

RISCO SOBERANO: O CASO DE ANGOLA

Ladislau Neves Francisco

Dissertação de Mestrado em Finanças

Orientação: Professor Doutor Luís Miguel Pacheco

Janeiro, 2016



UNIVERSIDADE PORTUCALENSE

Ladislau Neves Francisco

RISCO SOBERANO: O CASO DE ANGOLA

Dissertação a apresentar na Universidade Portucalense - Infante D. Henrique,
para obtenção do grau de Mestre em Finanças, sob orientação do Professor
Doutor Luís Pacheco.

Departamento de
Economia Gestão e Informática



UNIVERSIDADE PORTUCALENSE

Dedicatória

Dedico a minha mãe. Por todas as vezes que disse não, quando o que eu mais esperava era ouvir um sim.

A todos os membros da minha família, a verdadeira família. O sangue nos torna parentes; o estar presente, a consideração, o respeito e outros quinhentos nos tornam família!

Agradecimentos

Agradeço a todos os professores que souberam transmitir o conhecimento e por me terem ensinado que não há limitação além daquela que por falta de trabalho e/ou dedicação acabo por direta ou indiretamente aceitar. Em especial ao Professor Doutor Luís Pacheco, pela paciência, por ter disponibilizado horas dos seus dias para estar comigo e por sabiamente me ter indicado o caminho, quando perdido estive.

Agradeço também ao meu pai, meu irmão e irmãs pelo seu apoio e incentivo em todos os momentos.

Por fim, agradeço o apoio de todos os meus companheiros e amigos que estiveram comigo nesta luta. Vocês foram a verdadeira família que Deus me permitiu escolher.

Resumo

O rating soberano é cada vez mais uma ferramenta de análise importante, não só para os Estados mas também para as empresas que, através dos ratings, passam a ter uma ideia mais realista da saúde económica das entidades e da segurança associada a qualquer investimento. As agências de rating Moody's, Fitch e S&P continuam a ser as principais no que à avaliação do risco soberano diz respeito, no entanto, são cada vez mais alvo de críticas por parte de especialistas, por causa das insuficiências e falta de clareza dos métodos que utilizam. Não obstante, continuam a merecer a credibilidade dos Estados, empresas e instituições internacionais, como o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial. Depois da conquista da independência em 1975, Angola viu-se envolvida num conflito armado que apesar das intermitências, só terminou em 2002. Motivo este, que associado a muitos outros, fez com que a primeira avaliação de risco soberano de Angola tenha surgido apenas em 2010, feita pela Moody's e sob exigência do FMI. As mais recentes notas de avaliação de risco soberano de Angola foram revistas em baixa, no contexto da queda abrupta e contínua do preço do petróleo, que deixa o país numa situação económica delicada e merecedora de redobrada atenção. Nesta dissertação composta por cinco capítulos, distribuídos em três partes, objetivo é o de perceber a evolução e as determinantes do rating soberano de Angola desde o início da avaliação até aos dias de hoje, além do enquadramento do tema e da revisão da literatura, realizamos uma análise empírica a fim de perceber quais as variáveis mais importantes para as alterações na classificação de rating. Deste exercício percebemos que as variáveis Preço do petróleo e PIB per capita são as mais significativas para a determinação do rating, apresentando o sinal esperado. Concluimos o nosso trabalho apresentando algumas das suas limitações e esperando que o mesmo contribua para um maior conhecimento do tema e da realidade angolana.

Abstract

The sovereign rating is increasingly important analysis tools not only for States but also for companies through ratings now have a more realistic idea of the economic health of the entities and the security associated with any investment. The rating agencies Moody's, Fitch and S&P continue to be the main in the assessment of sovereign risk. However, they are increasingly criticized by experts because of the shortcomings and lack of clarity of their methods. Nevertheless, they continue to merit the credibility of states, companies and international institutions like the International Monetary Fund and the World Bank. After gaining independence in 1975, Angola found itself involved in an armed conflict that despite flashes, only ended in 2002. Reason for this, which associated with many others, made the first evaluation of sovereign risk has arisen only in Angola 2010 made by Moody's and under demand of the IMF. The latest assessment notes sovereign risk of Angola have been revised downwards in the context of the sharp and continuing decline in oil prices, which leaves the country in a difficult economic situation and deserving of careful attention. This dissertation consists of five chapters, in three parts, whose goal is to see the evolution and determinants of sovereign rating of Angola since the start of the evaluation until the present day. Besides the framework and the review of the literature, we conducted an empirical analysis in order to understand what are the most important determinants to changes in rating classification. We conducted that exercise and realized that the variables Oil price and GDP per capita are the most significant for determining the rating, with the expected sign. We conclude our work presenting some of its limitations and hope that it will contribute to a greater knowledge of the subject and the Angolan reality.

ÍNDICE

Introdução	13
Parte I - Gestão de risco financeiro: Fundamentação teórica	15
1. Risco de Mercado.....	15
1.1 Conceito de risco financeiro.....	16
1.2 Risco de liquidez.....	16
1.3 Risco de crédito.....	17
1.4 Risco soberano.....	17
1.5 Outros riscos.....	18
2. Rating.....	18
2.1 Definição.....	18
2.2 Tipos de Ratings.....	20
2.3 Agências de Rating.....	21
2.4 Escala de Rating.....	22
2.5 Metodologia para a definição de Ratings soberanos.....	23
2.6 Críticas e regulação das agências de Rating.....	28
3. Revisão de leitura.....	30
<u>Parte II - Angola</u>	35
4. História económica e social	35
4.1 Independência e economia planificada.....	35
4.2 O período após 4 de abril de 2002	36
4.3 Angola: situação macroeconomia atual.....	46
4.3.1 Produto interno bruto	46
4.3.2 Taxas de juro.....	48
4.3.3 Taxas de cambio	48
4.3.4 Balança de pagamentos.....	50
4.3.5 Sistema financeiro.....	53
4.4 Angola: perspectivas.....	60

Parte III - Exercício empírico	64
5 Análise das determinantes do Rating de Angola	64
5.1 Metodologia e hipótese a testar.....	64
5.2 Dados a utilizar.....	66
5.3 Apresentação e discussão dos resultados empíricos.....	69
5.4 Discusse discussão dos resultados empíricos.....	70
Conclusão	72
Referências Bibliográficas	74

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 – Comportamento PIB de Angola de 2009 a 2013 segundo CEIC da UCAN.....	46
Tabela 2 – Comportamento PIB de Angola de 2009 a 2013 segundo FMI.....	47
Tabela 3 – Entrada e saída de dinheiro.....	51
Tabela 4 - Número de Instituições bancárias autorizadas em Angola.....	53
Tabela 5 – Distribuição da amostra com base no género.....	63
Tabela 6 – Distribuição da amostra com base na idade... ..	65
Tabela 7 – Distribuição da amostra por curso.	65
Tabela 8 – Distribuição da amostra com base no género.....	67
Tabela 9 – Divisão do questionário do Alunos.....	68
Tabela 10 – Divisão do questionário dos professores.....	69

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico nº 1: Evolução do preço do barril de petróleo	38
Gráfico nº 2: Evolução do Preço do barril de petróleo entre 2009 e 2012.....	39
Gráfico nº 3: Crescimento tendencial entre 2003 e 2013.....	39
Gráfico nº 4: Eficiência do investimento público	45
Gráfico nº 5: Taxa de crescimento do PIB de Angola.....	47
Gráfico nº 6: Evolução da Taxa de Câmbio	48
Gráfico nº 7: Reservas Internacionais.....	49
Gráfico nº 8: Evolução das Exportações (Sector Petrolífero)	50
Gráfico nº 9: Evolução das Exportações (Sector não Petrolífero)	51
Gráfico nº 10: Comportamento da diferença (E-S) Entrada e Saída de dinheiro.....	52
Gráfico nº 11: Variação das Reservas (- aumento)	52

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Escala (notas) de Rating global.....	23
Figura 2: Notas das Agências de Rating.....	57

Índice de Abreviaturas

BESA – Banco Espírito Santo Angola

BNA - Banco Nacional de Angola

BVDA – Bolsa de Valores e Derivativos de Angola

CDO - *Collateralized Debt Obligations*

CEIC - Centro de Estudos e Investigação

CESR - Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários

CPM - Controlo de Política Monetária

DIV - Dívida pública

DIVX - Dívida Externa

FMI – Fundo Monetário Internacional

FNLA – Frente Nacional de Libertação de Angola

IDH – Índice de Desenvolvimento Humano

INE – Instituto Nacional de Estatística

INF - Inflação

INV - Investimento

KZ - Kwanzas

MPLA – Movimento para a Libertação de Angola

OGE - Orçamento Geral do Estado

PET - Petróleo

PIB – Produto Interno Bruto

PND – Plano Nacional de Desenvolvimento

RAT - Rating

RIL - Reservas Internacionais Líquidas

S&P - Standard & Poor's

UCAN - Universidade Católica de Angola

USD - Dólar norte-americano

UNITA – União Nacional para a Independência Total de Angola

Introdução

No mundo de hoje, as decisões de investimento já não se prendem apenas às questões relacionadas com a proximidade das matérias primas ou com o potencial do novo mercado. Hoje em dia, mais que um mercado alargado ou com muito potencial para crescer, as empresas e instituições internacionais baseiam as suas decisões de investimento num conjunto de informações pois, afinal, tal como na vida real, temos maior tendência de emprestar dinheiro a pessoas que nos inspirem confiança, quer pela proximidade ou pelo maior nível de informação que temos sobre a pessoa em questão. Encontramos nestas informações garantias que, por motivos vários, acabam por garantir o reembolso do nosso empréstimo. No mundo financeiro, a realidade não é diferente, embora, a informação exigida seja muito mais pontual exigente e precisa. O conjunto destas informações é o Rating.

Nos dias que correm, e em função de um conjunto de várias situações que fazem a realidade, tal como as empresas precisam mostrar-se credíveis para merecerem a aposta dos investidores, os Estados também são submetidos a uma exaustiva avaliação da sua capacidade de honrar os compromissos financeiros, de modo a garantir que obtenham facilidade na obtenção de empréstimos por parte de instituições internacionais e até sejam mais apetecíveis para investimento por parte das empresas multinacionais.

Neste trabalho, vamos analisar a questão do risco soberano de Angola. A sua tendência de evolução e, naturalmente, uma série de aspectos macroeconómicos e não só que influenciam de forma direta aquilo que é a avaliação final de rating do país. Sendo que o objetivo geral é perceber qual a evolução do rating soberano de Angola desde o início da avaliação até aos dias de hoje, e o objetivo específico é perceber qual o peso de cada uma das variáveis macroeconómicas para a nota final.

Além do alcance dos objetivos propostos, voltamos também a nossa atenção para a resposta à seguinte pergunta de partida: **No caso de Angola, quais as variáveis determinantes para uma variação positiva ou negativa desta nota de rating que as agências atribuem?**

Na busca pelo alcance dos objetivos e por uma resposta à pergunta de partida, elaboramos um trabalho com cinco capítulos integrado em três partes, onde na primeira - **Gestão de risco financeiro: Fundamentação teórica** - analisamos as

questões relacionadas com risco financeiro, rating e ainda uma efetuamos uma revisão de alguma literatura relacionada com o tema.

Na segunda parte, focamos a nossa atenção em Angola. Abordamos um pouco sobre a história do país, mas o maior foco é dado aos aspetos macroeconómicos, com destaque para a análise à balança de pagamentos e ao sistema financeiro.

Já na terceira e última parte, abordamos a questão do risco soberano de Angola. Realizamos um exercício empírico e em função de tudo que vimos antes, fazemos uma avaliação das perspetivas futuras.

É importante frisar que o presente trabalho foi baseado nas normas habituais de metodologia científica, sendo que podemos com segurança afirmar que a análise é mista, ou seja, qualitativa e quantitativa.

Esperamos com este trabalho compreender os métodos usados para avaliação do rating e trazer um contributo para a questão da avaliação do rating soberano de Angola. Embora saibamos que a questão da avaliação do rating soberano, exige estudo contínuo.

PARTE I - Risco financeiro: Fundamentação teórica

1. Conceito de Risco financeiro

De acordo com as Normas Internacionais de Contabilidade, o risco financeiro designa o risco de uma possível alteração futura numa ou mais taxas de juro, preços de instrumentos financeiros, preços de mercadorias, taxas de câmbio, índices de preços ou taxas, notações de crédito ou índices de crédito ou outra variável especificada, desde que, no caso de uma variável não financeira, a variável não seja específica de uma parte do contrato.

As decisões financeiras quase nunca são tomadas em ambiente de total certeza em relação aos seus resultados. Como estas decisões estão em grande parte voltadas para o futuro, a incerteza deve ser tida como um factor preponderante nas operações do mercado financeiro.

Sempre que há incerteza associada à verificação de um evento, podemos dizer que a decisão está ser tomada sob uma situação de risco. Desta forma, o risco pode ser entendido pela capacidade de avaliar o estado de incerteza de uma decisão mediante o conhecimento das probabilidades do inesperado (inconveniente) acontecer.

Existem inúmeros conceitos de risco, mas todos convergem no facto de se tratar da probabilidade de ocorrência de situações inesperadas, como mostram os conceitos abaixo:

Estamos perante uma situação de risco quando existe a probabilidade de uma determinada situação ter um resultado que não é o desejado (Pinho, Valente, & Madaleno, 2011). Tal como afirma Wilk (2000), *“a ideia de risco está diretamente associada às probabilidades de ocorrência de determinados resultados em relação a um valor médio esperado (retorno esperado). É um conceito voltado para o futuro, revelando possibilidade de perdas financeiras”*.

De forma mais sintetizada, podemos afirmar que no mundo financeiro, risco é o potencial que o investimento tem de não proporcionar o resultado antecipado ou esperado. E isto poderá originar ganhos inferiores ao esperado, mas também e em situações não excepcionais, poderá significar a perda de todo o investimento e até mais do que o valor investido.

Apesar de como vimos acima, o risco consubstanciar-se na possibilidade de insucesso num investimento, resultando em perdas por vezes até superiores ao valor

investido, existem vários tipos de risco. Apesar de segundo vários autores existir um universo muito grande de tipos de riscos, optamos por trazer aqueles que, em nosso entender, mais se enquadram ao teor e tipo de abordagem do presente trabalho:

1.1.Risco de mercado

O risco de mercado é o constante potencial que uma carteira de títulos tem de sofrer perdas devido a flutuações nos fatores de risco do mercado. Estes são os componentes de um mercado que são frequentemente voláteis e exercem uma pressão significativa nos preços. Os fatores de risco de mercado mais relevantes são:

- Preços das ações
- Taxas de juro
- Taxas de câmbio
- Preços das matérias-primas

Estes são os quatro fatores chave, dado que são os que mais pressão exercem no mercado.

É importante frisar que o risco de mercado é por muitos autores entendido por volatilidade.

1.2.Risco de liquidez

O risco de liquidez deriva da possibilidade de não conseguir negociar um ativo sem afetar o preço do mesmo.

Este é geralmente um problema maior em mercados emergentes ou de baixo volume e surge em dois tipos:

- Liquidez de ativos

Esta refere-se à capacidade de um ativo de ser negociado: se ninguém quiser comprar, por exemplo, então um acionista não conseguirá vender o seu ativo ou poderá ser forçado a vender a um preço menos favorável.

Caso existam muitos traders (investidores) ativos, originará naturalmente uma boa liquidez visto que será provável a existência de uma mistura de compradores e vendedores dispostos a negociar. Quanto maior for a liquidez de um mercado, mais fácil é comprar ou vender esse ativo.

É importante frisar que a liquidez de ativos é também uma parte importante do risco de mercado.

- Liquidez de financiamento

Refere-se à capacidade de respeitar as suas obrigações financeiras assim que necessitar de o fazer. O risco relacionado com a liquidez de financiamento é, portanto, a possibilidade de, ao longo de um certo período de tempo, uma das partes (por exemplo, o banco) não ter fundos disponíveis para liquidar as suas obrigações no imediato.

A liquidez de financiamento aplica-se mais frequentemente a mercados onde os ativos são negociados em blocos de grande volume ou quando os próprios ativos possuem um valor particularmente elevado (como, por exemplo, mercados de habitação ou propriedades).

1.3.Risco de crédito

Nos dias de hoje, há um depositar de confiança das entidades para os clientes e vice-versa. Esta confiança que um deposita no outro, muitas vezes resulta nas hoje normais possibilidades de comprar e vender a prazo. Esta possibilidade de comprar e pagar depois seduz o cliente que deixa então de ter de ter o dinheiro na hora para poder beneficiar deste ou aquele produto (Silva, 2011).

Mas o sempre incerto futuro pode reservar imprevistos que impeçam de honrar os compromissos financeiros, fazendo com que estes não sejam honrados, deixando a empresa ou instituição credora com prejuízos. Portanto, podemos com alguma segurança afirmar que risco de crédito consubstancia-se na possibilidade do não recebimento do reembolso do valor acordado anteriormente.

1.4.Risco soberano

O *Rating* soberano mostra a capacidade futura e a disponibilidade dos governos nacionais honrarem os seus compromissos financeiros. Mais especificamente, pagarem o serviço da dívida pontual e integralmente (S&P, 2002)

A avaliação do risco soberano engloba aspetos de natureza qualitativa e quantitativa. Pelo que vamos abordar alguns dos mais importantes: Corrupção; Militares na política; Qualidade Burocrática; Conflito Interno; Perfil de Investimento.

