pena questionarmo-nos se a opção do legislador em colocar na Lei --- à partida um instrumento relativamente rígido, de difícil alteração --- tal tipo de regras terá sido ou não a melhor. Não nos parece que tenha sido pois a agilidade que requer normalmente a gestão de aplicações financeiras como o FP não parece compatível com a rigidez de uma Lei. Aliás, a própria Lei do Fundo Petrolífero prevê que a revisão das normas que ela estabelece --- as principais das quais são o investimento em USD e em títulos de Tesouro (títulos de rendimento fixo) --- só poderá ser feita após os primeiros 5 anos de existência do Fundo e sob condição de aprovação do Parlamento Nacional (não se dizendo nada sobre prazos das revisões posteriores, o que é estranho e deixa a porta aberta para, após aquele período inicial, tais revisões poderem ser feitas mais frequentemente, p.ex. anualmente, o que parece entrar em contradição com a rigidez imposta para o primeiro período).

Creemos que teria sido preferível deixar na Lei orientações muito genéricas --- é para isso que servem as Leis... --- e deixar ao Ministério das Finanças, ouvido o Comité de Assessoria do Investimento, a decisão sobre que tipo de investimentos efectuar tendo em consideração a evolução das características dos mercados financeiros e cambiais. Naturalmente, qualquer divergência significativa entre as recomendações (fundamentadas) do Comité de Assessoria e as decisões do Ministério das Finanças teriam de ser devidamente justificadas por este, podendo aquele deliberar publicar as suas recomendações se a divergência for de tal modo grave que possa colocar em risco a saúde financeira do Fundo.

A decisão do legislador na época deve, no entanto, ser compreendida no quadro económico-financeiro-cambial da época. Este incluía os seguintes elementos:

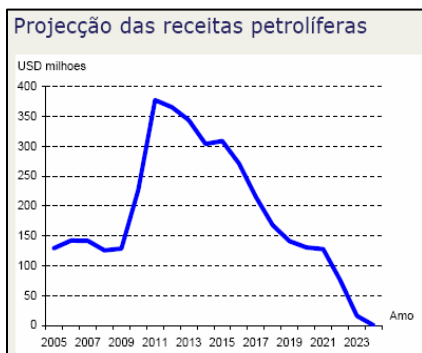
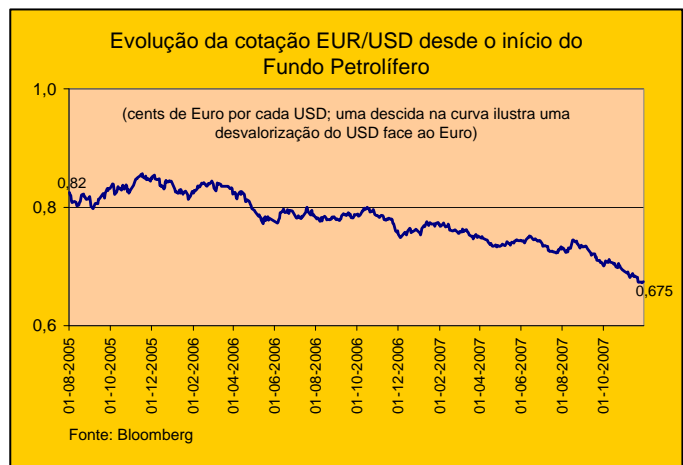
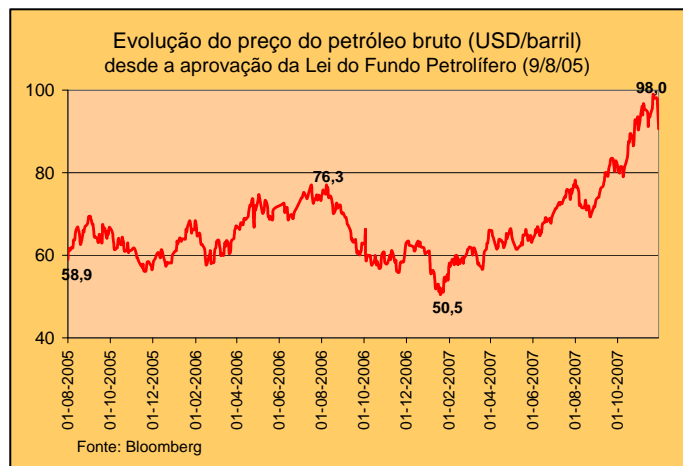
- a) a zona petrolífera de Bayu-Undan, a grande geradora de recursos no Mar de Timor, tinha iniciado a sua produção pouco mais de um ano antes;

- b) as receitas do Mar de Timor então existentes e acumuladas em conta própria eram relativamente reduzidas quando comparadas com os recursos actualmente disponíveis no Fundo Petrolífero: aquando da constituição do FP o saldo da conta do Mar de Timor era de 79,6 milhões de USD (a que se juntaram 125 milhões transferidos do Orçamento de Estado);
- c) a receita média do Fundo Petrolífero (impostos + *royalties*) foi de cerca de 42 milhões USD/mês durante o ano fiscal de 2005/06 --- na realidade no período de Set/05, quando o Fundo foi criado, até fim de Junho/06 ---, valor que pode ser comparado com a média mensal de 80 milhões USD no ano fiscal de 2006/07 e de quase 130 milhões no primeiro trimestre do ano fiscal 2007/08 (i.e., o trimestre Julho-Setembro/07);

- d) o preço do petróleo era de cerca de 60 USD/barril (compare-se com os cerca de 90 USD/actuais, um acréscimo de cerca de 50%);

- e) a taxa de câmbio do USD face ao euro era de cerca de 0,80 cêntimos de Euro por cada USD (comparem-se com os actuais 0,67; i.e., o USD perdeu entretanto cerca de 20% do seu valor face ao Euro --- mas não necessariamente face a todas as outras moedas);

- f) a previsão então existente sobre as receitas do Mar de Timor e os valores a acumular no Fundo Petrolífero eram significativamente inferiores às actuais. A título de ilustração refira-se que aquando da discussão pública da Lei do Fundo petrolífero o então Primeiro-Ministro Mari Alkatiri fez uma apresentação sobre o

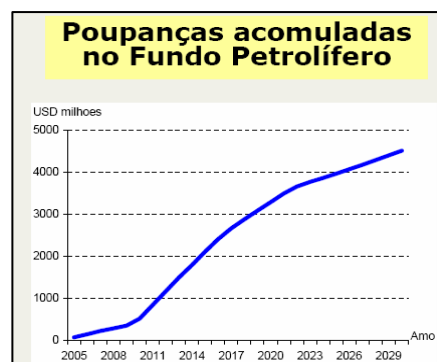


tema de que consta o gráfico à esquerda em que se pode ver que as receitas anuais eram então estimadas em cerca de 130 milhões USD no período entre 2005 e 2009.

