

NOTA INFORMATIVA No 4.2018 | 8.05.2018

Emissão de Eurobond alarga curva de maturidades angolana

Juros foram elevados em relação a pares africanos, mas abaixo de 2015

A. DESCRIÇÃO

1 - Angola voltou aos mercados internacionais, depois da primeira emissão de Eurobonds a 10 anos em 2015.

A emissão ocorreu a semana passada, com a liquidação amanhã, dia 9 de Maio. Com o suporte de três bancos internacionais (Goldman Sachs, ICBC Standard e Deutsche Bank), Angola emitiu dívida em duas tranches, a 10 e a 30 anos. No prazo dos 10 anos, foram emitidos USD 1,75 mil milhões à taxa de juro de 8,25%. No prazo mais longo, o montante alocado totalizou USD 1,25 mil milhões, com um custo em juros de 9,375%. A procura chegou aos USD 9 mil milhões (com um pendor maior para a dívida a 10 anos), perfazendo 3 vezes a oferta.

B. ANÁLISE

1 - Analisando a taxa de juro com que o Governo se comprometeu, esta fica 1,25 p.p. abaixo da emissão anterior em prazo semelhante, de Novembro de 2015.

Assim, não obstante ser uma taxa acima da expectativa veiculada pelo Ministério das Finanças, trata-se de um financiamento mais favorável do que o acordado nessa altura. Mais ainda, o spread verificado face ao juro da dívida norte-americana (considerado o benchmark para a avaliação deste tipo de emissões) foi significativamente mais baixo: os 8,25% correspondem a um diferencial de 529 pontos base (p.b.), o que compara com um spread de 726 p.b negociado em 2015. Este diferencial serve como uma medida do risco da dívida angolana; **trata-se então de um indicador de que comporta menos risco investir em dívida angolana, na perspectiva do mercado.**

2 - Fazendo uma análise face aos pares internacionais, o juro pago pela dívida angolana é relativamente elevado.

Tomando o caso da dívida a 30 anos como exemplo, Angola pagará a taxa mais alta de todos os emitentes na África Subariana: África do Sul (5,65%), Senegal (6,75%), Nigéria (7,625%) e Quénia (8,25%). Em particular, é útil a comparação com a Nigéria, que é igualmente um país produtor de petróleo. Justifica-se a diferença tendo em conta, entre outros factores, o menor grau de dependência nigeriana das importações, nomeadamente no sector alimentar. No entanto, esta pode ser uma análise algo enganadora. Se é certo que isto indica que a dívida angolana é a mais arriscada deste conjunto de países, **é bastante relevante notar que houve apetite para uma emissão de dívida a 30 anos, o que significa um grau de confiança significativa no país.** Ou seja, dentro de todos aqueles países subsarianos que emitem dívida a 30 anos, Angola paga o juro mais elevado. Ainda assim, Angola entra no lote dos países que emitem dívida a um prazo tão longo, sendo que Senegal e Quénia emitiram pela primeira vez a 30 anos igualmente este ano. **Trata-se de um passo histórico para o alargamento da curva de maturidades angolana, surpreendendo pela positiva** – a expectativa central do mercado era de que fosse apenas emitida dívida a 10 anos.

O risco da Eurobond (2015) angolana tem descido, não só face aos EUA, mas face à Nigéria