Corrupção: Esta variável avalia a corrupção dentro do sistema político, e tudo porque a corrupção é uma ameaça para o investimento estrangeiro num país. O tipo de corrupção mais latente nesta variável é a corrupção real ou potencial, não deixando de fora também o tipo mais comum de corrupção, a corrupção financeira.

A fim de contextualizar melhor com o objetivo do nosso trabalho, achamos prudente trazer também a questão relacionada com a variável militares na política. Segundo Peixoto (2013), esta variável avalia a situação militar na vida política. Como é sabido, um militar não é eleito por ninguém, logo a sua participação na política é uma diminuição da responsabilidade democrática.

Outras variáveis que também merecem de nós especial atenção são conflito interno e perfil de investimento que avaliam a violência política num país e qual o seu impacto real ou potencial sobre um governo, e os fatores que afetam o risco de investimento, respetivamente. Mas, importante frisar que na avaliação do perfil de investimento se desmarca de outras pois capta o risco de investimento que não é coberto por outros componentes de risco político económico e financeiro.

1.5.Outros riscos

Além dos tipos de riscos que abordamos, existem outros inúmeros tipos de risco: Risco Legal; Risco Moral; Risco de Conjuntura, Risco Operacional e o Risco Sistémico que é aquele que por exemplo surge quando uma instituição ou pessoa que tem outras entidades dependentes, deixa de pagar ou honrar os seus compromissos e por isso aqueles que de si dependem também deixam de honrar os seus compromissos, criando um efeito em cascata.

2. Rating

2.1 Definição

O Rating pode ser entendido como avaliação de algo, calculado com base em modelos qualitativos, quantitativos, ou mesmo uma combinação de ambos.

Num campo mais científico, o Rating é entendido como o mecanismo de classificação da qualidade de crédito de uma empresa, um país, um título ou uma operação estruturada. (Gomes, 2012)

Tal como na vida real, temos maior tendência de emprestar dinheiro a pessoas que nos inspirem confiança, quer pela proximidade ou pelo maior nível de informação que temos sobre a pessoa em questão. Encontramos nestas informações, garantias que por motivos vários, acabam por assegurar o reembolso do nosso empréstimo. No mundo financeiro, a realidade não é diferente, embora a informação exigida seja muito mais exigente e precisa. O conjunto destas informações é o Rating.

Para a AUSTIN¹, o Rating é uma classificação de risco, por nota ou símbolo. Expressa a capacidade do emitente de título de dívida negociável ou inegociável em honrar os seus compromissos de juros e amortização do principal até ao vencimento final.

Há muitos outros conceitos de Rating, mas todos apontam para o mesmo sentido, como nos mostra Silva (2011), que defende que Rating significa classificação de risco, avaliação de risco, notação de risco ou notação financeira (notas estas representadas por letras e sinais aritméticos), dadas a um país, empresa ou pessoa, por agências de classificação de risco, referindo a possibilidade deste saldar as suas dívidas e/ou honrar os seus compromissos.

O Rating visa, no fundo, analisar as verdadeiras e no fundo sempre existentes possibilidades do devedor não fazer pagamento, incluindo nesta análise os atrasos. O Rating é um instrumento relevante para o mercado, uma vez que fornece aos potenciais credores uma opinião independente a respeito do risco de crédito do objeto analisado.

Do ponto de vista económico, é bastante vantajoso, pois uma vez feito, pode ser utilizado para vários objetivos e por diversas instituições. Com a globalização, o Rating apresenta-se como uma linguagem universal que aborda o grau de risco de qualquer título de dívida.

O objetivo do Rating é sempre o de proporcionar aos credores uma avaliação do devedor no momento de lhe emprestar dinheiro pois, como é sabido, no mundo financeiro, o nível de risco é importante para definir a taxa de juro exigida e, naturalmente, o nível de garantia de reembolso.

¹Austin Rating é uma agência de classificação de risco de crédito de origem brasileira. Foi a primeira empresa brasileira a atribuir ratings no Brasil.

2.2. Tipos de Ratings

Tal como o risco, apesar do Rating implicar sempre uma opinião sobre a qualidade de crédito, para que então se tenha ideia do nível de segurança do crédito e se defina a taxa de juro, existem vários tipos de ratings, como de resto, veremos abaixo.

- *Issuer credit ratings*: opinião sobre a capacidade global do devedor/emitente em cumprir as suas obrigações financeiras.
- *Issue-specific credit ratings*: opinião sobre a capacidade do devedor/emitente honrar uma determinada obrigação financeira. Aqui distingue-se entre créditos de curto prazo e de longo prazo.

Alguns autores vão mais a fundo na questão, e defendem que existem duas escalas diferenciadas para os ratings, em escalas internacional e nacional. Sendo que:

- a. Um Rating em escala internacional pode ser tanto em moeda local como em moeda estrangeira e representa uma medida absoluta da capacidade de pagamento das dívidas denominadas, respetivamente, em moeda local ou estrangeira.
- b. Um Rating em escala internacional, seja em moeda local ou estrangeira, é comparável entre países.

Importante frisar que para estes autores, os ratings em escala nacional não são comparáveis em escala internacional.

Sobre este assunto, julgamos importante frisar que para a AUSTIN, na atribuição do Rating em moeda local e em moeda estrangeira, alguns fatores podem fazer a diferença:

- a) Histórico do cumprimento das obrigações em moeda local e em moeda estrangeira;
- b) Reserva das dívidas em moeda local e estrangeira;
- c) Projeção de curto e médio prazo dos encargos da dívida;
- d) Riscos geopolíticos; Contudo, é mais comum a inadimplência ou incumprimento em moeda local, devido à capacidade do governo em adquirir mais facilmente recursos em moeda local, seja através de tributos, emissão monetária (em casos de vinculações do governo com o banco central), etc.

Entretanto, não se excluem possibilidades dos ratings em moeda local e em moeda estrangeira terem a mesma classificação por características internas do país analisado.

2.3. Agências de Rating

As agências de Rating podem ser vistas como sendo instituições que através de dados que observam, criam e fornecem informação sobre a qualidade e capacidade de pagamento de devedores e/ou credores.

As principais agências de rating são a Standard & Poor's, a Moody's e a Fitch. Embora existam cerca de 100 agências relevantes de notação financeira no mundo, estas três agências detêm cerca de 95% da quota de mercado (Freire, 2015).

- Standard & Poor's

A Standard & Poor's surgiu da junção de duas empresas: H.V. and H.W. Poor e Standard Statistics Bureau. Quanto à H.V. and H.W. Poor, esta foi criada por um analista financeiro chamado Henry Poor e o seu filho em 1860. A Standard Statistics Bureau foi fundada em 1906, por Luther Lee Blake. Enquanto que a primeira reunia informação sobre a situação financeira das companhias ferroviárias norte-americanas, a segunda publicava ratings das obrigações das empresas, municípios e do próprio país. Em 1941, as duas fundiram-se dando origem à Standard & Poor's Corporation, sendo mais tarde, em 1966, absorvida pela editora McGraw-Hill que a tornou no seu departamento financeiro. Relativamente à sua metodologia, o objetivo é captar apenas a probabilidade de ocorrência de incumprimento, e não a sua severidade ou avaliação do tempo esperado de incumprimento. Esta traduz-se numa análise quantitativa e qualitativa baseada nos seguintes 10 parâmetros: risco político, estrutura económica, perspectivas de crescimento, flexibilidade fiscal, peso da dívida, passivos contingentes e imprevistos, inflação, liquidez externa, dívida externa do sector público e privado (Silva et.al., 2013).

- Moody's

Em 1900, foi fundada a John Moody & Company por John Moody, um empreendedor convicto de que as suas avaliações seriam necessárias à comunidade de investidores. Elaborou um manual de referência que continha informação estatística sobre ações e obrigações das instituições financeiras governamentais. A empresa não sobreviveu ao crash de 1974, mas em 1909 regressou e fundou a Moody's Corporation voltando-se para a análise dos investimentos ferroviários.

Em 1914, foi criada a Moody's Investors Service que atribuía ratings às obrigações municipais norte-americanas. A classificação de rating soberano começou na década de 70. As avaliações desta agência focam-se na perda esperada que é função tanto da probabilidade de incumprimento como do nível esperado de recuperação após a ocorrência do incumprimento. Na metodologia utilizada, o critério qualitativo prevalece sobre a análise quantitativa. Algumas das componentes do rating são a estrutura de interação social, contexto institucional, dinâmica política, pressupostos económicos e análise da dívida, sendo estes fatores difíceis de medir.

- Fitch

A Fitch Publishing Company foi fundada em 1913 por um economista chamado John Fitch. Inicialmente o seu trabalho era essencialmente a publicação de estatísticas financeiras para a área de investimento. O seu sistema de rating foi introduzido já em 1924 sendo constituído por letras, no entanto, apenas na década de 90 do século passado se iniciou a classificação de rating soberano. Em 1997, após uma fusão passa a ter capitais franceses e, posteriormente, em dezembro de 2010, com a compra das agências norte-americanas ThomsonBank-Watch, Duff& Phelps CreditRatingsCo e IBCA surge a FitchRatings.

Esta agência apresenta uma metodologia híbrida debruçando-se apenas na probabilidade de incumprimento até à altura em que tal ocorra, diferenciando-se na base do nível esperado de recuperação após a ocorrência do incumprimento.

No que tange a objetivos, apesar de tal como no caso dos riscos, também existem vários tipos e de existirem inúmeras agências de Rating, e de cada uma delas ter o seu próprio método de avaliação e classificação de Rating, os seus objetivos são convergentes e consubstanciam-se em fornecer uma opinião independente acerca da qualidade de crédito de um devedor baseada num processo de análise que combina metodologias quantitativas, qualitativas e legais.

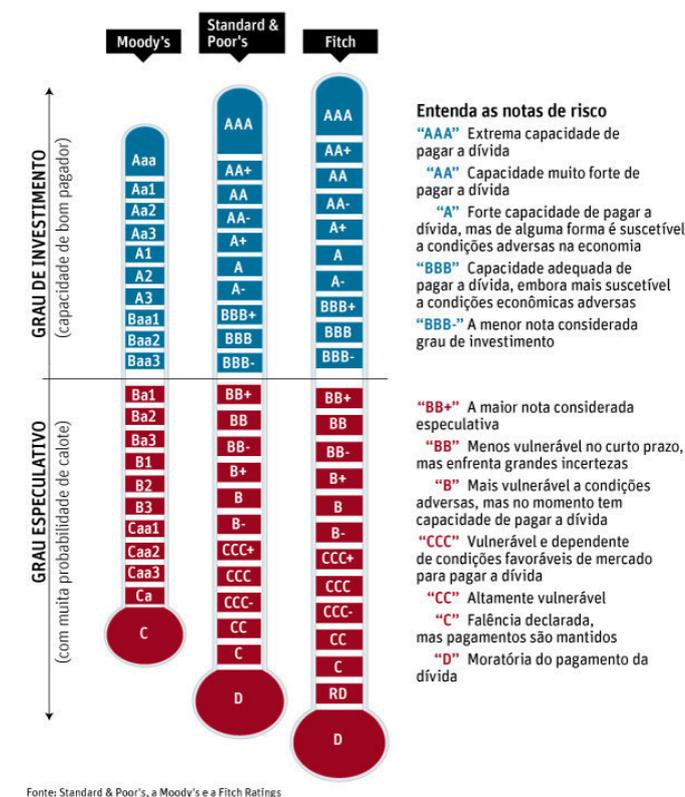
2.4. Escala de Ratings

As escalas de Rating funcionam como que uma tabela periódica dos Ratings. Nela são espelhadas as notas (que tal como vimos podem ser apenas letras e/ou também valores aritméticos) e também uma explicação do que cada uma significa (Ver Figura 1).

Temos apresentada a seguir uma escala de Rating global, mas existe também a escala

nacional: As escalas nacionais são construídas para fornecerem uma maior distinção do risco de crédito dentro de um país, mais do que seria possível com a escala global. Por exemplo, dois emissores no mesmo país podem receber um Rating de crédito ‘BB’ na escala global, mas os seus Ratings de crédito na escala nacional podem ser diferentes, indicando o risco de crédito relativo dentro do país (S&P, 2002).

Figura 1: Escala (notas) de Rating global



2.5. Metodologia para a definição de ratings soberanos

Como ficou claro nos pontos anteriores, os Ratings são notas dadas pelas agências de Rating, a fim de classificar a muita, pouca ou até mesmo nenhuma força económico-financeira de uma instituição ou de um país.

Mas, apesar de, como vimos, a classificação dada pelas agências espelhar apenas uma opinião independente, como aliás as próprias agências tratam de afirmar. A verdade é que estas opiniões independentes, ganharam tal importância que muitas vezes são

tidas como incontornáveis por parte dos investidores diante da escolha entre investir ou não, seja numa empresa ou num país.

Devido a importância e peso destas opiniões, não poucas vezes se levantam questões relacionadas aos fundamentos das mesmas pois, afinal, em que se baseiam as opiniões emitidas pelas agências?

A fim de encontrar resposta para a questão, recorreremos a consulta bibliográfica, e trazemos então o que de essencial existe na metodologia usada pelas agências de Rating como a S&P, a Fitch e a Moody's. Uma vez que o nosso trabalho assenta a sua atenção no Risco Soberano, achamos então prudente abordar apenas as metodologias usadas para avaliação do Risco Soberano.

Dentro desta ordem de ideias, trazemos o que julgamos essencial na metodologia usada por duas das três principais agências de Rating.

A Moody's aponta para quatro factores essenciais:

- 1- Força da Economia;
- 2- Força Institucional;
- 3- Força Fiscal
- 4- Vulnerabilidade a risco de Eventos.

Por sua vez, a S&P aponta a sua avaliação nos seguintes cinco principais factores:

- 1- Avaliação Institucional;
- 2- Avaliação Económica;
- 3- Avaliação Externa;
- 4- Avaliação Fiscal;
- 5- Avaliação Monetária.

Vamos agora olhar com mais detalhe para os pontos convergentes nas metodologias usadas pelas agências de Rating:

- a) Força da Economia: Na sua avaliação, a Moody's assenta a sua atenção nos factores macroeconómicos, mas também a sua dinâmica de crescimento. Para isso, recorre à apreciação das seguintes variáveis: Dinâmica de crescimento; Escala da economia; Rendimento nacional e Factores de ajuste. Para a S&P, são apenas três os factores: Níveis de rendimento; Perspectivas de crescimento e Diversidade e volatilidade económica.

Passamos então a explicar a importância de cada uma das variáveis. Começando pelas variáveis da Moody's:

- Dinâmica de crescimento:

Com esta variável, que assenta a sua atenção para o desempenho recente da economia e perspectivas de médio prazo para o crescimento do PIB e volatilidade do crescimento, a Moody's procura perceber a perspectiva de crescimento do Estado, uma vez que entende que as poucas possibilidades de crescimento aumentam as dificuldades para o mesmo honrar as suas dívidas, podendo mesmo torná-las insustentáveis. Em sentido inverso, a muita margem de crescimento não só diz o inverso, como ainda, e segundo a Moody's, historicamente tende a reverter os índices da dívida em relação ao PIB.

- Escala da economia:

Esta variável assenta na ideia de que não basta ter uma economia rica. Tem que acima de tudo ter uma economia diversificada e sustentável. E faz sentido, uma vez que por exemplo a muita dependência de um único produto expõe sempre o Estado a uma situação de fragilidade caso esse produto perca valor no mercado.

- Rendimento nacional:

A essência desta variável é dividir a medida da produção pela população. Permite que se tenha uma ideia mais aproximada do nível de rendimento dos cidadãos do Estado. Entendendo-se que quanto maior o rendimento, menor o risco de incumprimento por parte do Estado. Frisar que o rendimento nacional é medido pelo PIB per capita em paridades de poder de compra.

- Factores de ajuste:

Esta variável é, no fundo, um barómetro de controle de crescimento tanto da economia como da dívida. Ou seja, esta variável relaciona o crescimento do crédito e o aumento da capacidade de resposta ao mesmo. Ou seja, visa analisar a proporcionalidade entre ambos, sendo que se a dívida crescer mais que o PIB, é mau sinal.

Já para a S&P, e tal como vimos mais acima, são apenas três as variáveis importantes para esta classe:

- Níveis de rendimento:

Apesar da diferença no nome, esta variável é de todo parecida com a variável Rendimento nacional da Moody's, sendo que a S&P defende que o PIB per capita é a medida mais importante de rendimento. Com um PIB per capita maior, um país tem bases fiscais e de financiamento mais amplas como forma de apoio, fatores que geralmente dão suporte à qualidade de crédito.

- Perspectivas de crescimento

Neste ponto também há uma incontornável convergência com uma variável da Moody's, no caso a Dinâmica de crescimento. Sendo que a S&P realça que, para calcular a tendência de crescimento, utiliza o crescimento médio do PIB per capita real de um país ao longo de um período de 10 anos, o que geralmente cobre pelo menos um ciclo económico (incluindo um período de expansão e um período de contração económica).

- Diversidade e volatilidade económica.

Esta variável, tal como a Escala da economia, foca a sua atenção para a diversificação da economia. Ou seja, evitar ao máximo a concentração num ativo. Seja este uma matéria-prima ou não. Vejamos então o que diz a S&P: Um governo soberano exposto à concentração económica e volatilidade significativas recebe uma avaliação económica inferior.

b) Força Institucional: Neste ponto, o foco de análise é a capacidade que o governo tem para por exemplo controlar a inflação, a corrupção e estende também um olhar para a eficácia das ações do governo. Mas, tal como acontece com a subcategoria força económica, a força institucional também recorre a variáveis para a materialização da sua nota.