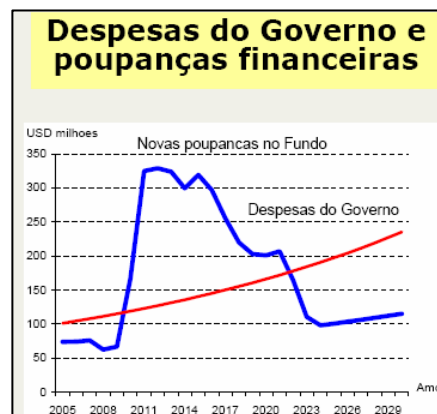
- g) Este valor correspondeu à média mensal do trimestre Julho-Setembro/2007 e a receita máxima anual que se previa para o FP --- cerca de 370-380 milhões de USD

a ocorrer em 2011 --- corresponde às actuais receitas de cerca de 3 meses, tudo de acordo com o divulgado no OGE para 2008.

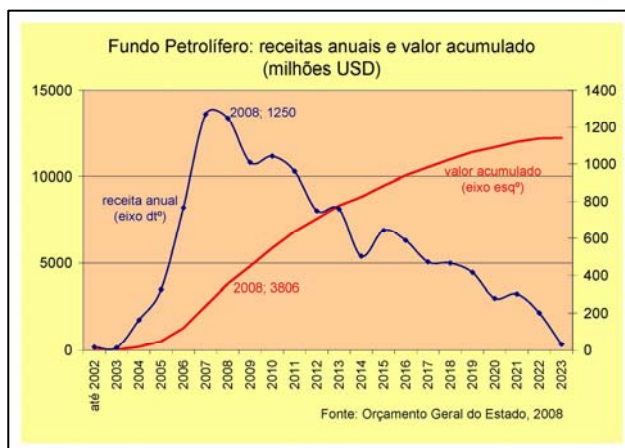
h) Em resultado das referidas receitas as estimativas então efectuadas sobre o que viriam a ser as poupanças acumuladas no Fundo Petrolífero estão ilustradas no gráfico à direita. Por ele se pode verificar que as estimativas então existentes para o capital acumulado do Fundo em 2007 (fim do ano fiscal 2006/07) eram de que ele seria de cerca de 220 milhões USD; em Junho de 2008 deveria ser de 277 milhões --- i.e., uma acumulação de cerca de 50 milhões de USD num ano. Recorde-se que ele é actualmente cerca de dez vezes superior, que em Julho passado era de 1551 milhões de USD e que no final de 2007 era de quase 2100 milhões de USD. No documento de apresentação pública do Fundo previa-se que este valor só fosse atingido cerca de 2015.



i) Naturalmente, também falharam as estimativas quanto ao chamado “rendimento sustentável”, o valor que seria possível retirar anualmente do Fundo Petrolífero para financiar as despesas públicas. Na época calculou-se que ele seria de cerca de 70 milhões USD/ano enquanto que actualmente ele anda muito próximo dos 300 milhões/ano --- um pouco mais do quádruplo. Note-se que a estimativa então feita para a evolução das despesas públicas era a de que elas seriam actualmente cerca de 110-120 milhões de USD e que o valor actual do Orçamento de Estado (cerca de 340 milhões USD) só seria atingido... daqui a cerca de 30 anos.



Isto é: (felizmente) as contas saíram todas “furadas” (!...) mas face aos valores (hoje vistos como quase irrisórios) das estimativas que existiam na época sobre os valores envolvidos compreende-se --- mas não temos necessariamente de aceitar sem os comentar (e discordar...) -- a opção então tomada de tornar algo (demasiado?) rígidas as regras de gestão do Fundo de modo a assegurar que ele desempenharia as funções de acumulação para uma redistribuição intergerações que estiveram no cerne da sua criação.



Voltemos à análise das normas legais (nomeadamente da Lei do Fundo Petrolífero) que de alguma forma se referem à gestão do Fundo Petrolífero.

No quadro da gestão operacional que lhe compete o Banco Central pode propor uma como que “descentralização” da gestão do mesmo através da “nomeação de um ou mais gestores de investimentos externos a quem será atribuída a responsabilidade pelas

aplicações de montantes do Fundo Petrolífero” (nº 1 do Artº 12º). Esta nomeação poderá surgir “por sua própria iniciativa ou a pedido do Ministro [das Finanças]” (idem).

Como é natural, ao Banco Central cabe um papel importante no processo de selecção destes gestores externos, cujo “dever (...) é maximizar o retorno do Fundo Petrolífero, tendo em consideração o risco adequado, como indicado pelos investimentos autorizados nos termos dos artigos 14º e 15º, em qualquer legislação ou regulamentação subsidiária desta, em quaisquer instruções emitidas pelo Ministro e no contrato para gestão operacional referido no nº3 do artigo 11º”.

Isto é: o tipo de investimentos que os gestores externos podem efectuar é o mesmo que o explicitado na Lei e a que estão obrigados todos os intervenientes: o Ministro do Finanças, o Banco Central e os gestores externos. Estes tipos de investimentos já foram referidos --- e comentados --- acima e daí resulta que também no caso de gestão de recursos do Fundo por gestores externos, a rentabilidade alcançada continua a estar dependente, em primeiro lugar, das condições legais a que têm de obedecer e, em segundo lugar, da estratégia definida pelo(a) Ministro(a) das Finanças aconselhado(a) pelo Comité de Assessoria do Investimento.

Esta foi até agora --- mas não tinha legalmente de ser --- no sentido de todos os investimentos serem efectuados em títulos do Tesouro norte-americano --- e, por isso, em USD --- apesar de a Lei do Fundo permitir uma (ainda que muito) ligeira diversificação de investimentos ao admitir que até 10% deles sejam, como salientado acima ao fazermos referência ao artº 14º da Lei, efectuados em outro tipo de instrumentos financeiros desde que cumpram a tripla condição de serem

- “emitidos no estrangeiro;
- líquidos e transparentes;
- transaccionados num mercado financeiro com o mais elevado padrão regulatório.”

