



Eurobonds, uma boa opção?

Os títulos soberanos emitidos em mercados internacionais de capitais têm-se tornado muito populares entre os países africanos, uma vez que, estes empréstimos normalmente possuem taxas de juros fixas (ou taxas pré-determinadas), o que limita o risco de taxa de juros desses instrumentos. Por outro lado, as *eurobonds* estão mais expostas ao risco cambial, dado que são remuneradas em moeda estrangeira. Angola já emitiu cerca de USD 7 mil milhões em menos de uma década...

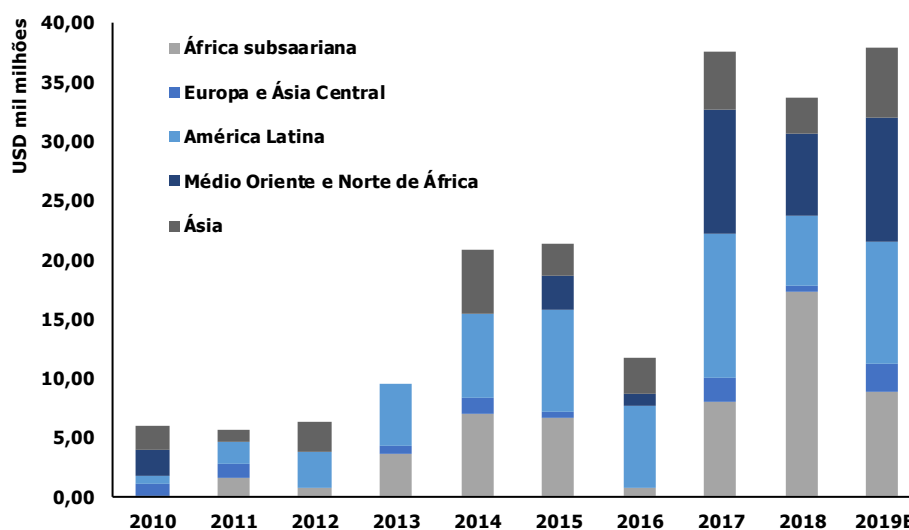
Novembro de 2019

Países da África subsaariana já emitiram mais de USD 10 mil milhões em *eurobonds*...

As *eurobonds* são títulos de dívida denominados numa moeda diferente da moeda nacional do país e numa praça internacional. Estes títulos geralmente possuem um pagamento de cupão fixo e têm, geralmente, um prazo de vencimento de 5 a 30 anos sugerindo que, em princípio, o risco de taxa de juro é baixo. Estas obrigações são totalmente reembolsadas no vencimento.

Os títulos soberanos são uma das fontes de financiamento mais populares em muitos países da África subsaariana (ASS). Tal acontece, pois, impõe menos condições do que outros empréstimos disponíveis, como o Fundo Monetário Internacional (FMI). Embora as fontes de financiamento interno, como as receitas fiscais, tenham aumentado nos últimos anos devido a um alargamento da base tributária, por vezes não são suficientes para a gestão corrente de tesouraria. Como resultado, vários governos têm recorrido à emissão de *eurobonds* nos mercados internacionais para complementar o financiamento interno, uma vez que apresentam taxas de juro mais reduzidas.

Figura 1: Emissão de títulos por região



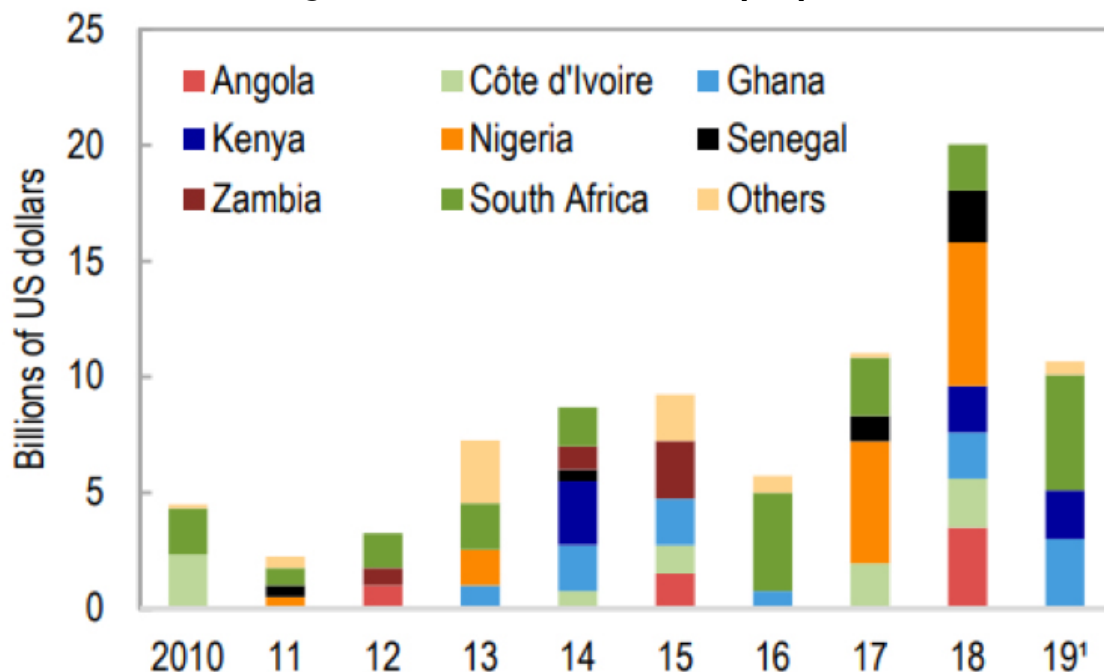
Fonte: IMF, Global Financial Stability Report, October 2019.