Na perspectiva da Moody's, existem três variáveis importantes para a avaliação da força institucional de um soberano: Na primeira variável (Ambiente institucional e eficácia), são avaliados a eficácia governamental, estado de direito e controle da corrupção, sendo que a primeira subvariável (eficácia governamental) no fundo avalia a capacidade organizativa do governo, capacidade de planeamento e,

fundamentalmente, a capacidade para gerir e cumprir orçamentos e controlar a inflação. Já a segunda subvariável (Estado de direito), procura avaliar a capacidade que o Estado tem de cumprir contratos, e fundamentalmente a independência do poder judicial e a credibilidade do mesmo por parte do povo. A terceira subvariável (controle da corrupção), avalia até que ponto o poder é exercido visando fins pessoais. A transparência e o apoderar das elites do poder político também são tidos em conta nesta avaliação.

Para a S&P, a avaliação institucional é um pouco mais exaustiva. Para se ter ideia, a subclasse força institucional apresenta quatro variáveis, são elas: A eficácia, estabilidade e previsibilidade da elaboração de políticas do governo soberano; A transparência e prestação de contas das instituições; Cultura de pagamento da dívida do governo soberano; Riscos de segurança externa.

Sendo que a primeira variável (eficácia, estabilidade e previsibilidade da elaboração de políticas do governo soberano), avalia fundamentalmente a capacidade do governo tem para elaborar políticas que afastem ao máximo os cenários de crise. E caso estes cenários venham a acontecer, como historicamente lidou com eles.

A segunda variável (transparência e prestação de contas das instituições), avalia essencialmente o nível de corrupção das instituições públicas, a independência dos meios de comunicação e dos institutos responsáveis pelas estatísticas, por exemplo.

Já a terceira variável (cultura de pagamento da dívida do governo soberano), avalia essencialmente e recorrendo ao histórico, a apetência do soberano entrar em incumprimento no que ao pagamento das suas dívidas diz respeito.

A última variável (riscos de segurança externa), avalia riscos externos/geopolíticos de segurança, incluindo guerra ou ameaça de guerra decorrente de conflitos ou tensões com os países vizinhos. Pode parecer exagerado, mas faz sentido uma vez que sempre trazem implicações económicas.

- c) Força Fiscal: Ao contrario da ideia que logo surge de impostos e cobranças, foca a sua atenção fundamentalmente para a capacidade de controle da dívida.

Para a Moody's, um terço dos incumprimentos soberanos resultam de desequilíbrios orçamentais persistentes que acabam por resultar em dívidas insustentáveis. Mas para formar uma opinião sobre o assunto, avalia os seguintes

pontos: encargos da dívida, que presta atenção à dívida bruta do Estado, ou seja, a do governo central mas também as dos governos regionais e/ou locais.

Por outro lado, avalia também a acessibilidade da dívida, ou seja, até que ponto o serviço da dívida está dentro da capacidade do Estado em gerar receitas.

2.6. Críticas e regulação das agências de rating

Como evidenciamos nos pontos anteriores, as agências de rating têm uma importância cada vez maior no mundo financeiro. Afinal, a confiança é pedra basilar para a realização ou não de negócios. Mas desde aquilo que são até ao que fazem, as agências são fortemente questionadas desde os métodos utilizados até à dita imparcialidade das suas opiniões.

Nesta ordem de ideias, são inúmeras as críticas às agências de rating, e isto porque se entende que as notas de risco atribuídas pelas mesmas não estarão a corresponder a opiniões credíveis. Por outro lado, e apesar de todo o respeito que conquistaram, as agências de classificação de risco estão envolvidas em casos de falências de empresas cuja mesma deriva, direta ou indiretamente de classificações por elas elaboradas. Empresas como a Enron, Worldcom, Parmalat e Lehman Brothers, faliram depois de terem recebido boas classificações destas mesmas agências, pelo que fala-se em erros de análise por parte das agências.

Outras críticas às agências de classificação de risco assentam na falta de transparência nas suas metodologias. Falta de transparência esta que, segundo Braga (2008), citando Elkhoury (2008), preocupa cada vez mais os agentes económicos. Segundo Braga (2008), apesar de as agências divulgarem publicamente os indicadores considerados nas suas metodologias que utilizam para a determinação dos ratings, não divulgam os seus critérios de ponderação dos factores qualitativos e quantitativos. Como vimos atrás, o peso relativo de cada indicador é determinado por uma variedade de critérios, sendo que as agências reconhecem que não há uma fórmula única para a combinação de tais critérios e determinação dos ratings. E como adicional de dificuldade, cada agência possui metodologias e critérios próprios. Segundo o mesmo autor, a falta de transparência por parte das agências, leva também a uma série de dúvidas sobre a existência de um conflito de interesses entre estas e os seus clientes. Então vejamos: A indústria de classificação de risco é um oligopólio formado por três empresas, com elevada concorrência entre elas e relevantes, até

acima do normal, barreiras à entrada de novas empresas. Além de que, segundo Braga (2008), citando Elkhoury (2008), a estrutura de negócios baseia-se na remuneração das agências pelos emissores de títulos, pelo que as agências poderiam inclinar-se a negligentemente melhorar a sua avaliação e/ou prorrogar as quedas de ratings, uma vez que o emissor pode decidir contratar outra para classificá-lo.

Para se ter ideia deste conflito de interesses e da falta de transparência das agências, basta perceber que as agências participam ativamente na estruturação de alguns instrumentos financeiros, como por exemplo os Collateralized Debt Obligations (CDO's) (obrigação de dívida colateralizada), que é uma espécie de crédito com garantia agregada a um imóvel hipotecado. Por exemplo, aquando da crise de 2008, as agências atribuíram uma classificação de risco quase nula ou excelente a muitos instrumentos daquele tipo, mesmo quando estavam ligados a hipotecas de muito risco. Tal levou os investidores institucionais a investir nestes ativos, o que de resto, possibilitou a contaminação do sistema financeiro internacional pela crise que até então era apenas imobiliária.

Em resposta ao que sucedeu em 2008, surgem os primeiros sinais de regulamentação sobre as agências de rating. O Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (CESR) propôs maiores controles internos às agências, ampliando a fiscalização sobre as suas operações, melhorando o seu nível de governança e procurando impossibilitar a ocorrência de conflitos de interesses. Passamos então a algumas das medidas (Graça, 2012):

- Limitação da atividade das agências à classificação de riscos de crédito, sendo proibida a prática de consultorias ou aconselhamento pelas mesmas;

- Revisão da política de bónus dessas empresas, de forma que sejam recompensados os funcionários envolvidos em ratings reconhecidos pela qualidade, precisão, eficácia e integridade.

- Divulgação completa das metodologias, modelos e principais premissas utilizados pelas agências no processo de classificação, bem como a contínua atualização dos critérios e revisão dos ratings. E isto para tornar claro aos operadores do mercado e investidores como é que determinado rating foi atribuído pela agência.

- Diferenciação das escalas de ratings para instrumentos financeiros estruturados

- Divulgação constante dos históricos de *default* (incumprimento) e de uma lista com os vinte maiores clientes das agências por receita.

Segundo Braga (2008), autores como Builler (2007), defendem a extinção do pagamento por parte do emissor, eliminando assim o possível conflito de interesses e, como alternativa, propõe a remuneração dos ratings por um órgão representativo dos investidores institucionais, financiados a partir de uma taxa paga por esses agentes e pelos emissores de títulos, afastando a receita das agências do pagamento individual de emissores (Braga, 2008).

3. Revisão da literatura

Não podemos fazer a nossa abordagem sobre o risco soberano de Angola sem conhecer as muitas abordagens feitas por outros autores sobre o assunto. Nesse sentido, recorreremos à análise de trabalhos acadêmicos recentes como Peixoto (2013) e Diniz, Amaral e Ferreira (2012), que analisam este tema.

Antes de abordar sobre o trabalho de Peixoto (2013), é importante falar sobre o que outros autores dizem sobre a importância do rating soberano: Cantor e Packer (1996) e Canuto e Santos (2003), citados por Diniz et al. (2012), demonstram a existência de relação entre a classificação de risco e o *spread* soberano. Segundo esses autores, quanto maior a probabilidade de inadimplência de um governo, maiores taxas de retorno serão exigidas pelos investidores no momento da aquisição de um título público.

Segundo os mesmos autores, a procura dos governos por tais avaliações visa facilitar o seu acesso, bem como o de outros agentes internos do país, ao mercado de capitais internacional. Além disso, a preferência dos investidores em adquirir títulos soberanos de países avaliados em detrimento de países não avaliados para um mesmo nível de risco estimado, incentiva a realização das avaliações do risco soberano por parte dos países.

No seu trabalho, Peixoto (2013) começa por identificar as principais agências de rating, Fitch, Moody's e S&P e, posteriormente, já com vista à avaliação do rating, identifica as variáveis independentes, ou seja, aquelas que seriam as mais pertinentes para o estudo em questão: PIB per capita e inflação serão as duas variáveis identificadas pelo autor como sempre significativas no seu estudo. Mas além dessas, o

autor trata de analisar outras variáveis, quer do foro político, quer do foro financeiro. Na busca por uma melhor análise, o autor recorreu à regressão linear simples (O.L.S.), regressão linear simples controlando para os efeitos fixos e a um logit ordenado (*ordered logit*), utilizando para todas as metodologias duas escalas de medida dos ratings, uma que separa individualmente cada notação de rating de 1 a 22 e outra que separa por classes as notações de rating de 1 a 10.

No estudo de Peixoto (2013), o grupo das variáveis económicas, de uma maneira geral, mostra-se importante para a determinação do rating de um país, sobretudo variáveis como o PIB per capita, inflação, dívida bruta em percentagem do PIB e o investimento têm um grande poder na determinação de um rating. Já a variável financeira “Crises Bancárias” também demonstra ter um poder significativo para a determinação de um rating, embora esta variável se mostre mais significativa para ratings locais.

Por outro lado, no trabalho de Diniz et al. (2012), destacam-se as variáveis inflação, dívida pública, PIB per capita e a taxa de crescimento do PIB. Nomeadamente, a taxa de crescimento do PIB, que de resto representa a evolução temporal do peso da dívida em relação ao PIB, foi significativa e demonstrou a relação esperada pela teoria nas abordagens com dados em painel. Tal resultado revela que a elevação das taxas de crescimento do PIB ao longo dos anos é mais relevante para obtenção de melhores avaliações de rating que o nível médio de crescimento do PIB no período (avaliado pela Regressão Linear Múltipla). Também naquele trabalho, fica evidente que a variável «inflação» apresenta o sinal esperado pela teoria e demonstrou significância estatística em todas as abordagens analisadas, o que demonstra a elevada relevância atribuída ao controlo da inflação para a obtenção de melhores classificações de rating soberano. Assim, o indicador «inflação» demonstra que, ao desenvolver políticas de controlo da inflação, com resultados efetivos no controle de preços, um país deverá conseguir melhorar seu rating de crédito.

No seu estudo, Peixoto (2013), refere a importância de outras variáveis, no caso qualitativas, como por exemplo, corrupção, tensões religiosas, conflito interno, responsabilidade democrática e outras, para a avaliação de rating.

Além destes, existem, no entanto, outros estudos relativamente às determinantes mais importantes dos ratings soberanos. Freire (2015), citando Cantor e Packer (1996), afirma ser difícil identificar uma relação entre os critérios definidos e

as avaliações reais, já que parte dos critérios não são quantificáveis. Estes autores determinam um conjunto de indicadores com base na informação disponibilizada à data pelas três grandes agências: rendimento per capita, crescimento do PIB, inflação, saldo orçamental, balança externa, dívida externa, grau de desenvolvimento económico e o histórico de incumprimento. Através do seu estudo, Cantor e Packer (1996) concluíram que um elevado rendimento per capita tem uma relação próxima com classificações superiores. O desenvolvimento económico foi medido pelo indicador “industrialização”, em que uma elevada industrialização está também associada a elevados ratings. Uma baixa inflação e baixa dívida externa, por sua vez, estão igualmente associadas a elevadas classificações. Quanto ao histórico de incumprimento, este está claramente, segundo os autores, associado à baixa classificação de rating. Para os indicadores taxa de crescimento do PIB, saldo orçamental e balança externa não foi encontrada uma relação clara com as avaliações. Relativamente à taxa de crescimento do PIB, tal sucede porque as economias em desenvolvimento tendencialmente têm um PIB com um crescimento mais rápido que outras economias mais desenvolvidas.

No âmbito de outros estudos, Reisen e von Maltzan (1999), citados por Peixo (2013), realizaram um trabalho onde tentam analisar as ligações entre as classificações de rating de crédito soberano e a rendabilidade das obrigações em dólares, de 1989 a 1997, para perceber se as três principais agências de rating (Moody’s, S&P e Fitch), podem intensificar ou atenuar os ciclos económicos nos mercados emergentes.

O estudo está dividido em duas partes, em que a primeira avalia se as agências de rating têm um impacto sobre o Estado e a segunda emprega um teste de causalidade de Granger², para perceber em que medida os ratings soberanos podem causar alterações nos spreads de rendimentos, mais do que os rendimentos proporcionados pelas determinantes dos spreads.

Deste estudo, os autores concluíram que existe um impacto significativo de upgrades (subidas) e downgrades (descidas) sobre os spreads para uma combinação de ratings por parte das três agências financeiras. Já o teste de causalidade de Granger indicou que mudanças nos ratings soberanos são mutuamente interdependentes com as mudanças no rendimento das obrigações.

² O teste de causalidade proposto por Granger visa superar as limitações do uso de simples correlações entre variáveis (relação de causa e efeito).

Por sua vez, Afonso (2003), citado por Peixoto (2013), procura identificar as determinantes dos ratings de crédito da dívida de duas das principais agências de rating, no caso a Moody's e a S&P e para tal utiliza um conjunto de variáveis explicativas, como o PIB per capita, a dívida externa do país, o nível de desenvolvimento económico, o histórico de *default*, a taxa de crescimento real do PIB e a taxa de inflação. O autor conclui que, quando se estima o nível de classificação de um país, tanto desenvolvido como em desenvolvimento, a variável PIB per capita é muito importante e a variável Dívida externa é relevante para os países em desenvolvimento.

A fim de obter dados apropriados para realizar estimativas empíricas, Afonso (2003) utilizou uma transformação linear e uma transformação logística dos dados de classificação qualitativa. Recolheu dados dos ratings de 81 países, entre os quais 29 países desenvolvidos e 52 em desenvolvimento, das agências, S&P e Moody's. Apenas países com notas entre AAA (Aaa) e B- (B3) foram selecionados, para evitar características especulativas. Assim, construiu uma classificação numérica entre 1 e 16, definida de acordo com os níveis de notação das duas agências de rating, usando uma transformação linear. A classificação de B- (B3) corresponde o valor de 1 e a uma classificação AAA (Aaa) corresponde ao valor máximo de 16. O autor conclui que os resultados das estimativas utilizando a transformação logística são melhores do que os apresentados para a transformação linear. Para o autor, em futuras análises poderiam incorporar-se no modelo despesas e receitas públicas, pois estas podem ser percebidas pelos mercados de capitais como uma necessidade de financiamento no futuro, como também numa futura análise se poderia considerar o risco político de cada país.

Já Bissondoyal – Bheenick (2005), também citados por Peixoto (2013), analisam os determinantes quantitativos dos ratings soberanos a partir das duas principais agências de rating, S&P e Moody's. É utilizada uma amostra de 95 países, com dados de dezembro de 1995 a dezembro de 1999, os quais são divididos em três amostras. Uma é constituída por 25 países com ratings altos, que se situam entre Aaa até Aa3 (Moody's) e (AAA até AA) (Standard & Poor's). Outra amostra é constituída por 70 países com ratings baixos que se situam entre A1 até C (Moody's) e A+ até CC (S&P) e, finalmente, uma amostra constituída pela totalidade da amostra dos países, 95 países. As variáveis económicas utilizadas neste estudo foram o PIB per capita, inflação, saldo orçamental/PIB, dívida pública/PIB, taxa de câmbio real,

reservas internacionais e exportações líquidas/PIB.

Segundo Peixoto (2013), para além destas variáveis económicas, Bissondoyal – Bheenick (2005), adicionaram à amostra dos países com ratings altos, as variáveis taxa de desemprego e custo unitário laboral, pois estas captam as medidas que são utilizadas especificamente pelos países de rating alto. Para os países com ratings baixos, a variável exportações líquidas/PIB foi substituída pelo saldo da conta corrente/PIB e adicionaram a dívida externa/PIB, pois estas duas variáveis refletem o nível de dívida dos países de rating baixo. Assim, para os países de rating alto são utilizados indicadores orçamentais e de estrutura e desempenho económico, enquanto que, para os países de rating baixo são utilizados indicadores da dívida externa e da balança de pagamentos.

De acordo com esta revisão da literatura, podemos constatar que as principais determinantes do rating em países em desenvolvimento aparentam ser a taxa de crescimento do PIB per capita, a dívida externa e a inflação. No estudo empírico que desenvolveremos no Capítulo 5 daremos uma atenção especial a estas variáveis.

PARTE II – ANGOLA

4. História Económica e Social

Não podemos abordar a história económica e social de Angola, sem antes, ainda que de forma simplista, estender um olhar sobre fases como a proclamação da independência, a fase da economia planificada e o incontestável ponto de viragem de 4 de Abril de 2012 que, afinal, mais que marcos importantes, são mesmo parte da história recente de Angola.