| Investment Grade | |
|------------------|----------------|
| Moody's | S&P |
| Aaa | AAA |
| Australia | Australia |
| Canada | Canada |
| France | France |
| Germany | Germany |
| Japan | Singapore |
| New Zealand | United Kingdom |
| Singapore | United States |
| United Kingdom | |
| United States | |
| Aa1 | AA+ |
| Belgium | Belgium |
| | New Zealand |
| Aa2 | AA |
| Hong Kong | Hong Kong |
| Italy | Japan |
| Qatar | |
| Kuwait | |
| UAE | |
| Aa3 | AA- |
| Cayman Islands | Kuwait |
| Macau | Qatar |
| Oman | Taiwan |
| Taiwan | Saudi Arabia |

| Dec 19 | Red Date | Coupon |
|-------------|----------|--------|
| Australia | 09/09 | 7.50 |
| | 02/17 | 6.00 |
| Austria | 09/17 | 4.30 |
| | 09/17 | 4.30 |
| Belgium | 03/09 | 3.75 |
| | 03/17 | 4.00 |
| Canada | 12/09 | 4.25 |
| | 06/17 | 4.00 |
| Denmark | 11/09 | 6.00 |
| | 11/17 | 4.00 |
| Finland | 04/09 | 5.00 |
| | 09/17 | 3.88 |
| France | 09/09 | 4.00 |
| | 07/12 | 4.50 |
| | 10/17 | 4.25 |
| | 04/35 | 4.75 |
| Germany | 12/09 | 4.00 |
| | 10/12 | 4.25 |
| | 01/18 | 4.00 |
| | 01/37 | 4.00 |
| Greece | 04/10 | 3.10 |
| | 07/17 | 4.30 |
| Ireland | 04/09 | 3.25 |
| | 10/18 | 4.50 |
| Italy | 06/09 | 3.75 |
| | 10/12 | 4.25 |
| | 02/18 | 4.50 |
| | 02/37 | 4.00 |
| Japan | 03/10 | 1.80 |
| | 03/13 | 0.80 |
| | 12/17 | 1.50 |
| | 12/27 | 2.10 |
| Netherlands | 04/09 | 2.75 |
| | 07/17 | 4.50 |
| New Zealand | 07/09 | 7.00 |
| | 12/17 | 6.00 |
| Norway | 05/13 | 6.50 |
| | 05/17 | 4.25 |
| Portugal | 07/09 | 3.95 |
| | 10/17 | 4.35 |
| Spain | 07/09 | 5.15 |
| | 01/17 | 3.80 |
| Sweden | 12/09 | 4.00 |
| | 08/17 | 3.75 |
| Switzerland | 11/09 | 1.75 |
| | 06/17 | 4.25 |
| UK | 03/09 | 4.00 |
| | 06/12 | 5.25 |
| | 08/17 | 8.75 |
| | 03/36 | 4.25 |
| US | 11/09 | 3.13 |
| | 11/12 | 3.38 |
| | 11/17 | 4.25 |
| | 05/37 | 5.00 |

Estas normas abrem a porta ao investimento em títulos que não sejam nem em USD, nem Títulos do Tesouro, nem dos Estados Unidos, o que cobre investimentos tão diversificados como, por exemplo,

- ✓ Títulos do Tesouro de outros países, como os europeus, do Japão ou outros;
- ✓ Acções representativas do capital social de grandes empresas americanas, europeias ou de outros países;
- ✓ Obrigações representativas de empréstimos a grandes empresas (equivalentes, nas empresas, aos Títulos do Tesouro).

Estes instrumentos financeiros asseguram, normalmente, um retorno do investimento bem mais elevado do que os títulos do Tesouro americano. Esse maior retorno é a compensação para um

maior risco relativamente aos títulos americanos.

Estes, no entanto e dentro do quadro dos títulos do Tesouro não são os únicos que obedecem ao critério de risco do investimento que a Lei do Fundo Petrolífero impõe. Veja-se ao lado uma listagem dos títulos dos países que têm um grau aceitável de risco, i.e, um risco tal como identificado na Lei do Fundo Petrolífero ¹.

Como se pode verificar há, nesta listagem, uma variedade importante de países (e de moedas) em que o investimento pode ser efectuado mantendo a obediência aos parâmetros definidos na Lei 9/2005.

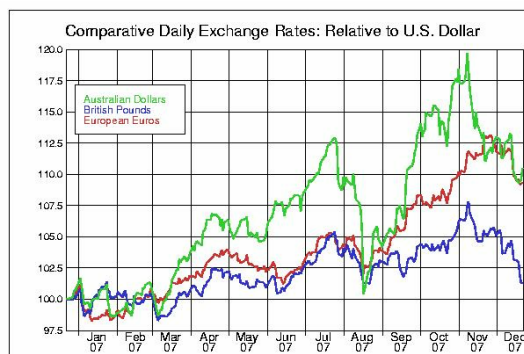
Ao lado da tabela anterior temos também um quadro (vd www.ft.com) em que se listam um conjunto de títulos do tesouro de vários países e as respectivas datas de amortização e taxas de juro implícitas nos respectivos cupões.

Por ele se pode confirmar que há vários casos em que esta taxa é superior à dos títulos norte-americanos, assegurando um maior retorno ao investimento.

Isto significa que mesmo no quadro legal actual da Lei do Fundo Petrolífero há margem de manobra da política de investimentos que há que explorar para melhorar a rentabilidade dos fundos investidos.

Comparem-se, por exemplo, as taxas de cupão de dois investimentos, um nos Estados Unidos e outro na Austrália, que têm uma data de amortização próxima uma da outra. É o caso dos títulos a vencer em Setembro de 2009 na Austrália e em Novembro do mesmo ano nos Estados Unidos. O primeiro tem uma taxa de cupão de 7,5% e o segundo de apenas 3,13%. Se o investimento for feito no primeiro título o retorno será muito maior que se ele for no primeiro.

Note-se, porém, que porque ambos são feitos em moedas diferentes --- o dólar australiano no primeiro caso e o americano (e timorense...) no segundo --- há que ter em consideração não só o diferencial de taxas de juro mas também a evolução da relação entre as duas moedas, i.e., a evolução da taxa de câmbio AUD/USD. Se esta relação se mantiver estável ou se se verificar uma valorização do AUD é evidente a vantagem em investir no título australiano --- que até tem uma classificação de risco semelhante à americana, a classificação máxima. Se se verificar uma desvalorização do AUD face ao USD é necessário comparar a taxa de desvalorização com o diferencial de taxas de juro pois neste caso este pode não compensar o primeiro.



| Curva de rendimentos (%) | | | | |
|--------------------------|---------------|---------------|-------------------|---------------|
| | Dec. 07, 2007 | Nov. 30, 2007 | Var. semanal (pb) | Dez. 29, 2006 |
| Estados Unidos | | | | |
| 3 M | 5.14 | 5.13 | 1 | 5.36 |
| 6 M | 4.93 | 4.91 | 2 | 5.37 |
| 1 A | 4.49 | 4.46 | 3 | 5.33 |
| 2 A | 3.10 | 3.00 | 11 | 4.81 |
| 5 A | 3.50 | 3.39 | 11 | 4.69 |
| 10 A | 4.11 | 3.94 | 17 | 4.70 |
| Zona Euro | | | | |
| 3 M | 4.89 | 4.81 | 8 | 3.72 |
| 6 M | 4.83 | 4.75 | 8 | 3.85 |
| 1 A | 4.77 | 4.69 | 8 | 4.02 |
| 2 A | 3.91 | 3.83 | 8 | 3.90 |
| 5 A | 3.98 | 3.91 | 6 | 3.92 |
| 10 A | 4.20 | 4.13 | 7 | 3.95 |
| Reino Unido | | | | |
| 3 M | 6.61 | 6.61 | 0 | 5.32 |
| 6 M | 6.34 | 6.34 | 0 | 5.43 |
| 1 A | 6.03 | 6.03 | -2 | 5.58 |
| 2 A | 4.49 | 4.52 | -3 | 5.21 |
| 5 A | 4.58 | 4.59 | -1 | 5.06 |
| 10 A | 4.64 | 4.64 | 0 | 4.74 |

Reino Unido a mais elevada. Quanto ao comportamento das respectivas taxas de câmbio

No quadro à esquerda figuram as taxas de juro para diferentes períodos de tempo das aplicações e para três países/zonas: Os Estados Unidos, a Zona Euro e o Reino Unido.