Antes de 2006, a África do Sul era o único país subsaariano a emitir títulos soberanos denominados em moeda estrangeira. Em Setembro de 2006, as Seychelles emitiram obrigações nos mercados internacionais no montante de USD 200 milhões. Desde então, vários outros países da região (Gana, Gabão, Senegal, Nigéria, Namíbia, Costa do Marfim, Zâmbia, Ruanda, Quénia, Etiópia, Angola, Camarões, Moçambique, República do Congo) emitiram *eurobonds*, com valores geralmente variando de USD 500 milhões a USD 1.500 milhões¹.

¹ Nos últimos anos têm sido emitidos títulos com montantes mais elevados, tendo o recorde sido da África do Sul no valor de USD 5 mil milhões a Setembro de 2019.

Em 2018 registou um pico de emissões, sendo que a Nigéria e Angola lideraram no montante emitido. Em 2019, os países da África subsaariana já emitiram mais de USD 10 mil milhões em eurobonds, sendo que a África do Sul se encontra no pódio.

Figura 2: Emissão de eurobonds por país



Source: Bloomberg Finance L.P.

Data as of September 2019

Fonte: IMF, World Economic Outlook, October 2019

O interesse dos investidores, particularmente dos EUA e da Europa, em adquirir eurobonds da ASS tem sido muito alto...

O processo de emissão de um vínculo soberano é pouco transparente e geralmente os governos contratam subscritores para fazer a maior parte desse trabalho. Por exemplo, o Deutsche Bank, o

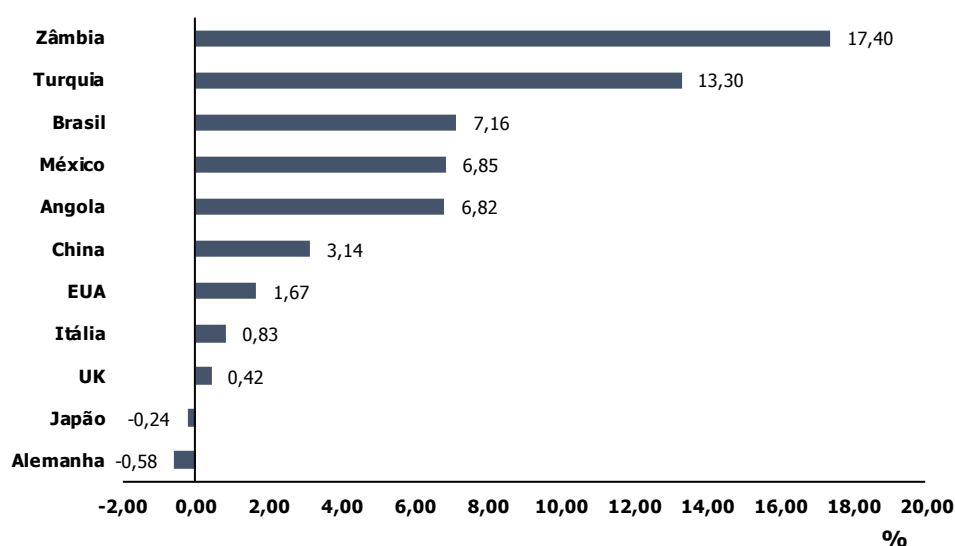
Barclays e o Citibank conseguiram muitas das emissões dos países africanos. Nesse caso, os subscritores actuam como intermediários entre os emissores de obrigações e os compradores.