4.1. Independência e economia planificada

A proclamação da independência de Angola a 11 de Novembro de 1975, foi precedida de um longo período de colonização portuguesa. Colonização esta que desde sempre foi contestada pelo povo angolano e basta estender um olhar ainda que pouco profundo para a história, para então tomar conhecimento dos inúmeros intentos do povo, visando o derrube do regime colonial, processo 50 que aliás ficou assim conhecido por terminar na prisão pela policia colonial de cinquenta nacionalistas angolanos “rebeldes”.

Como refere Cacuto (2001), *“O início dos anos 60 seria marcante para o processo de luta pela independência e de resto, para todo o movimento nacionalista angolano, em especial 1961, quando a 4 de fevereiro, sob a coordenação dos líderes do movimento de libertação foi organizada uma onda de ataques às cadeias portuguesas em Luanda, especialmente às prisões onde se encontravam líderes nacionalistas presos. Embora precariamente armados (usavam facões, pedras e paus), os nacionalistas conseguiram impor um pesado prejuízo ao colonizador e fazer a luta propagar-se ao norte de Angola”*.

Mas como não só de luta armada se fazem os processos de libertação nacional, a luta pela independência de Angola também tinha a sua frente política propriamente dita. E não foram poucos os acordos e para-acordos entre o povo angolano, representado pelos até então movimentos de libertação nacional: MPLA (Movimento Popular de Libertação de Angola), UNITA (União Nacional para Independência Total de Angola) e FNLA (Frente Nacional de Libertação de Angola) e o governo português.

Apesar de muitas vezes não terem passado de meros falhanços, a independência de Angola, apesar de conquistada com luta e sangue, chegou a ser acordada num acordo que visava entregar Angola aos angolanos, entre MPLA, UNITA, FNLA (representantes do povo angolano) e o governo português. Chamaram-lhe, acordo tripartido (Acordos de Alvor em Janeiro de 1975).

Após a proclamação independência, Angola passou a ser governada pelo MPLA e desde então passou a viver um regime socialista. Deste, o maior enfoque era uma economia totalmente controlada pelo Estado. A economia planificada:

“A gestão económica em Angola fundamentou-se inteiramente na planificação centralizada com exceção das empresas do enclave do petróleo, do diamante e naturalmente as do mercado paralelo com pequenas exceções na década de 80, quando se estabeleceu algumas empresas de administração mista - governo privado” (Cacuto, 2001).

Nesta fase, quase toda a atividade económica era controlada pelo Estado. Relatos de pessoas que viveram a fase, não poucas vezes realçam a dificuldade em obter produtos, como o vinho por exemplo. As compras eram feitas com um cartão que era entregue pelo Estado, e dava quantidades certas deste e daquele produto que se julgava realmente importantes para a vida dos cidadãos.

Este período de economia planificada, que foi vivido até 1990, é controverso. Se por um lado existe escassez de produtos até básicos, por outro, temos o facto de ainda hoje, toda gente reconhecer que nunca faltava o essencial para a alimentação na mesa de todos, apesar das por vezes intermináveis filas.

Mas muito mais que sistema económico e político, era também uma estratégia de consolidação do Estado. Para se ter ideia, havia também por exemplo, uma estratégia de contenção da saída de quadros:

“(…) Por muitos anos esteve proibida a entrega de diplomas de curso superior aos formandos. de modo a evitar que fugissem do país. Determinados cursos médios e superiores estiveram condicionados à membresia do Partido do Trabalho (MPLA) (cursos como direito e economia)” (Cacuto, 2001).

4.2. O período pós 4 de Abril de 2002

Como vimos nos pontos anteriores, Angola esteve quase sempre a viver momentos de transição. Depois de um longo período de colonização portuguesa e de muita luta, tanto política como armada, a 11 de Novembro de 1975, foi finalmente conquistada a

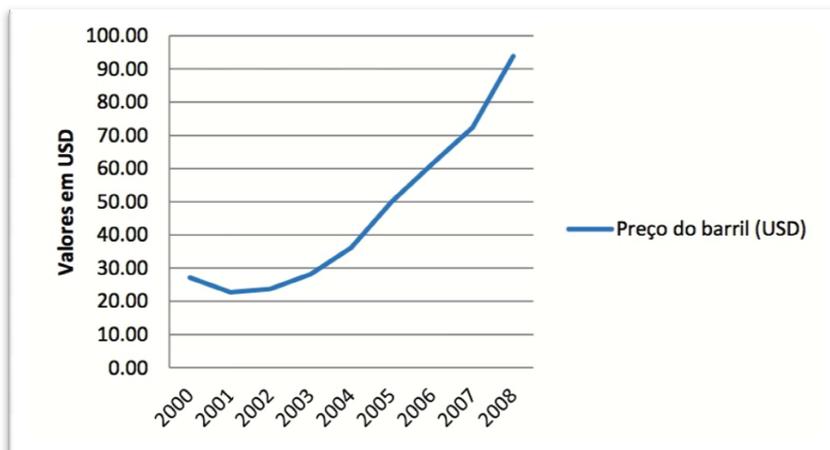
tão almejada independência. Mas ao contrário da tranquilidade que se esperava, a independência trouxe consigo um conflito armado entre forças políticas nacionais. Conflito este que só terminou a 4 de Abril de 2002, com a assinatura dos acordos de paz.

Mas muito mais que o término de um conflito armado entre irmãos, que devastava o país, os acordos de paz de 2002 foram um marco de viragem. Desde então, um Estado que tinha como principal foco acabar com a Guerra, e por isso focava toda a sua máquina para isso mesmo, passou a poder prestar mais atenção a muitas outras coisas. O social e o económico passaram então a merecer outro tratamento e outra atenção por parte do Estado. A economia que parecia estagnada, passou então a dar mostras de crescimento, as estradas e infraestruturas em geral foram uma espécie de talismã do governo que aí focou as suas atenções: *“De 2002 a 2008, foram despendidos cerca de 80 mil milhões de dólares em estradas, pontes, aeroportos, portos, caminhos-de-ferro, escolas, hospitais e outras obras de infraestruturas noutras áreas, visando a criação das condições básicas para o crescimento”*. (Rocha, 2014).

Como frisamos acima, os acordos de paz deram início a um período de efetivas transformações na economia angolana. Alguns autores, como é o caso de Rocha (2014), defendem que existem três fases importantes depois da obtenção da paz:

1. **2003-2008:** período durante o qual a procura mundial de petróleo e os preços cresceram fortemente e proporcionaram receitas significativas ao país. Foi então possível investir na reconstrução/modernização das infraestruturas materiais da economia e dar assim início a uma fase em que, a par das exportações de petróleo, o investimento público se apresentou como o segundo maior factor de crescimento do PIB. O crescimento médio anual foi de 9,8%.

Gráfico 1: Evolução do preço do barril de petróleo



Fonte: International Monetary Fund – Angola 2014 Article IV Consultation, September 2014

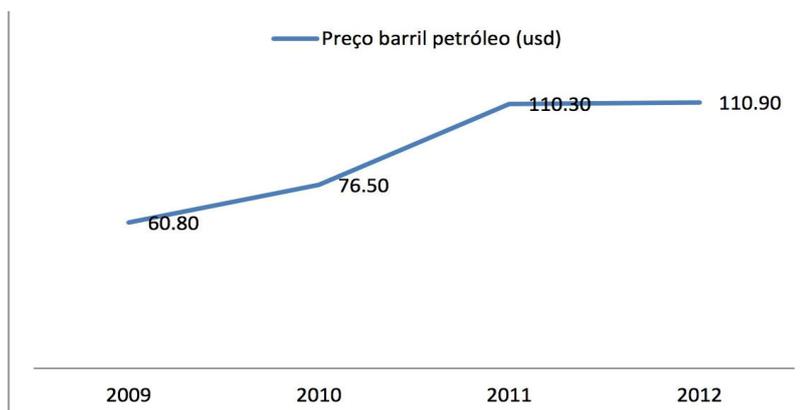
2. **2009-2012:** Período em que a grande crise financeira internacional dominou os comportamentos de todas as economias (numas mais do que noutras), mas que ainda permanecem presentes no momento atual e provavelmente ainda com alguma influência para o futuro.

Segundo Rocha (2014), em Angola a crise internacional determinou uma quebra no investimento público de mais de 21% entre 2008 e 2009, retomando o seu nível anterior apenas em 2012. O principal factor deste ajustamento orçamental em Angola foi a quebra significativa do preço do petróleo no mercado internacional, avaliada em 35,3% de 2008 para 2009.

O outro factor de crescimento, as exportações de petróleo, também diminuíram de forma significativa no período em referência, tendo passado de 65,3 mil milhões de dólares, para 40,1 mil milhões de dólares.

Com os dois principais motores do crescimento económico do país em visíveis dificuldades, a taxa real de variação do PIB foi a mais baixa de sempre depois da independência (excetuando as monumentais quebras em 1994 e 1995 de cerca de 24% e 25%, respetivamente, também por razões associadas ao petróleo): menos de 3% em média anual entre 2009 e 2012.

Gráfico 2: Evolução do Preço do barril de petróleo entre 2009 e 2012

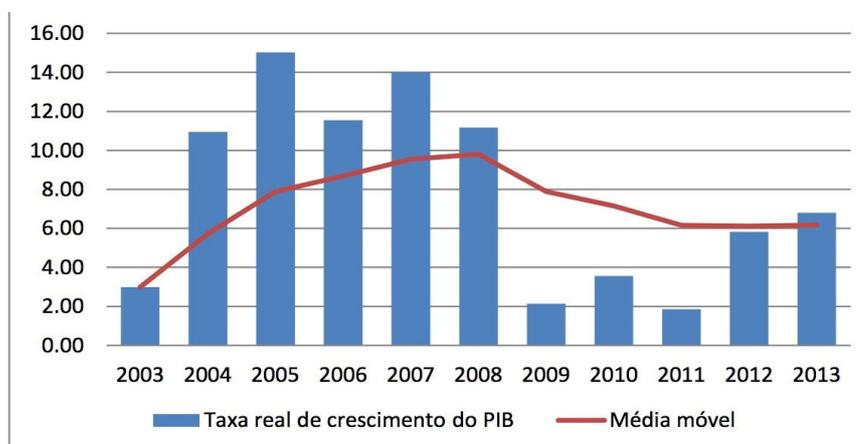


Fonte: International Monetary Fund – Angola 2014 Article IV Consultation, September 2014

3. **2013-2014** O Governo aposta no lançamento das bases para a diversificação da economia, assentes no investimento público em infraestruturas. Mas o governo não tem a vida facilitada. E para que se veja isto mesmo, basta olhar para os anos entre 2008 e 2011 que a produção acumulada de petróleo em Angola diminuiu 11,7%. E como se não bastasse, surgem problemas financeiros para o país, pois as receitas do petróleo representam 95% das exportações totais e 70% das receitas fiscais do Governo. A taxa média de crescimento neste período foi de 5,5%.

Para que se tenha uma ideia da variação do crescimento económico angolano, apresentamos o seguinte gráfico:

Gráfico 3: Crescimento tendencial entre 2003 e 2013



Fonte: Centro de Estudos e Investigação Científica da UCAN, Ficheiros “Estudos Fiscais” e “Estudos sobre o PIB por habitante”.

Outro ponto que não podemos deixar de abordar dentro deste período após a assinatura dos acordos de paz de 2002, por acharmos importante e por também ser parte dos tais factos que transformam o 4 de Abril de 2002 num ponto de viragem na economia angolana, é o acordo Stand-By (2009-2012)³, com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Este, muito mais que um acordo de empréstimo, representou o começo de uma série de transformações na economia angolana, já que o FMI não apenas emprestou, como em contrapartida exigiu algumas mudanças estruturais na economia angolana, e mais que isso, fez acompanhamento pós programa. E o resultado deste programa foi publicado num relatório do FMI em agosto de 2014. Do qual ressalta:

- **Angola conquistou resultados notáveis em termos de crescimento e estabilidade económica desde o fim da guerra civil:**

O FMI realçou o facto de a inflação ter atingido mínimos históricos, as reservas internacionais estarem adequadas e o país ter começado a poupar parte da riqueza do petróleo para as gerações futuras. Para o FMI, esta gestão macroeconómica bem sucedida pode ser mantida com o desenvolvimento de um quadro coerente de gestão de ativos e passivos que satisfaça necessidades diferentes porém importantes, que inclua um fundo de estabilização fiscal para proteger o orçamento anual da volatilidade das receitas do petróleo, um fundo soberano de poupança para as gerações futuras quando forem gerados excedentes orçamentais e uma política de endividamento a médio prazo que contribua para a gestão dos défices orçamentais e o desenvolvimento do mercado de capitais interno.

- **Segundo o FMI (2014), o controlo sobre as despesas ainda está a evoluir, mas já foram registadas diversas melhorias:**

Para o FMI (2014), o facto de as estimativas dos atrasados de despesas de 2012 terem sido revistas em alta, de USD 1,5 mil milhões para USD 2,3 mil milhões, e as autoridades relataram que os atrasados acumulados em 2013 são agora estimados em cerca de USD 0,7 mil milhões é muito boa. E também realça o facto de terem sido

³O acordo *stand-by* constitui uma das modalidades de empréstimo do FMI, destinadas a fornecer auxílio financeiro a países com dificuldades na sua balança internacional de pagamentos. Essas operações são acompanhadas de compromissos de adoção pelo Estado de determinadas medidas de política económica.

adotadas duas medidas essenciais, formuladas com a assistência técnica do FMI: uma definição clara dos atrasados⁴, coerente com as boas práticas internacionais, e um novo procedimento de controlo exigindo a confirmação do Ministério das Finanças para todos os contratos de valor superior USD 1,5 milhões. A aprovação dos projetos exige, entre outras coisas, a apresentação de uma nota de compromisso do adjudicatário (assegurando que o projeto será custeado dentro do orçamento) e um cronograma trimestral de pagamentos pelo prazo do contrato, coerente com o orçamento anual. Este novo procedimento de controlo já foi adotado pelo Ministério da Construção e o Ministério da Energia e Águas, e deve ser gradualmente estendido a todos os órgãos do governo até ao fim de 2015.

- **Os indicadores de solidez financeira revelam um sistema financeiro estável,**

Para o FMI, o facto de o crédito vencido como parcela do total do crédito ter aumentado de 6,1% para 9,8% no último trimestre de 2013, é muito bom. O facto de o BNA estar em vias de emitir novos regulamentos acerca da definição e classificação dos créditos vencidos para assegurar a uniformidade na classificação de tais créditos também é bem visto. Mas nem tudo é positivo, o Banco Espírito Santo Angola (BESA) (que representa cerca de 17% do total de ativos do sistema bancário e cerca de 9% do seu total de depósitos), recebeu uma garantia soberana de USD 5,7 mil milhões (4,25% do PIB) no final de 2013⁵, cobrindo o equivalente a 70% da sua carteira de empréstimos, o que demonstra uma certa fragilidade do sistema financeiro e de resto não é bom para a economia angolana. Mas, a exposição dos outros bancos comerciais privados ao BESA através do mercado interbancário é limitada.

- **Em 4 de julho de 2014, a Assembleia Nacional aprovou a tão esperada reforma fiscal do setor não petrolífero:**

O pacote legislativo abrange três códigos de suma importância, nomeadamente: o Código Geral Tributário, o Código do Processo Tributário e o Código de Execuções

⁴Define-se como atrasados as despesas que tenham sido incursas porém não pagas no prazo de 90 dias.

⁵ A garantia soberana que é na prática um assumir da responsabilidade por parte do Estado a fim de garantir que não haja perdas nos empréstimos cedidos pelo banco aos seus clientes, foi posteriormente retirada pelo BNA.

Fiscais. A taxa do imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas foi reduzida de 35% para 30%, enquanto o rendimento mínimo mensal isento do imposto sobre os rendimentos das pessoas singulares foi elevado de 25.000 para 34.450 kwanzas. Em simultâneo, foram alargadas as bases de tributação através da eliminação das brechas. Estas medidas são vistas com muito bons olhos pelo FMI, afinal aumentam a contribuição do setor petrolífero, por meio de medidas fiscais.

- **As reservas internacional do BNA permanecem estáveis, após a transferência de USD 5 mil milhões para o Fundo Soberano de Angola (FSDEA).**

Após atingir o nível histórico máximo de USD 36,1 mil milhões em setembro de 2013, as reservas internacionais brutas declinaram para USD 31,4 mil milhões (73/4 meses de importações) no final de junho de 2014, em grande medida devido à transferência de USD 5 mil milhões do Fundo Petrolífero para Infraestruturas para o FSDEA. Refira-se que o objetivo do Fundo Soberano de Angola é o de constituir um instrumento para a promoção do desenvolvimento socioeconómico de Angola e para a criação de riqueza para o povo do país.

- **As perspetivas de crescimento económico a médio prazo continuam favoráveis:**

O FMI analisa e de resto olha com bons olhos a expectativa de recuperação do sector petrolífero, e consequentemente de Angola, com crescimento médio de 2,25% nos próximos cinco anos, à medida que o declínio na produção de alguns campos petrolíferos é mais do que compensada pela entrada em operação de sete novos campos, inclusive a primeira etapa de um campo petrolífero no pré-sal prevista para 2017. O (FMI, 2014) realça ainda que os grandes investimentos no sector não petrolífero devem conduzir à tão necessária diversificação económica e geração de empregos, especialmente na agricultura, mas também no sector energético, na indústria transformadora e nos serviços. As perspetivas de crescimento a mais longo prazo serão fortemente influenciadas pelos resultados da prospeção em curso no pré-sal.

