

Analizando a Eficiência do Emprego das Reservas Financeiras de Macau, numa Perspectiva Comparada

*Chua Yee Hong**

I. Uma investigação sobre as possibilidades de investir as reservas financeiras de Macau, na perspectiva da teoria dos investimentos internacionais

Há poucas teorias de investimento que partem do Estado ou dos governos, sendo a maioria das investigações e teorias voltada para os investimentos internacionais ou para os chamados investimentos estrangeiros directos. Todos esses esforços se concentram em questões como as taxas de retorno, a prevenção das incertezas (“uncertainty avoidance”), os riscos cambiais, o crescimento económico, etc. De facto, os fundos de investimento soberanos causaram um número considerável de desenvolvimentos no campo dos investimentos governamentais, passando estes a admitir tendências teóricas peculiares, concernentes a questões tais como a teoria da economia política internacional (IPE) ou mesmo a teoria dos investimentos internacionais.

O presente texto discutirá, primeiramente, a relação entre os investimentos das reservas financeiras e as incertezas do mercado, com base nos interesses da colectividade. Depois, debaterá a influência dos investimentos das reservas sobre a economia local de Macau. Neste ponto, devemos considerar as diferenças existentes entre, por um lado, as especificidades políticas e os objectivos dos investimentos do governo da RAEM e, por outro, as peculiaridades dos grandes actores da sociedade internacional, com as suas estratégias. Assim, o presente texto admite dois pressupostos: primeiro, que o governo é um actor racional, tanto quanto os investidores privados; segundo, que o governo da RAEM deve empregar as oportunidades de investimento como ferramenta para ajustar a estrutura económica local. Ao aliar a teoria dos investimentos internacionais e a dos fundos de investimento soberanos, tenta adoptar um ponto de vista inovador, para propor uma nova leitura do problema.

* PhD (Faculdade de Ciências Sociais da Universidade de Macau)

Tendo o desenvolvimento chinês como exemplo, Rosenstein-Rodan enfatizou que o modelo de investimento “por impulso” teve um papel importante para criar uma “economia externa” em proveito do sector industrial, do comercial e da sociedade. Nesta situação, a capacidade de gerar receitas (“earning power”) das empresas locais e da sociedade inicialmente era muito baixa, sendo difícil para a economia desenvolver-se celeremente. Assim, no sentido de produzir investimentos de grande escopo em todos os campos, tornava-se necessário ampliar ao máximo a escala produtiva das empresas, tomando forma, assim, uma “economia externa”¹. Posteriormente, Rosenstein-Rodan propôs que, sendo baixa a taxa de utilização das poupanças das famílias chinesas, havia uma certa diferença em relação ao nível necessário para promover o crescimento económico planeado, o que se chamou de “hiato da poupança”. Quando existe um tal hiato, é possível utilizar investimentos externos para colmatar-lo, atingindo-se a taxa de crescimento desejada². Chenery e Strout acreditam que os dois grandes obstáculos ao desenvolvimento chinês são os hiatos da poupança e o cambial³. Aliber enfatiza que, ao compararem-se os investimentos de uma empresa no seu país de origem ou num país de destino, há aumento dos investimentos externos quando parece ser mais vantajosa a capitalização nos mercados financeiros⁴. Rugman acredita que as empresas podem aproveitar os preços internacionais das transferências (international transfer pricing)⁵ para ajustar a distribuição dos activos

¹ Rosenstein-Rodan P.N. (1943). Problems of Industrialisation of Eastern and South-Eastern Europe. *Economic Journal*, 53(210), 202-11.

² Rosenstein-Rodan N.P. (1961). International Aid for Underdeveloped Countries. *Review of Economics and Statistics*, 43(2), 107-38.

³ Strout B. Chenery & Alan M. Hollis. (Setembro de 1966). Foreign Assistance and Economic Development. *The American Economic Review*, 56(4), 679-733.

⁴ Aliber Z.R. (1970). A theory of direct foreign investment. in (ed.) P. Kindleberger C., *The International Firm* (P.17-34). Mass: MIT Press.

⁵ O preço internacional de transferência é uma das formas mais importantes de evasão fiscal internacional, estando relacionado com o preço manipulado por comportamentos humanos no contexto das relações comerciais entre empresas, com a finalidade de transferir lucros. Tal preço é praticado nas três seguintes circunstâncias: (1) as empresas em causa fornecem matérias-primas ou vendem produtos, utilizando os modelos “alto na entrada, baixo na saída” ou “baixo na entrada e alto na saída”, para transferir rendimentos e lucros de um país com altos impostos para outro com baixos, ou para um paraíso fiscal. (2) transferências de mão-de-obra, patentes ou tecnologias exclusivas. No acto do pagamento ou do recebimento, o rendimento ou lucro passa do país com altos impostos para o de baixos impostos. (3) aproveitamento das diferenças entre os juros sobre

líquidos através de diferentes zonas monetárias. Por meio da articulação das estratégias entre a empresa-mãe e as suas filiais, é possível reduzir os riscos de oscilação cambial, até mesmo realizar ganhos sobre as diferenças das cotações, obtendo-se um lucro mais estável do que com o modelo de gestão das exportações⁶.

Davidson⁷ propõe que, quando uma empresa está a decidir se investe ou não no exterior, a primeira coisa que faz é considerar uma estratégia de entrada, de modo que todas as decisões subsequentes são derivadas dela. Devido ao facto de todo o modelo de entrada presumir diferentes riscos em relação ao grau de controlo sobre a propriedade da empresa, origem dos investimentos, expansão das tecnologias, etc., vários especialistas discutem o problema dos modelos de entrada em mercados internacionais. Por exemplo, Kwon e Konopa fizeram-no do ponto de vista da teoria da internalização, cujos argumentos tomam a perspectiva das empresas que estão a entrar nos mercados estrangeiros, sendo-lhes necessário enfrentar riscos de investimento mais elevados do que nos seus mercados domésticos, tais como os causados pelas diferenças culturais, pela instabilidade política e pela conversão cambial. Para minimizar os riscos, tais empresas devem escolher um modelo de entrada com menor aporte de recursos (por exemplo, através de importações). De contrário, quando a empresa possuir conhecimentos e experiência internacional bastantes para enfrentar riscos mais elevados, ser-lhe-á possível escolher o modelo de entrada com maior aporte de recursos (por exemplo, produzindo directamente no exterior), propiciando maiores lucros⁸.

Voltando à questão do comportamento do agente económico, sua decisão e performance, a teoria financeira moderna defende que a taxa de retorno adicional do investimento em acções pode ser obtida pela soma de dois factores. O primeiro deles, “alfa” (α)⁹, não tem relação alguma

empréstimos: transferem rendimentos e lucros de países com impostos mais altos para os de impostos mais baixos.

⁶ Rugman M. Alan. (1979). *International diversification and the multinational enterprise*. Mass: Lexington Books.

⁷ Davidson H. William. (1982). *Global Strategic Management*. New York: John Wiley and Sons.

⁸ Kwon and Leonard J. Konopa Yung-Chul. (1993). Impact of Host Country Market Characteristics on the Choice of Foreign Market Entry Mode. *International Marketing Review*, 10(2), 60-76.