O interesse dos investidores, particularmente dos EUA e da Europa, em adquirir títulos da ASS tem sido muito alto, na medida em que quase todas as eurobonds registaram uma procura muito superior à oferta, como foi o caso das eurobonds de USD 750 milhões emitidas pela Zâmbia em Setembro de 2012. Este título recebeu ordens dos investidores no valor de USD 11.000 milhões, mais de doze vezes o valor que o país pretendia. Além das eurobonds da Zâmbia, o mesmo sucedeu com as obrigações de USD 400 milhões do Ruanda em 2013, de USD 500 milhões do Senegal

em 2014, de USD 750 milhões da Costa do Marfim em 2014 e das emitidas por Angola tanto em 2018 como em 2019. Vários países têm visto as suas taxas de rendibilidade cair imediatamente no mercado secundário, sugerindo também que as taxas de juro emissoras tinham sido estabelecidas a valores muito elevados.

O forte interesse dos investidores nos títulos dos países da ASS é resultado de, para além do crescimento económico do continente (4,1% em média de 2009 a 2019), principalmente devido aos baixos níveis de taxas de juro nos EUA e nos mercados desenvolvidos, como um todo. Essas baixas taxas de juro motivaram os investidores a procurar activos mais rentáveis e estes encontraram nos *eurobonds* dos países da ASS um investimento com rendimentos muito superiores aos oferecidos por outros títulos soberanos nos mercados desenvolvidos.

Figura 3: Taxas de juro dos títulos soberanos a 10 anos



Fonte: Bloomberg, IMF, World Economic Outlook, October 2019

Nota: Para Angola e Zâmbia utilizou-se as taxas das obrigações com vencimento em 2025 e 2024. Taxas de juro do dia 27 de Setembro.

Realça-se que o aumento do endividamento externo das economias africanas aumenta a sua vulnerabilidade relativamente a choques económicos. Dentre estes países, quase metade está perto da data de vencimento das suas obrigações, sendo que alguns procuram activamente formas de refinanciar os títulos. Os títulos em si carregam um prazo de vencimento médio de dez anos e, portanto, a maioria desses títulos será vencido entre 2020 e 2026.

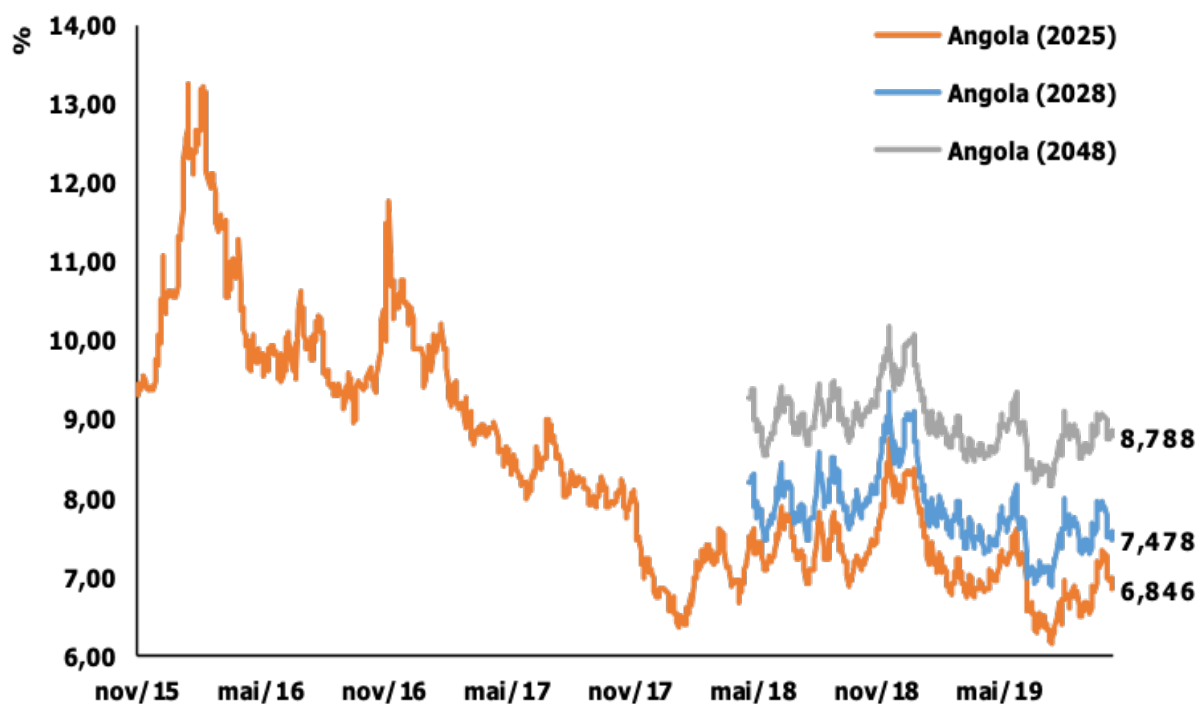
Angola emite novas *eurobonds* no valor de USD 3 mil milhões...