Mas também há questões que devem merecer atenção do Estado angolano. E o relatório do FMI deixou bem claro estas questões, como de resto, veremos abaixo:

- **Pese embora a expressiva riqueza petrolífera de Angola, a desigualdade de rendimento continua elevada e a redução da pobreza tem sido lenta:**

O inquérito aos agregados familiares de 2008-09, divulgado em 2011, mostra que a distribuição de rendimentos em Angola é uma das mais desiguais da África Subsariana, com um terço dos rendimentos a se concentrar nas mãos dos 10% mais ricos e um índice de pobreza de 37%, chegando a 58% nas zonas rurais. O que de resto é preocupante porque, segundo o FMI, evidencia uma má distribuição da riqueza por parte do governo.

- **O saldo orçamental global, que nos últimos quatro anos era superavitário, deve se deteriorar consideravelmente em 2014, passando a um défice próximo dos 4% do PIB:**

Espera-se que uma recuperação da produção de petróleo no segundo semestre do ano contenha o declínio das receitas petrolíferas em cerca de 2,75% do PIB. A despesa pública deve crescer 1% do PIB em 2014, principalmente em função da folha salarial mais elevada (o que reflete tanto os aumentos salariais como as novas contratações), mas também do aumento dos gastos com bens e serviços. □ O investimento público deverá manter-se basicamente constante em relação ao PIB, e a aprovação atempada do orçamento de 2014 permitirá a execução mais uniforme do Programa de Investimento Público (PIP) ao longo do ano.

- **Projeta-se que o crescimento económico recue de 5,9% em 2013 para 3,9% em 2014, sobretudo por causa do declínio temporário na produção de petróleo e da desaceleração do crescimento do sector agrícola (em relação ao crescimento extraordinariamente forte verificado no ano passado após uma prolongada seca):**

O crescimento da economia não petrolífera continua a ser robusto (7,3%), sobretudo impulsionado pelo sector agrícola e, em menor medida, indústria e serviços. A produção de petróleo recuou 10% entre janeiro e maio de 2014, devido a obras não programadas de manutenção e reparos nalguns campos petrolíferos, e a expectativa é

que sofra um declínio de 3,5% no ano inteiro à medida que a produção se recupera no segundo semestre.

- **Contudo, as perspectivas orçamentais a médio prazo são complexas:**

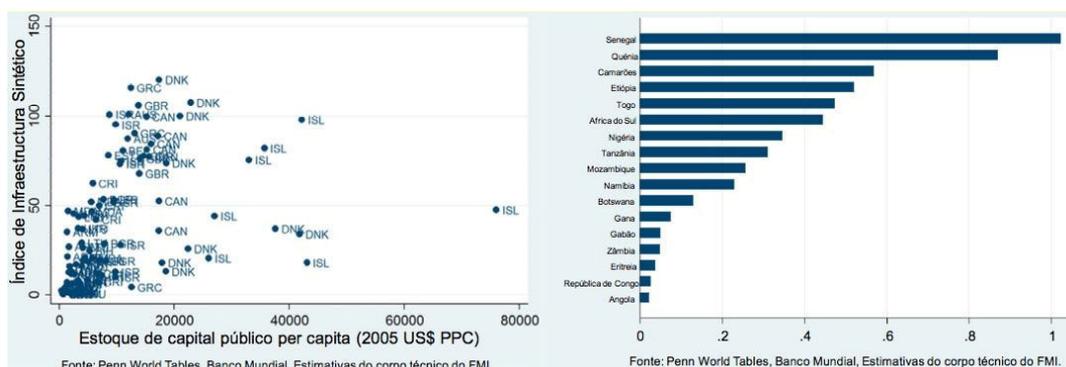
O FMI, olha com certa estranheza para as perspectivas de médio prazo, embora as receitas do petróleo (como parcela do PIB) devam declinar, ao mesmo tempo em que a procura de gastos mais elevados em infraestruturas e alívio da pobreza está em alta. As projeções do corpo técnico mostram défices orçamentais persistentes e relativamente elevados a médio prazo, conduzindo a necessidades brutas de financiamento cada vez maiores e à elevação dos rácios dívida pública/PIB. Embora a dívida pública deverá manter-se sustentável e o risco de sobre -endividamento seja baixo. O FMI alerta que é importante reverter a tendência projetada de crescimento da dívida pública, através do retorno aos excedentes orçamentais e da constituição de ativos financeiros no FSDEA sem recurso à acumulação de dívida, de modo a poupar parte da riqueza do petróleo para as gerações futuras.

- **Eficiência do investimento público angolano:**

Segundo os cálculos, a eficiência do investimento público angolano ocupa o último lugar entre os 104 países da amostra. Para o FMI, a curto prazo, esses resultados aconselham uma abordagem prudente por parte das autoridades em relação ao aumento do investimento público, sobretudo em vista da ambiciosa agenda de despesas prevista no PND⁶. Aconselham também melhorias na coordenação institucional para aumentar a integração dos orçamentos de investimento e de despesas correntes. A médio prazo, as autoridades deveriam desenvolver e implementar um sistema de gestão do investimento público. (FMI, 2014).

⁶ PND: Plano Nacional de Desenvolvimento. Visa melhorar as condições de vida da população, melhorando e aumentando as distribuições de água e luz por exemplo. Mas abrange outros sectores como o Económico por exemplo.

Gráfico 4 – Eficiência do investimento público



Fonte: Penn World Tables, Banco Mundial, estimativas do corpo técnico do FMI.

Os dados acima, quer do relatório do FMI, como do relatório da Universidade Católica de Angola, assinado por Alves da Rocha, podem ser analisados em pelo menos duas perspectivas:

Uma primeira, na qual apesar dos soluços, a economia angolana vai se fortificando e dando mostras de solidez, mesmo quando submetida a fortes choques como por exemplo o da crise financeira de 2008. E isto é por nós entendido como evidente quando por exemplo, apesar do período difícil a economia continua a crescer, numa velocidade menos forte, embora positiva. Por outra, e como fez saber o FMI num dos pontos do seu relatório sobre Angola, aqui apresentado, a manutenção da dívida pública em níveis sustentáveis e a baixa ou quase inexistente possibilidade de sobre-endividamento, e se aliarmos isto ao facto de se evidenciar uma forte aposta, resultante num forte crescimento do setor não petrolífero, nomeadamente a agricultura e ao facto de o BNA manter um nível de reservas elevadíssimos, dão ainda mais sustentabilidade a ideia de que no que toca a economia e planeamento orçamental da administração pública, Angola caminha nos trilhos certos.

Uma segunda, na qual todo este espírito de esperança num futuro de sucesso começa a ser ameaçado por um fracasso enormemente contundente. E tudo pela vulnerabilidade que se não controlada de forma atempada, será mesmo uma espécie de “calcanhar de Aquiles”, trata-se da muita dependência do petróleo.

Para que se tenha ideia desta forte dependência do petróleo, Angola teve uma quebra no investimento público de mais de 21% entre 2008 e 2009, retomando o seu nível anterior apenas em 2012. O principal motivo desta quebra? A queda do preço do petróleo no mercado internacional, avaliada em 35,3% de 2008 para 2009. Se

associarmos isto ao facto de por exemplo o relatório do FMI, apontar como sendo dos principais riscos a curto prazo, clarificam ainda mais a exposição de Angola ao petróleo.

A forte dependência da economia angolana em relação ao petróleo constitui o maior elo do país com o resto do mundo: O colapso dos preços internacionais do petróleo durante a crise financeira mundial de 2008-09 ilustrou a importância desse elo: o crescimento desacelerou de 13,8% em 2008 para 2,4% em 2009; com a forte quebra das receitas orçamentais, e a despeito do corte profundo dos gastos públicos, o saldo orçamental global sofreu uma deterioração acentuada, de um excedente de 8,9% do PIB em 2008 para um défice de 7,4% em 2009; as reservas internacionais caíram um quarto; e a taxa de câmbio depreciou 18%, o que conduziu à alta da inflação (FMI, 2014).

4.3. Angola: Situação Macroeconómica Atual

4.3.1. Produto Interno Bruto (PIB)

O PIB (Produto Interno Bruto) é a medida mais ampla da economia de um país e representa o valor total de mercado de todos os bens e serviços produzidos num país durante um determinado ano (Gomes, 2012).

No caso de Angola, segundo o CEIC (2013), de 2009 a 2013, o PIB teve o seguinte comportamento:

Tabela nº 1 – Comportamento do PIB de Angola de 2009 a 2013 segundo CEIC da UCAN

Dados/Anos	2009	2010	2011	2012	2013
PIB real (tx. cresc.)	2.0	4.6	1.9	5.3	4.1
PIB per capita	3843,7	4747,2	6190,5	6754,4	6782,5

Dados em milhões de USD					
PIB real	64915,9	82744,4	110813,6	124172,4	1280055,4

Já para o FMI, a evolução do PIB para o mesmo período, seria a seguinte:

Tabela nº 2 – Comportamento do PIB de Angola de 2009 a 2013 segundo FMI

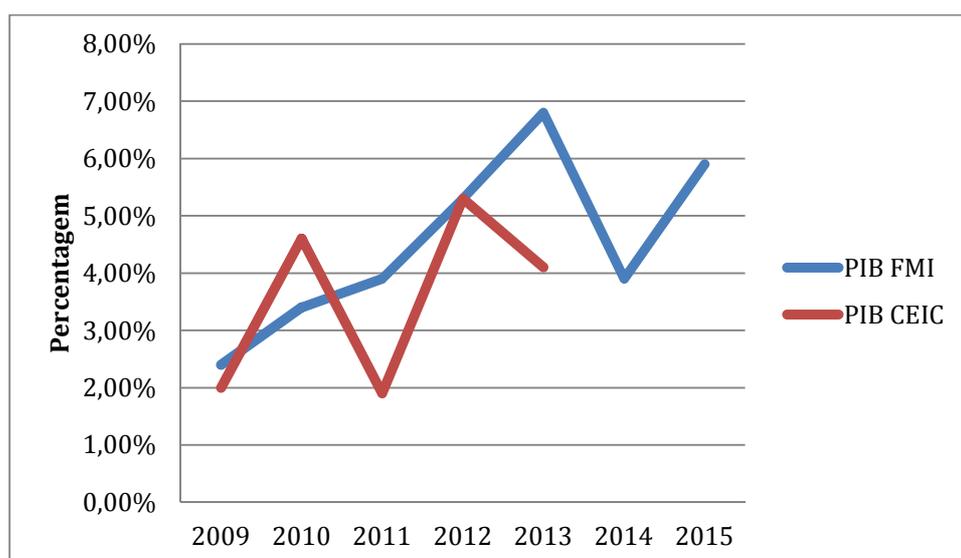
Dados/Anos	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
						(proj)	(proj)
PIB (tx. cresc.)	2.4	3.4	3.9	5.3	6.8	3.9	5.9
PIB per capita	4,081	4,329	5,305	5,706	5,964	6,128	6,418

Dados em mil milhões de USD

PIB	75,5	82,5	104,1	115,3	124,2	131,4	141,8
------------	------	------	-------	-------	-------	-------	-------

A fim de melhor entender o comportamento do PIB Angola, que é de resto das mais importantes mostras do comportamento da economia do país, apresenta-se o gráfico seguinte:

Gráfico 5: Taxa de crescimento anual do PIB real de Angola



Fonte: Relatório do FMI sobre Angola 2014 e Relatório Económico de Angola 2013 do CEIC

Como havíamos dito mais acima, o crescimento de Angola sofreu um revés, comparativamente aos anos anteriores em que havia apresentado um crescimento de dois dígitos. Além disso, fica também evidente neste gráfico (em ambas as análises) que o crescimento foi, nos últimos tempos, sempre instável.

Uma vez que são duas as perspectivas, a do FMI e a do CEIC, achamos prudente frisar que na nossa perspectiva, os dados do CEIC são os mais aceitáveis, uma vez que têm como fonte o Instituto Nacional de Estatística (INE).

4.3.2. Taxas de juro

A taxa de juro angolana situou-se entre os 7% e 8,25% no período de 2009 a 2013. No caso de Angola, as taxas de juros são previamente definidas pelo Banco Central, no caso o BNA, e não pelo mercado, como aliás é na maior parte dos países e que segundo o FMI constitui a situação ideal.

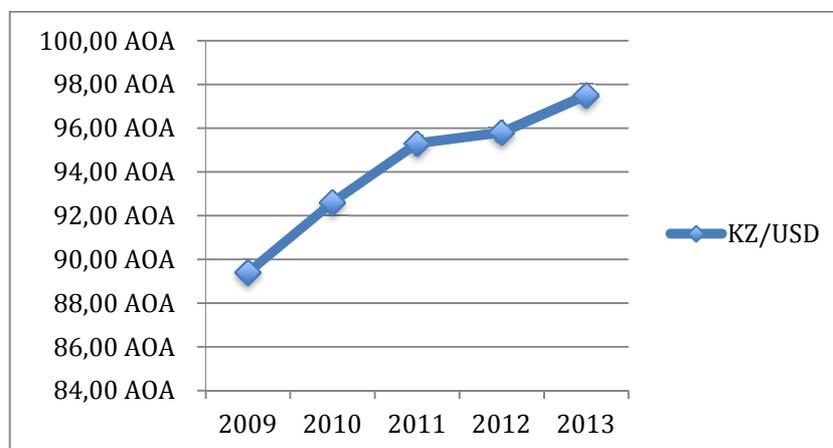
4.3.3. Taxa de Câmbio

De acordo com Gomes (2012), a *taxa de câmbio* é uma relação entre moedas de dois países que resulta no preço de uma delas medido em relação à outra. Segundo a mesma fonte, a taxa de câmbio é uma das variáveis macroeconómicas mais importantes, sobretudo para as relações comerciais e financeiras de um país com o conjunto dos demais países. De forma simplista, podemos dizer que a taxa de cambio diz qual a quantidade de moeda nacional necessária para comprar uma unidade de moeda estrangeira.

Em países como Angola, que tem forte dependência do petróleo, um produto que é vendido em dólares e mais que isso ainda sofre muito com a dolarização da economia, a taxa de câmbio é deveras importante.

Assim sendo, achamos interessante trazer os dados referentes às taxas de câmbio angolanas no fim de cada período, de 2009 a 2013 respetivamente. De notar que, embora seja tal como a taxa de juro, controlada pelo BNA, a taxa de câmbio teve um comportamento bem mais interessante: 89,4; 92,6; 95,3; 95,8; 97,5, de 2009 a 2013 respetivamente. A fim de melhor compreender, trazemos abaixo, um gráfico com o comportamento da taxa de cambio angolana (KZ/USD):

Gráfico 6: Evolução da Taxa de Câmbio



Fonte: Relatório do FMI - Angola 2014

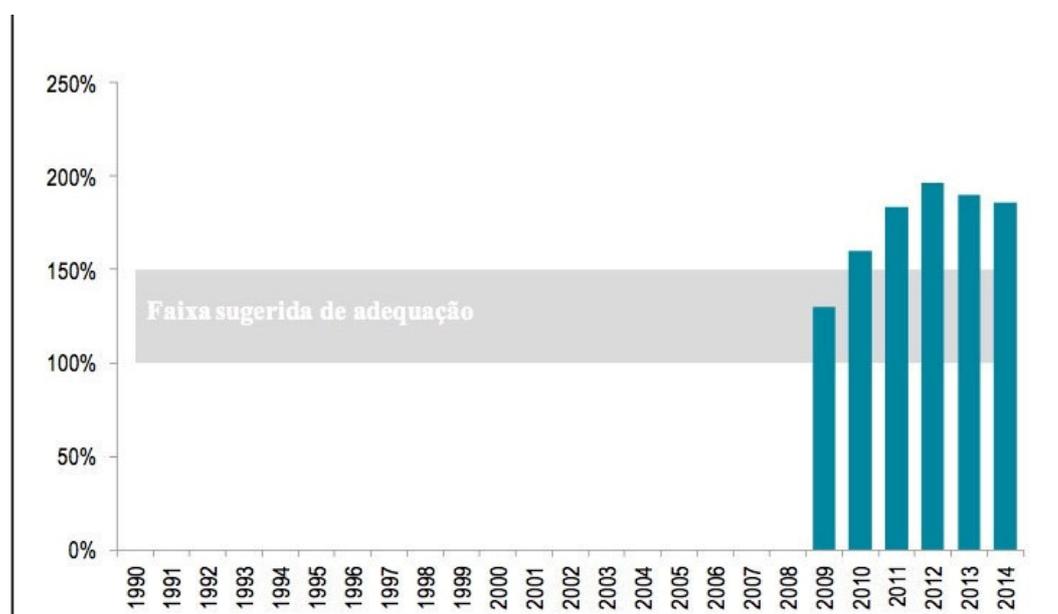
Não são dados do FMI, mas para se ter uma ideia do nível de instabilidade da economia angolana, em 2015, 1 USD chegou a ser cotado a 150 KZ e até a 200KZ no mercado informal. E tudo devido à queda brusca do preço do petróleo.

No caso de Angola, não podemos falar de taxa de câmbio sem fazer uma reflexão em torno do nível de reservas internacionais. E a fim de explanar sobre o assunto, trazemos um trecho de um dos pontos do Relatório do FMI sobre Angola, que defende o seguinte: O atual nível das reservas internacionais proporciona uma margem de proteção apropriada, e uma certa dose de flexibilidade cambial poderia aliviar as pressões sobre o BNA para a provisão de divisas ao mercado.

