

# POLÍTICA MONETÁRIA E ESTRUTURA PRODUTIVA DA ECONOMIA DE MOÇAMBIQUE

Fernanda Massarongo Chivulele

## INTRODUÇÃO

A actual crise económica evidencia as limitações que a estrutura da economia de Moçambique impõe à eficácia e consistência da actuação da política monetária no que respeita à expansão do acesso a capital a baixo custo. O contexto mostra como a conjugação do objectivo principal da política monetária com o carácter afunilado e poroso da economia não só limita a eficácia da própria política como leva a que esta alimente as condições estruturais por detrás da sua inconsistência.

A gestão da política monetária em Moçambique tem como principal objectivo o controlo do nível de preços. Este objectivo é estipulado num contexto em que a maior parte dos produtos que fazem parte do cabaz básico de consumo são importados, a economia sofre de défice crónico da balança de transacções correntes e as fontes de receitas de moeda externa da economia são concentradas e voláteis (cerca de 90% das exportações provêm de nove produtos primários e de recursos naturais cujos preços no mercado internacional são voláteis).

Neste contexto, o enfoque da política monetária é sobre a gestão de liquidez com vista a garantir o valor da moeda nacional em relação às principais moedas usadas na importação de bens e serviços. Assim, as autoridades monetárias definem a direcção da política monetária em função do nível da taxa de câmbio na economia e/ou o nível de entrada de capitais ou ainda do nível de *stock* de reservas internacionais (que representa a capacidade das autoridades de intervir para influenciar a taxa de câmbio). Em períodos de apreciação da taxa de câmbio e de aumento do nível de reservas internacionais, em resultado da entrada maciça de capitais, como, por exemplo, ocorreu entre 2012 e 2014, o banco central relaxou as suas taxas de juro de referência com vista a expandir o acesso a capital com baixo custo para a economia. As taxas de referência foram reduzidas em mais de 50% (Banco de Moçambique, vários). Entretanto, em cerca de um ano (a partir de finais de 2015), a tendência de redução foi completamente invertida, as taxas de referência aumentaram em cerca de 200%, portanto para níveis superiores aos de 2011, quando a política monetária estava numa fase restritiva.

Esta mudança esteve ligada à derrapagem do metical em relação às principais moedas de comércio internacional em resultado, de entre outros, da queda do influxo de capitais externos, queda do preço das principais matérias-primas de exportação e aumento do serviço da dívida externa. Este cenário teve consequências imediatas sobre o nível de preços e, portanto, sobre a direcção de intervenção da política monetária. Esta mudança brusca da política monetária mostra questões que já vêm sendo discutidas no nosso trabalho. Especificamente, (i) como a política monetária expansionista é limitada e muda de direcção em curtos espaços de tempo devido ao padrão de acumulação da economia; o que (ii) parcialmente explica a formação de expectativas adaptativas e consequente resistência dos bancos comerciais em responder às taxas de juro de referência em períodos em que estas reduzem; e (iii) como a gestão da política monetária choca com as condições necessárias para melhorar os problemas da base produtiva interna que estão por detrás do alto nível de dependência de importações e da instabilidade de preços.

Adicionalmente, a actuação da política monetária – combinada com as condições estruturais da economia de Moçambique (que influenciam a dinâmica fiscal) – leva à emergência de um sector financeiro que, além de resistir em responder à redução de taxas de juro de referência, é desligado do financiamento do investimento produtivo, tem tendências especulativas e ajuda a reproduzir a estrutura produtiva que influencia a sua própria natureza. A actividade do sector financeiro está principalmente virada para o financiamento de infra-estruturas de grandes projectos, títulos de dívida pública, consumo de bens duráveis e activos imobiliários com preços especulativos. Portanto, as directrizes do sector financeiro estão viradas para os factores que consolidam a bolha económica que caracteriza o crescimento da economia de Moçambique (Massarongo, 2013; Castel-Branco, 2014, Castel-Branco & Massarongo, 2015; 2016). Logo, a política monetária não só é ineficaz e inconsistente na resolução de problemas cruciais da economia como também o seu principal canal de transmissão (o sector financeiro) tem limites num contexto extractivo e poroso.

O presente artigo dá continuidade ao argumento de que a actual estrutura da economia de Moçambique torna as políticas macroeconómicas de estímulo à economia inconsistentes entre si e com os problemas da economia que as mesmas pretendem resolver.

Concretamente, o artigo debruçar-se-á sobre os seguintes pontos:

- (i) Reforço do argumento de inconsistência da política monetária. A nossa investigação mostrou este argumento com base em dados e informação de 2010 a 2013, período em que o banco central mudou a direcção da política monetária de medidas significativamente restritivas, para medidas fortemente expansionistas. A actual crise reverteu novamente o enfoque do banco central para medidas restritivas, aparentemente ainda mais acentuadas do que as de 2010 e 2011. Portanto, o artigo vai contribuir para robustecer o argumento de como o carácter cíclico e inconsistente da política monetária é inevitável num contexto

de uma economia extractiva e porosa, cujo objectivo principal é o controlo da inflação, e como esta inconsistência acaba alimentando as expectativas adaptativas que tornam o sector financeiro especulativo e insensível às tentativas expansionistas da política monetária.

- (ii) Reforço do argumento de conflituosidade entre os objectivos de política monetária e a estrutura da economia, usando a discussão básica sobre agregados macroeconómico e dos diferentes canais de transmissão da política monetária.
- (iii) Reforço do argumento de inconsistência entre a política monetária e a política fiscal num contexto de porosidade económica. Como a porosidade influencia a emissão de títulos de dívida pública do Governo, que por sua vez alimenta as tendências especulativas do sistema financeiro e actua na direcção oposta à da política monetária, quando esta se expande. E introdução da discussão sobre o risco a que o sector financeiro está exposto devido ao peso significativo dos títulos de dívida na sua estrutura de activos.
- (iv) Introdução do argumento de como a actuação da política monetária protege o sector financeiro (que já apresenta características monopolistas) em detrimento de sectores dependentes do crédito do sector financeiro doméstico. Portanto, ambas as políticas fiscais e monetárias acabam por constringer a oferta de crédito ao sector privado.

O artigo está dividido em quatro partes adicionais, além da introdução. Na primeira, discute-se de forma genérica e em linguagem bastante acessível o quadro de funcionamento da política monetária como forma de entender os canais de transmissão esperados. A discussão nesta parte é feita de forma a tornar o assunto acessível aos leitores menos especializados. Assim, a complexidade dos modelos novo-keynesianos que dominam as discussões actuais sobre política monetária não é trazida a tona. O artigo foca-se apenas no mínimo necessário para fazer um debate coerente. Esta abordagem coaduna com os objectivos da presente publicação, que é tornar o debate acessível. A segunda parte mostra a evolução da implementação da política monetária em Moçambique. Especificamente, as posturas adoptadas ao longo dos últimos 17 anos e os factores que influenciaram as diferentes posturas. A terceira parte discute as respostas da economia às medidas da política monetária usando como base o quadro geral de política discutido na primeira parte. Esta discussão foca sobre os aspectos estruturais da economia e mostra como estes impõem limitações à actuação da política monetária. Por fim, apresenta-se a conclusão.

## O QUADRO BÁSICO DE FUNCIONAMENTO DA POLÍTICA MONETÁRIA

A presente secção faz uma breve discussão dos conceitos e variáveis que são considerados na execução da política monetária. O objectivo da secção é enquadrar a discussão que se desenvolve

ao longo do artigo no quadro geral de gestão da política macroeconómica. A ideia é mostrar o que se está a tentar influenciar e como é que as medidas de política macroeconómica são tomadas. Este quadro geral oferece uma base de referência para entender as especificidades da *performance* macroeconómica na economia de Moçambique.

Uma forma simples de fazer enquadramento da discussão sobre o alcance da política monetária é olhar de forma clássica para a composição da actividade económica de uma economia, ou seja, olhando para a composição do Produto Interno Bruto (PIB). Na óptica da despesa, o PIB, considerado como um dos principais indicadores da dinâmica de uma economia, é constituído por consumo, investimento, gastos públicos e exportações líquidas de importações. Na essência, as opções de política macroeconómica visam influenciar estes agregados de forma a atingir os diferentes objectivos que os fazedores de política propõem alcançar, seja altos níveis de emprego ou crescimento económico, estabilidade do nível de preços, estabilidade da taxa de câmbio, estabilidade do sector financeiro, entre outros (Blanchard 2005; Samuelson & Nordhaus, 2009; Mankiw, 2014).

Um requisito fundamental da política macroeconómica é a análise da composição de cada um destes agregados e a sua interacção, pois tal determina a escolha da política assim como as suas implicações. Assim, é aqui feita uma breve discussão da composição dos quatro principais agregados macroeconómicos que compõem o PIB, nomeadamente do consumo, investimento, gastos públicos e exportações líquidas. A descrição aqui feita não é exaustiva. Uma descrição completa e aprofundada requereria muito mais do que um artigo, no mínimo um livro para cada agregado, dada a complexidade das diferentes funções macroeconómicas. Esta parte do artigo foca apenas nos aspectos essenciais para a discussão que o presente artigo pretende fazer. Um estudo mais aprofundado poderá ser feito em trabalhos futuros.

O modelo keynesiano para uma economia aberta, através da conceptualização do mercado de bens, oferece um quadro para análise que permite discutir as interacções dos diferentes agregados macroeconómicos (Mankiw, 2006; Fontana, 2009). Embora considerado simplificado e muitas vezes criticado pela literatura devido ao seu excessivo enfoque na modelação causal entre variáveis e ausência de perspectiva social e histórica (Fine & Milonakis, 2011) ou pela falta de fundamentos microeconómicos (Lucas & Sargent, 1978), o modelo keynesiano tem a sua utilidade na discussão de políticas macroeconómicas, para além de fornecer um quadro de análise de políticas facilmente assimilável. Considerando o modelo, os quatro principais agregados que compõem o PIB, na óptica da despesa, apresentam a seguinte dinâmica: (i) a função consumo (Equação II), dependente do rendimento disponível ( $Y_d$ ), cuja relação é dada por uma propensão marginal a consumir ( $c$ ), que representa a fracção que as famílias usam para consumo em função do aumento de uma unidade do rendimento disponível, esta tende a ser maior quanto menor for o rendimento das famílias. Por sua vez, o rendimento disponível (Equação III) resulta da dedução do rendimento bruto dos impostos ( $T$ ) e acréscimo das

transferências (TR); (ii) o investimento (Equação IV) varia em função da sua sensibilidade em relação ao custo de capital ( $k$ ), cuja *proxy* é a taxa de juro ( $i$ ); (iii) os gastos do Governo são determinados pelo próprio Governo, e dependem da capacidade financeira do mesmo, das alternativas de financiamento ou dos objectivos políticos que se pretendam alcançar. Os impostos colectados são dados por uma fracção do rendimento, a alíquota fiscal ( $t$ ); (iv) As exportações ( $X$ ) dependem do rendimento dos países que comprem bens e serviços de Moçambique, da taxa de câmbio e dos preços relativos, e as importações (Equação VI) dependem da taxa de câmbio ( $e$ ), dos preços relativos e do rendimento interno ( $Y$ ). Esta última relação é determinada por uma propensão marginal a importar ( $m$ ), que é mais alta quanto menor for a capacidade estrutural da economia em responder a demanda por bens e serviços. Especificamente, temos como modelo da demanda agregada na economia:

$$(I) \text{ Rendimento } (Y) = \text{Consumo } (C) + \text{Investimento } (I) + \text{Gastos Públicos } (G) + \text{Exportações Líquidas } (X - M)$$

$$(II) C = \bar{C} + cY_d$$

em que  $\bar{C}$  é o consumo autónomo ou fixo e  $C$  é a elasticidade do consumo em relação ao rendimento disponível.

$$(III) Y_d = Y - T + Tr$$

em que  $Y$  é rendimento bruto,  $T$  são impostos e  $Tr$  são as transferências.

$$(IV) I = I - ki$$

em que  $I$  é investimento fixo e  $k$  é a elasticidade do investimento em relação ao custo de capital, representado pela taxa de juro.

$$(V) T = T + tY \text{ onde } t \text{ é a alíquota fiscal}$$

$$(VI) M = \bar{M} + e + mY$$

sendo  $e$  a taxa de câmbio e  $m$  a elasticidade das importações em relação ao rendimento.