Tomem-se como exemplo as taxas das aplicações a um ano e verifique-se que actualmente (início de Dezembro/2007) a taxa nos Estados Unidos é a mais baixa, sendo a do

¹ In ANZ *International Economics Monthly* – October 2007 (vd www.anz.com; consultado em 20 de Dezembro de 2007)

face ao USD repare-se no gráfico acima que todas elas se valorizaram, mais o AUD e o Euro e menos a libra inglesa. Isto significa que às taxas de juro mais elevadas verificadas na Zona Euro, na Austrália e no Reino Unido há que adicionar, para determinar o rendimento global das aplicações nas respectivas moedas, o benefício acrescido resultante da valorização das mesmas face ao dólar americano.

Há, pois, que apostar desde já nas alterações de política de investimento --- da responsabilidade do Governo através do seu Ministério das Finanças e não da ABP, a quem compete apenas a gestão operacional do Fundo ---, o que não será difícil... mas só aplicável, em princípio, a 10% do total do capital do Fundo.

Dizemos acima “em princípio” porque, na realidade, há a possibilidade de, através d chamado “*hedging*”², efectuar investimentos numa moeda que não o dólar americano mas torná-los equivalentes aos investimentos em dólares.

Por outro lado, há que não esquecer que há países que emitem títulos de Tesouro não na sua moeda nacional mas em USD.

Tudo isto contribui para, na prática, efectuar uma vasta gama de investimentos mesmo sem se alterarem as actuais normas legais. É por aí que há que ir.

Note-se que os ganhos a alcançar poderão --- sublinhe-se aqui que se trata de um resultado potencial e não garantido --- eventualmente ser ainda maiores se se optar por adquirir também títulos representativos do capital de empresas, nomeadamente algumas grandes empresas. Muitas delas entram na composição dos vários índices de evolução das diversas bolsas mundiais. O quadro ao lado ilustra a evolução de algumas destas e é aqui utilizado para ilustrar os ganhos (e também as perdas...) que, em média, obtiveram os

| FTSE GLOBAL EQUITY INDEX SERIES | | | | | | | | |
|---------------------------------|--------|---------|------|------|-------|---------|-------|-------|
| Dec 19 | No of | US \$ | Day | Mth | YTD | Total | YTD | Gross |
| Countries | stocks | index | % | % | % | retn | % | Div |
| | | | | | | | | Yield |
| Argentina All Cap Index | 15 | 1139.90 | 0.1 | -5.7 | -3.8 | 1200.60 | -2.4 | 1.6 |
| Australia All Cap Index | 250 | 649.97 | -0.4 | -7.9 | 19.8 | 790.29 | 24.0 | 3.7 |
| Austria All Cap Index | 33 | 830.24 | -0.8 | 0.4 | -3.7 | 903.66 | -2.0 | -2.0 |
| Belgium All Cap Index | 51 | 515.62 | -0.8 | -0.9 | -4.2 | 615.62 | -1.2 | 3.8 |
| Brazil All Cap Index | 100 | 1944.66 | 1.9 | -1.5 | 66.0 | 2418.12 | 70.4 | 2.6 |
| Canada All Cap Index | 229 | 677.04 | 1.1 | -1.6 | 21.7 | 737.53 | 23.6 | 1.8 |
| Chile All Cap Index | 31 | 736.70 | 0.5 | -4.8 | 15.4 | 831.77 | 17.8 | 2.3 |
| China All Cap Index | 163 | 1238.03 | 1.3 | -5.1 | 58.5 | 1402.82 | 60.9 | 1.2 |
| Colombia All Cap Index | 11 | 1925.64 | 0.6 | -2.7 | 9.4 | 2314.47 | 11.9 | 2.4 |
| Czech Republic All Cap In | 7 | 1717.15 | -1.3 | 2.0 | 49.7 | 2147.44 | 54.6 | 2.9 |
| Denmark All Cap Index | 43 | 749.43 | 0.1 | -0.7 | 14.3 | 833.41 | 16.0 | 1.5 |
| Egypt All Cap Index | 24 | 2553.83 | - | 3.3 | 37.7 | 2958.64 | 41.2 | 2.2 |
| Finland All Cap Index | 45 | 496.54 | 0.3 | -4.8 | 32.3 | 578.40 | 36.4 | 2.8 |
| France All Cap Index | 175 | 513.10 | -0.4 | -0.9 | 7.8 | 583.17 | 10.7 | 2.9 |
| Germany All Cap Index | 151 | 672.99 | -0.3 | 1.8 | 26.0 | 756.87 | 29.1 | 2.3 |
| Greece All Cap Index | 56 | 824.31 | - | -1.2 | 23.6 | 957.50 | 27.0 | 2.6 |
| Hong Kong All Cap Index | 217 | 688.30 | 1.7 | -0.5 | 42.1 | 798.34 | 45.4 | 1.9 |
| Hungary All Cap Index | 6 | 809.94 | -1.5 | -4.1 | 8.5 | 898.98 | 11.4 | 2.8 |
| India All Cap Index | 213 | 1524.04 | -0.1 | -0.6 | 72.2 | 1667.08 | 74.0 | 0.8 |
| Indonesia All Cap Index | 39 | 1301.42 | 0.4 | 2.0 | 48.1 | 1558.26 | 52.0 | -2.1 |
| Ireland All Cap Index | 27 | 453.31 | -0.2 | -0.8 | -22.9 | 513.98 | -21.1 | 3.1 |
| Israel All Cap Index | 65 | 581.23 | 0.5 | -0.2 | 31.9 | 659.73 | 36.3 | 3.6 |
| Italy All Cap Index | 145 | 456.66 | -0.9 | -1.6 | -0.5 | 546.89 | 3.3 | 4.4 |
| Japan All Cap Index | 1323 | 369.97 | -1.0 | -2.7 | -8.9 | 391.11 | -7.8 | 1.4 |

www.ftse.com. © FTSE International Limited 2007. All rights reserved.

investimentos feitos nas empresas que constam desses índices.

Através da consulta das duas últimas colunas do quadro ao lado³, pode constatar-se que em muitos casos há taxas de valorização dos títulos muito significativas (por exemplo no Brasil e na China) mas há também casos (Ex: Irlanda, Japão) em que as bolsas perderam valor desde o início de 2007 até ao presente. Porém, se consultarmos a última coluna, do rendimento distribuído face à cotação das acções, verifica-se que ele não é, muitas vezes, muito diferente do de muitos títulos do

² “É um instrumento que visa proteger operações financeiras do risco de grandes variações de preço em um determinado ativo.