Mas segundo a mesma fonte, é importante ter atenção porque a concentração das exportações angolanas numa matéria-prima de comportamento muito volátil, como é o petróleo, bem como o nível atualmente elevado (ainda que em declínio) de dolarização da economia e do sistema financeiro, exigem que o nível de reservas internacionais seja superior ao que em geral se considera apropriado noutros países.

Mas, segundo o mesmo relatório, o atual nível das reservas internacionais parece suficiente e a margem para reduções é pequena ou inexistente.

Gráfico 7: Reservas Internacionais



Fonte: FMI

4.3.4. Balança de Pagamentos

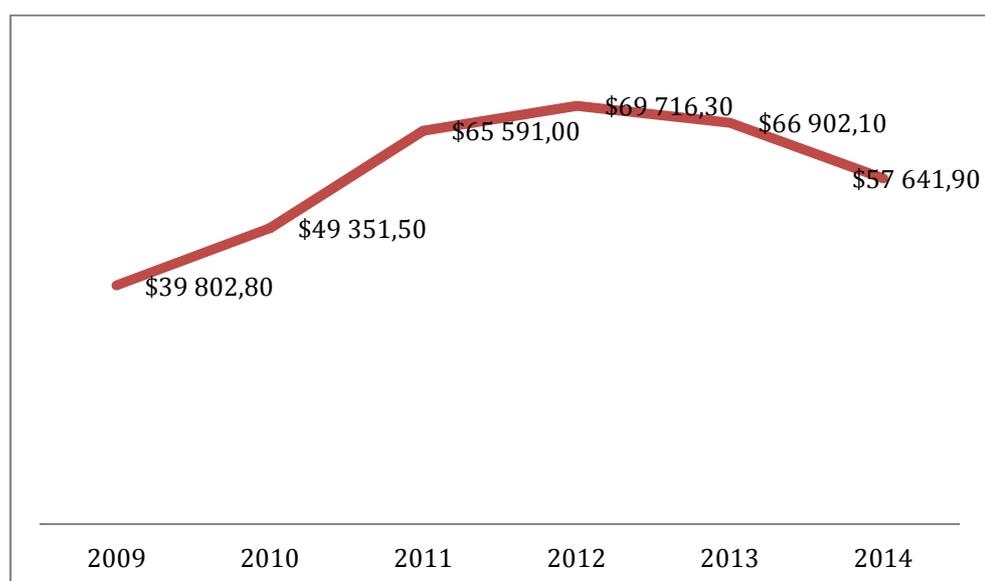
Naturalmente, teríamos aqui de falar sobre a Balança de Pagamentos. Afinal, a Balança de Pagamentos representa a relação entre o montante dos pagamentos recebidos do exterior e o montante dos pagamentos para o exterior.

Por outras palavras, e de forma mais simplista, mostra o total de operações de comércio exterior. Ou seja, o equilíbrio entre a exportação e a importação e os pagamentos de transferência. Se o pagamento de entrada for superior aos pagamentos para outros países e organizações internacionais, a balança de pagamentos é positiva. O excedente é um factor favorável para o crescimento da moeda nacional (Gomes, 2012). Ou seja, se recebermos mais do que entregarmos, estamos bem e a nossa moeda cresce.

No caso de Angola, a Balança de Pagamentos sofre forte influência do sector petrolífero, uma vez que, aliás como vimos mais acima, aquele representa mais de 80% das exportações totais do país.

Neste ponto, vamos trazer um gráfico a fim de clarificar o comportamento das exportações de petróleo angolano, que desde já, tiveram o seguinte comportamento de 2009 a 2014, e isto segundo o FMI:

Gráfico 8: Evolução das Exportações (Setor Petrolífero)



Fonte: Relatório do FMI sobre Angola 2014.

Valores em milhões de USD

Para contrabalançar e ter melhor ideia do peso do petróleo nas exportações, trazemos também no gráfico 9 o valor das exportações no setor não petrolífero:

Gráfico 9: Evolução das Exportações (Setor não Petrolífero)



Fonte: Relatório do FMI sobre Angola 2014.

Valores em milhões de USD

Outro ponto que julgamos importante na análise da Balança de Pagamentos, é a entrada e saída de dinheiro do país. O quadro abaixo mostra o que foi o movimento de entrada e saída de dinheiro e a diferença entre os valores (em milhões de dólares).

Tabela nº3 – Entrada e saída de dinheiro

Ano	Entrada	Saída	Dif (E-S)
2009	\$11 673,10	\$9 474,50	\$2 198,60
2010	\$12 156,70	\$16 724,40	\$-4 567,70
2011	\$14 123,60	\$19 240,00	\$-5 116,40
2012	\$15 077,70	\$24 716,40	\$-9 638,70
2013	\$14 345,90	\$27 510,10	\$-13 164,20
2014	\$16 543,20	\$18 874,60	\$-2 331,40

Fonte: Relatório do FMI sobre Angola 2014

Trazemos abaixo um gráfico no qual apresentamos apenas a evolução da diferença (Entrada - Saída) a fim de facilitar a percepção :

Gráfico 10: Comportamento da diferença (E-S) Entrada e Saída de dinheiro

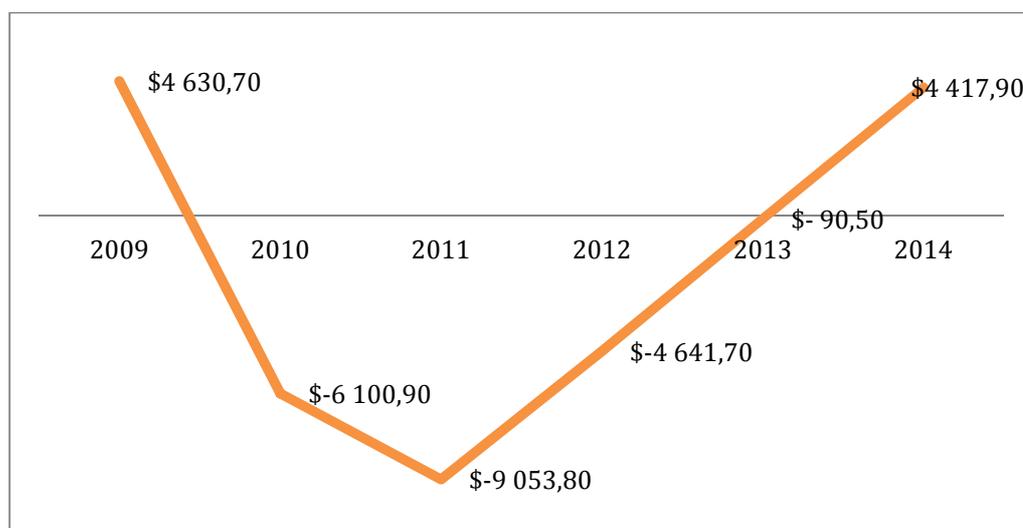


Fonte: FMI.

Att: Valores em milhões de USD

Outro ponto importante na análise da Balança de Pagamentos, é a variação das reservas, sendo que quanto mais negativa, melhor, pois significa que o país não precisou recorrer às reservas. E os dados referentes à variação das reservas de Angola, de 2009 a 2014, são em milhões de USD os constantes no gráfico 11:

Gráfico 11: Variação das Reservas (- aumento)



Fonte: FMI.

Att: Valores em milhões de USD

4.3.5. Sistema financeiro

O sistema financeiro de Angola tem grande potencial para aumentar a sua contribuição à intermediação financeira e, assim, ao crescimento económico, mas é preciso reforçar a supervisão. O aumento no número de bancos levou a uma concorrência acrescida, com uma descida das margens das taxas de juro. O BNA deve se manter vigilante à tomada excessiva de riscos pelos bancos, limitar a extensão em que os bancos possam compensar a perda de receitas com aumentos indevidos nas tarifas e comissões, e evitar a complacência regulamentar. Inclusive através da aplicação uniforme dos novos regulamentos que impõem mais rigor à classificação dos créditos vencidos (FMI, 2014).

No seguimento da apreciação feita pelo FMI, podemos dizer que o sistema financeiro de Angola, tal como toda economia, sofreu uma grande transformação após a assinatura dos acordos de paz de 2012. Para se ter ideia desta transformação, basta olhar para a sua evolução. Então vejamos: Até ao ano 2000, operavam em Angola sete bancos (InforBanca, 2009). Em 2009, o número já ascendia os dezoito, quase que um banco e meio por ano, se formos estabelecer uma média de crescimento neste período.

E não parou de crescer, em Dezembro de 2013 o sistema bancário era composto por 28 instituições financeiras bancárias autorizadas, dos quais encontravam-se 22 em atividade e as restantes em processo de início de atividade ou de conclusão do registo especial (CEIC, 2013). O quadro abaixo, espelha de forma mais clara o precisa este crescimento:

Tabela nº 4

N.º DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS BANCÁRIAS AUTORIZADAS – POR TIPOLOGIA DE CONTROLO ACCIONISTA					
	2009	2010	2011	2012	2013
Públicos	3	3	3	3	4
Mistos	-	1	1	1	-
Privados nacionais	10	12	12	12	16
Filiais de bancos estrangeiros	6	7	7	7	8
Total, dos quais:	19	23	23	23	28
Em actividade	19	22	22	22	22

Fonte: BNA

Como não só de bancos se faz o sistema financeiro, o quadro atual do sistema financeiro angolano, aprovado pela Lei nº 13/05, de 30 de Setembro, enquadra as instituições financeiras em dois tipos:

1. Instituições financeiras bancárias: São os bancos em geral.
2. Instituições financeiras não bancárias: As instituições financeiras não bancárias estão configuradas em três níveis de atuação:
 - a) Instituições financeiras não bancárias ligadas à moeda e crédito que de resto estão sujeitas à jurisdição do Banco Nacional de Angola.
 - b) Instituições financeiras não bancárias ligadas à atividade seguradora e previdência social, sujeitas à jurisdição do Instituto de Supervisão de Seguros de Angola.
 - c) Instituições não bancárias ligadas ao mercado de capitais e ao investimento, sujeitas à jurisdição do Organismo de Supervisão do Mercado de Valores Mobiliários (a Comissão de Mercado de Capitais).

É importante frisar que com este quadro jurídico-legal, estão criadas as premissas para o lançamento do mercado financeiro, principalmente na vertente do mercado de capitais, que se efetivará com a entrada em funcionamento, muito brevemente, da Bolsa de Valores e Derivativos de Angola (BVDA).

4.3.6 Risco soberano

Não podemos falar do risco soberano sem antes, ainda que de forma simplista e diminuta, falar do Rating soberano que nada mais é senão a classificação deste risco. Passemos então ao conceito de Rating soberano:

O *Rating* de crédito soberano ou *Rating* soberano considera a qualidade do crédito do governo nacional de honrar as suas dívidas em moeda doméstica e estrangeira. E apesar de não ser exatamente uma classificação do risco que abrange as empresas e instituições, é um risco que se aplica também as instituições domiciliadas no país. Uma vez que as agências normalmente incorporam o risco país ao risco corporativo (S&P, 2002).

O *Rating* soberano mostra a capacidade futura e a disposição dos governos nacionais de honrarem os seus compromissos financeiros. Mais especificamente, pagarem o serviço da dívida pontual e integralmente (S&P, 2002).

Como vimos anteriormente no ponto 1.4, risco soberano é o risco de crédito associado a operações de crédito concedido a Estados soberanos.

Assim como nas avaliações de risco de crédito de agentes privados, no risco soberano procura-se avaliar a capacidade do agente tomador de recursos em cumprir com as obrigações referentes à dívida nos prazos e nas condições contratuais acordadas.

Mas é importante frisar que o risco soberano é uma modalidade de risco de crédito específica, e que não tem como objectivo forçar um ente soberano a cumprir ou a fazer nada alheio a sua vontade, uma vez os Estados são soberanos.

Falar do risco soberano de Angola é falar da possibilidade de Angola vir a não cumprir com os compromissos financeiros assumidos. Quer sejam empréstimos a entidades internacionais, ou até mesmo a empresas domiciliadas no país. O risco soberano, tal como vimos acima, conta sempre com a possibilidade de o Estado ver-se numa situação de não poder pagar as suas contas. Falar disto a cerca de dez anos atrás era quase que uma barbárie mas, os últimos tempos, principalmente com o que aconteceu na Europa, mais particularmente na Grécia, fazem-nos ver que afinal em economia nada é impossível.

Mas afinal, sendo Angola um país com muito potencial económico, quais as reais possibilidades de vir a entrar numa situação destas?

Num primeiro olhar, parece pouco provável que isto venha a acontecer. Mas se prestarmos atenção nalguns pontos fundamentais, vamos mesmo perceber que apesar de todo potencial de crescimento e de todos os recursos naturais que Angola possui, esta realidade não é tão pouco provável. Vejamos:

- a) O risco político é visto como um fator importante, na medida em que mostra a transparência das instituições políticas e, mais precisamente, quais os parâmetros frequentemente usados na formulação de políticas económicas e no conserto dessas políticas (Bone, 2012).

Apesar de ser um risco mais corporativo, achamos importante trazer-lo à análise, pois, no caso de Angola, este pode ser um factor determinante ainda que mais a longo prazo. Uma vez que, apesar da aparente estabilidade política, é cada vez mais crescente a contestação que o poder político angolano sofre por parte das massas. E como se não bastasse, as mais que visíveis divisões no seio do maior

partido que são apenas escondidas por ainda estar no poder e manter um líder que pelo sim, pelo não, gera consenso. Por outra, o elevado número de generais com dinheiro e ambições de poder, fazem de Angola quase que um barril de pólvora só à espera do momento para explodir.

E como sabemos, apesar de aparentemente não ter uma influência direta para a economia, a instabilidade política se não diretamente, é dos factores não económicos que mais influencia a economia.

b) A muita dependência de um produto que não se consegue controlar e ainda por cima, muito volátil, o petróleo: Como ficou evidente mais acima, a economia angolana depende de forma deprimente do petróleo. Tanto é que, como vimos mais acima, de todos os produtos que saem de Angola, o petróleo representa mais de 90% disso. E se ainda não é suficiente para se ter ideia desta muita dependência, basta dizer que por exemplo e tal como vimos mais acima, obras públicas foram paradas, canceladas e/ou adiadas por causa da queda do preço do petróleo. E ainda não é tudo, o Rating de Angola foi unanimemente revisto em baixa pelas agências de Rating Moody's, Fitch e S&P's para: **Ba2; BB-** e **B+** respectivamente, sendo que para a Moody's apesar de ter a nota mais elevada, a perspectiva é negativa. Já para as outras duas, a perspectiva é estável. E é naturalmente o petróleo que constitui o motivo da baixa da nota pelas três principais agências de Rating.

O colapso dos preços internacionais do petróleo durante a crise financeira mundial de 2008-09 ilustrou a importância desse elo: o crescimento desacelerou de 13,8% em 2008 para 2,4% em 2009; com a forte quebra das receitas orçamentais, e a despeito do corte profundo dos gastos públicos, o saldo orçamental global sofreu uma deterioração acentuada, de um excedente de 8,9% do PIB em 2008 para um défice de 7,4% em 2009; as reservas internacionais caíram um quarto; e a taxa de câmbio depreciou 18%, o que conduziu à alta da inflação (FMI, 2014).

Para que se tenha melhor ideia da classificação que Angola recebeu das agências de Rating, trazemos uma tabela com as notas.

Figura 2 – Notas das Agências de Rating

Moody's		S&P		Fitch		
Longo prazo	Curto prazo	Longo prazo	Curto prazo	Longo prazo	Curto prazo	
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	Prime
Aa1		AA+		AA+		Grau elevado
Aa2		AA		AA		
Aa3		AA-		AA-		
A1		A+		A+		
A2	P-2	A	A-2	A	F1	Grau médio elevado
A3		A-		A-		
Baa1		BBB+		BBB+		F2
Baa2	P-3	BBB	A-3	BBB	F3	Grau médio baixo
Baa3		BBB-		BBB-		
Ba1		BB+		B		BB+
Ba2	BB	BB				
Ba3	BB-	BB-				
B1	B+	B+				
B2	B	B				
B3	B-	B-				
Caa1	Not prime	CCC+	C	CCC	C	Risco substancial
Caa2		CCC				Extremamente especulativo
Caa3		CCC-				Em moratória com uma pequena expectativa de recuperação
Ca		CC				
C		C				
/		D	/	DDD	/	Em moratória
/				DD	/	
/				D		

Fonte: Moody's, Fitch e S&P

Mas, é importante frisar que para as agências de Rating, os indicadores de risco económico são:

- Estrutura Económica e Perspectivas de Crescimento Económico;
- Flexibilidade Fiscal;
- Endividamento do Governo Soberano;
- Estabilidade Monetária;
- Liquidez Externa e Dívida Externa.

E no que há de essencial nestes pontos nos quais as agências assentam a sua atenção para análise do risco soberano, Angola apresenta tem uma nota aceitável, tendo em conta o contexto e inclusive apresenta condições para se acreditar num futuro promissor.

Por outro lado, há uma outra perspectiva de análise do risco soberano de Angola. Não

tão diferente da análise feita pelas agências de Rating, porém mais virada para questões mais pontuais, portanto, ligadas à realidade mais atual. É a perspectiva de análise do FMI, que de resto, foca no seguinte:

- a) Declínio prolongado da produção de petróleo: Tal como vimos acima, Angola depende muito do petróleo. E por isso mesmo, o FMI aponta o declínio da sua produção como uma fonte de risco a curto prazo. Pelo que, recomenda: *Permitir alguma flexibilidade cambial e reduzir o défice orçamental através da moderação no ritmo de implementação do programa de investimento público, financiando o défice restante com o uso dos depósitos do governo no banco central.*
- b) Efeitos colaterais das condições financeiras mundiais e desaceleração do crescimento na China. Hoje, a China é o destino de cerca de metade das exportações de petróleo de Angola, com a Índia a receber 10% e os Estados Unidos apenas 7%. (FMI, 2014).