A conjugação destas equações resulta na determinação da relação entre os componentes da demanda agregada, o nível de produto e a política fiscal a curto prazo. Tal relação é dada por

um multiplicador que mostra a relação proporcional entre variações nos componentes da demanda agregada sobre o sistema económico. Tal como mostrada na Equação VII:

$$(VII) Y = \frac{1}{1 - c(1 - t) + m} (\bar{C} + \bar{I} - ki + \bar{G} - cT + cTr + X - M)$$

em que:  $\frac{\partial y}{\partial \bar{C} / \partial \bar{I} / \partial \bar{G}} = \frac{1}{1 - c(1 - t) + m} > 0$  é o multiplicador de gastos

Segundo a ideia do multiplicador, quando há aumento dos diferentes agregados, por exemplo dos gastos públicos ou do investimento, haverá um aumento da demanda de bens, serviços e factores de produção, conseqüentemente a produção aumentará. Com os ganhos do aumento da produção, os agentes económicos aumentarão o seu consumo; sendo que a proporção deste aumento é em função da propensão marginal a consumir dos agentes. Esse aumento do consumo, em resultado do rendimento adicional estimulado pelo aumento de gastos públicos ou do investimento, resulta num aumento adicional do rendimento, que vai reproduzir novos aumentos no rendimento por via similar. Portanto, há uma série de aumentos múltiplos sobre o rendimento, estimulada pela variação num dos componentes da demanda agregada.

As relações de demanda de bens e serviços podem ser conjugadas com a equação que representa o equilíbrio do mercado monetário (Equação VIII). Isto resulta num quadro que conjuga a dinâmica dos componentes da procura agregada e a sua interacção com as dinâmicas do mercado monetário, permitindo entender as implicações não só da política fiscal mas também da política monetária. Esta relação de equilíbrio entre o mercado de bens e serviços (que representa a demanda agregada) e o mercado monetário é representada na Equação IX.

$$(VIII) \frac{M^s}{P} = h_1 Y - h_2 i$$

A equação representa o equilíbrio do mercado monetário dado pela igualdade entre a oferta de moeda  $\left(\frac{M^s}{P}\right)$  e a procura de moeda que depende do rendimento e da taxa juro.

Sendo  $h_1$  e  $h_2$  a elasticidade da procura por moeda em relação ao rendimento e à taxa de juro, respectivamente.

$$(IX) Y = \frac{1}{1 - c(1 - t) + m + \frac{kh_1}{h_2}} \left( \bar{C} + \bar{I} + \frac{k}{h_2} \frac{M^s}{P} + \bar{G} - c\bar{T} + c\bar{T}r + \bar{X} - \bar{M} \right)$$

Assim, a expectativa é a de que, por exemplo, uma política monetária expansionista, seja pelo aumento da oferta real de moeda ou redução da taxa de juro, implique uma redução do custo de capital e, consequentemente, um aumento de investimento. Mais investimento significa maior contratação de factores de produção e bens e serviços, o que implica contratação de trabalhadores ou aumento de horas de trabalho para responder a este aumento da procura. Uma maior produção implica maiores níveis de rendimento, e, dependendo da propensão marginal a consumir, maiores níveis de consumo; logo, maiores níveis de procura de bens e serviços e, portanto, mais produção.

Este canal de transmissão da política monetária pode também ser analisado do ponto de vista de aumento do acesso e/ou redução do custo de crédito para as famílias, com impacto sobre o consumo, especialmente de bens duráveis. Este é o chamado «canal de crédito de transmissão da política monetária» (Bernanke & Gertler, 1995; Woodford, 2003; Blanchard, 2008). Este mecanismo de transmissão é complementado pelo canal riqueza do coeficiente de Tobin<sup>1</sup>, em que, considerando que os agentes económicos têm activos em empresas, a redução da taxa de juro acaba valorizando as suas acções e aumenta a sua riqueza. Outro canal importante é o da taxa de câmbio. Num contexto de taxa de câmbio flexível e abertura do mercado de capitais, quando as taxas de juro são baixas, os investidores perdem interesse em manter activos na moeda doméstica em causa. A consequência é saída de capitais, o que acaba por depreciar a moeda nacional, com efeito sobre as importações e exportações, dependendo das respectivas elasticidades em relação à taxa de câmbio (ver debate sobre a condição de Marshall-Lerner em Caves *et al.*, 2007) e, portanto, com impacto sobre a demanda agregada.

Numa economia menos desenvolvida em termos de mercado de capitais e com alta dependência de produtos importados, como a de Moçambique, a redução das taxas de juro pode expandir o acesso a crédito e, assim, o consumo das famílias. Mas se boa parte do consumo advém de produtos importados, as importações aumentam, o que aumenta a demanda por divisas; para o mesmo nível de oferta de moeda externa, a moeda doméstica desvaloriza, com possível impacto sobre o encarecimento do valor das importações e dos preços na economia doméstica. Este exemplo não só mostra a diferença na propagação das medidas de política monetária na economia mas também mostra como medidas de políticas podem ter resultados conflituosos. Neste caso, uma política monetária expansionista leva à expansão da demanda agregada à custa do aumento do nível de preços. Se a estabilidade de preços é o objecto primordial da política macroeconómica, o banco central pode ter de tomar medidas restritivas para fazer face ao aumento de preços.

---

<sup>1</sup> O coeficiente de q Tobin, também conhecido por «q de Tobin», mostra a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o custo de reposição de capital. Quanto maior for o rácio, maior são os retornos dos detentores de activos da empresa.

Portanto, na sua gestão as autoridades monetárias têm de fazer escolhas entre diferentes objectivos de política, e a disputa entre os objectivos será mais ou menos acentuada dependendo do contexto.

Importa referir que estas interacções fazem parte de um quadro básico de discussão da política macroeconómica. Actualmente, modelos considerados mais aprimorados têm sido usados na gestão da política monetária. Os modelos novo-keynesianos, que incluem expectativas racionais dos agentes em relação às taxas de juro e ao *output gap*, são hoje conjugados com outras duas relações: (i) uma em que a inflação presente depende das expectativas de inflação futura e do *gap* do produto; e outra (ii) conhecida por *proxy* da «regra de Taylor», que mostra a relação entre os ajustamentos na taxa de juro em função do desvio da meta de inflação ou do nível de *gap* do produto. Entretanto, discutir as implicações de política macroeconómica no contexto destes modelos mais dinâmicos transcende o básico necessário para fazer a discussão que se pretende neste artigo. Daí que o quadro básico apresentado é suficiente para fazer os argumentos das próximas secções. Além do mais, os próprios modelos novo-keynesianos estão sob forte críticas na actualidade (Palma, 2009; Toporowski, 2010; Stiglitz, 2011).

## EVOLUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA EM MOÇAMBIQUE

A presente secção faz uma breve retrospectiva em relação à política monetária na última década e meia. O objecto de orientação usado são as taxas de juro de referência, ainda que a base monetária seja a principal variável operacional do banco central moçambicano.

O objectivo da secção é criar uma base para discussão nas secções que se seguem sobre a relação da política monetária com sistema financeiro e com as dinâmicas estruturais da economia. Assim, a secção não vai aprofundar discussões sobre aspectos de âmbito mais técnico no que respeita a evolução da política monetária; aspectos como a introdução de mudanças no uso de instrumentos de política monetária, mudanças no sistema nacional de pagamento para compensações electrónicas na praça de Maputo, mudanças nas modalidades de intervenção nos mercados interbancários, entre outros, não fazem parte desta discussão. O enfoque da presente secção são as motivações e direcções da política monetária numa perspectiva económica.

A política monetária em Moçambique apresenta-se bastante volátil no que respeita à sua direcção, oscilando entre curtos períodos de postura expansionista e períodos de medidas restritivas abruptas. Se se considerar como ponto de partida o ano 2001, nota-se uma redução significativa nas taxas de juro de referência a partir de 2002 até finais de 2005, especificamente a taxa de facilidade permanente de cedência (FPC) de liquidez, que reduziu de cerca de 35% para 11,5%, e a de facilidade permanente de depósito (FPD), que reduziu de cerca de 16% para

4%.<sup>2</sup> Este período coincide com a reestabilização do sector financeiro, que entrou em crise no início da década 2000, altura em que os principais bancos comerciais enfrentaram crises de liquidez devido a créditos malparados, e o Estado teve de intervir para a recapitalização destes bancos (Massarongo, 2010; *Moçambique Online*, 2001). A este período seguiu-se um misto de subidas e descidas das taxas de juro de política monetária entre curtos espaços de tempo. Entre Janeiro de 2005 e Julho de 2006 assistiu-se a uma subida das taxas de juro de FPC e FPD, respectivamente, de 11,5% para 19% e de 5,3% para 13%. Porém, a partir de Agosto de 2006 até Março de 2010, as taxas de juro voltam a reduzir: a FPC de cerca de 17% para 11,5% e a FPD de 13% para 3%. Este período de redução das taxas de referência é novamente interrompido entre Março de 2010 e Julho de 2011, em que a FPC aumentou em cinco pontos percentuais, para 16,5%, e a FPD aumentou em dois pontos percentuais, para 5%. No entanto, a redução das taxas de juro retoma em 2011, em que as taxas baixaram continuamente durante os cerca de 40 meses que se seguiram, para cerca de 7,5% (FPC) e 1,5% (FPD). As medidas expansionistas deste período deram a impressão de que as taxas de juro de política passariam a estar a níveis compatíveis com a expansão do acesso a capital por via da redução do seu custo dado os mínimos históricos atingidos, mas a tendência de redução foi travada por uma subida brusca das taxas de juro para níveis superiores aos de 2006. Desde Outubro de 2015, o banco central vem fazendo aumentos nas taxas de juro de referência, que iniciaram com aumentos graduais de 0,25 a um ponto percentual e culminaram com um aumento brusco de cerca de seis pontos percentuais. Actualmente, as taxas de FPC e FPD situam-se, respectivamente, em 23,25% e 16,25%. Importa referir que, na maioria dos casos, estas medidas de aumentos e reduções das taxas de juros foram acompanhadas pelo ajustamento de outras variáveis na mesma direcção, especificamente a taxa de reservas obrigatórias e as vendas nos mercados monetários interbancários (Banco de Moçambique, vários).

