

# *Autoridade Bancária e de Pagamentos de Timor-Leste*

## *Banking and Payments Authority of Timor-Leste*

Av.º Bispo Medeiros, PO Box 59, Dili, Timor-Leste  
Tel. Nº (670) 3 313 718, Fax. Nº (670) 3 313 716

*Briefing Paper N.º 2007/1*

### VALORAÇÃO E RELATO FINANCEIRO DO INVESTIMENTO EM TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA [BONDS]

#### *Introdução*

A Autoridade Bancária e de Pagamentos tomou conhecimento da existência de discussões recentes nos *media* do nosso país sobre as alegadas “perdas” registadas pelo Fundo Petrolífero. Um dos títulos da imprensa dizia mesmo que “O Fundo Petrolífero perde USD 5,8 milhões USD num ano”.

Até à presente data o Fundo Petrolífero tem sido investido exclusivamente em títulos do Tesouro dos Estados Unidos [*US Government Bonds*] que pagam uma taxa de juro fixa. O senso comum sugere que este tipo de investimentos não deve fazer perder dinheiro. Assim, se tais “perdas” ocorrerem de facto, qual a sua natureza?

A ABP deseja também, com este texto, abordar a concepção errada de que as referidas “perdas” resultaram de deficiências de gestão quer elas tenham origem na própria ABP, no Ministério do Plano e Finanças, no Comité de Aconselhamento dos Investimentos ou em erro do próprio Acordo de Gestão Operacional.

Este texto descreve os factores que contribuem para o desempenho financeiro de um fundo de investimentos em títulos de dívida pública [*bonds*], como é medido o rendimento de um tal tipo de fundos e porque é medido assim.

O texto assume-se como introdutório ao tema e discute apenas princípios gerais. Não deve, pois, ser considerado como um texto de carácter técnico para especialistas em mercados de títulos de dívida pública,

#### *Componentes do rendimento de um mercado de Títulos de dívida pública*

Tal como a generalidade dos instrumentos dos mercados financeiros, os preços dos títulos mudam de valor de dia para dia de acordo com as taxas de juro do

mercado e outros factores. Os preços dos títulos trocados no mercado num dia em particular são relatados pela imprensa financeira internacional.

Quando o fundo petrolífero compra um título tem de pagar o preço de mercado desse título no dia em que a compra se efectua. O seu rendimento futuro é a soma de duas componentes.

Uma delas é o juro --- pago em cada semestre --- que o Fundo Petrolífero recebe do Governo dos Estados Unidos pelo facto de deter o título. É determinada pela chamada "taxa de cupão".

A outra é o prémio ou o desconto a que o título é comprado. O prémio ou o desconto é a diferença entre o valor nominal do título e o preço de mercado a que o título foi comprado.

O preço de um título depende das taxas de juro de mercado e das características do título, incluindo a taxa de cupão do título, a data de maturidade e a qualidade do seu emitente; estas informações são utilizadas numa fórmula matemática que permite determinar o preço de mercado.

O rendimento total do título (*yield*) é calculado somando as duas componentes acima. O rendimento é sempre positivo pois caso contrário o Fundo Petrolífero não investiria no título.

#### Padrões Internacionais de Contabilização (*International Accounting Standards*)

O Fundo Petrolífero é obrigado por lei a medir o seu rendimento de acordo com padrões internacionais de contabilização. Será que estes permitem que o Fundo meça o seu rendimento medindo apenas o seu *yield* tal como descrito acima? Não! Tais padrões exigem que o valor da carteira de títulos (o *portfolio*) deve reflectir igualmente os preços de mercado na data em que é feito o balanço, sendo qualquer ganho ou perda relativamente ao preço de compra original relatado com um ajustamento do prémio ou do desconto descritos acima.