⁹ O coeficiente α equivale à diferença entre o retorno absoluto de um investimento ou fundo e os retornos esperados calculados de acordo com um coeficiente β . Retornos

com o mercado; o segundo é a taxa média de retorno do mercado, multiplicada por um coeficiente “beta” (β)¹⁰. Se a estratégia tiver sucesso, o retorno efectivo obtido pelo fundo de investimento será superior ao índice de referência, atingindo o coeficiente “alfa” de excesso de retorno. Este reflecte o retorno real do fundo, que deve ser subtraído do retorno esperado, calculado com base no coeficiente “beta”.

$$\alpha = (R_i - R_f) - \beta [E(R_m) - R_f]$$

$E(R_p)$: Taxa de retorno sobre o portólio R_f : Taxa de juro (sem risco)

$E(R_m)$: Taxa de retorno esperada pelo mercado β : Índice de risco

Às vezes, o coeficiente “alfa” também é utilizado para aferir o nível de valorização do fundo. Se o retorno real do fundo for superior ao retorno esperado (indicado pelo coeficiente “beta”), o valor de “alfa” será positivo. Pelo contrário, se o coeficiente “beta” for mais elevado do que o retorno estipulado, o valor de “alfa” será negativo. O melhor método para medir a performance é comparar o retorno efectivo do fundo de investimento para um determinado ano e o índice de referência, ou seja, ver se o fundo pode ou não obter um excesso acima do coeficiente “alfa” – e não observar os retornos absolutos *per se*.

Além disso, investigações recentes sobre investimentos financeiros produziram algumas teorias e modelos económicos para avaliar os activos e os portfólios, estimando a performance ou o risco. São importantes referências para o investimento de reservas financeiras, dignas da nossa atenção. Em termos das gestão de reservas financeiras, a política de investimentos é fortemente influenciada pelas situações de incerteza as quais, por seu turno, também são um tema relevante a ser discutido. Além disso, a escala do mercado ou os seus riscos são um par de factores que existem dentro e fora de uma economia em particular, representando uma situação de facto que não pode ser evitada. Perante eles, a única alterna-

absolutos ou retornos em excesso calculam-se subtraindo os retornos reais de um fundo dos retornos sobre investimentos sem risco.

¹⁰ O coeficiente β reúne um conjunto de critérios para aferição de riscos relativos, com a finalidade de comparar a flutuação de um fundo em particular a certos índices. Quanto mais elevado o “beta” de um fundo, mais fortes são as flutuações das suas cotações. Por exemplo, se o coeficiente β de um fundo estiver acima de 1, isso significa que o índice de flutuação é elevado. Ao contrário, se o β for inferior a 1, o índice de flutuação é reduzido.

tiva é comprar cobertura (“hedging”) num patamar razoável. Há claras diferenças entre os investimentos das reservas financeiras e os dos fundos particulares, em que há apetite pelo risco e cuja finalidade é buscar um elevado nível de retorno. Assim, a incerteza tem um impacto sobre o processo de decisão dos investidores, com reflexos necessários sobre os dois princípios da estabilidade e da performance de um fundo.

Markowitz¹¹, economista galardoado com um prémio Nobel, propôs a teoria da média/variedade dos portfólios, a qual comprova que a diversificação dos investimentos possivelmente diminui os riscos, ajudando o investidor a proteger o seu portfólio, no pressuposto de não sacrificar os retornos esperados¹², ou, em alternativa, de reduzir ao mínimo os riscos do portfólio, dentro das expectativas de ganho já definidas. Nos mercados globais, os títulos são a principal forma de evitar riscos num portfólio. Com base no Modelo dos Preços dos Activos de Capital (acrónimo inglês CAPM), William Sharpe desenvolveu o chamado índice de Sharpe, que serve para medir o menor nível de risco aceitável na performance de um portfólio, além de estimar riscos e proporções de retornos¹³. Simplificando a questão, quanto mais elevado for o índice de Sharpe, maior será o excesso de retorno realizável dentro do nível de risco que pode ser tolerado. Pelo contrário, se tal índice for negativo, isso significa que o nível de riscos admitido para o portfólio recomenda, ao contrário, deixar os activos depositados num banco.

$$S_p = [E(R_p) - R_f] / \sigma_p$$

$E(R_p)$: Taxa de retorno sobre o portfólio R_f : Taxa de juro (sem risco)
 σ_p : desvio do portfólio

¹¹ Markowitz Harry. (Março de 1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.

¹² O risco de investimento inclui duas componentes: sistémicas e não-sistémicas. As primeiras geralmente são criadas por factores de natureza política, económica, social, etc, por exemplo, relações internacionais, ciclo de negócios, sendo impossível eliminá-las por meio da distribuição dos investimentos. Já os riscos não-sistémicos são os específicos a determinadas companhias, nomeadamente, oriundos da sua gestão, situação financeira, lançamento de novos produtos, quantidade de encomendas, factos inesperados, entre outros. Neste caso, é possível evitar riscos pela diversificação dos investimentos.

¹³ Sharpe William. (Setembro de 1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.

Jack Treynor também propôs um índice para a performance dos fundos, após medir e ajustar os riscos. Ele acredita ser possível utilizar o coeficiente “beta” para ajustar a taxa de excesso de retorno (ou seja, o excesso de retorno para cada unidade de risco sistémico aceite), sendo isso mais adequado para as situações em que o portfólio analisado somente ocupe uma pequena parte de um valor substancial investido¹⁴.

$$T_p = [E(R_p) - R_f] / \beta_p$$

$E(R_p)$: Taxa de retorno sobre o portfólio R_f : Taxa de juro (sem risco)
 β_p : desvio do portfólio

Sob a influência da Crise da Dívida Europeia e dos Juros Negativos do Japão, o ambiente peculiar de juros nulos persiste, por isso que os títulos da dívida pública japonesa e alemã (em euros) têm retornos similares e, ao mesmo tempo, é preciso aceitar riscos cambiais muito elevados. Além disso, as despesas de compra das coberturas contra os riscos ultrapassam, e muito, o retorno sobre esses títulos. Consequentemente, os títulos já não são mais os activos estratégicos mais seguros para distribuir riscos. Os maiores fundos mundiais – o Fundo de Pensões da Noruega (fundo soberano) possui, no seu portfólio de dívidas públicas e de empresas, activos denominados em 23 moedas diferentes, num total além dos 320 mil milhões de dólares. No momento propício, serão reduzidos para três denominações, dólares, euros e libras esterlinas. Por outras palavras, há cerca de 80 mil milhões de dólares em dívidas de empresas prestes a serem vendidos, dos quais 46 mil milhões a serem liquidados pertencem a empresas asiáticas.

Desta forma, nos últimos anos, o mercado internacional de títulos enfrentou grande pressão de venda, especialmente com reflexos sobre a Ásia, a Europa e a América Latina, reduzindo a possibilidade de tornar a haver uma nova “corrida às compras”. O ajuste em curso terá impacto no mercado de títulos mundial. Por exemplo, o Fundo Soberano Norueguês deverá liquidar os 22.8 mil milhões em activos da dívida pública japonesa, terceira economia mundial, inclusive obrigações da empresa de automóveis *Honda*, do grupo financeiro *Mizuho*, etc. Dito de outra forma, o investimento em títulos não será pois mais seguro, causando mesmo perdas cambiais. Além de acções e títulos, muitos fundos soberanos e de

¹⁴ Treynor L. Jack. (Janeiro de 1966). How to rate management investment funds. *Harvard Business Review*, 43(1), 63-75.

investimento privado com boa reputação têm transferido os seus recursos para propriedades imobiliárias e infra-estruturas, indícios que levam a crer que os padrões do mercado internacional de investimentos estão a sofrer forte influência de um conjunto de variáveis económicas. Um dos desafios dos investimentos no sector imobiliário é que a circulação não é tão elevada quanto esperado; contudo, existe aí uma oportunidade de troca (trade off) entre circulação e risco.