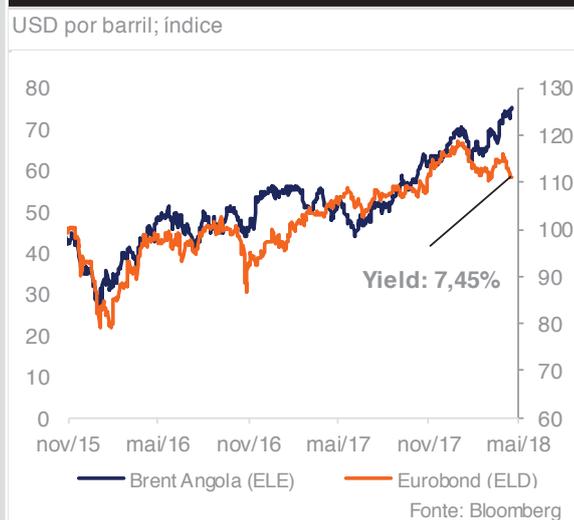


3 - A emissão destes USD 3 mil milhões tem uma importância bastante significativa nos planos de financiamento do Governo. De acordo com dados macroeconómicos publicados no site do Ministério das Finanças, as necessidades de financiamento a serem supridas por endividamento externo totalizam neste ano USD 9 mil milhões. Esta emissão garante, assim, 1/3 das necessidades programadas em dívida pública externa; adicionando os USD 2 mil milhões comprometidos pelo Banco de Desenvolvimento do Brasil (BNDES), juntamente com USD 500 milhões da Gemcorp, USD 500 milhões da UK Export Finance, asseguram-se 2/3 do financiamento externo programado, estando ainda em negociações outras linhas de crédito, nomeadamente com o ICBC Standard e o China Exim Bank.

O mercado secundário, juros da Eurobond emitida em Novembro de 2015 têm acompanhado a tendência do Brent, com excepção de divergência recente

1- É clara a correlação positiva existente entre a o preço da obrigação angolana a maturar em 2025 e o do petróleo desde o dia da emissão. Após chegar ao valor mínimo de USD 26,74 por barril a que foi vendido em Janeiro de 2016, o preço do petróleo Brent tem vindo a apreciar, tendo atingido um máximo de USD 75,21 por barril já em Maio deste ano, o nível mais alto desde Novembro de 2014. De igual modo, a Eurobond comercializou-se, em Janeiro de 2016, a um preço mínimo de 78,96, apresentando assim o yield implícito mais alto desde a emissão (13,24%), sendo que o preço e o juro se movem inversamente. Em contrapartida, o juro mínimo de 6,35% verificou-se Janeiro deste ano, visto que a obrigação cotava ao preço mais alto desde que foi emitida. Porém, após o início do roadshow, verificou-se uma divergência no comportamento entre o preço do Petróleo Brent e a Eurobond, pois enquanto o Brent apreciava a Eurobond descia. Este facto deveu-se provavelmente à posição vendedora de alguns detentores da dívida a maturar em 2025, que poderão ter vendido obrigações dessa anterior emissão de modo a poderem ter disponibilidade para participar na emissão que ocorreu este mês.

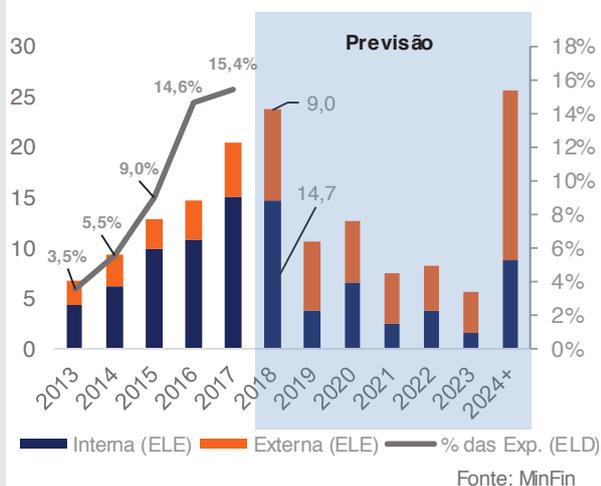
O valor da Eurobond com maturidade em 2025 tem flutuado com o preço do petróleo



4 - Apesar do sucesso desta emissão, o problema do refinanciamento da dívida continuará premente durante este ano e os próximos. Sendo verdade que os fundos obtidos permitem ao Governo algum grau de planeamento, e um pouco menos de navegação à vista, o benefício é limitado. Internamente, existem ainda necessidades de financiamento bastante elevadas, e as necessidades externas continuam a existir em 2019, e não há ainda garantia de que serão menores. Tudo dependerá do sucesso do Governo em alargar as maturidades da dívida a emitir. Além disso, o factor fundamental para a resolução do problema da dívida (além do crescimento económico) continuará a ser a consolidação orçamental. Será absolutamente necessário que o Governo cumpra o OGE que foi aprovado, na parte da despesa, utilizando qualquer margem que advenha das receitas petrolíferas (dado o preço do petróleo maior do que os USD 50 que serviram de base às contas iniciais) para pagar as dívidas atrasadas a fornecedores ou como almofada financeira, tal como foi já ponderado.