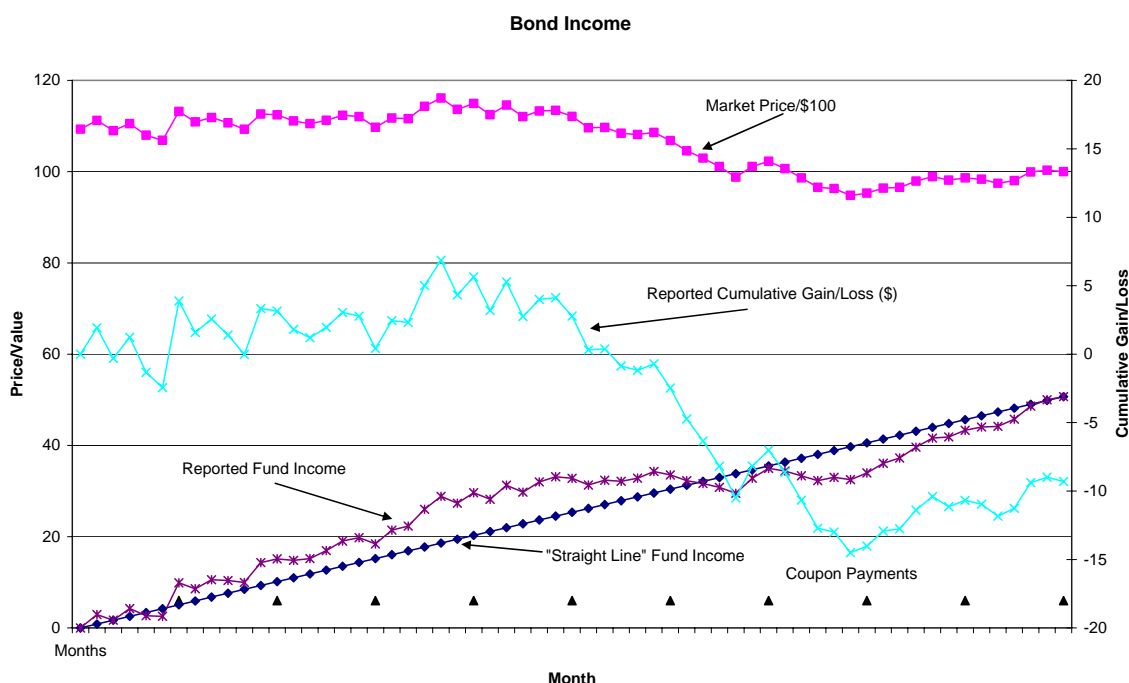
Isto significa que o balanço do Fundo Petrolífero mostra a carteira de títulos ao seu valor de mercado e não ao seu preço de custo nem ao preço dos títulos na data da sua maturidade ou outro preço qualquer. O valor do *portfolio* no balanço é o valor dos títulos como se eles fossem vendidos na data de fecho do balanço. Evidentemente, o Fundo Petrolífero não tem a mínima intenção de vender títulos em que tenha feito investimento nas datas em que elabora os seus relatórios, antes mantendo-os em seu poder até à data da maturidade --- i.e., à data em que serão pagos, ao seu valor facial, pelo Governo dos EUA --- com a garantia de rendimento positivo referida acima.

O valor total dos ganhos e perdas de mercado intermédios ao longo da vida dos títulos acabarão, por isso, por se anularem mutuamente ao longo do tempo de modo a que uma aparente perda num período (de USD 5,8 milhões no caso do

título da imprensa mencionado acima) acabará por resultar em ganhos compensatórios a reportar em trimestres subsequentes.

### Dois exemplos ilustrativos

Num primeiro caso, suponha-se que o Fundo Petrolífero compra um título com a duração de 5 anos, com um valor facial de USD 100,00 e que paga uma taxa de juro de 12% ao ano. Porque a taxa de juro de mercado é mais baixa que a taxa de juro do título (12%), por exemplo 9,7%, o preço do título será maior do que o seu valor facial; neste caso será de USD 109,00. O Fundo mantém o título em seu poder até que ele seja pago pelo Governo dos Estados Unidos, ao fim de 5 anos, ao valor facial de USD 100,00, valor que o Fundo receberá então. Entretanto, o Fundo vai recebendo em cada ano USD 12,00 de juros (o valor do “cupão”).



As seguintes notas ajudam a explicar o gráfico anterior:

O **preço de mercado** à data da compra é de USD 109,00 e vai evoluir posteriormente de acordo com as condições de mercado. Seja o que for que venha a acontecer entretanto, o preço do título acabará por, no final da sua vida, fixar-se nos USD 100,00 já que este é o seu valor facial, o que irá ser pago pelo Governo americano na data de vencimento, a da sua maturidade. Isto significa que durante a vida do título o Fundo precisa de contabilizar os USD 9,00 do “prémio” (i.e, de valor acima do facial) pago como um “rendimento negativo”. Os USD 9,00 não são uma perda de transacção nem uma indicação da má gestão do Fundo

mas apenas um reflexo do facto de aquele preciso título estar a pagar uma taxa de juro (12%) mais alta que a de mercado (9,7%) na data da compra.