A desaceleração da China tem forte influencia para economia angolana, uma vez que, tal como vimos é o destino de cerca de metade das exportações de petróleo angolano e sem querer ser redundante, Angola depende muito destas exportações. Cria-se então um problema quase sistémico. Pelo que, segundo o FMI, o ideal seria: *Introduzir uma função de estabilização orçamental na gestão das reservas e do FSDEA e buscar fontes alternativas de financiamento externo para alargar as opções de financiamento e assegurar a implementação sustentada dos projetos de capital.*

Falar do futuro de Angola é, ainda que de forma pouco exaustiva, falar do seu percurso histórico, da situação atual e do que o presente consegue garantir de futuro. E nesta ordem de ideias, vamos mesmo perceber que não é possível olhar para o futuro de Angola, sem falar de pelo menos dois pontos que julgamos essenciais: Economia e Estabilidade Sociopolítica.

- a) Economia: Tal como inúmeras vezes frisamos nos capítulos anteriores, Angola possui uma economia em fase de amadurecimento e isto ao mesmo tempo que tem de lidar com um dos maiores testes de choque da sua história. E tudo isto, por causa da muita dependência do petróleo. Tal como vimos, o petróleo representa mais de 90% das exportações e por isso é mesmo o maior

elo de ligação entre Angola e o Mundo. Pelo que, podemos afirmar que se o futuro fosse hoje, Angola não ficaria nada bem na fotografia. A volatilidade e a falta de qualquer controle sobre o produto em questão, seriam os principais culpados disto mesmo. Mas como o futuro é amanhã, o hoje pode servir para preparar um amanhã mais agradável de se olhar. E parece que Angola tem estado a tratar de preparar este futuro. O Plano Nacional de Desenvolvimento (PND), é prova disso mesmo:

Este plano visa não só melhorar aquilo que são as condições de vida da população mas também, dar vida a uma série de mudanças que procurem solidificar a economia, e abrir espaço para crescimento económico. Crescimento este que ainda hoje é muito sustentado fortemente pelo petróleo mas que se pretende que seja resultado de uma economia diversificada.

Mas é importante que se diga que embora seja um programa ambicioso, mais que as ideias, o conjunto de ações para a implementação das mesmas faz toda diferença, e neste caso, mais que fazer a diferença, poderá ser decisivo para um bom ou mau amanhã para Angola.

- b) Estabilidade Socio-política: Outro ponto que merece especial atenção, é o que diz respeito a estabilidade social e política. A primeira corresponde mais a um conjunto de situações concernentes a condições de vida das populações. Quanto a isto, as melhorias estão cada vez mais evidentes. Desde a melhoria nos transportes à melhoria nos sistemas de saúde e educação. Ainda não é o que se deseja, mas já é suficiente para que se perspetive um futuro melhor.

Mas se há avanços no social, o cenário político assombra o futuro da economia e das populações. E tudo porque além de ter um presidente e governo que dirigem os destinos do país há mais de trinta anos, Angola prepara-se para uma mudança que se prevê difícil na governabilidade do país. E se associarmos isso ao facto de no seio do partido no poder, figurarem pessoas poderosas, com dinheiro, influência e ambição de poder, vamos mesmo perceber que o futuro, no que concerne à política chega a ser assombroso. Aliando isso ao facto de ser elevado o número de generais e o elevado número de militares com ambições de poder, só agravam a situação e deterioram as perspectivas de futuro.

E se há uma perspectiva positiva para o cenário económico e o social acompanha a mesma toada, o cenário político pode mesmo vir a pôr em cheque todo o positivo, uma vez que condiciona todo o resto.

4.4 Angola: perspetivas económicas

Angola é um país rico. Os muitos recursos naturais, o extenso território e a muita densidade populacional aumentam ainda mais o potencial de crescimento para a economia angolana. Mas a muita dependência do petróleo, pode mesmo comprometer todo o potencial de crescimento e trazer para Angola um futuro sombrio. Pelo menos no que à economia diz respeito. Senão vejamos, o petróleo representa mais de 90% das receitas de exportações de Angola (BAI, 2015). Aliás, Angola é por muitos conhecida por causa deste recurso.

O preço do petróleo caiu mais de 50% nos últimos tempos, como nos faz perceber o BAI (2015) e para se ter uma ideia mais pontual do efeito desta queda, nada melhor que olhar para a historia da economia angolana:

Segundo Leitão (2015), em 1908 a borracha representava 65% das exportações de Angola. Entre 1946 e 1972, a produção mais beneficiada foi o café, que veio a constituir o principal produto de exportação, devendo ressaltar-se também o sisal, o algodão e produtos da pesca. Entre 1960 e 1972, a progressão da produção das indústrias extractivas foi particularmente sensível em três ramos: diamantes, ferro e petróleo.

Nos dias de hoje, 95% das exportações de Angola dependem do petróleo. Pelo que, a queda do seu preço para menos de 40 dólares por barril afeta de forma mais que direta a economia angolana e obriga o Estado a uma série de mudanças na sua estratégia de atuação.

Segundo o BPI (2015), o novo quadro dos preços baixos do barril do petróleo provocou na economia angolana uma redefinição das despesas públicas para que fosse possível assegurar a sustentabilidade da agenda do desenvolvimento. Mas não se prevê uma tarefa fácil, já que esta queda nos preços do barril de petróleo provoca uma diminuição das divisas do país e, por conseguinte, gera também uma pressão sobre as reservas cambiais.

A fim de aliviar os efeitos da queda do preço do petróleo, o Estado angolano adotou um conjunto de medidas de contenção:

- Revisão do Orçamento Geral do Estado (OGE) para o ano de 2015. O preço médio do petróleo foi fixado em \$40 /barril (contrariamente aos \$80 inicialmente previstos), a fim de melhor contextualizar as contas públicas com a realidade.

- Manutenção da estabilidade do nível geral de preços, mantendo a inflação num só dígito, fixado em 9%;

- Controlo do nível da RIL (Reservas Internacionais Líquidas), mantendo o seu valor acima do nível de cobertura de cinco meses de importações de bens e serviços;

- A despesa pública foi reduzida em cerca de 33% relativamente à despesa prevista no OGE de 2015.

- Aumento da taxa de juro por parte do Banco Nacional de Angola (BNA) através do Controlo da Política Monetária (CPM), de 30 de Março, para cedência de liquidez aos bancos, passando a Taxa Básica de Juro de 9% para 9,25%;

- Aumento das receitas não petrolíferas (tributárias e patrimoniais);

- Diversificação da economia nacional.

No entanto, apesar das muitas medidas adoptadas pelo Estado angolano a fim de limitar os efeitos negativos da queda do preço do petróleo, foram naturalmente sentidos os sinais desta queda e basta consultar, por exemplo, o relatório do banco BPI sobre Angola (BPI, 2015), para constatar que a indústria transformadora, a construção, o comércio, as comunicações, a indústria extrativa e o turismo registaram recentemente valores inferiores às suas respectivas médias históricas. Nomeadamente, em comparação com o último trimestre de 2014, a construção e a indústria extrativa foram os setores mais afetados pelo ambiente económico adverso.

O BNA antecipa um crescimento de 4,4% para o ano de 2015, face ao crescimento de 8,8% inicialmente estimado. Entretanto, ainda segundo o (BPI, 2015), o *African Economic Outlook 2015* da OCDE/AFDB prevê que a economia angolana cresça apenas 3,8% em 2015 e acelere para 4,2% em 2016. Já o FMI reviu em baixa o crescimento económico de 4,5% para 3,5% em 2015. Estes cenários são compreensíveis, pois estamos a falar do responsável por mais de 90% das receitas do Estado.

No entanto, os efeitos não ficam por aqui. Para se ter uma ideia mais clara da real dimensão do impacto deste choque na economia de Angola, basta notar o

seguinte: De acordo com o (BAI, 2015), que no seu relatório aponta dados do FMI, estão previstas perdas em 2015, por referência a 2014, de cerca de USD 30 mil milhões nas receitas de exportações, equivalente a cerca de 28% do PIB e a 45% da receita das exportações de 2014, e de cerca de USD 20 mil milhões em receitas fiscais, equivalente a aproximadamente 19% do PIB e a 50% da receita fiscal prevista na versão original do OGE para 2015. Além disso, as principais agências de rating foram quase unânimes em rever em baixa as notas de rating soberano de Angola.

Como vimos acima, o cenário não é dos mais agradáveis, entretanto, o Estado ao tomar algumas medidas de política económica como as que citámos dá um sinal de ter noção clara da gravidade da situação e da disponibilidade e disposição de tudo fazer para ultrapassar da melhor forma aquele que desde já é o maior teste de “stress” a que a economia angolana foi alguma vez submetida.

Como sabemos, a saúde económica de um país depende muito do que o social e o político de mandam como contributo, e neste capítulo, o governo angolano tem muito que melhorar, basta perceber que segundo Muzima (2015), *através do African Economic Outlook*, (OCDE/AEO, 2015) “o crescimento e o desenvolvimento equitativo encontram-se condicionados por constrangimentos ligados ao ambiente de negócios, a uma inadequada governação e transparência na gestão dos recursos públicos e à fraca qualidade e manutenção das infraestruturas físicas. Existem também constrangimentos ligados à limitada qualidade dos recursos humanos, ao fraco crescimento agrícola, a uma ineficiente disponibilidade de serviços públicos para os mais carenciados e a dificuldades em gerir as receitas dos recursos não-renováveis para que se crie poupança destinada às gerações futuras. As pressões sociais estão a aumentar, não só devido à elevada taxa de desemprego (26%), particularmente entre os jovens, mas também a um significativo nível de pobreza que afeta 36.6% da população e a uma elevada desigualdade de rendimento”. Portanto, além da estratégia política e económica, o Estado angolano deve prestar particular atenção para as questões sociais, já que é tudo parte de um conjunto que só funciona na perfeição se nada estiver esquecido.

Tabela nº 5

Tabela nº 5: Indicadores Macroeconómicos

	2013	2014(e)	2015(p)	2016(p)
Crescimento real do PIB	6.8	4.5	3.8	4.2
Crescimento real do PIB per capita	3.7	1.4	0.7	1.1
Inflação IPC	8.8	7.4	8	8.7
Saldo orçamental em % do PIB	0.3	-2.2	-10.6	-7.7
Saldo da Balança Corrente em % do PIB	5.8	2.7	-5.9	-2.2

Fonte: (OCDE/AEO, 2015)

Em resumo, Angola é um país rico, com muitos recursos naturais e minérios valiosos, com uma vasta extensão territorial e uma vasta e invejável orla marítima. Mas, como vimos acima, a economia angolana é muito dependente do petróleo. Apesar do grande potencial de crescimento, a excessiva dependência do petróleo compromete o contínuo e seguro crescimento económico.

PARTE III – Exercício empírico

5. Análise das determinantes do rating de Angola

5.1. Metodologia e hipóteses a testar

Como ficou evidente nos pontos anteriormente apresentados, a avaliação do Rating observa um universo de variáveis que naturalmente têm o seu peso e ajudam naquilo que é, de resto a avaliação do risco e a aplicação de uma nota.

Estas variáveis podem ser de fórum económico e/ou político. Afinal, e tal como evidenciamos, a boa ou má avaliação é no fundo e só uma resposta ao conjunto de sinais que estas variáveis apresentam.

A análise empírica consiste na feitura de um teste, longe de teorias, mas em momento algum abusivo, uma vez que apesar de se distanciar das teorias, obedece a métodos de avaliação, no nosso caso, o método dos mínimos quadrados.

A metodologia a adotar neste trabalho será a seguida por alguns autores, tais como Afonso (2003), Bissondoyal – Bheenick (2005) e Afonso, Gomes e Rother (2009). O estudo vai seguir um modelo de resposta ordenada, pois o modelo aplica-se a variáveis dependentes de natureza discreta, ordinal, como é o caso dos Ratings.

Inicialmente, será utilizada a técnica de Mínimos Quadrados Ordinários (O.L.S.), que assume que as variáveis dependentes subjacentes, os ratings, foram classificados em classes distintas de 1 a 22, igualmente espaçadas pelos intervalos dos ratings uma nota AAA/Aaa equivale a 1, uma AA+/Aa1 equivale a 2, e assim sucessivamente, sofrendo assim uma transformação linear. Porém Bissondoyal-Bheenick (2005) refere que, com esta assunção, a diferença entre um risco AAA/Aaa e AA+/Aa1 é igual à diferença de um risco BB-/Ba3 e B+/B1, e como as respostas vão ser codificadas de 1, 2, 3, 4 até 22, a regressão linear vai tratar as diferenças da mesma forma. Assim, a diferença entre 1 e 2 vai ser igual à diferença entre 7 e 8. Mas nos casos dos ratings, cada classificação transmite uma informação diferente. As hipóteses que iremos estabelecer e tentar validar através do trabalho empírico são as seguintes:

H1- Quanto maior o nível de PIB per capita, maior será a classificação de rating atribuída à economia angolana.

H2- Quanto mais elevado o preço do petróleo, maior será a classificação de rating atribuída à economia angolana.

H3a: Quanto maior a taxa de inflação, menor será a classificação de rating atribuída à economia angolana.

H3b: Quanto maior a dívida pública em percentagem do PIB, menor será a classificação de rating atribuída à economia angolana.

H3c: Quanto maior a dívida externa em percentagem do PIB, menor será a classificação de rating atribuída à economia angolana.

H3d: Quanto maior o nível de investimento em percentagem do PIB, maior será a classificação de rating atribuída à economia angolana.

No nosso estudo, a variável dependente refere-se à classificação de rating atribuída a Angola pela agência Moody's (Tabela n.º 6).

Tabela n.º 6 – Variável Dependente

Sigla	Variável dependente	Descrição
RAT	Rating soberano de Angola	Rating atribuído pela Moody's a 31/12 do ano X

Fonte: Elaboração própria.

De acordo com as hipóteses que foram estabelecidas acima, a Tabela n.º 7 apresenta os sinais esperados associados a cada uma das variáveis.

Tabela n.º 7 – Variáveis Independentes e Respetivo Sinal Esperado

Hipóteses	Sigla	Descrição	Sinal esperado
H1	PIB	Produto Interno Bruto per capita em ppc a 31/12 do ano X	+
H2	PET	Preço do Petróleo Brent em 31/12 do ano X	+
H3a	INF	Taxa de Inflação a 31/12 do ano X	-
H3b	DIV	Dívida Pública em % do PIB em 31/12 do ano X	-
H3c	DIVX	Dívida Externa em % do PIB em 31/12 do ano X	-
H3d	INV	Investimento em % do PIB em 31/12 do ano X	+

Fonte: Elaboração própria.

5.2 Dados a utilizar

No que toca aos dados, vamos analisar dados que de resto representam as três subcategorias as quais prestamos especial atenção quando abordamos sobre a metodologia de avaliação de risco (Força Institucional, Força Fiscal e Força Económica).

Serão então as seguintes variáveis a serem analisadas: PIB per capita; Inflação; Investimento; Nível da dívida pública; Preço do petróleo;

PIB per capita: PIB per capita é o produto interno bruto, dividido pela quantidade de habitantes de um país. Muito utilizado na avaliação do Rating, porque dá uma informação mais clara acerca do nível de vida da população. A par da medida tradicional do “PIB per capita”, é habitual referir-se o Índice de Desenvolvimento Humano (IDH), pois a primeira medida não capta todas as dimensões do desenvolvimento económico. Logo, o IDH é uma medida muito relevante, criada pela ONU (Organização das Nações Unidas), que avalia a qualidade de vida e o desenvolvimento económico de uma população, utilizando no seu cálculo, para além do PIB per capita, dados sobre os níveis de educação e acesso a cuidados de saúde.

Inflação: A inflação representa um aumento geral dos preços dos bens e serviços e não quando apenas os preços de artigos específicos sobem. Esse aumento dos preços é aferido através da evolução dos preços de um determinado cabaz de bens e serviços.

Dívida pública: A dívida pública é a dívida de um determinado Estado. Como qualquer dívida, é um conjunto de compromissos financeiros, vencíveis em dados prazos.

No caso de Angola, tal como ficou claro, apesar da fase conturbada, a tendência é de crescimento, ainda que menos robusto, e ainda que sempre assombrado pela muita dependência do petróleo. Neste caso em específico, e tal como vimos mais acima, Angola tem por exemplo o pior resultado na análise da eficácia governamental. Por outra, a inflação tem estado controlada, ou pelo menos a níveis aceitáveis, mas a corrupção ainda é um pesadelo de todos os dias na realidade angolana. No campo da dívida pública, Angola tem estado bem nesse capítulo,

mantendo a sua dívida sustentável e abaixo de 40% do PIB.

No que ao Rating diz respeito, em particular a classificação de Rating de Angola, é importante frisar que a primeira nota foi atribuída em 2010 pela Moody's. Dada a necessidade de termos o maior número possível de observações, consideramos igualmente os anos de 2008 e 2009, atribuindo um nível de rating fundamentado na análise do risco político apresentada pelo banco Montepio (MONTEPIO, 2015). É também importante frisar que os dados de 2015 são referentes a previsões (de acordo com a publicação do Montepio) ou ao final do primeiro semestre (nomeadamente, o preço do petróleo e a classificação de rating). Os preços do petróleo em 31/12/N foram obtidos no site www.plus500.pt.