As oscilações que se observam na direcção da política têm como causas principais choques de oferta, que, na sua maioria, resultam na depreciação do valor da moeda nacional através do aumento das necessidades de moeda externa. Nomeadamente o aumento do preço do petróleo, dos cereais ou de outras mercadorias com peso significativo na importação de bens, a queda das receitas de exportação devido à queda dos preços dos produtos de exportação (que são maioritariamente primários), as calamidades naturais, a redução do influxo de capitais

<sup>2</sup> As taxas de FPC e de FPD representam as taxas de referência da política monetária do Banco de Moçambique. A taxa FPC refere-se à taxa que o Banco de Moçambique cobra sobre os empréstimos (em moeda nacional) que concede aos bancos comerciais. A taxa de FPD refere-se à taxa que o Banco de Moçambique paga aos depósitos que os bancos comerciais colocam, por iniciativa própria, no Banco de Moçambique. Altas taxas de FPC e FPD limitam a expansão do crédito à economia. A taxa de FPC representa um custo de aquisição de recursos financeiros para os bancos comerciais. Logo, se a taxa de FPC aumenta, a taxa de juro aplicada aos empréstimos aos clientes será igualmente elevada, para fazer face ao custo de obtenção de recursos. Isto implica uma menor procura de crédito. Por sua vez, se a taxa de FPD é elevada, os bancos podem preferir depositar liquidez no banco central em vez de conceder crédito à economia. Ao preferirem conceder crédito à economia, a taxa de juro que vão cobrar deve compensar o custo de oportunidade de não estarem a depositar recursos no banco central, que neste caso é dado pela FPD.

externos (ajuda e IDE) e consequente redução do nível de reservas internas e, portanto, da capacidade de o Banco de Moçambique intervir para nivelar o valor da moeda nacional em relação a outras moedas.

Entre finais de 2001 e princípios de 2005, a relativa estabilidade da economia e do sistema financeiro e o valor enfraquecido do dólar permitiram que o banco central levasse a cabo uma política monetária expansionista, com uma massiva redução da taxa de juro, tal como acima descrito. Entretanto, a partir de 2005, o aumento do preço do petróleo e a depreciação do metical, acompanhados pelo contínuo défice da conta-corrente, resultaram numa mudança da direcção da política monetária. O banco central interrompeu a tendência de descida das taxas de juro na economia. Contudo, em 2006, a relativa estabilidade do metical em relação ao rand e ao dólar foi compatível com a retomada das reduções na taxa de juro de política monetária. Apesar das contínuas pressões internacionais, do aumento de preços de petróleo e cereais, da crise financeira internacional, da redução do valor das exportações, entre outros desafios que caracterizaram o período que se seguiu, o banco central conseguiu manter a tendência de redução da taxa de juro de política monetária, a FPC continuou a reduzir até atingir os 11,5%, em Março de 2010. Importa referir que o que em parte ajudou a política monetária neste período foi um dólar mais fraco. Esta condição não se verificou em 2010, a depreciação do metical em relação às principais moedas, combinada com o contínuo aumento dos preços do petróleo e dos cereais, o atraso nos desembolsos de fundos de apoio ao orçamento, as cheias e contínua queda do valor das exportações, resultou num aumento significativo do nível de preços de bens essenciais, daí que motins populares tenham tido lugar nos principais centros urbanos contra o aumento do custo de vida. A inflação acumulada em Dezembro de 2010 atingiu cerca de 17%, depois de ter atingido cerca de 4% em Dezembro do ano anterior.<sup>3</sup> Diante desta conjuntura, a política monetária mudou para uma postura restritiva: entre Março de 2010 e Julho de 2011, a taxa de FPC aumentou cerca de 55%, para 16,5%, retomando os níveis de 2006. Este aumento foi acompanhado pelo aumento das reservas obrigatórias e das vendas de divisas para equilibrar o valor da moeda em relação às principais moedas de transacção internacional, dada a cada vez maior procura por moeda estrangeira e consequente desvalorização do metical.

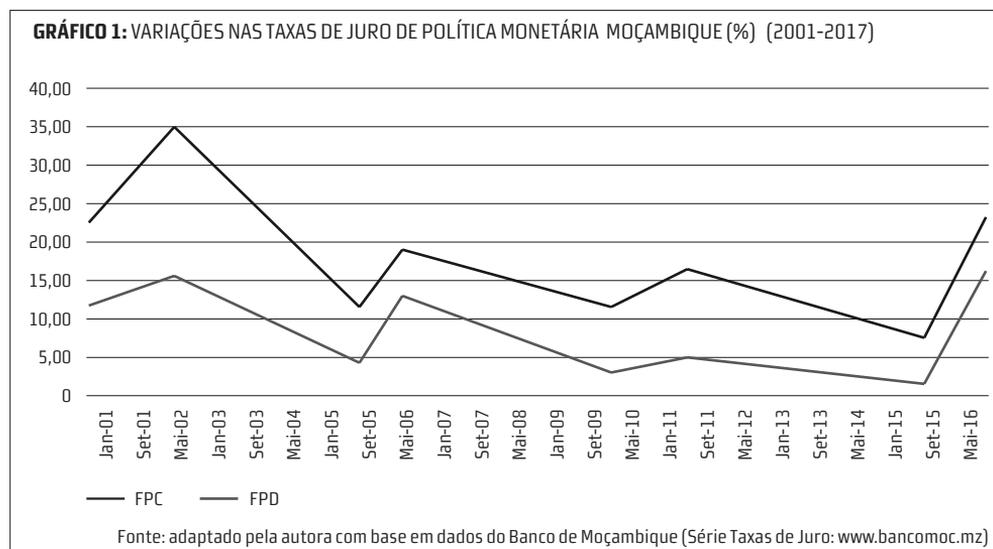
Contudo, o aumento considerável do fluxo de capitais externos para a economia, em forma de investimento directo estrangeiro ligado a exploração de recursos naturais, e consequente aumento das reservas externas, possibilitou o aumento da oferta de moeda externa na economia. Consequentemente, o metical recuperou e a inflação estabilizou (Banco de Moçambique, 2012). Assim, a política monetária pôde retomar a sua postura expansionista. Como mencionado, as taxas de juro de referência foram ininterruptamente reduzidas entre Julho de 2011 e Setembro de 2015. A taxa de FPC foi reduzida em cerca de 55%, dos cerca de 16,5% para cerca

---

3 Instituto Nacional de Estatística: [www.ine.gov.mz](http://www.ine.gov.mz).

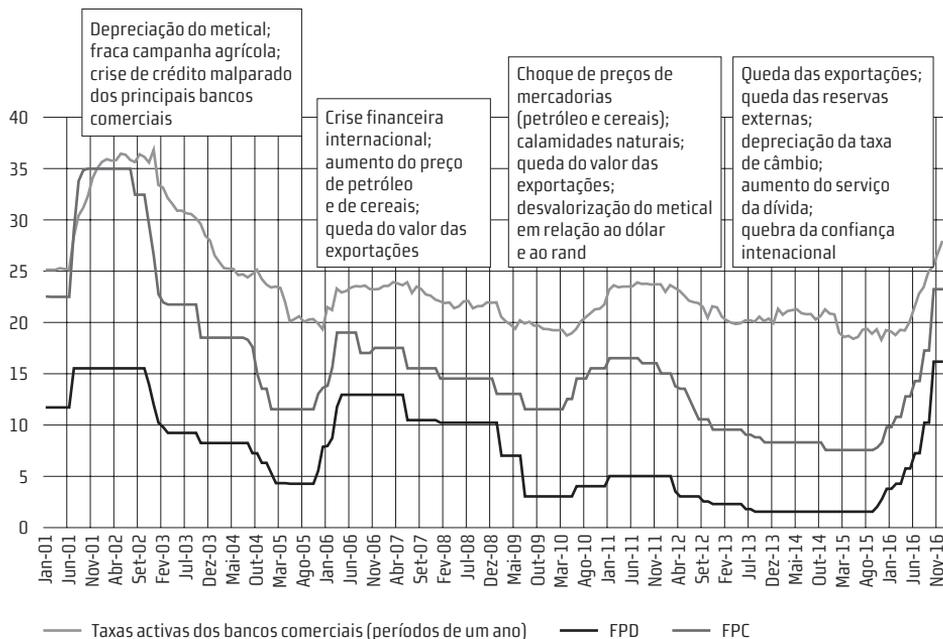
de 7,5%, e a taxa de FPD foi reduzida em 70%, de cerca de 5% para 1,5%. Apesar de longo e intenso, o período expansionista acabou sendo interrompido por novos choques. A fortificação do dólar no mercado internacional, o aumento exponencial do serviço da dívida externa, o fim do *boom* das *commodities*, a queda das exportações, a quebra da confiança internacional no País, a queda do investimento directo estrangeiro e da ajuda levaram à depreciação vertiginosa do metical e, conseqüentemente, a uma inflação galopante. Assim, mais uma vez as autoridades monetárias interromperam a sua postura expansionista, e desta vez de forma mais brusca. A partir de Outubro de 2015, as taxas de referência aumentaram para níveis superiores aos de 2006. De 7,5% em 2015, a taxa de FPC passou para 23,25%, e a taxa de FPD passou para 16,25% dos 1,5% de 2015.

A descrição do percurso da política monetária em Moçambique mostra como a estrutura vulnerável da economia, impede a perseguição do objectivo estratégico de baixas taxas de juros e aumento da competitividade do sector financeiro, com vista a aumentar a disponibilidade de recursos para financiamento da actividade económica. Nota-se que as autoridades monetárias tentam tomar medidas expansionistas, mas são constantemente interrompidas por choques que forçam mudanças para posturas restritivas. Conseqüentemente, nos 17 anos de retrospectiva da política monetária, as taxas de juro tiveram um padrão de ziguezague (Gráfico 1), ou seja, reduzem mais depois voltam aos níveis anteriores, não se observando uma tendência sistemática de decréscimo. Actualmente, as taxas voltaram para os níveis observados em 2003, portanto ainda continuam das mais elevadas da região.