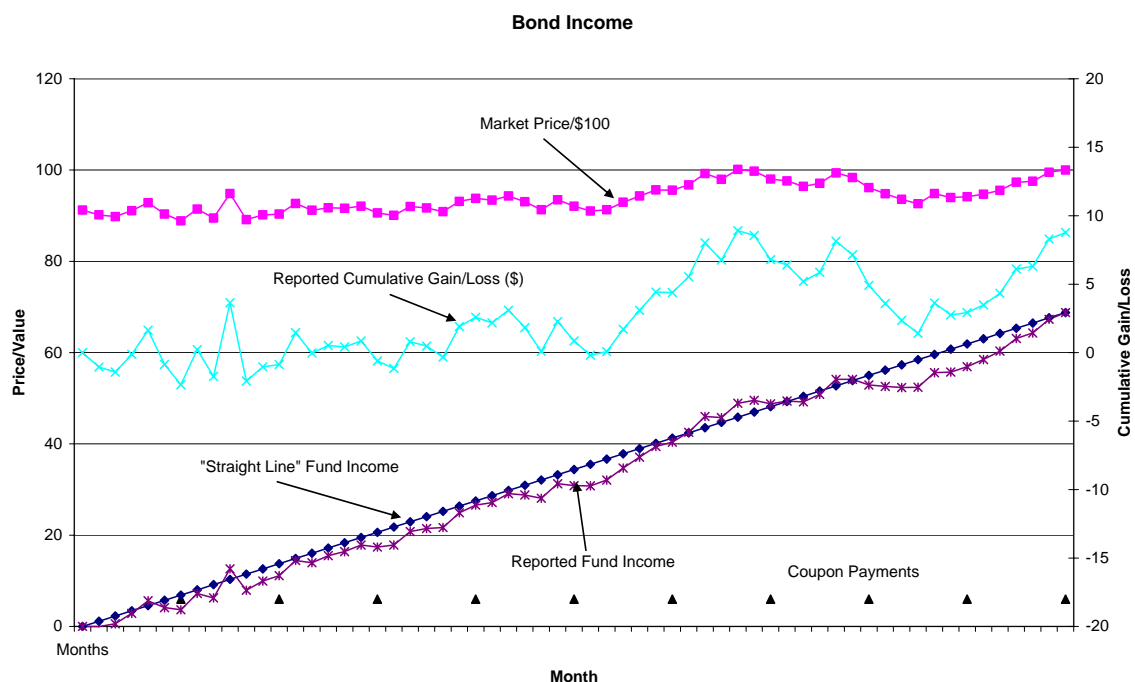
Os **pagamentos de cupão** são os pagamentos de juros --- normalmente efectuados de seis em seis meses apesar de a taxa de juro ser anual --- pagos ao Fundo pelo emissor do título (o Tesouro dos Estados Unidos por conta do Governo daquele país). Neste exemplo o total de pagamentos de cupão recebidos ao longo dos 5 anos são USD 60,00 (12% de USD 100,00 --- USD 12,00/ano --- ao longo de cinco anos).

A **“linha recta” do rendimento do Fundo** é o rendimento acumulado deste, incluindo os pagamentos de cupão (numa base mensal) e descontada a parte acumulada dos USD 9,00 de prémio pago e que são distribuídos igualmente ao longo da vida do título. O valor da linha recta do rendimento é sempre positivo e na data da maturidade o rendimento acumulado (USD 54,00) é igual à soma dos pagamentos de cupão recebidos (USD 60,00) menos o prémio pago aquando do investimento original, quando o título foi comprado (USD 9,00). O rendimento de USD 54,00 recebido pelo investimento original de USD 109,00 (que corresponde a uma taxa de juro de 9,9%/ano) é chamado *“retorno” (yield)*. A *“linha recta”* do rendimento do Fundo é a medida teórica do rendimento se as taxas de juro subsequentes de mercado forem ignoradas e reflecte o *“verdadeiro”* rendimento do Fundo ao longo de períodos longos de tempo.