Em síntese, se confrontarmos a teoria consagrada nos mais recentes desenvolvimentos, não é difícil de perceber que a estratégia dos portfólios dos fundos de investimento internacionais já está a sofrer ajustes ou redireccionamentos. Entrou-se num momento situado entre a alta incerteza e os retornos usuais, aquilo a que chamo de “situação de eficiência possível”, na qual os portfólios de investimento se aproximam da “fronteira de Pareto”. No entanto, tais indícios de maneira alguma contradizem as teorias de investimento internacional, apenas sugerem um aumento dos factores de incerteza e das dificuldades técnicas para a gestão dos portfólios. Ou seja, não mais existe segurança absoluta no campo dos investimentos internacionais, sendo que hoje a questão premente é como estreitar a margem de risco na performance de um portfólio, ao buscar retornos inclusive sobre os custos de oportunidade. Essa é a mesma meta perseguida pelos governos dos diferentes países e da RAEM, ao utilizarem as suas reservas financeiras.

II. Ajustes estruturais: das reservas financeiras à estrutura económica

Ao longo da última década, o governo da RAEM tem sido alvo de críticas, por parte dos residentes, por ser excessivamente conservador – e ineficiente – no que se refere à gestão das finanças públicas. Em 2011, o regime jurídico das reservas financeiras da RAEM (Lei 8/2011) entrou em vigor oficialmente, tendo sido criada uma base legal e um roteiro para a gestão desses recursos. Essa lei dividiu as reservas financeiras em reservas básicas e reservas em excesso¹⁵. Tradicionalmente, o governo da RAEM tem adoptado uma estratégia conservadora, mantendo uma proporção

¹⁵ Imprensa Oficial do governo da RAEM. Lei no. 8/2011 “Regime Jurídico da Reserva Financeira”, aprovada no dia 12 de Agosto de 2011, em vigor desde 1º de Janeiro de 2012.

elevada de títulos nas suas reservas. Agora é chegado o momento de fazer um ajuste adequado no seu portfólio. Até hoje, o principal destino dos investimentos feitos pela Autoridade Monetária de Macau (AMCM) têm sido em activos em dólares americanos ou de Hong Kong, a maioria dos quais em carteiras de baixo risco. Os investimentos feitos pela AMCM em títulos são, principalmente, títulos de rendimento fixo com classificação elevada e de curta duração. Uma explicação para a estratégia conservadora que marcou o uso das reservas financeiras de Macau no passado foi o choque sofrido com as convulsões das finanças internacionais.

O presente estudo analisou os rendimentos obtidos a partir dos investimentos feitos em 2016 e 2017. Da tabela 1 se depreende que, com excepção dos produtos do mercado cambial, a remuneração dos investimentos em acções é mais elevada, respondendo por 68.454% dos ganhos realizados em 2017; o retorno em títulos vem em segundo lugar, com 20.409% do total. Comparando-o com os dados e a situação referida pelo Gabinete de Informação Social sobre a gestão das reservas financeiras no ano anterior (2016), os ganhos totais chegaram a 3.31 mil milhões de patacas, com os investimentos em títulos a contribuir com cerca de 3.16 mil milhões, isto é, 95.468% do total. Nesse ano, os investimentos em acções registaram perdas de 500 milhões de patacas, enquanto os ganhos no mercado cambial chegaram a 660 milhões¹⁶. Em apenas dois anos, observa-se uma grande diferença tanto em termos da proporção dos activos em carteira, como dos retornos dos investimentos. Donde se pode perceber uma mudança no perfil dos investimentos das reservas financeiras, com uma maior disposição de acumular acções e instrumentos financeiros de risco mais elevado.

**Tabela 1: Distribuição dos activos da Reserva Financeira
(Até finais de Dezembro de 2017)**

Rubrica	Peso representativo na carteira*	Títulos	Instrumentos dos mercados monetários	Produtos relacionados com acções
Activos em USD	56.0%	20.2%	27.5%	8.3%

¹⁶ De entre os investimentos da reserva financeira de Macau em 2015, os rendimentos de 660 milhões de patacas no mercado cambial equivalem à subtracção entre os 2730 milhões ganhos com depósitos bancários e os 2070 milhões de perdas cambiais.

Rubrica	Peso representativo na carteira*	Títulos	Instrumentos dos mercados monetários	Produtos relacionados com acções
Activos em HKD	27.7%	1.4%	26.3%	--
Activos em RMB “offshore”	4.3%	1.3%	0.0%	3.0%
Activos em RMB “onshore”	10.6%	4.8%	0.0%	5.8%
Activos em AUD	0.6%	0.5%	0.1%	--
Activos em MOP	0.0%	--	0.0%	--
Outros activos	0.8%	0.8%	0.0%	--
Total	100.0%	29.0%	53.9%	17.1%
Rendimentos gerais dos investimentos (MOP – milhões)	22,076.3	4,505.6	2,458.5 [^]	15,112.2
Proporção do retorno dos investimentos em carteira relativos ao total	100.0%	20.409%	11.136%	68.454%

Legenda:

* A distribuição em termos de moedas baseia-se no tipo de moedas a que os activos estão afectos

[^] Rendimentos resultantes dos investimentos dos instrumentos dos mercados monetários incluem Juros de depósitos MOP 4,1488 mil milhões e prejuízos cambiais MOP 1,6903 mil milhões

Fonte: Autoridade Monetária de Macau (2018)

Do ponto de vista da população em geral, quando se avalia a performance dos investimentos das reservas financeiras, em geral ela preocupa-se, sobretudo, com o valor absoluto dos retornos e depois entra em questões políticas como o interesse público e a responsabilização dos funcionários públicos. Entretanto, apesar de o investimento das reservas financeiras públicas ter uma certa afinidade, em termos de função e de objectivos, com os efectuados em fundos privados pela população, há diferenças no que se refere à responsabilidade que se assume face aos comportamentos económicos e à atitude sobre os riscos. Tanto os investimentos das reservas, como os dos fundos privados têm a mesma finalidade de maximizar o retorno; todavia, o maior desafio enfrentado pelo governo

ao investir as suas reservas financeiras no plano da “tomada de decisão” é ter de assumir uma postura conservadora, por estar limitado por regimes jurídicos e pelo interesse público.

A identidade macroeconómica “ $Y = C + I + G + (NX)$ ” põe a nu o comportamento governamental, passivo e activo, sobretudo no que tange ao controlo do nível das taxas de juro e de inflação, segundo as políticas financeira e monetária que estipula. No que diz respeito à primeira, o governo da RAEM tem actuado no sentido de aumentar as suas compras (G), e de incentivar o consumo (C) e o investimento (I) da sociedade via restituição de impostos. No que respeita à política monetária, Macau segue estritamente a linha do governo da RAEHK para a política de juros, tendo implementado consistentemente uma política de “comparticipação pecuniária”¹⁷. Do ponto de vista das teorias relacionadas com o investimento internacional, descritas acima, as reservas financeiras de Macau podem ser canalizadas pelo governo para a economia local, para fazer as vezes de um ajuste marcoeconómico, por exemplo, adaptando a política financeira para visar a concentração industrial e o controlo da inflação, particularmente pelo emprego da liquidez proveniente da injeção das reservas no mercado cambial local. Esse investimento (I) e o consumo (C) bastam para influenciar os índices de produção e de inflação locais, até mesmo o crescimento económico e o ajuste da estrutura produtiva, induzidos pelas compras governamentais (G).

Em Macau, a chamada “doença holandesa”¹⁸ ainda não foi plena-

¹⁷ O regime de comparticipação pecuniária, pelo qual o governo da RAEM premia os residentes, é um tipo de transferência de rendimentos, sendo classificado como um tipo de benefício social. Trata-se de uma política pública não-exclusiva de que não resulta uma situação de soma zero. Considerando-se que não é exclusiva, é um dos elementos causadores da inflação. Por aumentar a quantidade de moeda em circulação, provoca o aumento da inflação.