Um outro aspecto que se nota é que as interrupções na postura expansionista da política monetária são mais bruscas quanto mais intensa for a postura expansionista que as precede. Ou seja, à medida que a taxa vai ficando mais baixa, as interrupções são mais bruscas. Após a redução da taxa de juro de FPC em cerca nove pontos percentuais entre 2011 e 2015, observou-se um aumento de cerca de 16 pontos percentuais na mesma taxa de juro, em menos de um ano. Isto pode indicar que a expansão da economia implica uma maior exposição a choques externos e, conseqüentemente, a necessidade de amortecedores cada vez mais fortes. Tal como discutido em Castel-Branco (2015), a economia cresce num formato de bolha: à medida que a bolha expande, as paredes da mesma vão ficando mais finas e, portanto, mais susceptíveis a explodir. Posto de outra forma, a probabilidade e o impacto dos choques tornam-se maiores à medida que a economia expande, e a política monetária também exacerba a sua postura restritiva na resposta aos choques.

**GRÁFICO 2: EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE JURO DOS BANCOS COMERCIAIS E DAS TAXAS DE REFERÊNCIA**



Fonte: Banco de Moçambique (série taxas de Juro: [www.bancomoc.mz](http://www.bancomoc.mz))

# A POLÍTICA MONETÁRIA EM MOÇAMBIQUE E OS MECANISMOS DE TRANSMISSÃO PARA A ECONOMIA

Esta secção discute a propagação das medidas de política monetária para a economia. A discussão não ocorre no formato usual de artigos de política monetária, que, na maioria das vezes, estão equipados por modelos VAR (*vector autoregression*) ou VECM (*vector error correction model*), que permitem olhar para aspectos como os desfasamentos e a intensidade da transmissão das variáveis operacionais de política para as variáveis de objectivo. A presente discussão foca-se nas questões que no âmbito do artigo são consideradas como requerendo atenção prévia muito antes de se entrar na intensidade ou nos desfasamentos das transmissões da política monetária. O entendimento da relação histórica entre a política monetária e o sector financeiro, por exemplo, permite ter discussões interessantes numa primeira fase, em vez de apenas estimar um modelo cujos resultados tendem a ser similares. Assim, a discussão desta secção vai subdividir-se em dois pontos: (i) a relação da política monetária com o sistema financeiro e (ii) relação da política monetária com as estruturas produtivas.

## A POLÍTICA MONETÁRIA E O SISTEMA FINANCEIRO

Tal como explicado na segunda secção, o sector financeiro, através de diferentes canais, é o principal meio de transmissão das decisões de política monetária para a economia. Tais transmissões podem ser feitas através dos canais de crédito, dos activos financeiros, da taxa de câmbio e da taxa de juro de longo prazo. A predominância e/ou eficiência de um ou outro canal depende muito da estrutura da economia e do próprio sector financeiro. Por exemplo, nas economias mais desenvolvidas, com sectores financeiros mais desenvolvidos e com alto grau de mobilidade de capitais, o canal dos activos financeiros está muito presente; tanto que os diferentes agregados macroeconómicos podem registar mudanças significativas em resposta a movimentos residuais na taxa de juro de política monetária. Isto já não ocorre em economias cujo sector financeiro é dominado por bancos comerciais, e os mercados financeiros têm baixo ou nenhum grau de mobilidade internacional de capitais. Em Moçambique, as respostas do sector financeiro às taxas de juro de referência são um tanto interessantes. Tal como discutido por Massarongo (2013), os bancos comerciais que representam mais de 90% do sistema financeiro apresentam uma certa insensibilidade em relação às taxas de juro de política monetária quando as mesmas reduzem. Mas esta aparente insensibilidade dos bancos desaparece quando as taxas de juro aumentam.

Por exemplo, apesar da queda drástica nas taxas de juro de referência entre 2011 e 2015, as taxas de juro dos bancos comerciais não seguiram a mesma tendência na mesma intensidade. As taxas de juro comerciais reduziram de forma tímida. Entre Julho de 2011 e finais de 2014, as taxas de juro comerciais reduziram em cerca de 13%, de 24% para 21%. Portanto, quatro a

cinco vezes mais devagar do que a redução das taxas de juro de referência. Uma das justificações apresentadas para o comportamento dos bancos comerciais foi o fraco peso dos recursos financeiros obtidos através das facilidades permanentes no total de recursos financeiros que os bancos usam para conceder empréstimos. Contudo, tal como questionado por Massarongo (2013), nos anos anteriores os bancos respondiam prontamente aos aumentos das taxas de referência. Dados recentes confirmaram esta constatação. A partir de Setembro de 2015, os bancos responderam imediatamente aos aumentos nas taxas de juro de referência. Entre Setembro de 2015 e Outubro de 2016, o banco central aumentou a taxa de FPC de liquidez de 7,5% para 23,25%. Estes aumentos foram instantaneamente correspondidos pelas taxas de juro comerciais, que aumentaram em cerca de 50% desde o início do aumento das taxas de juro em Setembro de 2015, e a uma velocidade maior. Em um mês desde início do aumento das taxas de referência em 0,25 pontos percentuais, registou-se um aumento de cerca de 0,5 pontos percentuais das taxas de juro comerciais. Portanto, o aumento das taxas de juro comerciais foi duas vezes mais rápido do que o aumento das taxas de juro de referência. Este padrão de resposta é completamente oposto ao registado em Julho de 2011, quando o Banco de Moçambique iniciou a sua política expansionista. Uma redução de 0,5 pontos percentuais na taxa de juro de referência, entre Julho e Agosto de 2011, foi seguida de uma redução de apenas 0,15 pontos percentuais nas taxas de juro comerciais, isto é, três vezes mais lenta. Se estendida a análise para cerca de 12 meses, a resposta ao aumento é duas vezes mais rápida do que a resposta à redução. Em cerca de 40 meses consecutivos de política monetária expansionista (entre 2011 e 2015) com redução consecutiva das taxas de juro de referência, em cerca de nove pontos percentuais (no caso da FPC), as taxas de juro activas dos bancos comerciais reduziram apenas 2,7 pontos percentuais. Portanto, uma resposta equivalente a um terço ( $1/3$ ) do nível de estímulo, com pequenas oscilações de aumentos dentro do período; ou seja, em média, a taxa de juro activa dos bancos comerciais reduziu cerca de 0,068 pontos percentuais ao mês durante todo o período. Contudo, em apenas 15 meses de implementação de uma política monetária restritiva (entre 2015 e 2016), com aumento da taxa de juro em cerca de 15,8 pontos percentuais, as taxas de juro dos bancos comerciais aumentaram em cerca de 9,3 pontos percentuais. Portanto, ao mês, as taxas de juro comerciais aumentaram a uma média de 0,6 pontos percentuais, isto é, quase dez vezes a velocidade média mensal do período de redução e, portanto, uma resposta equivalente a dois sextos ( $2/6$ ) do nível de estímulo.

Esta postura dos bancos comerciais resulta, em parte, da própria volatilidade da política monetária. Os bancos comerciais formulam expectativas adaptativas com base no histórico de política monetária já instalado. Ou seja, existe uma certa noção de que os períodos de expansão da política monetária podem ser interrompidos a qualquer instante, dada a vulnerabilidade da economia mediante choques internos e externos. Assim, os bancos limitam a sua resposta às reduções das taxas de juro do banco central, porque se os bancos as acompanhassem na mesma

proporção, empresas e outros agentes económicos outrora sem capacidade para sustentar taxas de juro altas seriam abrangidos. Contudo, mediante uma mudança brusca, estes agentes poderiam imediatamente tornar-se maus riscos de crédito, com custos para o sector financeiro. Além do mais, há uma certa consciência de que os ganhos derivados do metical nos períodos de expansão monetária não são estruturais, mas resultam de uma maior intervenção cambial do banco central. Assim, a base de sustentação das posturas expansivas da política monetária é vulnerável e pode alterar a qualquer momento em função da oscilação do fluxo de capitais externos ou um outro choque externo. Por exemplo, em meados de 2015, a redução na entrada de divisas reduziu a capacidade de o banco central intervir no mercado cambial interbancário, colocando divisas, conseqüentemente o metical iniciou um período de depreciação a alta velocidade e a política monetária iniciou um processo de aumento das taxas de juro de referência. Isto coincidiu com o aumento do nível de crédito malparado no sector financeiro. Estas constatações podem ser entendidas nas explicações apresentadas pelo administrador do Banco de Moçambique, Waldemar de Sousa, falando a jornalistas sobre a preocupação do banco central com o nível de crédito malparado:

*Estamos dentro do limite [do crédito malparado] que é de cinco por cento, mas já estamos em níveis considerados preocupantes. (...) Estamos com menor capacidade de intervenção nos mercados para atenuar a tendência de uma espiral de depreciação (...) (Notícias, 7 de Agosto de 2015).*

Uma outra questão é que o enfoque dos bancos parece estar mais voltado para o financiamento de activos financeiros, habitação e consumo de bens duráveis relativamente ao financiamento do investimento directamente produtivo. Se olharmos para a estrutura de distribuição dos recursos financeiros dos bancos comerciais, nota-se que cerca de 40% dos recursos financeiros do banco vão para títulos do Tesouro, financiamento de consumo de bens duráveis e habitação (que está ligada a especulação imobiliária que se verifica na economia).<sup>4</sup> Portanto, altas taxas de juro são fundamentais para a preservação dos ganhos resultantes destes activos financeiros. Isto é, se os bancos alocam mais ou menos o mesmo nível de recursos para financiar a compra de títulos do Governo e o consumo de particulares, a taxa de juro é o factor determinante dos retornos dessas opções. Vários bancos têm reportado ganhos significativos nos seus retornos financeiros em períodos de aumento de taxas de juro em resultado do impacto sobre o aumento do retorno de títulos financeiros detidos e da carteira de crédito (Millennium BIM, 2016; Barclays, 2015, 2016). Isto implica que a política monetária, de certa forma, protege os lucros dos bancos nos momentos em que a economia de Moçambique entra em crise devido a algum choque. Ou seja, o enfoque no controlo da inflação e as conseqüentes medidas

<sup>4</sup> Isto sem considerar os recursos financeiros dos bancos que são usados para a compra de obrigações do Tesouro e títulos para empresas públicas.

monetárias restritivas, que incluem aumentos das taxas de juro de referência em períodos de choque na economia ou aumento de emissões de bilhetes de Tesouro, têm efeito positivo sobre os resultados dos bancos comerciais, com custos acrescidos para o sector privado e famílias. Este efeito positivo de medidas restritivas sobre os resultados económicos é reportado por vários bancos comerciais, como, por exemplo, se pode auferir nas passagens dos relatórios e contas abaixo citados, que mostram os ganhos financeiros que alguns bancos auferiram em 2016 em resultado da política restritiva do banco central:

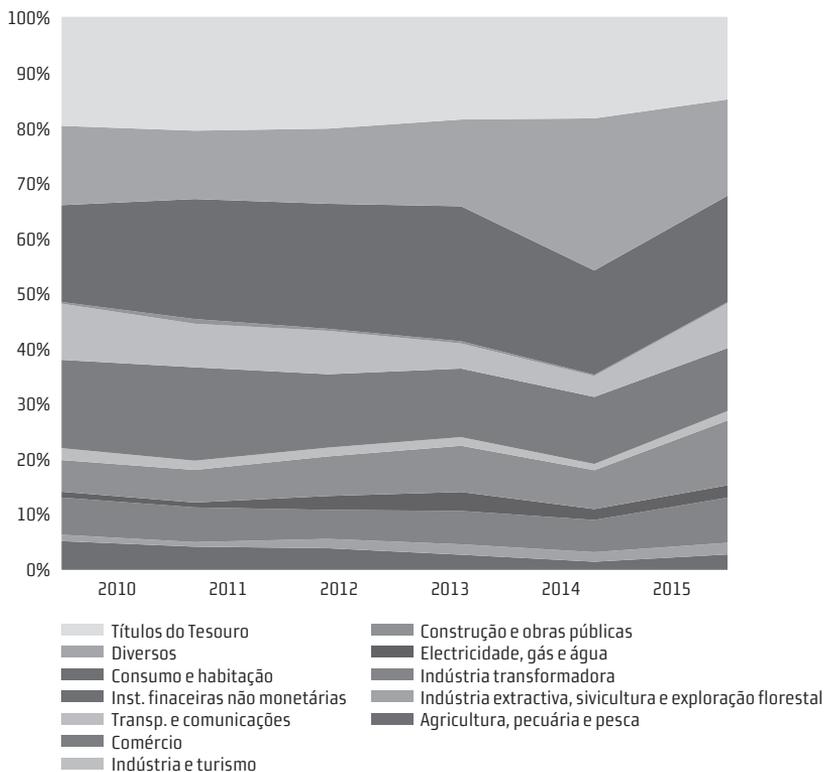
*A margem financeira aumentou 58%, totalizando 9187,3 milhões de meticais em 2016, face aos 5818,9 milhões de meticais apurados em 2015, impulsionada pelo efeito positivo do volume dos activos geradores de juros, em particular do crédito concedido e da melhor rentabilidade dos activos financeiros, devido ao efeito taxa, e do aumento no custo dos depósitos, reflexo do aumento das taxas directoras do mercado (Millennium BIM, 2016: 53).*

*A margem financeira aumentou em cerca de 74% e totalizou 2653,7 milhões de meticais (2015: 1522,1 milhões de meticais). (...) Este crescimento da margem financeira foi também e significativamente impulsionado pelo aumento das taxas de juro (em linha com o aumento da taxa de referência do Banco de Moçambique em 1350 pb em 2016) bem como pelo aumento da carteira média de investimentos, que cresceu em 16% (Barclays, 2016: 9).*

Os ganhos derivados dos títulos financeiros têm o segundo maior peso no total de juros e proventos auferidos pelos bancos comerciais (Banco de Moçambique, 2015). Sob estas condições, quais seriam os incentivos que os bancos teriam em responder às taxas de juro de política monetária quando as mesmas reduzem? Até que ponto o efeito quantidade (isto é, a expansão do volume de crédito alocado à economia pela redução do custo do mesmo) supera o efeito preço (manutenção do volume e aumento das taxas de juro)? Isto sem considerar a influência que o alto nível de concentração do sector financeiro em Moçambique (em que cerca de quatro bancos detêm à volta de 92% do total de activos financeiros do sistema) exerce sobre as taxas de juro.

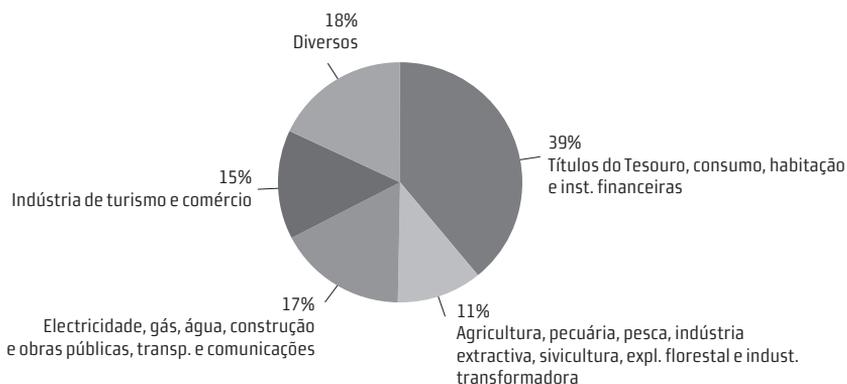
Além do mais, se considerarmos que boa parte das empresas que não têm acesso a crédito bancário devido ao custo são as pequenas e médias empresas, que têm muitas limitações em termos de infra-estruturas de suporte para o seu funcionamento, porque é que os bancos baixariam as taxas de juro? O acesso ao financiamento é apenas um dos problemas que as empresas enfrentam. Mesmo com crédito mais barato, as pequenas e médias empresas continuam a enfrentar uma série de outros problemas que põem em causa a sua viabilidade. Por outras palavras, crédito mais barato não implica necessariamente expansão de crédito.

**GRÁFICO 3: FINALIDADES DO CRÉDITO TOTAL DOS BANCOS COMERCIAIS**



Fonte: Banco de Moçambique (estatísticas de crédito: [www.bancomoc.mz](http://www.bancomoc.mz)).

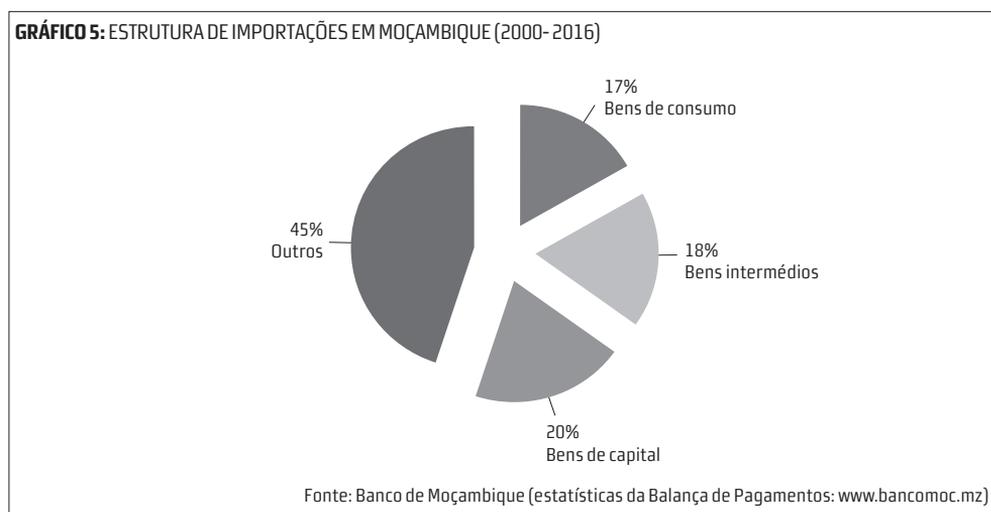
**GRÁFICO 4: DISTRIBUIÇÃO (AGREGADA) DO CRÉDITO POR FINALIDADES (2010-2015)**



Fonte: Banco de Moçambique (estatísticas de crédito: [www.bancomoc.mz](http://www.bancomoc.mz)).

## A POLÍTICA MONETÁRIA E A ESTRUTURA DA ECONOMIA

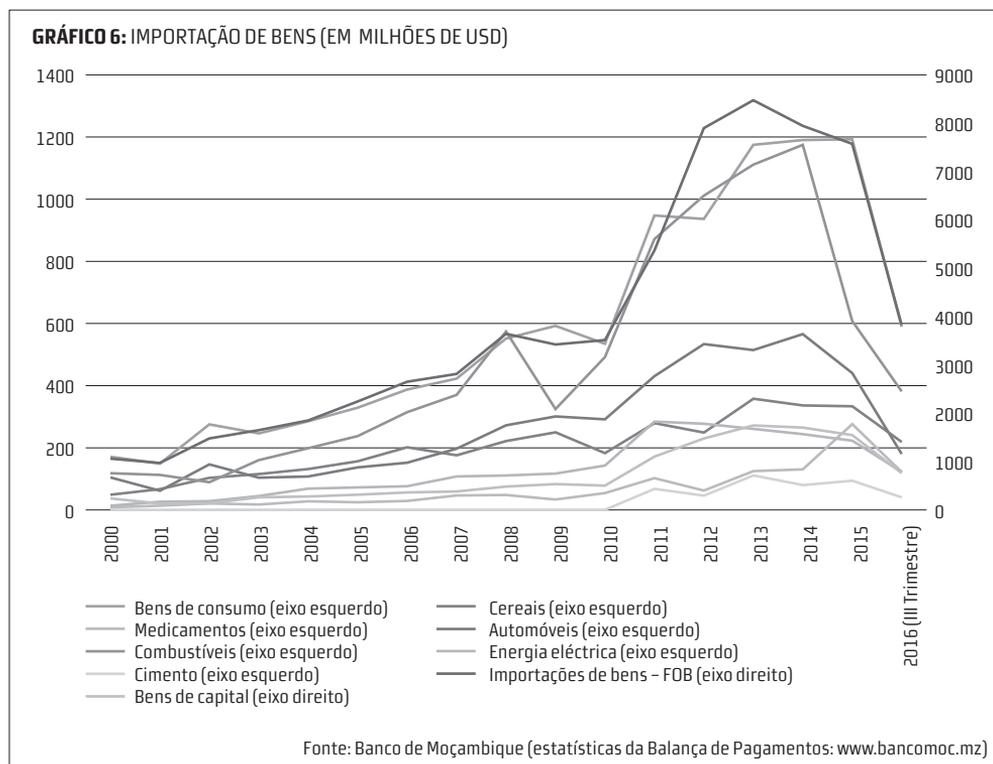
A volatilidade da política monetária leva a que a mesma seja inconsistente com os incentivos às mudanças estruturais que podem contribuir para melhorar a estabilidade da economia através da redução da dependência externa. Por outro lado, a estrutura da economia impõe limites à actuação da própria política monetária. O entendimento da estrutura de crescimento da economia de Moçambique ajuda a entender como é que estes dois processos ocorrem, e uma forma de o fazer é olhando para a estrutura dos principais agregados macroeconómicos. O consumo em Moçambique é de cerca de 70% da procura interna e 90% do Produto Interno Bruto. Dado que a capacidade interna de produção é limitada por questões estruturais (Castel-Branco, 2013, 2015), boa parte do consumo é alimentada por importações. A economia não tem capacidade para satisfazer a crescente demanda por bens e serviços em quantidade e/ou qualidade necessárias. As importações constituem cerca de 50% da procura interna da economia. A dependência de importações para consumo é feita de duas formas principais: directa, em relação a um produto de consumo final; ou indirecta, isto é, dependência de bens de capital ou bens intermédios essenciais para determinados bens e serviços.