A Agosto de 2012 foram registadas obrigações em moeda externa angolanas com uma estrutura pouco usual. O Governo angolano pediu emprestado USD 1.000 milhões ao segundo maior banco russo, o VTB, a uma taxa de cupão de 7% com uma maturidade de 7 anos.

Já em 2015, as *eurobonds* angolanas foram emitidas a uma taxa de 9,5% com uma maturidade de 10 anos em cerca de USD 1.500 mil milhões, sendo que os principais objectivos eram a diversificação das fontes de financiamento externo, o estabelecimento de fontes de financiamento de longo prazo e o impacto positivo em termos de avaliação das Agências de Notação de Risco.

Em 2017, o comportamento da remuneração exigida pelos investidores para aquisição das *eurobonds* angolanas teve uma tendência decrescente que foi suportada pelo desempenho positivo do preço internacional do petróleo, que encerrou o ano em 66,87 USD/barril. A *yield* situou-se em 6,88% no mês de Dezembro, tendo reduzido 3,40 p.p. desde o início de 2017 quando se fixava em 10,27%.

Figura 4: Taxas de juro das *eurobonds* angolanas



Fonte: Bloomberg

Em 2018, o governo angolano emitiu cerca de USD 3 mil milhões em eurobonds por meio de duas emissões de dívida de 10 e 30 anos, com taxas de juros de 8,25% a 9,5%, respectivamente.

A 19 de Novembro de 2019, o governo angolano volta a emitir novas *eurobonds* no valor de USD 3 mil milhões e novamente divididas entre duas parcelas:

- Uma parcela com maturidade de 10 anos, com um valor nominal de USD 1,75 mil milhões, com uma taxa de juro do cupão fixada em 8,00%; e
- Uma parcela com maturidade de 30 anos, com um valor nominal de USD 1,25 mil milhões, com uma taxa de juro do cupão fixada em 9,125%.

Note-se que as taxas de cupão das emissões de 2019 foram emitidas com taxas de juro mais baixas que em 2018, porém a procura voltou a superar a quantidade oferecida tendo atingido USD 8,44 mil milhões. Esta emissão surge numa altura em que se perspectiva que a dívida pública se situe em 97% do PIB em 2019 (OGE 2020).

Os países da ASS que pretendem emitir *eurobonds* devem garantir que o rendimento dos títulos vai ser usado para financiar investimentos produtivos...

Devido aos desafios da economia global (tensões comerciais, enfraquecimento das moedas e manutenção de um preço do petróleo em baixa) as condições actuais do mercado são desfavoráveis às economias da África Subsaariana e, portanto, os países que pretendam emitir *eurobonds* devem garantir que o rendimento dos títulos vai ser usado para financiar investimentos produtivos.