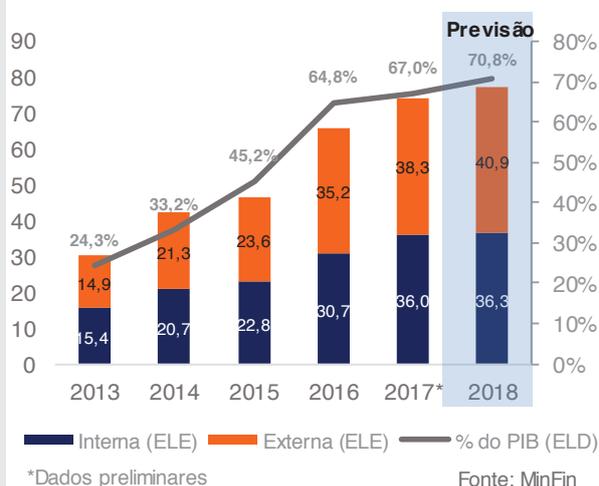
Reembolsos elevados nos próximos anos ainda sem contar com refinanciamento a ocorrer

USD mil milhões; percentagem



A dívida pública tem vindo a subir, embora de maneira menos acentuada a partir de 2016

USD mil milhões; percentagem



5 - A geografia de investidores que acorreram à emissão não foi demasiadamente concentrada, segundo fontes próximas à operação. Muito devido à promoção do Governo nestas zonas geográficas, a proveniência dos fundos foi maioritariamente dos Estados Unidos e Reino Unido, mas houve investimento de outras proveniências europeias. **O sinal mais positivo é relativo à presença de alguns investidores normalmente mais conservadores, como seguradoras e fundos de pensões.** Sendo a sua presença minoritária (como seria de esperar num activo de risco elevado), o facto de algumas destas instituições fazerem este investimento é um bom indicador da credibilidade que foi granjeada pelas autoridades angolanas. **Fontes próximas a investidores presentes no roadshow indicam as respostas das autoridades às dúvidas dos possíveis compradores foram detalhadas e assertivas, nomeadamente quanto às políticas a seguir no curto-prazo e às questões relacionadas com os níveis já elevados de dívida pública.**

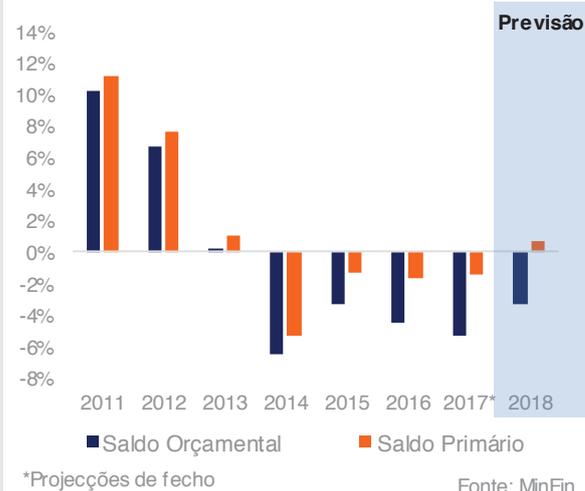
CI CONCLUSÃO

1 - Trata-se de uma emissão importante para o país, ainda que a um custo relativamente elevado.