Os **ganhos/perdas acumuladas reportados** (medidos no eixo direito) mostram a alteração no preço de mercado ao longo da vida do título. É zero na data de compra e na data da maturidade do título é igual ao valor original do prémio/desconto (USD -9,00) porque o título é pago nesta data ao seu valor facial de USD 100,00 e o prémio de mercado (USD 9,00) desapareceu (foi amortizado, em linguagem técnica) ao longo do período de vida do título. O ganho/perda pode modificar-se consideravelmente de acordo com a evolução das condições do mercado enquanto o título estiver na posse do Fundo.

O **rendimento reportado do Fundo** é o rendimento do Fundo tal como reportado de acordo com as regras das *International Accounting Standards*. Estas regras exigem que o Fundo tome em consideração os ganhos/perdas. Apesar de algumas subidas e descidas durante a vida útil do título, o rendimento acumulado reportado na data de maturidade do título (USD 54,00) será exactamente igual ao rendimento acumulado da *“linha recta”*. Assim sendo, ao longo do tempo de vida do título os *“ganhos”* e *“perdas”* anulam-se mutuamente.

No Segundo exemplo, suponhamos que o Fundo Petrolífero compra um título a um preço inferior ao do seu valor facial.



Este gráfico mostra um cenário alternativo para uma compra, pelo Fundo, de um título que recebe também uma taxa de juro de 12% mas em que se assume que a taxa de juro não é 9,9% como no caso anterior mas sim 14,7% no momento da compra. Isto significa que o Fundo pagará apenas USD 91,00 por um título cujo valor facial são USD 100,00 porque a sua taxa de cupão é inferior à que outros investimentos estão a pagar. Em vez de pagar um prémio de USD 9,00 como no exemplo anterior, o Fundo compra o título com um desconto de USD 9,00. Neste caso, o rendimento ao longo dos cinco anos de vida do título são USD 69,00, correspondentes à soma de USD 60,00 dos cupões (como anteriormente) com o ganho de USD 9,00 correspondentes à diferença entre o preço pago pelo título (USD 91,00) e o que se vai receber (USD 100,00) na data da maturidade e que corresponde ao valor facial do título. O rendimento de USD 69,00 em cinco anos num investimento de USD 91,00 corresponde à taxa de juro de 14,7% referida acima.

Note-se, mas uma vez, que, como seria de esperar, o preço de mercado na data da maturidade é igual ao valor facial (USD 100,00), que o rendimento “da linha recta” e “reportado” são ambos de USD 69,00 ao longo da vida do título e como os ganhos reportados sobem dos zero aos USD 9,00, com significativas variações ao longo do tempo. Note-se também que o “ganho” reportado de USD 9,00 ao longo do tempo não é o reflexo de uma boa gestão mas tão simplesmente o resultado da matemática associada aos investimentos em mercados de títulos.

### ***Medição dos resultados nos mercados de títulos***

Então porque é que o Fundo Petrolífero utiliza esta forma mais complicada de medir o seu rendimento e não usa o método da linha recta, o qual é muito mais fácil de entender e que reporta uma evolução contínua do rendimento ao longo do tempo?

A resposta deve-se ao facto de, apesar de os exemplos acima possam parecer aparecer para um único título, a *accountability* para uma carteira de títulos de vários biliões USD contendo um leque variado de investimentos cada um deles com as suas próprias (e diferentes) características e atingindo a sua maturidade em momentos diferentes torna-se opaco se se adoptar tal método de reportar.

Os gestores de investimentos, incluindo a ABP-Autoridade Bancária e de Pagamentos, são responsabilizados pela qualidade da sua gestão comparando o rendimento da carteira de títulos com o rendimento recebido por outros participantes no mercado durante o mesmo período.

O Ministro e outros utilizam *benchmarks* da indústria para determinar se o retorno do Fundo Petrolífero é bom ou mau comparado com o mercado e o Fundo reporta os seus resultados financeiros de forma a que esta análise seja transparente. É esse o propósito dos relatórios trimestrais do Fundo Petrolífero. A *accountability* é medida comparando em que medida o retorno dos investimentos do Fundo Petrolífero --- incluindo variações de mercado --- se aproxima de um padrão [*benchmark*] que reflecte o rendimento médio obtido pelo conjunto dos participantes no mercado.

### ***A gestão do Fundo Petrolífero pela ABP***

Uma vista de olhos pelos relatórios trimestrais do Fundo Petrolífero mostra que a ABP tem gerido os investimentos, desde o início, de modo a reproduzir, quase exactamente, os resultados da *benchmark* do mercado escolhida pelo Ministério do Plano e das Finanças.