Em Finanças, uma estratégia de “hedging” consiste em realizar um determinado investimento com o objectivo específico de reduzir ou eliminar o risco de outro investimento ou transação.

Um exemplo é o caso de uma empresa que tem de pagar uma factura em moeda estrangeira no prazo de 60 dias. Se comprar hoje, num mercado de futuros, um montante dessa moeda equivalente ao valor da factura, consegue isolar-se do risco de ocorrerem alterações da taxa de câmbio que tornem a transação mais cara na sua moeda. A estratégia de “hedging” pode ser concebida de forma a limitar apenas parcialmente o risco cambial ou, através da utilização de opções, dando ao investidor a hipótese de ganhar no caso de a flutuação ser a seu favor.” In <http://pt.wikipedia.org/wiki/Hedge>

³ YTD – Year to date : variação (%) da cotação do título desde o início do ano de 2007 até ao presente (20/Dez/2007); Gross Div Yield – Gross Dividend Yield: dividendo distribuído por cada acção (antes dos impostos) em % da cotação da mesma (share price)

Tesouro. No entanto, o risco que se corre ao investir nelas é muito maior, em geral, que o que se corre ao investir em títulos do Tesouro de vários países.

Parece, pois, que o investimento em acções é especialmente aconselhável para os investidores que, designadamente por não estarem preocupados em deterem uma posição mais ou menos permanente no capital social de uma empresa para exercerem um controlo sobre ela, estão disponíveis para realizarem os seus ganhos essencialmente através da compra e venda de acções e não através dos dividendos que elas distribuem. Naturalmente que isto exige uma capacidade de gestão da carteira de títulos maior do que a da gestão de uma carteira de títulos do Tesouro em que se espera apenas pela recepção pontual dos juros/cupões ou do valor facial na data da amortização --- como tem sido o caso, até agora, do Fundo Petrolífero de Timor Leste.

Um fundo financeiro como o Fundo Petrolífero poderá, com vantagens, utilizar parte do seu capital para investir em títulos de rendimento variável (como as acções) em que o potencial de ganhos a médio-prazo é, normalmente e por via da valorização das cotações na bolsa, mais elevado do que o obtido a partir dos títulos de renda fixa como os do Tesouro (mais sobre este tema mais adiante).

Esta orientação de uma maior maleabilização dos investimentos parece ser a que vai ser adoptada pelo Governo quanto à gestão do Fundo Petrolífero. Foi esse, pelo menos, o sentido do discurso sobre o assunto que o Primeiro-Ministro fez no Parlamento Nacional em 18/Dez/07:

“Tem sido importante para Timor-Leste aumentar gradualmente a sua capacidade interna para poder estabelecer uma gestão sólida e sustentável do Fundo Petrolífero. Até aqui esta estratégia tem sido bem sucedida. Contudo, o valor do Fundo Petrolífero está a aumentar gradualmente, havendo potencial para um maior aumento no retorno dos investimentos. Assim sendo, estamos a considerar a actual estratégia de investimento e a gestão do Fundo com vista a explorar ao máximo as possibilidades dentro da Lei do Fundo Petrolífero, no sentido de maximizar o valor total das receitas provenientes do sector petrolífero.”

Recorde-se aqui que esta revisão da estratégia de investimentos tem um limite: o da própria Lei do Fundo. Esta é rígida em relação ao tipo de investimentos a efectuar com 90% dos recursos do FP --- a não ser que se decida utilizar o recurso ao *hedging* --- e deixa margem de manobra mais alargada apenas em relação a 10% do capital. As alterações de estratégia de investimento no curto prazo --- até à revisão da Lei em 2010 --- irão reflectir-se apenas nestes 10%, correspondentes actualmente (fim de 2007) a uns meros 200 milhões USD. Como o próprio Primeiro-Ministro reconhece,

“este Governo reconhece que o Fundo tem sido gerido de forma prudente, responsável e transparente, de acordo com o previsto na Lei, e congratula-se por saber que este ficou em 3º lugar, como um dos melhores a nível mundial⁴. Este Governo está consciente que o Fundo Petrolífero deverá contribuir para uma gestão sensata dos recursos petrolíferos para benefício da geração actual e das gerações vindouras mas também acredita ser possível uma gestão ainda mais eficaz. (...)

De acordo com o N.º 3 do Artigo 14.º da Lei do Fundo Petrolífero, os instrumentos considerados como instrumentos qualificados na Lei serão revistos pelo Governo e aprovados pelo Parlamento no final dos primeiros 5 anos da existência do Fundo Petrolífero, tendo atenção à dimensão do Fundo Petrolífero e ao nível de capacidade institucional. O Governo irá dar início a este processo de revisão no ano de 2008.

Portanto, senhoras e senhores deputados, não vamos fazer do Fundo do Petróleo uma bandeira política.”

⁴ Mais sobre o assunto adiante

Voltando à primeira citação é bom recordar que a referida “[maximização] das receitas provenientes do sector petrolífero” podem advir de três fontes principais sujeitas a níveis diferentes de controlo pelas autoridades timorenses: as variações dos preços internacionais do petróleo bruto e do gás natural, a variação da carga fiscal imposta por Timor Leste sobre a actividade das empresas petrolíferas e a variação dos rendimentos (juros, cupões e outros) dos investimentos do próprio Fundo Petrolífero.

Os preços internacionais do petróleo e sua variações não são determinadas pelo governo, sendo Timor Leste um mero *price taker* neste domínio. Quanto à variação da carga fiscal, não sendo impossível é difícil porque ligada aos contratos de exploração assiadados com as empresas extractivas.

Fica apenas a variação dos rendimentos, em que a margem de manobra do governo timorense é um pouco maior mas não excepcionalmente ampla. De facto, se há países em que a remuneração dos capitais (nomeadamente títulos do Tesouro) é mais elevada que noutros, a verdade é que há que ter em consideração as tendências mundiais da evolução das taxas de câmbio e das taxas de juro. E, claro e pelo menos até à revisão da Lei do Fundo, as condicionantes que esta impõe e que já foram referidas acima.

Daí que possam surgir algumas dúvidas sobre a possibilidade de aumentar significativamente, a curto prazo, “as receitas provenientes do sector petrolífero”.