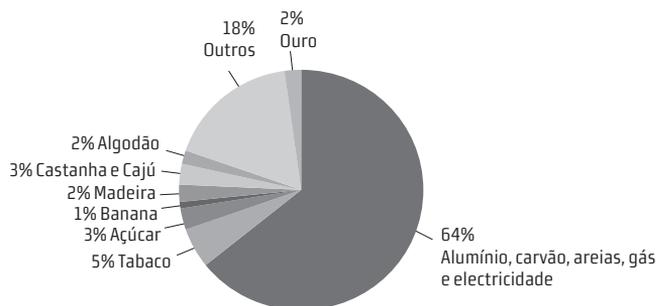
O investimento é principalmente proveniente de empréstimos externos e investimento directo estrangeiro (cujas ligações produtivas com a economia nacional são limitadas), e apenas uma pequena parte é financiado pela banca nacional. Massingue (2015) e Massingue & Muianga (2013) fazem a análise da tendência e dos padrões de investimento em Moçambique entre 1990 e 2011 usando o investimento aprovado como *proxy*, e mostram que 43% do investimento é financiado por empréstimos externos, 35% por investimento directo externo e apenas 14% é pela banca nacional. A maior parte do investimento directo estrangeiro e do investimento proveniente de

empréstimos (ou seja, 79% das intenções totais de investimento) está relacionada com actividades, directa e indirectamente, ligadas ao complexo mineral-energético de exploração de carvão, areias pesadas, energia, gás e alumínio. Portanto, a dinâmica de investimento alimenta um processo extractivo virado para exportação de matérias no seu estado primário ou com mínima transformação, conseqüentemente com poucas ligações dentro da economia.

Como resultado da estrutura de investimento, as exportações são essencialmente de produtos primários. Quase 80% das exportações são constituídas por nove produtos primários exportados ao seu nível bruto ou com o mínimo de processamento. O alumínio, o carvão, o gás natural, as areias pesadas, a electricidade, açúcar, tabaco, madeira e amêndoa e caju totalizam cerca de 80% das exportações totais e mais de 90% das exportações de mercadorias (Gráfico 7). Esta estrutura de exportações é extremamente volátil devido à frequente oscilação de preços no mercado internacional destes produtos e à vulnerabilidade da procura por produtos primários em períodos de crise económica global. Como resultado disto, as receitas de exportação da economia são igualmente voláteis. Isto tem sérias implicações sobre a taxa de câmbio, visto que boa parte do consumo e da produção internos depende de importações, e estas necessidades têm crescido ao longo do tempo (Gráfico 6).



**GRÁFICO 7: ESTRUTURA DAS EXPORTAÇÕES (2000 - 2016)**

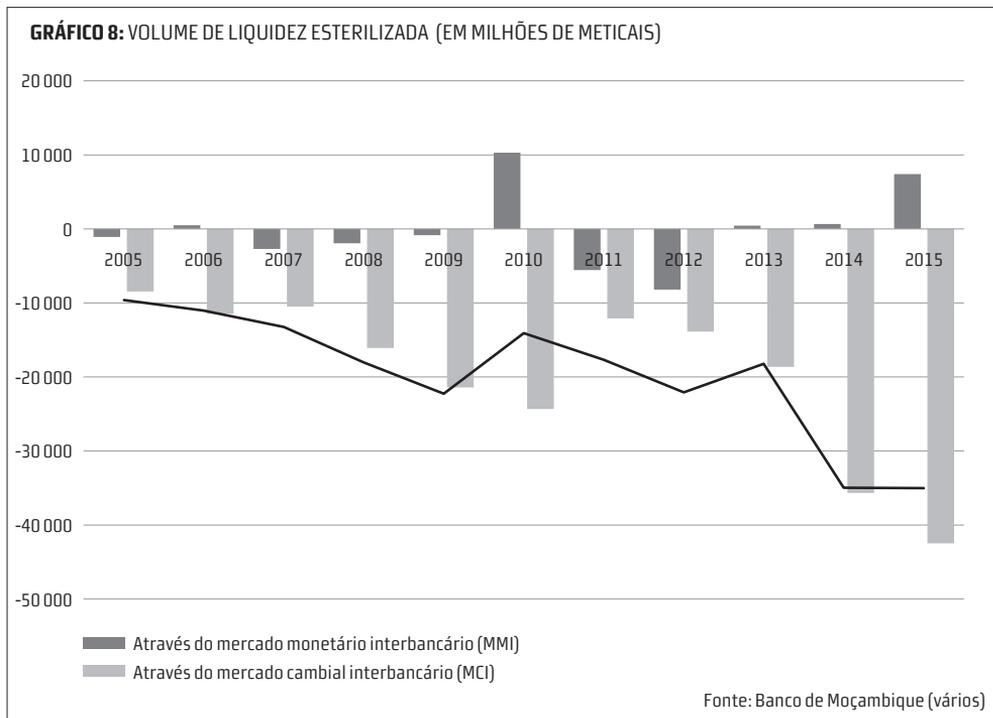


Fonte: Banco de Moçambique (estatísticas da Balança de Pagamentos: [www.bancomoc.mz](http://www.bancomoc.mz))

Neste contexto, que efeito se pode esperar da política monetária? Em caso de uma política monetária expansionista, como ocorreu entre Julho de 2011 e Setembro de 2015, apesar da limitada resposta dos bancos comerciais, a taxas de juro reduziram para alguns bancos. Isto levou a um aumento do acesso a crédito pelas famílias. Tal como descrito pelo canal de crédito, maior acesso a crédito implica maior rendimento disponível num determinado momento e, dependendo da propensão marginal a consumir, o consumo aumenta. Normalmente, o aumento do acesso a crédito estimula o aumento do consumo de bens duráveis, como já evidenciado pela literatura. Dado que a economia tem limitada capacidade de resposta a demanda e, portanto, alta propensão marginal a importar, boa parte destes bens de consumo foi importada. Tal como a expansão do dinamismo da economia é acompanhada pelo crescimento das importações, o efeito expansionista da política monetária expansionista alimenta importações. O facto de o consumo ser satisfeito maioritariamente pelas importações leva a que as dinâmicas estimuladas por políticas monetárias expansionistas criem pressões sobre a balança de pagamento e, portanto, a demanda adicional por moeda estrangeira para importações. Isto pode implicar a depreciação do metical e consequente aumento do nível de preços. A menos que o banco central tenha disponibilidade suficiente de moeda estrangeira para colocar no mercado sem pressionar o nível de reservas internacionais, a política monetária é obrigada a reverter a sua direcção para uma postura restritiva. Portanto, o objectivo estratégico da política monetária de disponibilizar capital com taxas de juro baixas e atractivas ao mesmo tempo que controla os níveis de inflação, que já é limitado em qualquer contexto económico, é ainda mais limitado para o contexto da economia de Moçambique enquanto existirem os problemas estruturais da base produtiva. A permanente necessidade de intervenção complementar do banco central para a sustentação de políticas monetárias expansionistas é evidenciada pela citação feita pelo administrador do Banco de Moçambique, Waldemar de Sousa, num comunicado à imprensa em 2015, quando o metical começou a registar níveis preocupantes de depreciação:

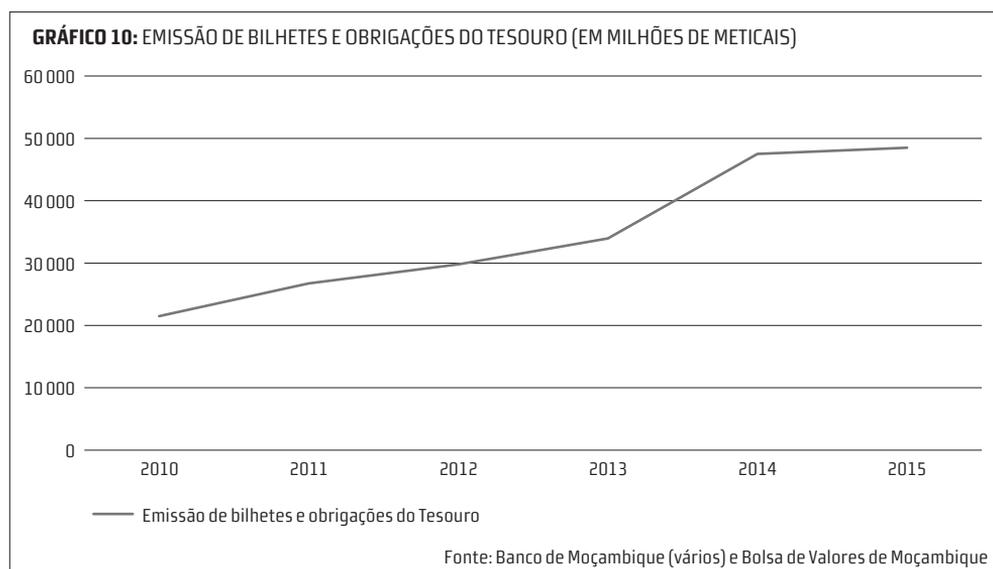
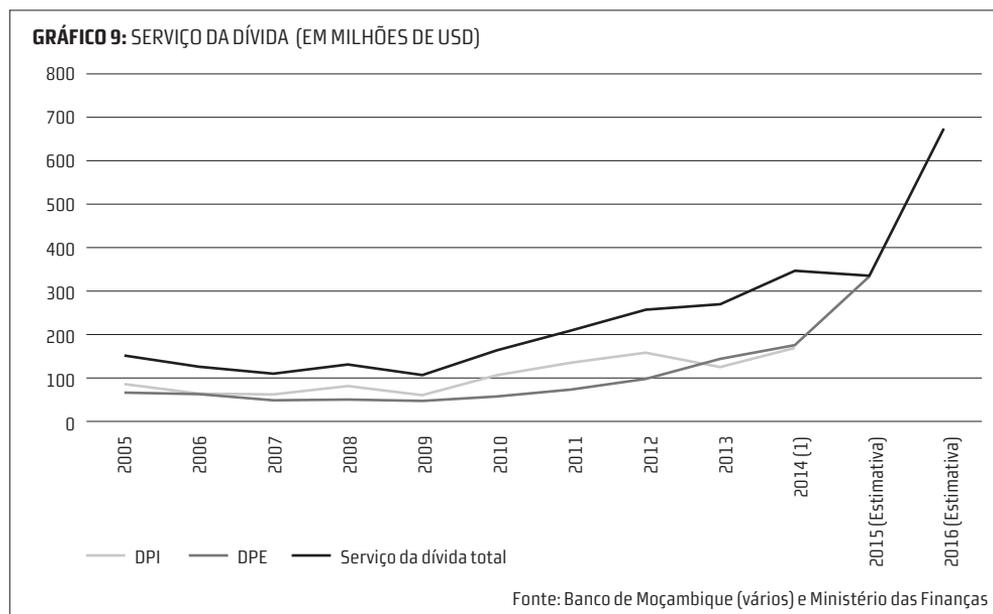
*(...) Estamos com menor capacidade de intervenção nos mercados para atenuar a tendência duma espiral de depreciação (...). Outra razão tem a ver com o facto de o saldo da conta-corrente da balança de pagamentos em Moçambique ser estruturalmente deficitário. Isto significa que o valor das importações de bens e serviços é maior, de forma persistente, que o valor das exportações. Se a procura excedentária de bens e serviços não é coberta pelo fluxo de moeda externa em forma, por exemplo de empréstimos, investimento directo estrangeiro ou transferências unilaterais (donativos e outros fluxos), o metical será pressionado no sentido de depreciação, dada a maior procura de dólares relativamente à oferta (Notícias, 7 de Agosto de 2015).*