¹⁸ A “doença holandesa” indica a situação em que um produto básico numa economia em particular (especialmente de pequena ou média dimensão) vivencia um momento de súbita prosperidade, causando a decadência de outros sectores. Nos anos da década de 1960, a Holanda já era um importante exportador de manufacturados, quando foram descobertas largas reservas de gás natural. O governo dos Países Baixos então promoveu o desenvolvimento dessa área, com imediato aumento das exportações, reflectido imediatamente sobre a balança de pagamentos, o que trouxe grande prosperidade económica geral. Tal desenvolvimento de um sector, contudo, desdobrou-se num sério golpe para a agricultura e para outras indústrias, reduzindo a competitividade das

mente curada. No caso de Macau, essa moléstia manifesta-se no franco desenvolvimento do jogo, arrastando a concentração produtiva, enfraquecendo outros sectores e eliminando as condições para a revigoração da indústria tradicional (vestuário). Os limites económicos criados pela dependência do jogo incluem o aumento das despesas de capital e a redução da disponibilidade de mão de obra. Adicionalmente, tal situação também gera insuficiências qualitativas no que se produz, além de provocar um número não desprezível de mazelas sociais¹⁹. Embora alguns críticos dessa leitura acreditem que Macau não tenha contraído a “doença holandesa”, as próprias características do modelo de desenvolvimento local, da estrutura produtiva e de certos fenómenos económicos são-lhe inegavelmente similares. Isto é, apesar de haver diferenças qualitativas em relação à “doença holandesa” típica, a ênfase deve ser posta sobre os fenómenos económicos específicos, tais como o aumento acentuado das receitas financeiras do governo, a concentração industrial, a inflação e o emprego: todos eles são resultado patente da “abertura do jogo” e influenciam directamente o desenvolvimento local, seja agora, seja para o futuro. Merece atenção o facto de o comportamento do governo ser fundamental para a questão.

Utilizando o modelo de auto-regressão vectorial, Xie Side²⁰ investigou a relação entre a taxa de câmbio do RMB, o índice de preços das importações, o índice de preços dos produtos industriais do interior da China e a taxa de inflação desde 2000, chegando à conclusão de que a inflação em Macau é importada e que a valorização do renminbi foi um dos principais factores que provocaram os dois picos de inflação em 2006 e 2008. Não obstante, também temos que ter em consideração outros dois factores da inflação local, nomeadamente as importações de Hong Kong e o câmbio do dólar de Hong Kong. Depois do interior da China, Hong Kong é a segunda principal fonte de produtos e serviços importados para

exportações nacionais. Chegada a década de 1970, a Holanda sofreu um surto inflacionário, provocando a queda das exportações dos seus manufacturados, fazendo cair a taxa de crescimento e aumentando a do desemprego. Disso se depreende que a prosperidade efémera, com elevada taxa de inflação, causada por esse fenómeno, conhecido no estrangeiro como “Doença Holandesa”, tem por preço o sacrifício de outras partes da economia.

¹⁹ Chua Yee Hong. Uma breve análise das finanças públicas de Macau nos últimos anos. *Revista de Administração Pública de Macau*, número 100, páginas 265-281.

²⁰ Xie Side. A inflação de Macau é importada do exterior? Estudo comparativo com base no aumento da cotação do renminbi. *Boletim do Instituto Politécnico de Macau*. 2010-04. Pág. 25.

Macau, incluindo bens essenciais e de luxo, muitos dos quais são reexportados da RAEHK para o mercado da RAEM. As oscilações no câmbio do HKD são um outro elemento de estabilidade para a economia local. Isso não se deve apenas ao facto de o sector bancário de Hong Kong guiar o mercado de fundos disponíveis para empréstimos em Macau; também o sector dos seguros e do imobiliário exercem um certo impacto sobre o capital para empréstimos e de transferências sobre actividades comerciais, com reflexos sobre a inflação em Macau. O dólar de Hong Kong é uma forte moeda regional no mercado internacional, além de estar indexada ao dólar americano – o que lhe concede uma maior estabilidade geral face ao renminbi.

Tendo em mente estas considerações, é necessário estudar melhor o problema de saber se a taxa de inflação em Macau deve estar relacionada com o yuan chinês, tal como Xie Side propõe. Já no que se refere a vincular o regime das reservas financeiras à política monetária, financeira e cambial do governo da RAEM, acreditamos que é um raciocínio sólido e de longo prazo. Certamente, o governo de Singapura pode servir de modelo para Macau se espelhar ainda mais o que se refere a estabelecer com clareza a estrutura e os objectivos do emprego das reservas financeiras. A nossa sugestão é que o Governo da RAEM utilize as suas reservas para realizar o ajuste estrutural da economia, segundo a motivação razoável de adaptar quatro funções e objectivos: indexação cambial, veículo e política de investimentos, além dos efeitos de sinergia.

Em primeiro lugar, como referido, o sector bancário de Hong Kong guia o mercado de fundos disponíveis para empréstimos em Macau. É verdade que a pataca, embora esteja cotada no mercado de câmbios internacional, não é uma das principais moedas regionais, sendo necessário manter a sua estabilidade através do regime de indexação ao dólar de Hong Kong. Além disso, ao gerir as suas reservas em moeda estrangeira, o governo da RAEM talvez tenha de enfrentar muitos problemas no que concerne aos custos de exploração (holding costs) e de risco cambial. Dito de outra forma, a taxa de retorno dos investimentos feitos com as reservas financeiras de Macau talvez sofra influência da performance dos fundos das moedas estrangeiras de Hong Kong, especialmente das oscilações desse mercado.

Em segundo lugar, a adopção do modelo de veículo de investimento importa em benefícios para os riscos e para a gestão da performance. Ac-

tualmente, há muitos países no mundo que empregam os seus superávites, reservas ou recursos de pensões para criar fundos soberanos. Adoptam esse modelo no intento de promover o planeamento de longo prazo das finanças nacionais. Além disso, pelas suas características, os fundos soberanos permitem que sejam utilizados para controlar o excesso de liquidez e gerir o fluxo de reservas²¹. Em 2014, a Fundação Macau e o instituto de pesquisas económicas da Universidade Cidade de Macau realizaram um projecto conjunto de investigação intitulado “Estudos sobre o ‘Fundo Soberano’ de Macau”, do qual foi publicada uma selecção de estudos de caso. Tal iniciativa propiciou intuições e referências para a criação futura de um fundo soberano em Macau. O Secretário para a Economia e Finanças do Governo da RAEM, Leong Vai Tac, respondeu a uma questão sobre a implementação de um modelo de investimentos para as reservas financeiras no futuro, dizendo que, em primeiro lugar, esses investimentos devem ser seguros, com baixo risco, num contexto em que a sociedade exige uma diversificação maior dos mesmos. Assim, o governo de momento está a considerar a utilização de um modelo de fundo soberano ou de fundo de investimento para o desenvolvimento, tendo inclusive concluído os estudos preliminares. Acrescentou, ainda, que nenhum desses dois modelos tem propósitos exactamente idênticos aos investimentos actualmente realizados com as reservas financeiras e cambiais. Por serem relativamente novos, é possível que, numa primeira etapa, tenham de enfrentar crescimento nulo ou até mesmo negativo, pelo que se torna necessário assumir uma perspectiva de longo prazo²². Apesar de o primeiro fundo soberano da RAEM já ter sido criado em 2011 – “Macau Desenvolvimento e Investimento S.A.”, tem escala e natureza muito limitadas, pelo que não despertou interesse dos diversos sectores da sociedade²³.

²¹ Leung Chung Sing, Chua Yee Hong. Eficiência na alocação das finanças públicas de Macau e desenvolvimento do sistema tributário. *Revista de Administração Pública de Macau*, número 114 (2016), páginas 5-25.

²² Gabinete de Informação Social do governo da RAEM. “Leong Vai Tac: o governo está a estudar formas de investir as suas reservas financeiras”, 28 de Janeiro de 2016. Disponível em <http://www.gcs.gov.mo/showNews.php?DataUcn=96424&PageLang=C>, 2018.3.1.