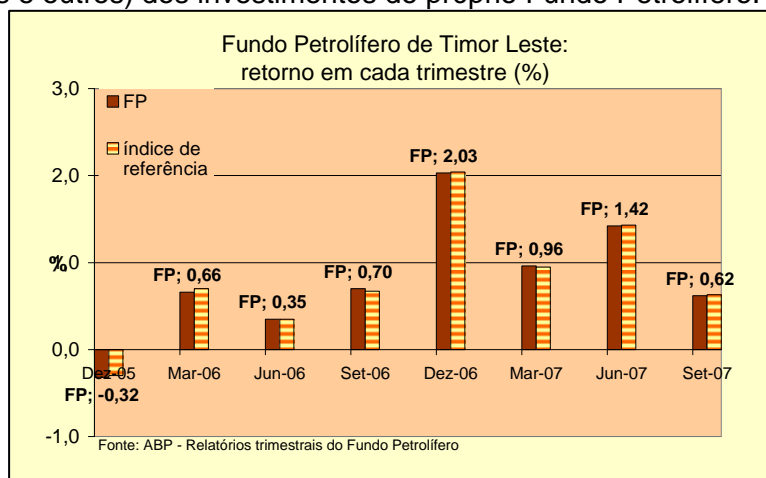
A eventualidade de transferir para outros que não a ABP a responsabilidade da gestão de montantes significativos dos recursos do FP deve ser vista à luz do “saldo” da tomada em consideração de vários factores. De entre estes destacamos, a título de exemplo, os acréscimos de capacidade de gestão da própria ABP no processo de “learning by doing”, a efectiva melhoria de rentabilidade dos capitais com a mudança de gestores --- e aqui o que há a comparar é a rentabilidade em igualdade de circunstâncias, i.e., com a mesma política de investimentos e não entre a gestão da ABP submetida a determinadas regras e a gestão por outros com novas regras, mais maleáveis... ---, o custo da gestão por cada um dos potenciais gestores, etc.

Tudo somado, não cremos que se ganhe significativamente com a mudança de gestão operacional do Fundo Petrolífero enquanto não se alterarem as regras constantes da Lei do mesmo e a estratégia de investimentos a prosseguir.

2 - Estratégia de investimento do Fundo Petrolífero:

algumas pistas para o futuro a partir das experiências da Nova Zelândia e da Noruega

Não cabe num texto como este fazer referências aprofundadas sobre a estratégia de investimentos que deve ser adoptada pelo Fundo Petrolífero. Na verdade, não se pode dizer que existe, entre os fundos similares (*sovereign funds*) um padrão de opções que permita estabelecer uma “teoria” sobre qual a melhor estratégia de gestão dos investimentos e qual, em consequência, deverá ser a estrutura dos mesmos.

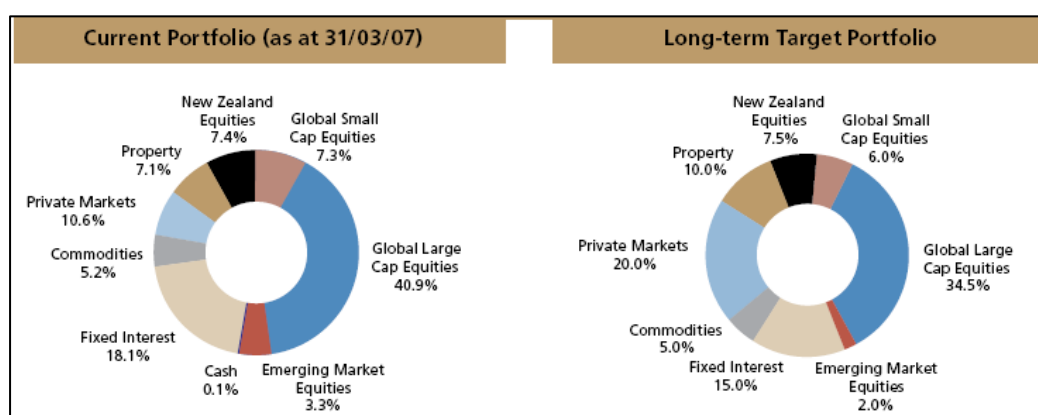


Em estudo⁵ recentemente publicado (Outubro/2007) um investigador do *Peterson Institute for International Economics*, de Washington-DC/EUA, classificou vários dos “Fundos Soberanos” segundo vários critérios, o mais importante dos quais foi o da transparência e “accountability”, que reúne praticamente metade do máximo de pontos possíveis. Os aspectos relacionados com a gestão e seus resultados são marginais na classificação; na prática nem são considerados.

A nossa abordagem do tema aqui vai ser feita através da apresentação dos principais elementos sobre a gestão dos dois Fundos que na classificação do autor surgem em primeiro lugar, a que segue, em terceiro lugar na classificação referida o Fundo Petrolífero de Timor Leste, mencionado pelo Primeiro-Ministro na sua alocução ao Parlamento Nacional transcrita acima.

| | | Structure | Governance | Transparency & Accountability | Behavior | Total |
|--------------------------|-------------------------------------|-----------|------------|-------------------------------|----------|-------|
| New Zealand | Superannuation Fund | 8.00 | 4.00 | 12.00 | 0.00 | 24.00 |
| Norway | Government Pension Fund – Global | 7.50 | 4.00 | 10.50 | 1.00 | 23.00 |
| Timor-Leste | Petroleum Fund | 8.00 | 2.00 | 11.75 | 0.00 | 21.75 |
| Canada | Alberta Heritage Savings Trust Fund | 7.50 | 3.00 | 9.00 | 0.00 | 19.50 |
| Total Possible Points | | 8.00 | 4.00 | 12.00 | 1.00 | 25.00 |
| Average Number of Points | | 4.80 | 1.42 | 4.02 | 0.03 | 10.27 |

Veja-se, para o caso do *Superannuation Fund* da Nova Zelândia⁶, a actual estrutura dos activos e a que se entende como devendo ser a meta para a estrutura de longo prazo.



Fonte: New Zealand Superannuation Fund *Statement of Intent for the period commencing 1 July 2007 to 30 June 2010* (<http://www.nzsuperfund.co.nz/files/Guardians%20of%20New%20Zealand%20Superannuation%20Statement%20of%20Intent%20for%20the%20period%20commencing%201%20July%202007.pdf>), pg 6; lido em 29 de Dezembro de 2007)

Com os seus (apenas) 15% dos activos (no longo prazo), este é um caso “extremo” de estratégia de investimento quanto a uma das opções fundamentais --- senão mesmo a opção-“mãe” --- a tomar: a do peso relativo dos títulos de rendimento fixo, públicos, no conjunto dos activos.

Um outro caso “extremo” é o do fundo equivalente da Noruega, onde os títulos de rendimento fixo representam a maioria dos activos (55%), embora a sua percentagem tenha

⁵ TRUMAN, Edwin *A scoreboard for Sovereign Wealth Funds*

⁶ Vd <http://www.nzsuperfund.co.nz/index.asp?pageID=2145831955>. Trata-se de um Fundo criado pelo Governo do país para fazer face, futuramente, às necessidades de financiamento das pensões a pagar aos reformados do país, tornadas cada vez mais importantes devido ao envelhecimento da população. Este é também o principal objectivo do fundo similar da Noruega, à imagem do qual foi constituído o Fundo Petrolífero de Timor Leste

vindo a diminuir a favor dos títulos de rendimento variável, que permitem uma taxa de retorno mais elevada --- ainda que à custa de um maior risco do investimento.