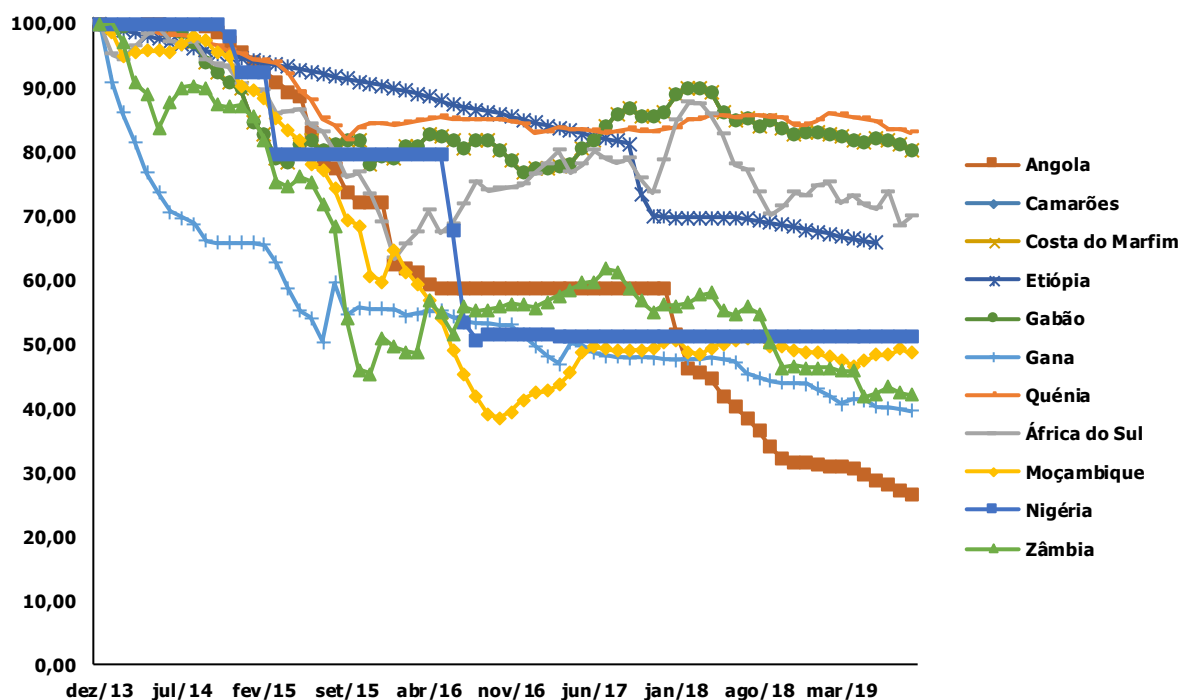
O custo financeiro das *eurobonds* é o primeiro factor chave. O risco aliado à variação da taxa de câmbio deve ser considerado, sendo necessário garantir a capacidade de aumentar os recursos em moeda externa (receitas das *commodities*) para o reembolso da dívida.

Paralelamente à entrada dos países africanos subsaarianos nos mercados internacionais, desde 2014 vários países têm assistido à depreciação das suas moedas em relação ao Dólar americano. Poderá esta variação cambial ser uma ameaça à capacidade dos governos africanos de reembolsar os seus investidores? Com a depreciação das moedas africanas, como o cedi ganês, a naira nigeriana e o kwanza angolano, o endividamento denominado em dólares norte-americanos torna-se mais caro quando convertido em moeda nacional. Mas quão mais arriscado é emitir dívida soberana africana dada estas depreciações da moeda?

A vulnerabilidade ao risco cambial aumenta se o governo depender de receitas internas. No entanto, mesmo que as receitas sejam em moeda externa, por vezes dependem das exportações de uma ou duas *commodities*, criando vulnerabilidade face a oscilações dos preços destas. No caso de Angola, existe uma dependência forte em relação ao petróleo. O petróleo conta com 90% das exportações angolanas e ainda cerca de 40% das receitas fiscais do Estado, sendo a principal

contribuição para as reservas internacionais. Desde que o preço do petróleo caiu no segundo semestre de 2014, prejudicando assim as receitas fiscais, o Banco Nacional de Angola optou por desvalorizar o kwanza faseadamente, atingindo uma desvalorização acumulada ² de cerca de 79% face ao dólar. A estrutura da conta de bens angolana caracteriza-se também por uma forte dependência das importações, o que combinado com a menor entrada de moeda externa no país tem levado a uma redução acelerada das reservas internacionais líquidas desde meados de 2014.

Figura 5: Variação cambial face ao dólar norte-americano



Fonte: IMF, International Financial Statistics (IFS), Monthly Update

No curto prazo, a emissão de obrigações em moeda externa tem efeitos bastante positivos como o aumento das reservas internacionais que cria maior confiança na taxa de câmbio e na capacidade de o banco central a defender. Já no longo prazo, o risco relativamente à variação cambial não deve ser subestimado. A título de exemplo, de acordo com um estudo do FMI, o custo para o Tesouro do Gana de pagar uma dívida equivalente nos mercados locais, teria sido menor do que as emissões de títulos denominadas em dólares de 2007 e 2013. Os riscos do empréstimo em moeda internacional são, geralmente, elevados em oposição aos de empréstimos em moeda nacional. Note-se que o *spread* entre a remuneração das obrigações em moeda nacional e externa só é relevante se o país tiver capacidade para pagar, i.e., tiver capacidade para gerar rendimentos em moeda externa num período de aproximadamente 10 anos. Por conseguinte, os países devem continuar a desenvolver os seus mercados financeiros nacionais, a fim de lhes permitir emitir

² Cálculo entre Junho de 2014 e 20 de Novembro de 2019.

títulos em moeda local. Este será um *hedge* de longo prazo dos riscos do empréstimo de moeda externa.