²³ Macau Desenvolvimento e Investimento S. A. teve um capital inicial de 400 milhões de patacas, dos quais 94% oriundos do governo da RAEM. O Fundo de Desenvolvimento Industrial e de Comercialização destinou 3% dos recursos e o IPIM, outros 3%. O fundo tem como principal objectivo elaborar, gerir e desenvolver zonas para fundação de empresas e entidades não comerciais, especialmente aquisição, construção,

O maior fundo soberano do mundo – Fundo Global de Pensões da Noruega (acrónimo inglês NGFP)²⁴ – foi estabelecido em 1990, com activos que incluem títulos de diversos países, tais como Estados Unidos e Inglaterra, entre outros. Recentemente, o NGFP aumentou as suas aquisições de propriedades imobiliárias, procurando marcar a sua posição nesse mercado internacional. No que diz respeito a acções, esse fundo detém cerca de 1% de todo o valor negociado no mercado global, cujos dividendos são todos utilizados para custear a segurança e a saúde do povo norueguês. No caso da China, há quatro grandes fundos soberanos que servem de pilares para a estrutura financeira nacional, a saber, Companhia de Investimentos da China (acrónimo CIC), Administração Estatal de Divisas (acrónimo inglês SAFE), Conselho Nacional para o Fundo de Segurança Social (acrónimo inglês NSSF) e Fundo de Desenvolvimento China-África. Estes quatro grandes fundos soberanos possuem funções e objectivos distintos, particularmente os três primeiros, que se destinam a investimentos estratégicos, gestão da estabilidade cambial e planeamento dos fundos de aposentação, estando todos directamente vinculados a apoiar financeiramente o desenvolvimento permanente da sociedade chinesa. Podemos compará-los a Singapura, onde há uma divisão mais clara entre as reservas financeiras e o desenvolvimento económico. Além do Departamento de Gestão Financeira, inteiramente responsável pela gestão das reservas cambiais, o governo daquele país também possui dois fundos soberanos, Tamasek Holding e a Companhia de Investimentos do Governo de Singapura (acrónimo inglês GIC). O primeiro destes fundos é responsável pelos investimentos estratégicos domésticos e internacionais, com operações voltadas para altas taxas de retorno. Já o GIC realiza

divulgação, transferência e arrendamento dessas zonas, bem como oferecer apoio a clientes, directa ou indirectamente. A principal actividade e investimento do Macau Desenvolvimento e Investimento S. A. é desenvolver projectos em Hengqin, no quadro do CEPA, por exemplo o Parque Científico-Industrial de Medicina Tradicional Chinesa.

²⁴ O predecessor do Fundo Soberano da Noruega foi o Fundo sobre o Petróleo, criado em 1998, utilizado para gerir os rendimentos da exploração de petróleo no Mar do Norte. Em Janeiro de 2006, foi convertido num fundo soberano, com origem em investimentos de risco “principalmente no ramo das acções”. O Fundo divide-se em duas partes principais: Fundo Público de Pensões (Global) (predecessor: Fundo Governamental do Petróleo, acrónimo inglês GPFG) e Fundo Público de Pensões (Noruega) (predecessor: Fundo do Regime de Seguros, acrónimo inglês NISF).

investimentos em Singapura e nas regiões adjacentes, sendo um fundo equilibrado, cuja composição dos activos está focada no longo prazo.

Em terceiro lugar, a estratégia de investimentos pode, de acordo com o coeficiente de risco, realizar operações com capital produtivo ou não-produtivo. Desta maneira, o governo da RAEM pode considerar modificar a sua política de investimentos, ou criar um fundo soberano para resolver os problemas existentes nos diferentes níveis da economia local. Um dos objectivos dos investimentos feitos por um possível fundo soberano deve ser o de impor controlos à taxa de inflação local. Em nossa opinião, embora o governo da RAEM possua divisas suficientes para adquirir uma quantidade maior de activos (matérias-primas) do exterior, não possui, contudo, mão de obra bastante para consumir esses investimentos. Isso explica que há uma escassez de recursos produtivos em Macau, situação similar ao dilema de desenvolvimento dos países produtores de petróleo no Médio Oriente. Diferentemente deles, todavia, Macau tem a possibilidade de empregar as suas reservas fazendo investimentos produtivos no exterior, via iniciativa “Faixa e Rota”. Desta maneira, por um lado, Macau será capaz de reduzir a pressão inflacionária importada e, por outro, também de estimular o papel de Macau (China) no sistema produtivo mundial. Obviamente, seja o governo da RAEM, sejam as empresas privadas, todos têm que escolher um objectivo e finalidade adequados para os seus investimentos – o que é válido tanto para os de natureza financeira, como para os de natureza produtiva.

Por último, a ciência das finanças frequentemente afirma que, ao executar a sua política financeira e os ajustes estruturais, os governos criam sinergias em toda a economia. Um exemplo concreto é quando o governo alia veículos e política de investimentos. A principal modalidade de sinergia entre o governo e o mercado é aquela em que os recursos públicos são comercializados, incluindo a utilização dos solos, o desenvolvimento de infra-estruturas e os projectos de ciência e tecnologia. O governo da RAEM pode criar uma entidade gestora para o investimento das suas reservas, cabendo-lhe assim uma função essencial. O mercado terá um espaço ainda maior para as suas indústrias, as quais podem mesmo passar por um *upgrade*. Alternativamente, um outro caminho para a criação de sinergias é o chamado “financiamento criativo” e a divisão dos riscos, cabendo ao governo investir e às parcerias público-privadas prestar serviços públicos. Todas estas modalidades são vistas como políticas financeiras e monetárias seguras que, aliadas ao investimento governamental, podem estimular o crescimento económico e a optimização da estrutura económica.

Dado o amplo superávit financeiro do governo da RAEM, é possível considerar o investimento das reservas financeiras. Para tanto, deve discutir-se a necessidade de se ajustar o modelo de gestão e a operação dos investimentos realizados até ao momento, ou, de mente aberta, investigar a possibilidade de desenhar planos financeiros e de gestão para o longo prazo. Adicionalmente, o governo da RAEM enfrenta algumas dificuldades e desafios ao realizar ajustes estruturais. Por exemplo, se direccionar ainda mais investimentos para a economia local, é de esperar que ocorra um “efeito de evicção” (crowding out effect) sobre os investimentos privados. Nessa hipótese, a competição entre a iniciativa pública e a privada por projectos de investimento no mercado local age em detrimento dos interesses constituídos, causando o que se poderia definir como um “problema político”. Ademais, ainda há um problema: qual o projecto ou a indústria em Macau que ainda carece de recursos? Esta situação revela, na sua inteireza, um defeito subjacente à estrutura económica de Macau – concentração excessiva de fundos nos sectores do jogo de fortuna e azar, da propriedade imobiliária e dos serviços financeiros, o que complica ainda mais a falta de diversidade das indústrias locais. Donde se percebe que, ao idealizar um fundo de desenvolvimento e investimento, o governo da RAEM deve estar atento às condições e às potencialidades do desenvolvimento doméstico e ter presentes as necessidades de momento, para reorganizar o modelo de gestão das suas reservas financeiras.

III. Comparação de modelos: Performance da gestão das reservas financeiras dos fundos cambiais de Macau e de Hong Kong nos últimos cinco anos

Em 2012, o governo da RAEM criou um fundo de reservas financeiras, com um capital inicial de 98.9 mil milhões de patacas. A maior parte desses recursos proveio de transferências das suas reservas cambiais²⁵. Relativamente a investimentos, a Autoridade Monetária de Macau criou uma Comissão de Fiscalização da Reserva Financeira, cuja finalidade é reforçar a política de investimentos, fazendo com que, no futuro, além de contemplar factores como a liquidez e a segurança, tal política esteja concomitantemente atenta à taxa de retorno. Seja o governo, sejam os resi-

²⁵ Gabinete de Estudos e Estatísticas, Divisão de Moedas e Câmbios (Autoridade Monetária de Macau). Gestão das Reservas de Macau. 2012, pág. 64

dentos, todos estão especialmente alertados para o planeamento de longo prazo das finanças públicas. Desta forma, é muito útil e razoável pôr em prática uma avaliação comparativa das práticas adoptadas pelos governos das regiões adjacentes e pelas instituições com boa performance.