É necessário notar que, para um país como Angola, assegurar financiamento a um prazo mais largo (como os 30 anos) é um passo importante para estabelecer uma relação mais profunda com os mercados internacionais, e que permitirá ao país ter melhores condições de se apresentar aos investidores. **O alongamento da curva é importante para estabelecer mais um indicador da percepção do mercado sobre o país, com utilidade para tomada de decisão ao nível do Governo, investidores (nacionais e estrangeiros) e empresários.**

Dívida apenas reduzirá com a garantia de um défice cada vez mais controlado

Percentagem do PIB



2 - Um facto igualmente relevante além do aumento da maturidade, é a diminuição da dependência de financiamentos bilaterais. Por exemplo, sendo certo que o financiamento oriundo da China foi importante para o país, garantindo disponibilidade de fundos quando não era fácil a sua obtenção noutras geografias, é igualmente necessário assegurar fontes diversificadas de financiamento, aumentando o poder negocial do país ao requerer fundos no exterior.

3 - Tal como referido, mantém-se a necessidade de continuada consolidação orçamental, com aumento da base de receita fiscal, e com a contenção da despesa onde possível. A dívida angolana está em patamares onde começa a ser questionada a sua sustentabilidade, e essa dependerá sobretudo da acção do Executivo angolano. Os investidores expuseram as suas dúvidas sobre essa mesma sustentabilidade, e as respostas das autoridades foram satisfatórias o suficiente para haver procura para este montante agora emitido. Resta agora cumprir com a estratégia; nesse sentido, **a entrada do FMI poderá constituir uma fonte importante de pressão**, já que a o que pressionava as autoridades anteriormente (a necessidade de emissão das Eurobonds) deixou de existir.

4 - Finalmente, ressalve-se que, apesar das taxas elevadas, não consideramos imprudente o endividamento adicional; de facto, este endividamento é necessário. O país endivida-se porque as necessidades de financiamento existem previamente; as alternativas à disposição do Executivo são cortar ainda mais na despesa orçamental (ou aumentar a receita), ou vender activos estatais; a primeira solução é a mais adequada, mas demorará tempo, a última pode ser expedita, mas terá apenas efeitos no presente, deixando as responsabilidades futuras por resolver. **Discordamos assim da visão de que será desadequado endividar-se mais, já que a utilização dos fundos seria questionável.** São duas questões distintas: tal como dito acima, as responsabilidades perante fornecedores, credores, funcionários públicos, povo angolano em geral, são prévias e independentes da emissão de nova dívida; é necessário acautelá-las, correndo o risco de default ou de agravar os problemas sociais já existentes. É, sim, fundamental, usar alguma folga que ocorra para – tal como foi ponderado pelo Executivo – saldar dívidas a fornecedores, e, por outro lado, continuar um percurso de responsabilidade orçamental, cada vez mais exigente. **Na verdade, na medida em que uma relação mais profunda com os mercados internacionais (ao invés de credores bilaterais) envolve um grau de reporte e fiscalização mais elevada, esta emissão poderá mesmo servir de continuado incentivo às reformas em curso.** Assim queiram os vários actores envolvidos.

Esta publicação destina-se exclusivamente a circulação privada. A informação nela contida foi obtida de fontes consideradas fiáveis, mas a sua precisão não pode ser totalmente garantida. As recomendações destinam-se exclusivamente a uso interno, podendo ser alteradas sem aviso prévio. As opiniões expressas são da inteira responsabilidade dos seus autores, reflectindo apenas os seus pontos de vista e podendo não coincidir com a posição do BFA nos mercados referidos. O BFA, ou qualquer afiliada, na pessoa dos seus colaboradores, não se responsabiliza por qualquer perda, directa ou potencial, resultante da utilização desta publicação ou seus conteúdos. O BFA e seus colaboradores poderão deter posições em qualquer activo mencionado nesta publicação. A reprodução de parte ou totalidade desta publicação é permitida, sujeita a indicação da fonte. Os números são expressos utilizando o ponto como separador de milhares e a vírgula como separador decimal e utilizando a designação de “milhar de milhão” para 10^9 .