Os países da ASS que pretendam emitir *eurobonds* terão, portanto, que usar instrumentos de gestão do risco financeiro, como derivados (opções e *swaps* cambiais) que evitarão aumentos dos valores nominais das suas obrigações. Os Camarões, por exemplo, obtiveram um acordo de *swap* cambial de EUR 500 milhões do Banco Africano de Desenvolvimento para a emissão de *eurobonds* de USD 750 milhões em Novembro de 2015.

Além disso, destacamos que, geralmente, estes países possuem elevados níveis de reservas em moeda externa o que torna este tipo de financiamento menos “atractivo” numa óptica financeira, i.e., tendo em conta as baixas taxas de juro praticadas nos países desenvolvidos (ver Figura 3) conclui-se que a rentabilidade dos depósitos em moeda externa dos governos é inferior às taxas de juro pagas pelos empréstimos em moeda externa. Vejamos o caso de Angola que se financiou em torno de 8% e 9%. Supondo que as reservas internacionais são aplicadas somente em títulos públicos de países desenvolvidos (os ditos activos seguros), que hoje se encontram em taxas em torno de 0% ou mesmo negativas, concluimos que seria mais vantajoso o uso das reservas em detrimento da contracção de novos empréstimos.

O segundo risco fundamental na aquisição de títulos soberanos reside na sustentabilidade da dívida. Este é o risco associado à má gestão das *eurobonds*. Este financiamento acaba, por vezes, a ser investido em infra-estrutura de cariz social (por exemplo, hospitais, escolas, estradas, entre outros) não geradoras de rendimento a curto-prazo, em que o governo não consegue gerar os fundos necessários para reembolsar o empréstimo.

Outro factor de risco consiste na classificação da dívida soberana pelas agências de rating. As classificações de crédito são um factor importante no processo de emissão de dívida. O rating do crédito soberano consiste numa avaliação da sua capacidade e disposição para cumprir as suas obrigações financeiras na íntegra e no tempo definido.

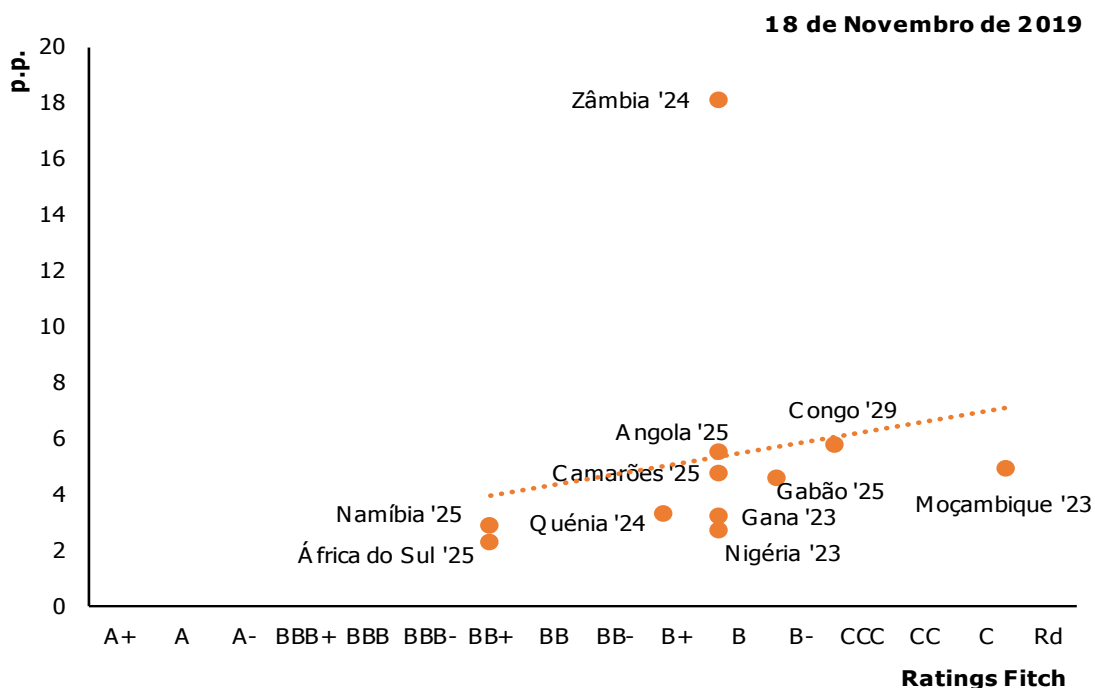
Figura 6: Classificação da dívida soberana pelas agências de rating