Variação do valor de Mercado do Fundo de Pensões da Noruega em várias datas em milhões de NOK (coroas norueguesas)

| | acções | rendimento fixo | Total |
|-------------------------|----------------------|------------------------|------------------|
| 30 Setembro 2006 | 687 887 (40%) | 1 024 385 (60%) | 1 712 272 |
| 31 Dezembro 2006 | 725 922 | 1 057 761 | 1 783 683 |
| 31 Março 2007 | 752 636 | 1 123 561 | 1 876 197 |
| 30 Junho 2007 | 819 466 | 1 120 018 | 1 939 484 |
| 30 Setembro 2007 | 878 143 (45%) | 1 054 135 (55%) | 1 932 278 |

Fonte: http://www.norges-bank.no/Pages/Article_42084.aspx

Notem-se, para além da referida acima, outras características do Fundo da Nova Zelândia e que são outros tantos pontos de debate na gestão dos fundos:

- a) a estratégia de investimento delineada e que se reflectirá, a prazo, na estrutura de activos identificada acima foi a terceira e sucede a outras duas definidas em 2003 e em 2005. Isto é, os responsáveis pela gestão do Fundo têm vindo a (re-)definir a sua estratégia de dois em dois anos; compare-se com a definição dos principais parâmetros de investimento do Fundo Petrolífero que foram definidos na Lei (em 2005) e que só poderão ser revistos passados os primeiros cinco anos --- não havendo, estranhamente (mas felizmente...) definição de prazos daí em diante;

| Target SAA weights | | |
|---|------------------------------|---------------|
| Asset Class | SAA Weights (before proxies) | Ranges |
| Equity | | |
| Global Large Cap | 32.0% | |
| Global Small Cap | 5.5% | |
| Emerging Market | 3.0% | |
| New Zealand | 7.5% | |
| Total Equity | 48.0% | |
| Property | 10.0% | |
| Private Markets | | |
| - Private Equity | 5.0% | 0-10% |
| - Infrastructure | 5.0% | 0-15% |
| - Other Private Markets | 5.0% | 0-10% |
| - Timber | 5.0% | 0-10% |
| Total Private Markets | 20.0% | 10-30% |
| Commodities | 5.0% | |
| Fixed Interest | 17.0% | |
| Total Portfolio | 100.0% | |
| Net Unhedged Foreign Currency Exposure | 17.5% | |

Fonte: NZSF Strategic Asset Allocation Review, December 2007

- b) O grosso dos investimentos é efectuado em acções de empresas (mais de 3000 diferentes, com as mais diversas dimensões) numa grande variedade de países do mundo (desde Portugal à Suíça, do Brasil à Argentina, da Austrália à Áustria, da Bélgica às Bermudas, da China à Indonésia, etc, etc, etc.), tudo numa diversidade de moedas e com o objectivo de dispersar o risco, diminuindo-o;
- c) é admitida a possibilidade de investir em activos (acções de empresas) nacionais (da Nova Zelândia) mas numa proporção limitada dos activos totais (7,5%; 840

dos 7230 mil milhões NZD de investimentos em acções; os investimentos nos Estados Unidos representam cerca de um terço do total)

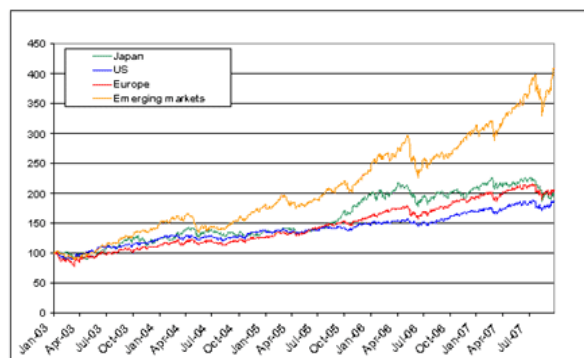
- d) (tal como na maior parte dos casos de Fundos) os depósitos (*cash*) são uma ínfima parte dos activos, mal merendo a designação de “investimentos”;

| Retorno do Fundo da Nova Zelândia (actualizado em 31 de Outubro de 2007) | | | | |
|---|----------|--------------------------|-----------|---|
| | Retorno* | Retorno livre de risco** | (2) – (3) | Valor global do Fundo (milhões NZD) *** |
| (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| 2005/2006 | 19,20% | 6,77% | 12,43% | 10.108,7 |
| 2006/2007 | 14,58% | 7,21% | 7,37% | 13.149,5 |
| Julho 2007 | -1,18% | 0,65% | -1,83% | 13.126,7 |
| Agosto 2007 | 0,54% | 0,65% | -0,11% | 13.328,0 |
| Setembro 2007 | 1,36% | 0,59% | 0,77% | 13.676,2 |
| Outubro 2007 | 2,09% | 0,60% | 1,49% | 14.008,1 |
| Desde o início (taxas anualizadas) | 14,3% | 6,6% | 7,7% | 14.008,1 |

*Após taxas mas antes de impostos.
 ** 'yield' dos 'Treasury bills' a 90 dias
 *** em dólares da Nova Zelândia e incluindo o rendimento líquido dos investimentos mas excluindo provisões para impostos

- e) É admitida a aquisição de propriedades (edifícios, terrenos) numa percentagem de 10%;

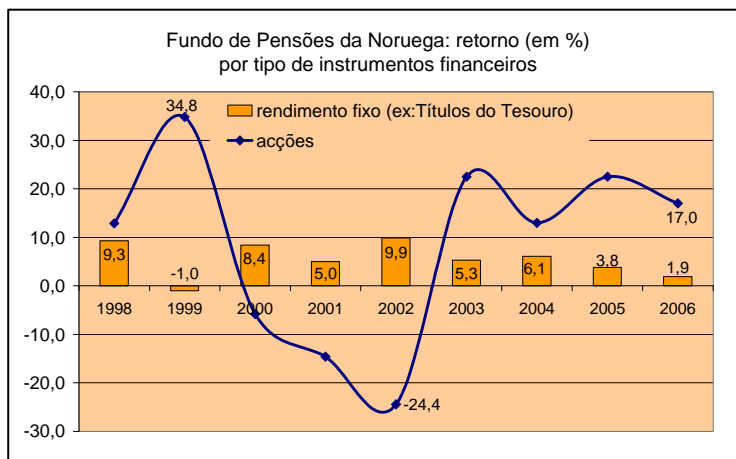
- f) Ainda que de uma forma muito limitada é possível adquirir acções de empresas dos chamados “mercados emergentes”, em que o risco é maior mas em que as taxas de retorno são, frequentemente e em boa parte por causa deste mesmo maior risco, muito mais altas que nos países desenvolvidos (vd gráfico acima, em que se retrata a evolução dos preços das acções em 4 grupos de países);



- g) Como se pode verificar pelo quadro abaixo, a gestão do Fundo beneficiou significativamente da política de investimentos definida já que conseguiu obter uma taxa de retorno destes que mais que duplicou a que obteria se tivesse prosseguido uma política “livre de riscos”, exemplificada esta pela compra apenas de “bills” do Tesouro a 90 dias ⁷.