Tabela nº. 8 – Dados

	RAT	PIBppc	INF	DIV	DIVEXT	INV	PET	IDH
2008	8	6120	12,5	16,6	8,36	16,2	45,59	0,473
2009	8	6131	13,7	49,9	7,62	15,2	77,93	0,481
2010	9	6230	14,5	39,8	16,06	14,4	94,75	0,504
2011	10	6416	13,5	32,2	17,98	12,9	107,38	0,521
2012	10,5	6668	10,3	29,6	18,16	14,9	111,11	0,524
2013	10,5	7017	9,2	35,2	21,78	14,8	110,8	0,526
2014	11	7203	8,5	38	22,71	14,1	57,33	0,526
2015	10,5	7373	8,4	47,5	34,8	9,2	63,59	0,526

Fonte: Elaboração própria.

Foi adotada uma transformação linear da escala de ratings, em que o valor 1 representa a classificação mais baixa e 22 representa a classificação mais elevada. Além disso, como forma de diferenciar melhor a questão dos “outlooks” positivos ou negativos, que não envolvem necessariamente uma alteração do rating, optou-se por atribuir uma majoração de 0,5 a um “outlook” positivo e uma penalização de -0,5 a um “outlook” negativo. Por exemplo, um valor de 10,5 para o rating significa uma classificação de rating de Ba3 com “outlook” positivo, enquanto que se o “outlook” fosse negativo teríamos um valor de 9,5.

Tabela nº. 9 – Matriz de correlação

	<i>d,p</i>	RAT	PIB	PET	INF	DIV	DIVX	INV	IDH
RAT	1,19	1	0,8661	0,3086	- 0,7711	0,1319	0,8063	- 0,4885	0,9731
PIB	499,25		1	- 0,0623	- 0,6418	0,3091	0,9107	- 0,6418	0,8022
PET	26,06			1	0,1657	0,0677	0,0321	0,0711	0,4637
INF	2,51				1	- 0,0921	- 0,7452	0,4111	- 0,6478
DIV	10,53					1	0,3672	- 0,5171	0,2261
DIVX	12,19						1	- 0,8595	0,8159
INV	2,14							1	- 0,5516
IDH	0,022								1

Fonte: Elaboração própria.

No que aos dados da matriz de correlação diz respeito, destaca-se a forte correlação positiva entre o PIB per capita e o rating e a elevada correlação negativa entre este e a inflação. Exportaram-se os dados para o *software* estatístico *Gretl*, com vista ao seu tratamento estatístico e ao teste das hipóteses anteriormente formuladas. Por forma a atingir o nosso objetivo de investigação recorreu-se ao modelo de regressão linear simples, pelo que, considerando como variável dependente o rating, será testada a seguinte regressão:

$$RAT_t = \beta_1 + \beta_2 PIB_t + \beta_3 PET_t + \beta_4 (\text{outras variáveis})_t + \varepsilon_t$$

Onde:

- RAT_t – Variável dependente no ano t ;
- β_i – Coeficientes a estimar;
- $X_{i,t}$ – Variável independente no ano t ;
- ε_t – Erro ou variável aleatória residual que descreve os efeitos de RAT_t não explicados.

Para além do PIB per capita e do preço do petróleo, nas “outras variáveis” foram testadas mais variáveis independentes, nomeadamente, a taxa de inflação, a

dívida pública em percentagem do PIB, a dívida externa em percentagem do PIB e o investimento em percentagem do PIB. Em substituição do PIB per capita, foi também testada a variável IDH, no entanto, os resultados não se revelaram satisfatórios.

Foi considerado na regressão o *p-value* para um nível de significância de 10%. Segundo Gujarati e Porter (2011, as variáveis usadas na regressão linear devem respeitar os pressupostos da independência dos resíduos, homocedasticidade, normalidade dos resíduos, linearidade dos coeficientes e ausência de multicolinearidade.

5.3. Apresentação e discussão dos resultados empíricos

A Tabela n.º 10 apresenta os resultados obtidos através da regressão. Foram testadas várias variáveis independentes, no entanto, dado o número reduzido de observações (8), limitamos as regressões a três variáveis explicativas.

No quadro estão explícitos os coeficientes estimados, os coeficientes de determinação, os coeficientes de determinação ajustados, a estatística de Durbin-Watson e a estatística F. Após a estimação da regressão verifica-se que esta apresenta uma elevada capacidade explicativa, isto é as variáveis independentes testadas explicam entre 60 a 90% das variações da variável RAT.

Tabela n.º 10 – Modelos de Regressão do Rating

	Modelo 1	Sig.	Modelo 2	Sig.	Modelo 3	Sig.	Modelo 4	Sig.
C	-6,053	*	-5,523		-6,946		-7,523	
PIB	0,002	***	0,002	*	0,002	*	0,002	**
PET	0,017	*	0,016		0,017	*	0,016	*
INF			-0,007					
DIV	-0,021							
DIVX					-0,012			
INV							0,053	
R²	0,913		0,882		0,883		0,887	
R²_a	0,848		0,794		0,796		0,803	
F	15,248		14,282		12,412		15,358	

Fonte: Elaboração própria.

Notas: * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Na tabela acima, apresentamos os resultados da regressão linear, em que procuramos observar se o PIB per capita, o preço do petróleo, a taxa de inflação, a dívida pública em percentagem do PIB, a dívida externa em percentagem do PIB e o investimento em percentagem do PIB, são variáveis relevantes para a atribuição de uma determinada classificação de rating. No entanto, embora existissem certamente outras variáveis com importância incontornável para essa mesma classificação, limitamo-nos a apresentar aquelas que julgamos possíveis, tendo em conta que a disponibilidade de dados históricos é limitada, pois temos de ter em conta que as avaliações para atribuição de uma classificação de rating a Angola apenas começaram a ser feitas há poucos anos atrás.

Das variáveis que apresentamos e avaliamos, há um destaque natural para o PIB per capita e para o preço do petróleo, pois são as únicas significativas e com os sinais esperados. Assim, é importante frisar que quanto maior o PIB per capita, maior a classificação de rating (nomeadamente, um aumento do PIB per capita em 1000 USD está associado a uma melhoria superior a dois níveis na classificação de rating). Por outro lado, tal como esperado, o preço de petróleo também é uma variável significativa, embora não tanto quanto o PIB per capita, sendo que quanto mais elevado for o preço do petróleo, maior a pressão para a subida da classificação de rating, sendo importante referir que existem outras variáveis que naturalmente condicionam qualquer movimentação. Já as variáveis da dívida, a inflação e o investimento, apesar de apresentarem os sinais esperados, não são significativas.

Quanto às hipóteses, podemos dizer que validamos H1 e H2, embora não seja possível validar as restantes, ou seja demonstrar a influência de outras variáveis para além do PIB per capita e do preço do petróleo sobre a classificação de rating soberano de Angola. Naturalmente que uma maior dimensão da amostra permitiria explorar melhor os dados, mas tal não é possível.

5.4. Discussão dos resultados à luz da literatura

Como vimos atrás aquando da revisão da literatura, são vários os trabalhos sobre a questão das determinantes do rating soberano. Entre os vários trabalhos, ressalta uma particular atenção para a análise de Cantor e Packer (1996) e Canuto e Santos (2003),

que defendem que existe uma relação entre a classificação de risco e o *spread* soberano. Segundo esses autores, quanto maior a probabilidade de incumprimento de um governo, maiores taxas de retorno serão exigidas pelos investidores no momento da aquisição de um título público.

Não obstante, e já mais dentro daquilo que é a análise das determinantes de rating, Cantor e Packer (1996), citados por Freire (2015), afirmam existir um conjunto de indicadores/determinantes, com base na informação disponibilizada à data pelas três grandes agências de rating: Rendimento per capita, Crescimento do PIB, Inflação, Situação Orçamental, Balança Externa, Dívida Externa, Desenvolvimento Económico e o histórico de incumprimentos. E, é de resto com base nestes indicadores que se fazem os muitos trabalhos relacionados com a questão do rating soberano. O presente trabalho não foi exceção. Afinal, as variáveis que utilizamos na análise empírica são: PIB per capita, dívida pública, dívida externa, investimento e taxa de inflação. Sendo o preço do petróleo a exceção à normalidade habitual neste tipo de análises, aqui justificado pela particular situação da economia angolana.

No trabalho “Ratings de Dívida Pública” de Peixoto (2013) que foca a sua atenção mais particular para a questão da dívida pública portuguesa, as variáveis PIB per capita, taxa de inflação, dívida bruta em percentagem do PIB e o investimento têm um grande poder na determinação de um rating, sendo que PIB per capita e inflação são as duas variáveis com capital importância no seu estudo. Já Diniz et al. (2012), destaca as variáveis inflação, dívida pública, PIB per capita e a taxa de crescimento do PIB. Nomeadamente, a taxa de crescimento do PIB, que de resto representa a evolução temporal do peso da dívida em relação ao PIB, foi significativa e demonstrou a relação esperada pela teoria nas abordagens realizadas por aquele autor com dados em painel.

No nosso trabalho, e tal como evidenciámos na análise empírica, as variáveis PIB per capita e preço do petróleo assumem uma importância incontornável e até decisiva para as alterações na classificação de rating soberano.

Conclusão

A avaliação de risco soberano facilita o acesso dos Estados ao créditos e confere flexibilidade na aplicação das taxas de juros dos empréstimos que aqueles recebem de instituições internacionais. Mas, a avaliação do rating soberano é também, e cada vez mais, uma ferramenta importante na avaliação do destino do investimento de muitas empresas.

Durante a feitura do nosso trabalho percebemos de forma mais profunda o que é afinal o rating soberano e qual a sua real importância, quer para os Estados, quer para as empresas e instituições financeiras internacionais. Procurámos também entender de forma mais consistente a questão das metodologias utilizadas pelas três principais agências de rating, no caso, a Fitch, a Moody's e a S&P. No entanto, não ficámos limitados a ver quais as metodologias usadas, pois realizámos também uma análise crítica das mesmas, sempre à luz do que os muitos autores defendem sobre o assunto.

Neste trabalho, analisámos a questão do risco soberano de Angola, a sua tendência de evolução e, naturalmente, uma série de aspectos macroeconómicos e não só que influenciam de forma direta aquilo que é a avaliação final de rating do país. Apesar da restrição no acesso aos dados, pensamos que o objetivo de perceber qual a evolução do rating soberano de Angola desde o início da avaliação até aos dias de hoje foi alcançado.

Sempre com o foco na busca por uma resposta à pergunta de partida – **No caso de Angola, quais as variáveis determinantes para uma variação positiva ou negativa da nota de rating que as agências atribuem?** – elaborámos um trabalho com três partes, onde na primeira – **Gestão de risco financeiro: Fundamentação teórica** – procurámos perceber as questões relacionadas com o risco financeiro, o rating e ainda efetuámos uma revisão de alguma literatura relacionada com o tema. Os trabalhos analisados evidenciam a existência de uma relação entre a classificação de risco e o *spread* soberano e realçam a importância das variáveis de cariz qualitativo. Na segunda parte, focámos a nossa atenção para Angola. Abordámos um pouco sobre a história do país, mas o maior foco foi mesmo para os aspetos macroeconómicos, com destaque para a análise à balança de pagamentos e sistema financeiro. Nessa parte, o nosso destaque vai para a muita dependência do petróleo, a queda no crescimento económico e o muito risco externo que a economia angolana corre

devido à excessiva dependência de um produto cuja volatilidade no preço é uma constante.

Já na terceira e última parte, abordámos a questão do risco soberano de Angola. Realizámos um exercício empírico em função de tudo o que vimos antes e fizemos uma avaliação das perspectivas futuras. Nesta parte, há um natural destaque para a resposta à pergunta de partida. Ou seja, nesta parte, mais propriamente no ponto de análise empírica, notamos que das variáveis determinantes para a nota de rating soberano, o PIB per capita assume uma importância incontornável. O preço do petróleo também assume importância, no entanto, sem a mesma contundência que o PIB per capita.

De resto, referir que o presente trabalho limitou a sua análise na avaliação da evolução do rating de Angola de 2010 a 2015, embora, no ponto referente à análise dos dados macroeconómicos tenhamos alargado em alguns momentos esta análise para mais anos. As dificuldades no acesso aos dados e até mesmo a inexistência dos mesmos em alguns casos, estiveram na base desta nossa limitação. Pelo que, recomendamos a continuação deste estudo no futuro, afinal, e como aliás se pode observar nos vários outros trabalhos, a avaliação do rating de um país exige uma maior quantidade de dados, bem como, um maior horizonte temporal.

Referências bibliográficas

Afonso, A. (2003), “Understanding the determinants of sovereign debt ratings: evidence for the two leading agencies”. *Journal of Economics and Finance*, 27(1), 56-74.

Afonso, A., Gomes, P. & Rother, P. (2009), “Ordered response models for sovereign debt ratings”. *Applied Economics Letters*, 16(8), 769-773.

BAI (2015). *Boletim Económico - Angola*. Banco Angolano de Investimento, Estudos e pesquisa. Luanda: Banco BAI.

Bone, R. B. (2012). *Ratings soberanos e corporativos: mecanismos, fundamentos e análise crítica*. São Paulo: USP.

BPI (2015). *Angola - Relatório Económico*. Departamento de Estudos Económicos e Financeiros. Lisboa: Banco BPI.

Braga (2008). *O papel das agências de classificação de risco: uma análise crítica*. Graduação em Ciências Económicas, Universidade Estadual de Campinas – Brasil.

Cacuto, J. F. (2001). *Angola pós-independente: implicações económicas da herança colonial*. São Paulo: Araçatuba.

Cantor, R. e Packer, F. (1996). “Determinants and impact of sovereign credit ratings”. *Economic Policy Review*. Federal Reserve Bank of New York, vol. 2, Out.

Canuto, O. e Santos, P. (2003). *Risco soberano e prémios de risco em economias emergentes*. *Temas de Economia Internacional*, 1, Outubro, Ministério da Fazenda: Brasília – Brasil.

CEIC (2013). *Relatório Económico de Angola 2013*. Universidade Católica de Angola - UCAN, Centro de Estudos e Investigação Científica. Luanda: UCAN.

Diniz, T., Amaral, H., & Ferreira, B. (2012). *Risco Soberano*. Economia Global e Gestão. Lisboa: Universidade de Lisboa.

FMI (2014). *Relatório do corpo técnico sobre as consultas de 2014 ao abrigo do artigo iv - Angola*. Fundo Monetário Internacional. Washington, D.C. : International Monetary Fund – Publication Services.

Freire, A. F. (2015). *O Papel das Agências de Rating e a Dívida Pública Portuguesa – Evolução e Tendência*. Porto: Instituto Superior De Contabilidade e Administração do Porto - Instituto Politécnico do Porto.

Gomes, O. (2012). *Macroeconomia - Noções básicas*. Lisboa: OG.

Graça, J. F. (2012). *Agências de Notação de Risco*. Centro de Estudos de Direito Público e Regulação da Universidade de Coimbra. Coimbra: Faculdade de Coimbra.

Gurajati, D. e Porter, D. N. (2011). *Econometria Básica*. São Paulo: Bookman.

InforBanca (2009). Caracterização do Sistema Financeiro de Angola. *InforBanca* , 4-6.

Leitão, A. L. (2015). *Mercado Económico em Angola - Perspectiva de Evolução*. Embaixada de Angola em Portugal. Lisboa: Embaixada de Angola em Portugal.

Menezes, S. (2000). *Angola: sociedade e economia de um país nascente*. São Paulo: EDUS/SP.

MONTEPIO (2015). *Angola Relatório Económico* . Banco Montepio, Lisboa.

Muzima, F. R. (2015). *Notas Países*. (Acesso em 20 de Dezembro de 2015), disponível em African Economic Outlook: <http://www.africaneconomicoutlook.org/po/notas-paises/southern-africa/angola/>

OCDE/AEO (2015). *africaneconomicoutlook*. Acesso em 22 de 12 de 2015, disponível em [africaneconomicoutlook:http://www.africaneconomicoutlook.org/po/notas-paises/southern-africa/angola/](http://www.africaneconomicoutlook.org/po/notas-paises/southern-africa/angola/)

Peixoto, C. F. (2013). *Ratings da Dívida Pública*. Dissertação de Mestrado em Economia Monetária, Bancária e Financeira. Braga: Universidade do Minho.

Pinho, C., Valente, R., & Madaleno, M. (2011). *Risco Financeiro: Medida e Gestão*. Lisboa: 1a Ed. Lisboa: Edições Sílabo, Lda. .

S&P (2002). *Corporate Ratings. Criteria*. Acesso em 2015, disponível em www.standardandpoors.com: www.standardandpoors.com

Silva, E., Mota, C., Queirós, M., Pereira, A. (2013). *Finanças e Gestão de Riscos Internacionais*. Porto: Vida Económica

Rocha, A. d. (2014). *As Perspectivas de Crescimento Económico de Angola até 2020*. Universidade Católica de Angola - UCAN, CEIC. Luanda: Centro de Estudos e Investigação Científica (CEIC).

Seabra, J. M. (2013). *A Gestão do Risco Financeiro - Relatório de Estágio apresentado à Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Gestão*. Coimbra: Faculdade de Economia - Universidade de Coimbra.

Wilk, M. (2000). *GESTÃO DE RISCO FINANCEIRO Um estudo dos principais modelos de gerenciamento de risco (no mercado financeiro)*. São Paulo: Universidade Estadual de Campinas.

Webgrafia:

www.moodys.com

www.standardandpoors.com

www.fitchratings.com