O governo da RAEM possui um superávit financeiro excessivo, sendo necessário modificar os seus modelos tradicionais de operação e de gestão, excessivamente conservadores. Com uma atitude “aberta”, torna-se necessário preparar e gerir um plano financeiro de longo prazo. Dados publicados em Março de 2018 demonstram que já há progressos na planificação financeira do governo da RAEM, fazendo com que a taxa de retorno tenha alcançado o patamar de 4.5%, mais alto do que a taxa de inflação registada de 1.23% no período. Verificamos, portanto, uma situação satisfatória no contexto das finanças públicas. Além disso, é a primeira vez que se regista um retorno positivo – acima dos 1.65 negativos de 2016. A tabela 2 destaca que, nos últimos seis anos, a taxa de inflação média situou-se em torno dos 4.3%, consistentemente mais elevada do que as taxas de retorno e de juros praticados localmente. Além disso, a média de retorno real manteve-se constante no patamar dos 2.3% negativos, apesar de o retorno nominal ter permanecido nos 2.04%.

Tabela 2: Taxa de Inflação e Rentabilidade Anual da Reserva Financeira de Macau de 2012 -2017

Ano	Taxa de Inflação ^a (%)	Reserva Financeira ^b (MOP – 100milhões)	Rentabilidade Anual (%)	Taxa de Juro do Mercado ^c (%)	Rentabilidade Real ^d (%)
2012	6.11	1,002	1.38	0.05	-4.78
2013	5.51	1,689	3.02	0.05	-2.54
2014	6.04	2,463	1.90	0.05	-4.19
2015	4.56	3,450	0.70	0.03	-3.89
2016	2.37	4,387	0.76	0.04	-1.65
2017	1.23	4,900	4.50	0.06	3.21
Valor médio em 6 anos	4.30%	--	2.04	0.047	-2.31

Legenda:

^a Calculada pelo índice de preços no consumidor geral publicada na base de dados estatísticos da Direcção dos Serviços de Estatística e Censos

^b Com base nos dados publicados pela Autoridade Monetária de Macau e pelo Gabinete de Comunicação Social

^c Com base na Taxa de Juro dos Depósitos a prazo de 3 meses publicadas pela Direcção dos Serviços de Estatística e Censos

^d $\text{Rentabilidade Real} = \text{Retabilidade Anual} - \text{Taxa de Inflação} - \text{Taxa de Juro do Mercado}$

Fonte: Autoridade Monetária de Macau, Direcção dos Serviços de Estatística e Censos de Macau (2018)

Depreende-se do gráfico 1 que a taxa de inflação de Macau e a taxa de retorno dos investimentos das reservas mantêm-se numa relação inversa. Em 2017, verificou-se uma intersecção entre as duas linhas, quando, pela primeira vez, “o retorno dos investimentos da reserva ficaram acima da inflação”, produzindo um superávit. Em termos de análise técnica, percebemos que o aumento da taxa de retorno contribui para o controlo da inflação.

Gráfico 1: Comparação entre a taxa de inflação de Macau e a taxa de rendimentos anuais da reserva financeira



Método de comparação: Fundo cambial de Hong Kong

Fonte dos dados: Cmpilação do autor (Março de 2018)

O Fundo Cambial de Hong Kong (acrónimo inglês HKEF) foi criado em 1935, nos termos da Lei Monetária ou “Monetary Ordinance” (hoje denominada Lei do Fundo Cambial ou “Exchange Fund Ordinance”). O HKEF tem o propósito de tomar providências para manter a estabilidade cambial do dólar de Hong Kong, por meios directos ou indirectos. Adi-

cionalmente, esforça-se por preservar a estabilidade e a saúde do sistema financeiro e monetário da RAEHK, pelo que o Fundo deve estar especialmente atento à protecção do principal e da liquidez dos seus investimentos – além de defender o estatuto de centro financeiro internacional para Hong Kong.

Em 18 de Janeiro de 2018, a Autoridade Monetária de Hong Kong anunciou que o HKEF registou, no ano anterior, rendimentos no valor de 252 mil milhões de dólares de HK. Os principais *itens* de sua carteira produziram rendimentos de 58.3 mil milhões, com investimentos em acções na bolsa local e 80.2 mil milhões em acções em outras praças. O investimento em títulos fez um lucro de 34.3 mil milhões. Activos não denominados em dólares HK renderam 53.5 mil milhões e outros investimentos renderam 25.7 mil milhões. A performance do HKEF reflecte o facto de, com base na busca da estabilidade financeira, o governo de Hong Kong se esforçar para gerir a riqueza do povo de Hong Kong de forma razoável. Merece menção o facto de, conforme os dados da tabela 3, nos últimos cinco anos, o retorno do Fundo Cambial de Hong Kong não ter conseguido manter-se acima da inflação; outros dados demonstram, contudo, que sua performance é notável. A julgar pela taxa de retorno anual acumulada 1994-2016, publicada pela Autoridade Monetária de Hong Kong, a média de 4.9% está bem acima da taxa de inflação acumulada de 2.9%.

Tabela 3: Taxa de Inflação e Rentabilidade Anual do Fundo de Intercâmbio de Hong Kong de 2012 -2017

Ano	Taxa de Inflação ^a	Rentabilidade Anual	Taxa de Juro do Mercado ^b	Rentabilidade Real ^c
2012	3.70%	4.40%	0.05%	0.65%
2013	4.30%	2.70%	0.05%	-1.65%
2014	4.90%	1.40%	0.05%	-3.55%
2015	2.40%	-0.60%	0.04%	-3.04%
2016	1.20%	2.00%	0.04%	0.76%
2017	1.70%	7.10%	0.04%	5.36%
Valor médio nos últimos 6 anos	3.03%	2.83%	0.05%	-0.24%

Legenda:

^a Calculada pelo índice de preços no consumidor geral

^b Apesar de a Autoridade Monetária de Macau apenas possuir estatísticas trimestrais para os juros sobre os depósitos bancários de termo fixo, utilizamo-os aqui para podermos proceder às comparações necessárias a este estudo.

^c Equação para cálculo da rentabilidade real: Rentabilidade Real = Retabilidade Anual - Taxa de Inflação - Taxa de Juro do Mercado

Fonte dos dados: Compilação do autor (Março de 2018), com base em números do Grupo de Estudos sobre o Índice de Preços no Consumidor, Divisão dos Serviços de Estatística do Governo de Hongkong e da Autoridade Monetária de Hong Kong.

Podemos distinguir três razões para o Fundo Cambial de Hong Kong ter conseguido obter alto retorno: portfólio, gestão/estratégia de investimentos e performance. Relativamente ao primeiro *item*, há dois elementos principais no seu portfólio, nomeadamente, de apoio e de investimento propriamente dito. Na primeira categoria, há activos em dólares de alta liquidez que, segundo as regras do regime do comité monetário (currency board), oferecem apoio suficiente para a base monetária, garantindo o valor dos activos e seu poder de compra, no longo prazo. Com a finalidade de administrar adequadamente os riscos e elevar o retorno no médio e longo prazos, a Autoridade Monetária de Hong Kong diversificou parte dos activos do HKEF em diversas classes, cautelosamente e passo-a-passo. Estes incluem títulos de dívida dos mercados emergentes e da China, de acções, de participações privadas (private equity) e de propriedade imobiliária no estrangeiro. Os títulos de dívida estão na carteira de investimentos; as participações privadas e o imobiliário pertencem à carteira de longo prazo. O limite superior do valor de mercado da carteira de longo prazo é um terço do excedente acumulado pelo HKEF. Contudo, tendo em vista que parte dos investimentos em fundos de futuros é contado nos activos de longo prazo, é possível aumentar esse limite.