A conclusão tirada da análise do Fundo da Nova Zelândia quanto ao maior retorno dos investimentos em acções é, naturalmente, confirmada pelo gráfico abaixo relativo ao Fundo de Pensões da Noruega.

Os números ilustram bem uma das características dos investimentos nos dois tipos de activos (de rendimento fixo --- as obrigações



⁷ A título de ilustração, compare-se o retorno dos meses de Julho a Agosto deste fundo com o que se encontra declarado no relatório trimestral de Setembro/2007 do Fundo Petrolífero de Timor Leste: “A carteira do Fundo Petrolífero rendeu no período 2,68%, equivalente a um rendimento anual de 11,51%; o índice tomado como referência teve um rendimento no período de 2,66%.” Veja também a nota seguinte

representativas de empréstimos aos Estados (títulos do Tesouro) ou a grandes empresas --- e de rendimento variável --- as acções representativas do capital de grandes e médias empresas): a muito maior instabilidade dos segundos comparativamente com os primeiros e a possibilidade, mais provável naqueles que nestes, de o retorno ser negativo.

É esta característica que, como referimos, justifica em parte que os rendimentos das acções sejam usualmente superiores.

É ela também que faz com que o investimento nelas sejam mais “aconselhável” para quem deseja maximizar o rendimento de um stock de capital mais elevado e que os rendimentos fixos sejam usualmente aconselhável a quem prefere garantir um rendimento sem grandes oscilações a partir de um stock de capital que poderá ser mais pequeno e, por isso (?). A opção por uma forma ou outra de investimento depende, pois, do perfil do investidor, incluindo-se neste factores como a sua predisposição a correr riscos, o montante disponível para investir, se pretende assegurar uma base de rendimento relativamente constante a que poderá adicionar uma componente variável, etc.

Vale a pena salientar que, tendo sido criado em 1990 como forma de aplicar as crescentes receitas petrolíferas do país, o Fundo da Noruega só 8 anos após a sua criação iniciou a aplicação de parte do seu capital em títulos de rendimento variável e com maior risco, as acções. Nesse ano o capital do Fundo era de 172 mil milhões de coroas norueguesas, equivalentes então a 22,8 mil milhões USD --- i.e., onze vezes mais que o actual capital do FP. Este valor era substancialmente superior aos 113 (cerca de 16 mil milhões USD) e aos 46 (7,1 mil milhões USD) de 1997 e de 1996.

| Fundo de Pensões da Noruega: limites de risco e respectiva exposição definidas pelos regulamentos e orientações recebidas do Ministério das Finanças | | | | |
|---|---|---|--------------|--------------|
| | Risco | Limites | Efectivo | |
| | | | 30.09.06 | 30.09.07 |
| § 5 | Risco de mercado | Erro máximo: 1,5 pontos percentuais | 0,33 | 0,48 |
| § 4 | Proporção de activos | Rendimento fixo: 30-70% Acções: 30-70% | 59,8 40,2 | 54,6 45,4 |
| § 4 | Distribuição por países/mercados, acções | Europa 40-60% | 49,1 | 50,1 |
| | | Américas e África: 25-45% | 35,5 | 34,4 |
| | | Ásia e Oceania: 5-25% | 15,4 | 15,5 |
| § 4 | Distribuição por moedas; rendimento fixo (ex: “Títulos de Tesouro”) | Europa 50-70% | 59,8 | 59,8 |
| | | Américas e África: 25-45% | 34,7 | 34,7 |
| | | Ásia e Oceania: 0-15% | 5,5 | 5,5 |
| | | EUR | | 50,9 |
| | GBP | | 14,9 | |
| | USD | | 34,2 | |
| § 6 | Limite de propriedade de uma mesma empresa | Máximo: 5% | 4,50 | 5,00 |
| Fonte: NBIM Quarterly Performance Report – Third Quarter 2007 (in http://www.norges-bank.no/Pages/ReportRoot_65330.aspx#pension lido em 1/12008) | | | | |

Fundo de Pensões da Noruega: os seus investimentos

(os países e moedas que fazem parte da *benchmark* do Fundo estão em *itálico*):

Acções:

Europa: *Áustria, Bélgica, Chipre, República Checa, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Hungria, Islândia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda, Polónia, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça, Turquia e Reino Unido*

Americas: *Brasil, Canadá, Chile, México e Estados Unidos*

Ásia e Oceania: *Austrália, China, Coreia do Sul, Hong Kong, Índia, Indonésia, Israel, Japão, Malásia, Nova Zelândia, Filipinas, Singapura, Taiwan e Tailândia*

África: *África do Sul.*

Títulos de rendimento fixo (nomeadamente Títulos do Tesouro) emitidos em moedas dos seguintes países:

Europa: *Áustria, Bélgica, Chipre, República Checa, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Hungria, Islândia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda, Polónia, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça, e Reino Unido*

Américas: *Canadá, México e Estados Unidos*

Ásia and Oceania: *Austrália, Hong Kong, Japão, Nova Zelândia, Singapura e Coreia do Sul*

África: *África do Sul.*

Em resultado da maior rentabilidade do capital investido em acções e embora ele representasse no final de 2006 cerca de 40% do total investido, o rendimento acumulado proporcionado por estes instrumentos financeiros desde 1 de Janeiro de 1998 rendimento acumulado desde 1998 corresponde a cerca de 66% do total.

Devido ao aumento significativo do montante disponível e com a intenção de reduzir o risco de exposição a poucos países o número destes em que o Fundo poderia adquirir títulos foi então (1998) alargado de 10 para 21. O número de empresas em que o Fundo detém parte do capital ronda os 2000 --- 3000 no caso da Nova Zelândia ---, sendo na maior parte dos casos a gestão da carteira de acções efectuada por gestores externos ao banco central da Noruega, o gestor principal do Fundo de Pensões.

Conclusão

Tal como indica as características da série de textos do CEa em que é publicado --- a dos seus *Brief Papers* --- este documento deve ser entendido como correspondendo a uma fase (pouco mais que) inicial de investigação sobre o tema que nos propusemos estudar.

Por isso as suas conclusões --- se é que podemos falar de verdadeiras conclusões ou, até, lições --- são meramente provisórias e sujeitas a alguma modificação em resultado da continuação da investigação que vimos fazendo sobre o tema.

Por isso e tanto ou mais que noutras circunstâncias faz sentido um apelo para que o leitor nos comunique as suas opiniões sobre o que fica escrito, incluindo eventuais incorrecções na abordagem do tema.