A outra limitação da postura expansionista da política monetária é que a sua implementação requer medidas que actuem no sentido restritivo. Os dados mostram que os períodos de redução das taxas de juro foram acompanhados de medidas restritivas necessárias para a continuidade da própria política expansiva. Os dados mostram que, por exemplo, entre 2006 e 2010, e 2011 e 2015, que foram momentos caracterizados por uma postura monetária expansionista, o banco central tomou outras medidas de carácter restritivo, especificamente enxugou liquidez ao mesmo tempo que reduziu a taxa de juro de política monetária. Isto é, através dos mercados monetários tomou medidas que reduzem a liquidez disponível no sistema através da venda de bilhetes do Tesouro e da venda de divisas. A absorção de liquidez foi feita principalmente através do mercado cambial interbancário (MCI). Entre 2006 e 2010, o banco central enxugou cerca de 88 mil milhões de meticais através do mercado cambial interbancário. Isto é, no processo de venda e compra de divisas, em termos líquidos, o banco central vendeu ao mercado três mil milhões USD para fazer face à demanda por divisas. O valor de liquidez enxugada aumentou quando o banco central prosseguiu com a postura expansionista entre 2011 e 2015; o total de liquidez enxugada do sistema foi de cerca de 122 mil milhões de meticais. Obviamente, as pressões internacionais também influenciaram estas intervenções através do mercado cambial interbancário, mas, claramente, esta intervenção coincide com a expansão da economia e o crescimento dos diferentes indicadores.



As medidas restritivas em períodos de expansão monetária não são uma contradição exclusiva da política monetária. A política fiscal também actua no sentido contrário à expansão monetária na maioria dos momentos. Em resultado da deficiência de recursos financeiros para financiamento da despesa pública, uma das alternativas tem sido a emissão de dívida pública interna e externa. A emissão de dívida externa cresceu de forma exponencial nos últimos anos. Como consequência, o serviço da dívida quintuplicou entre 2011 e 2015, de cerca de 60 milhões USD para cerca de 330 milhões USD. Portanto, o serviço da dívida aumentou para cerca de 25% das exportações sem os grandes projectos. Isto gera pressões sobre a procura de divisas, que já é constringida pela oferta, consequentemente o metical tende a depreciar. Esta depreciação torna as importações e os preços internos mais caros, e, por conseguinte, a postura da política monetária torna-se restritiva, através de restrição de liquidez na economia, o que afecta negativamente a demanda interna. Este efeito poderia ser minimizado se a dependência de importações fosse menor. Por outro lado, o endividamento interno é feito através da emissão de títulos do Tesouro, que são comprados pelos bancos comerciais. Isto implica que a política de financiamento da despesa pública absorve recursos do sistema financeiro que poderiam ser usados para financiar o sector privado, numa espécie de efeito *crowding out*. Um contra-argumento a este efeito pode ser o de que a dívida pública emitida através de títulos pode estar

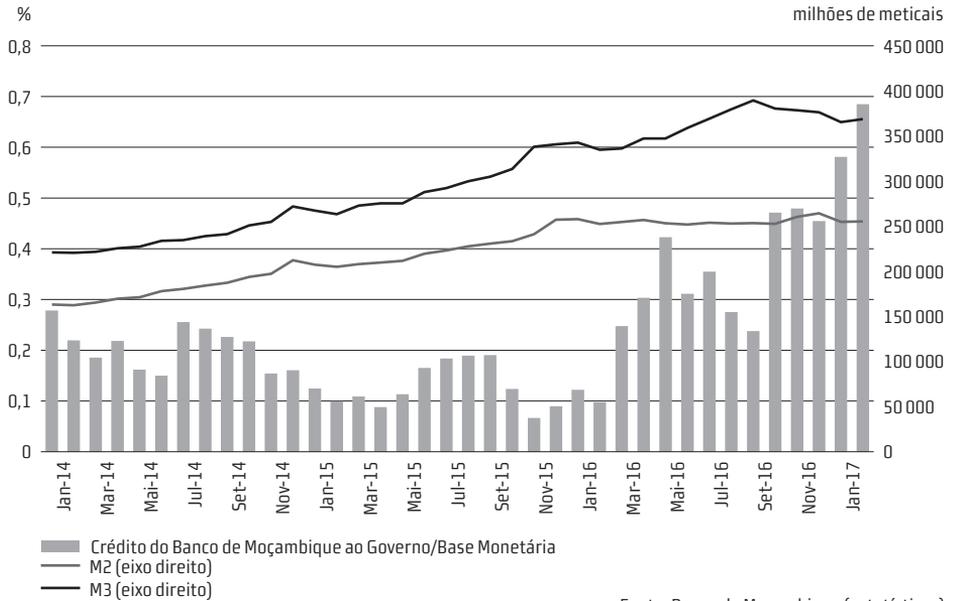
a financiar actividades que estimulam o sector privado, mas há dados que mostram que boa parte desta dívida é para pagar dívida previamente contraída, numa espécie de esquema Ponzi (Tribunal Administrativo, vários). Assim, o efeito combinado do crescimento da dívida interna e externa produz constrangimentos na expansão monetária.



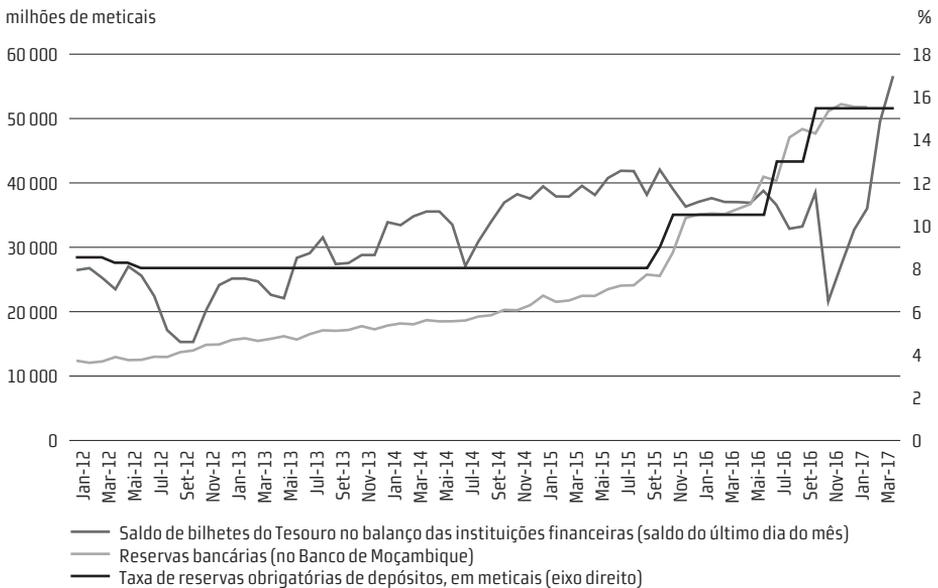
Actualmente, os cortes na ajuda externa, por causa da descoberta de dívidas ilegalmente garantidas pelo Estado, levaram o Governo a recorrer ao financiamento directo do Banco de Moçambique para fazer face ao défice orçamental. Em Abril de 2017, o crédito do Banco de Moçambique ao Governo situava-se em cerca de 47 mil milhões de meticaís, depois de durante anos se ter situado em cerca de 4,5 mil milhões de meticaís. Esta dívida directa do Governo com o Banco de Moçambique equivale a uma monetização do défice, ou seja, ao financiamento do défice com emissão monetária, o que tem fortes implicações inflacionárias, especialmente numa economia com a estrutura como a de Moçambique. A consequência disto é que para manter a taxa de câmbio e os preços estáveis o banco central tem estado a tomar medidas restritivas para enxugar o excesso de liquidez criado pela monetização do défice. Estas medidas tornam o crédito mais caro e, portanto, dificultam a recuperação das pequenas e médias empresas e das famílias endividadas junto do sector financeiro.

O Gráfico 11 mostra que o peso do financiamento do Banco de Moçambique ao Governo sobre a base monetária aumentou de cerca de 7% em finais de 2015 para cerca de 68% em princípios de 2017. Em paralelo, a taxa de crescimento da oferta monetária representada pelo M2 (que é constituído por notas e moedas em circulação mais o total de depósitos em moeda doméstica na economia) praticamente estagnou. A oferta de moeda representada pelo M3 (que é constituído pelas notas e moedas em circulação mais o total de depósitos em moeda doméstica e estrangeira na economia) estagnou entre finais de 2015 e o segundo trimestre de 2016. A partir deste ponto, o M3 aumentou em parte devido à depreciação do metical, mas os apertos da política monetária levaram à queda deste agregado para níveis próximos dos de finais de 2015 (Gráfico 11). Para além do aumento em mais de 200% das taxas de juro de referência desde Setembro de 2015, o banco central emitiu bilhetes do Tesouro adicionais de forma que praticamente triplicou o *stock* destes títulos na carteira das instituições de crédito de 21 mil milhões para 56 mil milhões de meticaís entre Novembro de 2016 e Abril de 2017. Para além disso, a taxa de reservas obrigatórias aumentou em quase 100% desde Setembro de 2015 a Abril de 2017, de 8% para cerca de 15,5%. Como consequência disso, as reservas bancárias no Banco de Moçambique duplicaram de cerca de 25 milhões de meticaís para cerca de 51 mil milhões de meticaís (Gráfico 12).