Depois, a gestão de investimentos da Autoridade Monetária de Hong Kong divide-se, principalmente, em investimentos directos e de fundos externos. O departamento de gestão das reservas da AMHK é directamente responsável por 74% dos investimentos em fundos cambiais, que incluem todo o portfólio de apoio e parte do de investimentos. No que se refere a este último, a AMHK tem investimentos em fundos globais de juro fixo e, através de derivativos, executa a estratégia de gestão de risco macroeconómico do Fundo Cambial de Hong Kong. Afora a gestão dos investimentos pelos seus funcionários, a AMHK também contrata gerentes de investimentos para se responsabilizarem pela administração

de 26% dos activos do Fundo, o que abrange todo o portfólio de acções listadas e outros activos especiais. Por meio da contratação de gerentes externos, pretende-se utilizar as técnicas mais especializadas, disponíveis no mercado, beneficiando o HKEF na diversificação dos seus investimentos, ao mesmo tempo que permite aos seus funcionários absorverem conhecimentos e experiência.

Em terceiro lugar, com o propósito de obter retornos ainda mais altos, o Fundo Cambial de Hong Kong distribui os seus activos reais ligeiramente fora do nível de referência, conforme limites claramente estabelecidos. O HKEF é diferente dos fundos convencionais, pois delinea os seus próprios objectivos, os benchmarks, os activos mais desejados e a distribuição de divisas. Obviamente, não é apropriado comparar retornos obtidos por fundos de naturezas diversas. Dado que os fundos de investimento (e os parâmetros de referência que adoptam) reflectem os mesmos objectivos, recomenda-se a sua comparação entre retornos efectivos e retornos de referência. Entretanto, o público normalmente utiliza directamente a “taxa de retorno” para aferir a performance dos investimentos governamentais, o que camufla a responsabilização política desses entes. Do ponto de vista dos objectivos funcionais, os moradores e os investidores dão mais valor às taxas de inflação e de juro, por estarem mais intimamente ligadas à vida do dia a dia, o que, naturalmente, provoca o que se chama de “tendência técnica” (technical bias) na análise, pois o governo está atento a questões macro-económicas e de longo prazo na gestão da sua economia.

Ao adoptarmos uma perspectiva comparativa, confrontaremos os investimentos da reserva financeira de Macau e o Fundo Cambial de Hong Kong de formas diferentes. Em termos puramente de dimensão, há uma diferença de 7.45 vezes entre as reservas das duas regiões. Em termos *per capita*, as reservas de Macau são superiores às de Hong Kong, na razão de 264%. No que se refere à gestão dos investimentos, as instituições soberanas de ambas são semelhantes, no essencial, dividindo-se em gestão directa e por meio de fundos externos. A Autoridade Monetária de Hong Kong possui uma proporção maior de gestão directa. Apesar de a sua contraparte de Macau não ter divulgado esse número, sabe-se que há uma quantidade maior de divisas e de investimentos no mercado cambial actualmente confiadas a fundos externos de investimento.

Em termos de portfólio, os investimentos das reservas financeiras de Macau são relativamente conservadores. Além disso, a diversificação

das classes dos activos em portfólio é inferior à do HKEF. Dada a situação económica internacional actual, o Fundo Cambial de Hong Kong ajustou a proporção dos títulos em carteira, aumentando a dos produtos do imobiliário (moradias e prédios comerciais), o que corresponde ao benchmark de performance adoptado por alguns fundos internacionais, a exemplo do Fundo Global de Pensões do governo da Noruega, do fundo Tamasek, etc. O retorno dos investimentos das reservas financeiras de Macau concentra-se nos ganhos obtidos do mercado de acções, havendo clara diferença, em termos de proporção, quanto aos do HKEF.

Tabela 4: Comparação dos investimentos da Reserva Financeira de Macau e do Fundo Cambial de Hong Kong

	Reserva Financeira de Macau	Fundo Cambial de Hong Kong
Autoridade Competente	Autoridade Monetária de Macau	Autoridade Monetária de Hong Kong
Ano de criação	2012	1935
Valora (mil milhões)	USD 60610 MOP 490	USD 512.6 HKD 4023.5
Gestão de Investimentos	Directamente pela Autoridade Monetária de Macau E por gestores de fundos externos (proporção desconhecida)	Directamente pela Autoridade Monetária de Hong Kong (74%) E por gestores de fundos externos (26%)
Carteira de Investimentos	títulos, produtos cambiais, acções	títulos, produtos cambiais, acções, imóveis
Estratégia de Investimento	Busca estabilidade: relativamente conservadora	Busca estabilidade: relativamente agressiva
Origem dos lucros	Acções (68%) Títulos (20%) Produtos cambiais (11%)	Acções (55%) Títulos (13%) Produtos cambiais (21%) Outros (11%)
Rentabilidade Real Anual	-2.31%	-0.24%

Legenda:

^a Os dados são do final de 2017

^b Os dados foram calculados com base em estatísticas oficiais compiladas entre 2016-2017

^c Calculados com base nos valores das tabelas 1 e 3, sobre a rentabilidade anual dos últimos seis anos

Fonte dos dados: Compilação do autor (2018), com base em estatísticas publicadas pelas autoridades monetárias de Hong Kong e de Macau.

É bem verdade que a performance dos investimentos é importante, seja para a reserva financeira de Macau, seja para o Fundo Cambial de Hong Kong. Se utilizarmos apenas o índice de Sharpe ou de Treynor para avaliá-la, constataremos um certo desvio. Já que é difícil definir o apetite do público ou dos investidores individuais pelo risco de mercado, isso terá reflexos sobre a aferição da performance. No entanto, os investimentos do governo em fundos necessitam de obter um voto de confiança do público e de contar com suporte legal. O governo tem que promover a coordenação política, entre o apetite pelo risco e um ponto de “stop loss” bem definido.

Da tabela 1, depreendemos que os investimentos da reserva financeira de Macau têm a peculiaridade de se concentrarem num portfólio reduzido, especialmente de activos que sofrem uma influência mais forte das flutuações do mercado de acções, com baixa diversificação e alta vulnerabilidade. Em comparação com os ganhos do HKEF, é fácil perceber que estes se mantêm num âmbito razoável em termos de diversificação para evitar riscos. No que concerne à relação entre os objectivos de investimento nas duas regiões e a existência de indexação cambial, há também diferenças de índices de performance. Nos últimos seis anos, a taxa média de retorno dos investimentos é de 2.31% negativos em Macau, pior do que os 0.24% negativos em Hong Kong. De 1994 a 2017, o Fundo Cambial de Hong Kong registou uma taxa de retorno de 4.9%, ultrapassando a taxa média de inflação de 2.1%. Este é um feito em prol do qual o governo de Macau se deve esforçar. O retorno deve, pelo menos, manter-se acima da soma da taxa da inflação relativamente à de juros sobre os depósitos (custos de oportunidade).

Pelo facto de as reservas financeiras de Macau terem sido criadas 77 anos depois da sua contraparte de Hong Kong, vale a pena tomar por inspiração a experiência acumulada da região vizinha. Além de Xangai ter aprendido sobre o destino e as linhas de investimento com Hong Kong, também o governo da RAEM deve ajustar a proporção do portfólio dos seus investimentos financeiros propiciando maior diversificação e, assim, garantindo a estabilidade do seu desenvolvimento. Em nossa opinião, o ajuste à estratégia de desenvolvimento deve ser criativo. Para além de buscar rendimentos incrementais seguros ao adquirir títulos, os investimentos de longo prazo sustentáveis também são seguros, pelo que sugerimos agregar investimento de capital produtivo à carteira.