As agências financeiras internacionais que visitam Dili regularmente para analisarem a gestão operacional do Fundo têm comentado favoravelmente sobre os progressos obtidos até agora. Por exemplo, o Fundo Monetário Internacional escreveu: "A ABP tem conseguido, com sucesso, organizar-se de modo a assegurar a gestão do Fundo Petrolífero"; uma missão do Banco Mundial, por sua vez, refere no seu relatório que "o *portfolio* [do Fundo Petrolífero] mostrou resultados impressionantes, nomeadamente quanto a um erro zero de acompanhamento". Este refere-se à diferença --- neste caso nenhuma --- entre o rendimento do Fundo Petrolífero e a da *benchmark* definida pelo Ministério. Uma diferença zero é um resultado importante mesmo para um gestor de fundos num país desenvolvido.

Em termos práticos isto significa que a ABP conseguiu alcançar a média dos rendimentos do mercado de títulos de dívida pública durante o ano. Não tentou,

de forma alguma, obter um resultado ainda melhor (ultrapassando a rentabilidade média do mercado) nas suas operações de compra e venda porque isso resultaria em correr riscos maiores e aumentar a possibilidade de ter de fazer face a perdas de valor. Ao fazê-lo a ABP cumpriu rigorosamente o mandato acordado com o Ministério do Plano e Finanças.

### *Perspectivas de gestão de carteiras de títulos*

O mandato dado à ABP é o de alcançar um rendimento positivo no longo prazo porque o Ministro e os seus conselheiros, incluindo o Comité de Aconselhamento de Investimento, estão conscientes de que a “*straight line*” de rendimento será sempre positivo no horizonte temporal de cinco anos do actual mandato de investimento. É o retorno [*yield*] que interessa e não se a carteira de títulos foram comprados com um prémio ou com um desconto (que dão origem aos números sobre ganhos/perdas relatados nos relatórios financeiros do Fundo).

Esta perspectiva [*approach*] de gestão é conhecida como “gestão passiva”. Esta pode ser confrontada com a “gestão activa”, que implica comprar e vender títulos todos os dias para tentar tirar vantagem dos movimentos das taxas de juro de mercado. Uma estratégia activa pode produzir maiores rendimentos mas também corre o risco de provocar perdas maiores. Alguns dos investidores mais activos e mais bem sucedidos nos mercados financeiros mundiais adoptam esta estratégia mas fazê-lo exige elevados conhecimentos do funcionamento dos mercados de modo a obter uma rentabilidade superior à média destes. A gestão passiva significa que o rendimento do Fundo Petrolífero é, garandidamente, melhor que metade de todos os investidores dos mercados de títulos mas não tão bom como o da outra metade.

## **Conclusão**

As alegadas “perdas” de USD 5,8 milhões não são o resultado da actividade do comércio de títulos nem de uma falta de orientações apropriadas do Comité de Aconselhamento do Investimento. As referidas “perdas” são o reconhecimento, nos relatórios financeiros do Fundo Petrolífero, de que alguns títulos são comprados acima do seu valor facial devido ao facto de as suas taxas de cupão serem superiores às taxas de mercado na data da sua aquisição. Isto é perfeitamente normal nos mercados de títulos.

Na medida em que as “perdas” referidas pelos *media* incluem alterações adversas nos preços de mercado dos títulos relativamente aos prémios ou descontos verificados no momento da compra dos títulos, elas serão “compensadas” por “ganhos” em anos futuros. O rendimento global do Fundo Petrolífero, no longo prazo, não é afectado por alterações dos preços de mercado verificadas no curto prazo, sendo garantido que obtém o retorno médio do mercado dada a estratégia conservadora, passiva, de investimento acordada entre a ABP e o Ministério do Plano e Finanças.

O rendimento global do Fundo Petrolífero no período, medido de acordo com as *international accounting standards* replicam exactamente o da *benchmark*, o que indica que a gestão do Fundo foi levada a cabo de acordo com o mandato acordado entre o Ministério do Plano e Finanças e a ABP.

Assim, a ABP confia em que este documento contribuirá positivamente para a discussão do assunto e resultará numa melhor compreensão da gestão do Fundo Petrolífero e dos seus relatórios financeiros.

Dili, 5 de Setembro de 2007