**GRÁFICO 11: OFERTA DE MOEDA E PESO DA MONETIZAÇÃO DO DÉFICE PÚBLICO SOBRE A BASE MONETÁRIA**



**GRÁFICO 12: COMPORTAMENTO DOS INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETÁRIA (2012 - 2017)**



A outra questão é que em contextos inflacionários, que muitas vezes resultam de choques que por si só já provocam pressões negativas sobre consumo e investimento, o banco central tem de adoptar medidas restritivas muitas vezes para recuperar o valor da moeda e outros indicadores. Tais medidas aumentam os entraves dos sectores cuja melhoria é fundamental para reduzir as vulnerabilidades a que a nossa economia está exposta. Os aumentos bruscos das taxas de juro põem em causa o sector privado dependente do sector bancário nacional para o seu financiamento, para além de que afectam decisões sobre poupança. As taxas de juro de política monetária em Moçambique aumentaram de 7,5% para 23% em apenas um ano, entre 2015 e 2016. Para além de ser um período de tempo muito curto para ajustamento, este ocorre numa altura em que as empresas nacionais já enfrentavam vários desafios de ajustamento em relação à desvalorização significativa da taxa de câmbio, ao aumento de custos, à redução de procura, entre outros. Portanto, a política monetária focada nos agregados inflacionários e na taxa de câmbio acaba sendo mais um entrave que põe em causa as possibilidades de desenvolvimento de um sector privado (financiado pelo sector financeiro doméstico) que possa responder à procura interna, substituir importações e, portanto, reduzir as pressões sobre a balança de pagamentos. Para além do mais, como foi mencionado, a actuação da política monetária acaba seguindo um padrão instável e brusco que influencia a formação de expectativas adaptativas por parte dos agentes económicos e a sua confiança em relação à postura da política monetária.

## CONCLUSÃO

Os *trade-offs* «normais» existentes na gestão macroeconómica são exacerbados pela estrutura da economia de Moçambique. A expansão monetária é refém de um contexto em que a tentativa de alargar o acesso a crédito a um baixo custo para a economia cria pressões sobre o valor da moeda doméstica, devido ao alto nível de dependência de importações. Como consequência, é necessário um contrabalanço com medidas monetárias e cambiais restritivas para controlar as pressões inflacionárias que resultam da expansão. Portanto, a política monetária expansionista é simultaneamente restritiva.

As vulnerabilidades da economia de Moçambique limitam a implementação consistente de uma política expansionista. A economia está sujeita a choques constantes cujo impacto e necessidade de intervenção interna se vão tornando maiores com o crescimento da economia. Esta situação aumenta a amplitude das alterações bruscas da política monetária em Moçambique.

A alta propensão a importar da economia corrói o efeito multiplicador do aumento da demanda agregada, quando esta é estimulada pela política monetária e pelas dinâmicas macroeconómicas. As dinâmicas dos agregados macroeconómicos que resultam da expansão da política

monetária não geram a multiplicação que seria de se esperar com base no quadro básico de funcionamento da política monetária. O aumento da procura coincide com o aumento de importações, levando a que os ganhos da expansão não sejam retidos pela economia. Portanto, os ganhos da política monetária expansionista para a economia são limitados pela porosidade da mesma.

O sector financeiro, por sua vez, para além da limitada cobertura sobre a economia, que apresenta um grau de monetização de cerca de 44% do PIB, tem cerca de 50% dos seus recursos virados para o financiamento de activos financeiros, consumo de bens duráveis e activos imobiliários, ou seja, áreas desligadas do investimento directamente produtivo e sem incentivos para a expansão de crédito a baixas taxas de juro. A dependência da dívida pública interna mobiliária para financiamento das despesas do Estado consolida o foco do sector financeiro nos títulos do Tesouro, visto que estes continuam a ser uma parte significativa da alocação de recursos do sistema financeiro. Este cenário, conjugado com uma política monetária volátil, leva a que, por um lado, o sector financeiro não tenha incentivos para a redução do custo de capital; e, por outro lado, o sistema bancário seja protegido nas crises da economia em detrimento das famílias e empresas com empréstimos.

## REFERÊNCIAS

- Banco de Moçambique (2012). *Relatório Anual*. Maputo: Banco de Moçambique
- Banco de Moçambique (2015). *Relatório Anual*. Maputo: Banco de Moçambique
- Banco de Moçambique (vários). *Fim do Ano Económico*. Maputo: Banco de Moçambique.
- Banco de Moçambique (vários). *Relatório Anual*. Maputo: Banco de Moçambique.
- Barclays (2015). *Relatório e Contas* Barclays Bank Mozambique, SA: relativo ao exercício findo a 31 de Dezembro de 2015. Disponível em:  
file:///C:/Users/fmassarongo/OneDrive/Carreira&profissao/Relatorios/bancos/Relato%CC%81rio%20de%20Contas%202015.BB.PDF.
- Barclays (2016). *Relatório e Contas*. Barclays Bank Mozambique, SA: relativo ao exercício findo a 31 de Dezembro de 2016. Disponível em:  
file:///C:/Users/fmassarongo/Downloads/Relat%C3%B3rio%20e%20contas%202016%20(2).pdf.
- Bernanke, B. S. Gertler, M. (1995). Inside the black box: the credit channel of monetary policy. *Journal of Economics Perspectives*, 9(4), 27-48.
- Blanchard, O. (2004). *Macroeconomia*. 3.<sup>a</sup> edição. Pearson Prentice Hall. Brasil.
- Blanchard, O. (2008). The state of macro. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 14 259.
- Castel-Branco, C. N. (2013). Reflectindo sobre acumulação, porosidade e industrialização em contexto de economia extractiva. In L. Brito, C. Castel-Branco, S. Chichava & A. Francisco (orgs.), *Desafios para Moçambique 2013*. Maputo: IESE.
- Castel-Branco, C. N. (2014). Growth, capital accumulation and economic porosity in Mozambique: social losses, private gains. *Review of African Political Economy*, 41(1), Outubro de 2014.
- Castel-Branco, C. N. (2015). Desafios da sustentabilidade do crescimento económico – uma «bolha económica» em Moçambique? In L. Brito, C. Castel-Branco, S. Chichava & A. Francisco (orgs.), *Desafios para Moçambique 2015*. Maputo: IESE.
- Castel-Branco, C. N. & Massarongo, F. (2015). Acumulação especulativa e sistema financeiro em Moçambique. *Boletim*, 75. Maputo: IESE.
- Castel-Branco, C. N. & Massarongo, F. (2016). A dívida secreta Moçambicana: impacto sobre a estrutura da dívida e consequências económicas. *Boletim*, 86. Maputo: IESE.
- Caves, R. et. al. (2007). *World Trade and Payments: An Introduction*. International Edition. Pearson.
- Fine, B. & Milonakis, D. (2011). «Useless but true»: economic crisis and the peculiarities of economic science. *Historical Materialism*, 19 (2), 3-31.

- Fontana, G. (2009). The «unemployment bias» of the new consensus view of macroeconomics. *Working Paper*, 563. University of Leeds and University of Sannio.
- Goodhart, C. (2008). *The Continuing Muddles of Monetary Theory: A Steadfast Refusal to Face Facts*. Mimeo
- Lucas R. & Sargent, T. (1978). After Keynesian macroeconomics and response to Friedman. In *After the Phillips Curve: Persistence of High Inflation and High Unemployment*, Conference Series N.º 19. Boston: Federal Reserve Bank of Boston.
- Mankiw, G. (2006) The macroeconomist as scientist and engineer. *NBER Working Paper*, 12 349. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- Mankiw, G. (2014). *Introdução à Economia*. 6.ª edição. Brasil.
- Massarongo, F. (2010). *A Dívida Pública Interna Mobiliária em Moçambique: Evolução, Causa e Implicações Económicas (1999-2007)*. Tese de Licenciatura não publicada. Maputo: Faculdade de Economia da Universidade Eduardo Mondlane.
- Massarongo, F. (2013). Porque é que os bancos privados não respondem à redução das taxas de referência do Banco de Moçambique? Reflexões. In L. Brito, C. Castel-Branco, S. Chichava & A. Francisco (orgs.), *Desafios para Moçambique 2013*. Maputo: IESE
- Massingue, N. (2015). Tendências do investimento privado em Moçambique: questões para reflexão. In C. Castel-Branco, N. Massingue & C. Muianga (orgs.), *Questões sobre Desenvolvimento Produtivo em Moçambique*. Maputo: IESE
- Massingue, N. & Muianga, C. (2013). Tendências e padrões de investimento privado em Moçambique: questões para análise. In L. Brito, C. Castel-Branco, S. Chichava & A. Francisco (orgs.), *Desafios para Moçambique 2013*. Maputo: IESE
- Millennium BIM (2016). *BIM – Banco Internacional de Moçambique: Relatório e Contas 2016*. Disponível em:  
[http://inst.millenniumbim.co.mz/pt/Governacao/Relatorio\\_e\\_Contas/2016/BIM\\_Relatorio\\_e\\_Contas\\_2016.pdf](http://inst.millenniumbim.co.mz/pt/Governacao/Relatorio_e_Contas/2016/BIM_Relatorio_e_Contas_2016.pdf).
- Mishkin, F. (2004). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. 7.ª edição. The Addison-Wesley series in Economics.
- Moçambique Online* (2001). *O Atribulado Banco Austral*. Opinião de Joseph Hallon. Metical 1006 de 11 de Junho de 2001. Disponível em:  
<http://www.mol.co.mz/noticias/metical/2001/mt010611.html> (consultado a 31 de Março de 2017).
- Notícias Online* (2015). Crédito malparado começa a preocupar. Caderno de Economia, 27 de Agosto de 2015. Disponível em:  
<http://www.jornalnoticias.co.mz/index.php/caderno-de-economia-e-negocios/41132-credito-malparado-comeca-a-preocupar.html> (consultado a 31 de Março de 2017).

- Palma, J. G. (2009). The revenge of the market on the rentiers: why neo-liberal reports of the end of history turned out to be premature'. *Cambridge Journal of Economics*, 33, 829-869.
- Samuelson, P. & Nordhaus, W. (2009). *Economics: An Introductory Analysis*. 19.<sup>a</sup> edição. McGraw-Hill.
- Stiglitz, J. (2011). Rethinking macroeconomics: what failed how to repair. *Journal of European Association*, 9(4), 591-645.
- Toporowski, J. (2006). Open market operations: Beyond the new consensus. *Discussion Paper*, 14/2006. Bank of Finland Discussion Paper.
- Toporowski, J. (2010). Excess debt and asset deflation. In S. Kates (ed.), *Macroeconomics Theory and its Failings*. Edward Elgar.
- Toporowski, J. (2011). Neologism as theoretical innovation in economics: the case of financialization. *Working Papers*, 171. Department of Economics, SOAS, University of London, UK .
- Tribunal Administrativo (vários). *Relatório e Parecer da Conta Geral do Estado*. Maputo: República de Moçambique.
- Woodford, M. (2003). *Interest and Prices, Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton. University Press.

*Websites consultados*

Banco de Moçambique: [www.bancomoc.co.mz](http://www.bancomoc.co.mz)

Bolsa de Valores de Moçambique: [www.bolsadevalores.co.mz](http://www.bolsadevalores.co.mz)

Direcção Nacional de Planificação e Orçamento: [www.dno.gov.mz](http://www.dno.gov.mz)

Instituto Nacional de Estatística: [www.ine.gov.mz](http://www.ine.gov.mz)