IV. Inspirando-se em Hong Kong: aliando a reserva financeira de Macau à ‘Faixa e Rota’

Dadas as oportunidades proporcionadas por “Faixa e Rota”, o governo da RAEM possui os excedentes financeiros necessários, sendo adequado alocar parte das suas reservas ao portfólio – o que servirá também como investimento. A julgar pelos estudos sobre a situação actual, evidentemente que não é mais possível depender apenas de estratégias de portfólio tradicionais, envolvendo investimentos de capital financeiro tais como moedas, títulos e acções. Ao considerar os elementos de incerteza nos mercados internacionais, o investimento em capitais produtivos é relativamente mais pragmático e tem riscos menores – muito embora o seu ciclo seja longo, que a sua taxa de retorno seja mais baixa e que fique fora da lista do portfólio.

Os países envolvidos na iniciativa “Faixa e Rota” são todos mercados emergentes, com imensa procura por infra-estruturas e com alto potencial de capitalização. Embora esses projectos estejam a ser realizados longe de Hong Kong, a sua capitalização pode ser realizada na RAEHK. A região adjacente possui muitos canais de financiamento, incluindo a sua bolsa de valores, o mercado de títulos, os empréstimos bancários e as participações privadas. Ademais, há recursos humanos especializados na gestão dos riscos. Isso satisfaz a procura de investimentos em infra-estruturas no contexto da “Faixa e Rota”. Por isso, o governo da RAEHK, em Julho de 2017, criou o Gabinete para a Facilitação de Financiamentos em Infra-estruturas (Infrastructure Financing Facilitation Office, acrónimo inglês IFFO), como instituição subordinada à estrutura da Autoridade Monetária.

Como indica a sua denominação, o objectivo do IFFO é franquear recursos para projectos, reunindo as principais partes envolvidas, isto é, os bancos de desenvolvimento, os investidores, os bancos comerciais e as empresas relacionadas com os projectos. Assim, o IFFO é capaz de estimular e operacionalizar o investimento (e o respectivo financiamento) em projectos de infra-estruturas nos países da “Faixa e Rota”. Esse Gabinete tem por função institucional servir de plataforma para a troca de informações e partilha de experiências, elevando as suas capacidades e conhecimentos técnicos no tema, ampliando o mercado, desenvolvendo os produtos de investimento e induzindo os investimentos, naturalmente.

Actualmente, o IFFO conta com um total de 87 parceiros, que podem ser classificados em dois grandes grupos: provedores de fundos e gestores de infra-estruturas. Em relação ao primeiro, há os bancos de desen-

volvimento e os “policy banks”, por exemplo, a Companhia Internacional de Finanças (IFC), subordinada ao Banco Mundial, o Banco Asiático de Desenvolvimento (ADB), o Banco Nacional de Desenvolvimento, o China Exim Bank, etc. Os provedores de recursos incluem os investidores dedicados exclusivamente a operações de médio e longo prazo, tais como o Fundo Faixa e Rota e o Fundo China-África. Adicionalmente, os grandes investidores institucionais do estrangeiro, que buscam retornos estáveis de longo prazo, também se tornaram parceiros do IFFO, tais como os fundos de pensões famosos. Os gestores de infra-estruturas possuem conhecimentos técnicos e capacidade técnica na área de desenvolvimento de projectos, a saber Companhia de Electricidade e Energia da China (CLP), Companhia de Caminhos de Ferro de Transportes de Massas (MRT) e Companhia Três Gargantas da China. Tais empresas já estão envolvidas nos projectos em curso, podendo partilhar as suas experiências com os parceiros do IFFO.

Ao criar o Gabinete para a Facilitação de Financiamentos em Infra-estruturas, Hong Kong ofereceu duas opções para desenvolver a utilização das reservas financeiras do governo da RAEM. A primeira delas é criar uma instituição congénere, responsável por aliar Macau às oportunidades da “Faixa e Rota” e de viabilizar um novo tipo de objectivos de investimento – instrumentos de capitalização. A segunda escolha é tornar-se um parceiro do IFFO, sob a Autoridade Monetária de Macau. Essas duas opções têm diferentes modelos e margens de desenvolvimento. Na primeira, ao criar o seu próprio IFFO, Macau terá de enfrentar o desafio global de criar recursos humanos, especialização técnica e plataformas de rede; além disso, há riscos maiores nesta opção. Na outra, Macau reduz os riscos de investimento ao associar-se ao IFFO, embora a margem de desenvolvimento se restrinja à (grande) plataforma criada por Hong Kong – algo de que, diga-se de passagem, Macau carece. Entre essas duas opções, reconhecemos que a segunda é mais passiva; porém, para cumprir com as obrigações para com o governo central no domínio da “Faixa e Rota” e também para somar um novo objectivo de investimento das reservas financeiras, mesmo que seja para fazer um investimento perdido, acreditamos que não haverá problemas em termos de responsabilização política.

Conclusão

Os investimentos das reservas financeiras são apoios financeiros que devem ser geridos permanentemente. Estabilidade e boa performance são responsabilidades do governo. Se utilizarmos a teoria dos investimentos

internacionais para analisar a eficiência dos investimentos das reservas financeiras de Macau, constatamos que a atitude do governo da RAEM é mais conservadora. A análise dos dados revela que a taxa de inflação é frequentemente mais elevada do que a taxa de retorno dos investimentos feitos pelo governo com as suas reservas financeiras, prejudicando a percepção do público sobre a sua performance. Em 2017, a taxa de retorno obtida pela primeira vez registou um crescimento positivo, o que se explica por factores benéficos, tais como os ajustes do portfólio feitos pela Autoridade Monetária e a queda da taxa de inflação. Apesar dos limites que representa a indexação ao dólar de Hong Kong e a sua dependência económica, ainda é possível discutir como realizar ajustes estruturais na economia local por meio dos investimentos das reservas financeiras. Os métodos viáveis incluem a criação de um fundo soberano e a realização de investimentos de capital produtivo no exterior. Ao mesmo tempo, o emprego razoável das reservas financeiras pode instrumentalizar a política macroeconómica da RAEM.

Ao compararmos os investimentos que Hong Kong e Macau realizaram com as suas respectivas reservas financeiras, verificamos que há diferenças muito evidentes, as quais se manifestam, principalmente, em quatro áreas: estratégia, operação, composição do portfólio e performance. Em termos do tipo de investimento, além de seguir a linha adoptada pelo Fundo Cambial de Hong Kong, para facilitar a diversificação da sua carteira, a RAEM também deve ajustar a proporção dos activos. Neste sentido, torna-se necessário reconsiderar os títulos que garantem retornos incrementais e seguros, podendo agregar ao seu portfólio investimentos sustentáveis de longo prazo e os feitos sobre o capital produtivo.

Actualmente, a iniciativa “Faixa e Rota” oferece oportunidades de investimento em instrumentos de capitalização de projectos. Nesse contexto, o governo da RAEM pode considerar duas alternativas: agregá-los ao portfólio mantido pelas suas reservas financeiras ou criar uma instituição no território que possa servir como plataforma de capitalização internacional. A Autoridade Monetária de Hong Kong proporciona muitas experiências que Macau pode seguir por referência, seja no que se refere ao “elemento humano” da gestão, seja nas formas de aprimorar a performance dos investimentos. Adicionalmente, Macau necessita, e muito, de valorizar a formação e a captação de recursos humanos nas áreas das finanças e da economia – uma vez que a gestão das reservas financeiras e dos investimentos depende exactamente desse “elemento humano”.