	Categoria	Moody's	Standard&Poor's	Fitch
Grau de investimento	A mais alta	Aaa	AAA	AAA
	Muito alta	Aa1, Aa2, Aa3	AA+, AA, AA-	AA+, AA, AA-
	Alta	A1, A2, A3	A+, A, A-	A+, A, A-
	Boa	Baa1, Baa2, Baa3, Baa4	BBB+, BBB, BBB-	BBB+, BBB, BBB-
Grau de especulação ("lixo")	Especulativa	Ba1, Ba2, Ba3	BB+, BB, BB-	BB+, BB, BB-
	Muito especulativa	B1, B2, B3	B+, B, B-	B+, B, B-
	Risco de default	Caa1, Caa2, Caa3, Ca	CCC+, CCC, CCC-, CC, C, D	CCC+, CC, C, RD, D

No que toca às classificações da África Subsaariana, todos os países intervenientes no mercado secundário através de *eurobonds* situam-se na categoria “lixo”, com excepção de África do Sul (é avaliado em Baa3 pela *Moody's*). Destaca-se ainda Moçambique, Congo e Zâmbia que se situam na categoria de risco de *default* (RD).

Relativamente a Angola, a classificação de crédito da *Fitch* foi estabelecida em B com perspectivas negativa, esta classificação foi dada no mês de Julho do ano corrente. A última revisão desta agência tinha sido efectuada em Dezembro de 2018, onde tinha uma perspectiva estável. A motivação por detrás da possível descida consiste na degradação da balança de pagamentos e no aumento das necessidades de financiamento do Governo. Já a classificação de crédito da *Standard & Poor's* para Angola é de B- também com perspectivas negativas. A classificação de crédito da *Moody's* para Angola foi relatada pela última vez em B3 com perspectivas estáveis. Em geral, uma classificação de crédito é utilizada por fundos soberanos, fundos de pensão e outros investidores para avaliar o valor de crédito de Angola, tendo assim um grande impacto nos custos dos empréstimos do país.

Figura 7: Correlação entre spreads com obrigações do tesouro norte-americano e ratings da agência Fitch



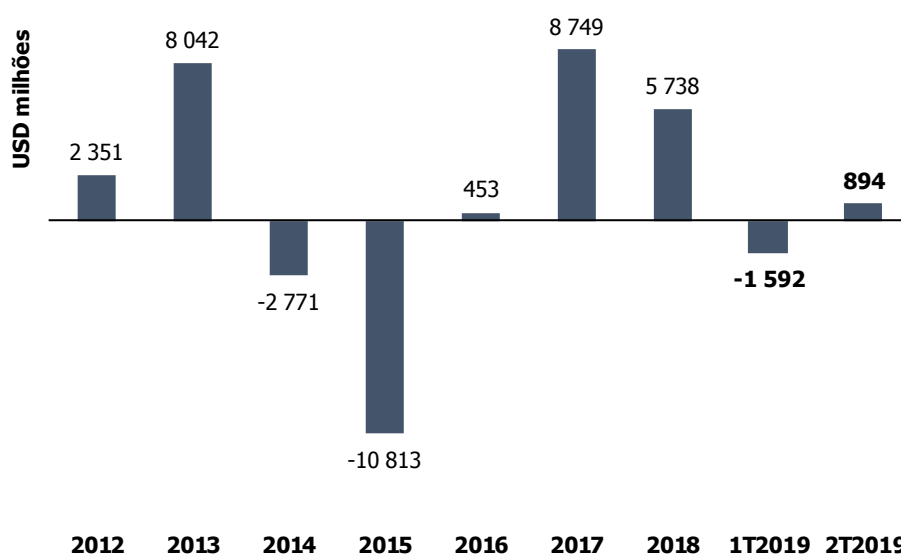
Fonte: Bloomberg e Country Economy

Existem alternativas como o investimento directo estrangeiro...

A resiliência de um país em absorver os possíveis choques de taxas de juros dependerá da extensão dos *buffers* de políticas, como ter dívida pública relativamente baixa, recursos fiscais suficientes, reservas cambiais suficientes para pagar as dívidas externas na data do vencimento e uma taxa de câmbio estável. Além disso, também é importante ter a capacidade de resistência estrutural, como o acesso a múltiplas fontes de financiamento externo e interno em termos favoráveis e níveis das reservas internacionais sustentáveis que garantam confiança aos investidores.

No entanto, nem todos os países agregam todas estas condições. No que toca à aplicabilidade do financiamento, o Banco Mundial e o FMI afirmam que “os títulos soberanos internacionais podem não ser a melhor opção para o financiamento do investimento em infra-estrutura” e recomendam uma combinação de parcerias concessionais e público-privadas. Contudo, as necessidades de financiamento destes países vão além das infra-estruturas, sendo crucial a entrada de moeda externa. Para tal, existem alternativas como o investimento directo estrangeiro. Note-se que este investimento não deve ser apenas direccionado para o sector petrolífero no caso de Angola.

Figura 8: Evolução do IDE em Angola 2012-2019



Fonte: BNA

O aumento da entrada de capital privado estrangeiro em Angola proporcionaria: diversificação da economia; aumento do emprego e da produção nacional; transmissão de know-how aos quadros nacionais; aumento da liquidez em moeda estrangeira no sistema bancário angolano; e aumento da credibilidade externa do país.

Contudo, é preciso apresentar um ambiente de negócio favorável e um contexto macroeconómico saudável de forma a atrair investidores externos, garantindo assim, expectativas de rentabilidade do investimento, entre as quais: estabilidade política; investimento público na melhoria das infra-estruturas; sistema tributário eficiente; sistema legal com padrões internacionais; e capacidade de repatriamento de capitais.

A mudança de regime cambial confere credibilidade à possibilidade de investimento em Angola, no entanto, várias medidas ainda são necessárias para que se torne num pólo de investimento estrangeiro não petrolífero.

Lista de referências

Amadou Sy. "Which African Countries are at Risk from the Current Market Turmoil?" *Africa in Focus*. (2014) <https://www.brookings.edu/blog/africa-in-focus/2014/02/07/which-african-countries-are-at-risk-from-the-current-market-turmoil/>

Cantor, Richard, and Frank Packer. "Determinants and impact of sovereign credit ratings." (1996).
Jahjah, Mr Samir. "Exchange rate policy and sovereign bond spreads in developing countries." *International Monetary Fund*. (2004).

IMF, Global Financial Stability Report: Lower for Longer, October 16, 2019

IMF, World Economic Outlook: Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barrier, October 15, 2019

IMF, Sub-Saharan Africa Regional Economic Outlook: Navigating Uncertainty, October 2019

Mu, Yibin, Peter Phelps, and Janet G. Stotsky. "Bond markets in Africa." *Review of Development Finance* 3.3 (2013): 121-135.

Punam Chuhan-Pole. "Africa's Pulse Abril 2014." *World Bank*, Washington, DC. (2014)

Olabisi, Michael, and Howard Stein. "Sovereign bond issues: Do African countries pay more to borrow?" *Journal of African Trade* 2.1-2 (2015): 87-109.

Este documento foi preparado pela Kitambo Business Consulting, Lda.

Autor da publicação:

Catarina Duarte, Consultora Económica

E-mail: catarina.duarte@easypeople.co.ao

Relatório completo a 20 de Novembro de 2019, 17:00 (GMT+1)

Relatório divulgado a 25 de Novembro de 2019, 12:00 (GMT+1)

Este relatório é divulgado somente pelo site da Kitambo Business Consulting.

Para mais informações visite www.kbc.co.ao



KITAMBO BUSINESS CONSULTING

Este relatório de pesquisa foi preparado pela Kitambo Business Consulting, Lda. Este é fornecido apenas para fins informativos e não deve ser considerado como uma oferta de venda ou solicitação de uma oferta de compra ou venda de instrumentos (ou seja, instrumentos financeiros aqui mencionados ou outros interesses no que diz respeito a tais instrumentos financeiros).

O relatório de pesquisa foi preparado de forma independente e exclusivamente com base em informações disponíveis publicamente que a Kitambo Business Consulting considera confiáveis. Apesar de ter sido tomado um cuidado razoável para assegurar que o seu conteúdo não é falso ou enganoso, não é feita nenhuma representação quanto à sua exactidão ou integridade sendo que a Kitambo Business Consulting não assume qualquer responsabilidade por qualquer perda directa ou consequential, incluindo, sem limitação, qualquer perda de lucros, decorrente da confiança neste relatório de pesquisa.

As opiniões aqui expressas são as opiniões dos analistas responsáveis pela elaboração do relatório de pesquisa e reflectem o seu julgamento de acordo com a data deste documento. Estas opiniões estão sujeitas a alterações e a Kitambo Business Consulting não se compromete a notificar qualquer destinatário deste relatório de tais alterações nem de quaisquer outras alterações relacionadas com as informações fornecidas aqui. A KBC não se responsabiliza por qualquer perda de qualquer pessoa com base nesta publicação.

A KBC é uma empresa de consultoria de gestão, fundada em Angola e conhecedora do mercado africano.

Para mais informações visite www.kbc.co.ao