

A BOLHA ECONÓMICA MOÇAMBICANA E O PAPEL DA POROSIDADE ECONÓMICA NA ABSORÇÃO DOS RECURSOS EXTERNOS

Oksana Mandlate

INTRODUÇÃO

A crise económica foi «um balde de água fria» para os que se referiam às duas últimas décadas do caso moçambicano como uma história de sucesso, sem darem importância aos alertas sobre a insustentabilidade estrutural e macroeconómica do actual padrão de crescimento da economia. O primeiro alarme da crise amplamente reconhecido entre diferentes estratos da sociedade moçambicana, com a vinda a público em 2014 da primeira dívida externa oculta das contas públicas (a da Ematum), ainda teve na maioria das discussões o seu foco nos aspectos de legalidade e nos procedimentos de prestação de contas aos financiadores, sendo «solucionada» pelo Governo com o seu reconhecimento no Orçamento do Estado de 2015. No entanto, a partir de meados desse ano, à medida que se tornou evidente a inexistência de capacidade para o pagamento da dívida e os casos das dívidas ocultas garantidas pelo Estado multiplicaram-se, e a crise teve uma evolução galopante com efeito de «bola de neve», tornando-se cada vez mais evidente a necessidade de entender o enquadramento estrutural desta crise¹.

A crise económica moçambicana foi sentida em diversas áreas. A depreciação brusca da moeda nacional, a inflação acelerada com uma subida do custo de vida, o aumento das taxas de juros no mercado financeiro doméstico, a descida do País na classificação internacional (com implicações no custo de financiamento interno e externo para o País) e a contracção fiscal afetaram o funcionamento dos sectores privado e público. Ao mesmo tempo, em 2017 o público, em geral, levou um susto com as notícias sobre problemas de capitalização de dois bancos. Todos estes acontecimentos, às vezes aparentemente desconectados, podem ser explicados por diversos factores conjunturais, como a gestão pública pouco transparente, a suspensão de ajuda ao Orçamento do Estado devido ao escândalo, as condições dos mercados internacionais desfavoráveis para os principais bens de exportação do País, as políticas monetária e

¹ Para acompanhar o início da discussão do IESE sobre a natureza estrutural da crise, com a introdução do conceito da bolha económica, veja Castel-Branco (2015).

fiscal desajustadas entre si e com os objectivos de desenvolvimento do sector real, a falta de supervisão do banco central e o impacto da crise política sobre a vida económica. No entanto, todos estes factores fazem parte de um único cenário, o da bolha económica moçambicana, e podem ser explicados dentro de uma única lógica – as condições da acumulação de capital em Moçambique (Castel-Branco, 2015). Entender esta lógica estrutural permite não só compreender melhor a crise moçambicana como fornece um maior leque de instrumentos da política económica para a tratar, ao contrário da visão conjuntural, em que muitos dos factores se devem a condições externas e fora do alcance de políticas públicas.

Este artigo explica os mecanismos de desencadeamento da crise moçambicana, que tem carácter de bolha económica e, estruturalmente, é explicada pelo processo complexo de integração do modo interno de acumulação do capital, caracterizado pela porosidade económica, na economia mundial movida pela dinâmica de crescente financeirização.

O artigo começa por explicar o conceito de bolha económica e as diferentes perspectivas sobre a sua natureza. A segunda secção, partindo da análise de modo de acumulação de capital em Moçambique, discute os diferentes mecanismos que a nossa investigação identificou como os que alimentaram, por via de porosidade económica, a bolha económica. A secção seguinte usa os dados empíricos para evidenciar a porosidade económica na integração da economia nacional com o exterior e a mudança qualitativa do seu papel nos anos precedentes à crise. A penúltima secção discute a propagação da bolha económica, olhando para as ligações entre as principais variáveis macroeconómicas, incluindo as principais respostas da política pública. As conclusões e a breve discussão dos caminhos para frente fecham o artigo.

O CONCEITO DE BOLHA ECONÓMICA

O conceito de bolha económica utiliza-se para descrever um crescimento económico acelerado especificamente fomentado pelas expectativas especulativas, que não é acompanhado proporcionalmente pelo crescimento do sector real e do emprego e que resulta em crise. Na fase de expansão da bolha económica, o crescimento é gerado pelo crescente volume de transacções e fluxos monetários; no entanto, esta fase não é sustentável a longo prazo. Quando os fluxos monetários ficam comprometidos, devido à falta de base real do crescimento, a economia explode (entra em crise de expectativas) ou retrai-se. Consequentemente, não só as taxas de crescimento, de investimento e de emprego caem bruscamente como a economia fica com o rendimento mais concentrado nas actividades especulativas e mais vulnerável aos choques frente à mudança das expectativas. Para descrever a situação actual da economia moçambicana, este conceito foi usado pela primeira vez por Castel-Branco, *et al.* (2015).

A problemática das bolhas económicas é amplamente discutida na literatura económica mais geral, e o entendimento do seu conteúdo é distinguido pela explicação das suas causas e mecanismos. Do ponto de vista de algumas abordagens mais individualistas, como o modelo de Samuelson-Tirole (Martin & Ventura, 2012), a bolha económica resulta da função dupla do capital, que pode ser usado pelos indivíduos ou como o capital produtivo ou como um meio de acumular o valor, o que periodicamente induz as economias a acumular mais capital do que o nível de investimento necessário para produzir o seu nível de rendimento. A motivação especulativa dos agentes resulta em investimento não produtivo e ineficiente, em negócios malparados, o que permite absorver e reduzir o excesso de capital na economia. A crise é vista como algo desejável para tornar o mercado «mais eficiente». No entanto, frente à total abstracção dos altos custos económicos e sociais das bolhas económicas, e numa economia como moçambicana, em que as necessidades de investimento excedem os recursos existentes, este tipo de abordagens não tem utilidade prática.

Outras abordagens ligam a expansão das expectativas especulativas às ineficiências de mercados, especialmente a informação imperfeita (Stiglitz, 2009). Neste caso, a explicação da bolha moçambicana seria o facto de os bancos e o Governo não terem tido informação adequada, terem sido demasiado optimistas nas suas expectativas e terem operado num ambiente de deficiente regulação da sua actividade. No entanto, olhando o caso moçambicano, em que nem foi feito um esforço para reunir informação adequada, nem do lado do Governo nem do dos bancos, o problema não pode ser imputado ao desconhecimento ou à incompetência.

O modelo de Minsky (1992), no entanto, explica que as bolhas económicas são endógenas e geradas pelas contradições internas de funcionamento da economia capitalista, em particular pelo enquadramento do sistema financeiro no seu funcionamento. No entanto, esta perspectiva ainda não permite explicar o porquê de as bolhas surgirem especificamente em certos períodos e em certos países, com particular intensificação nas últimas décadas. A análise da evolução das dinâmicas e das estruturas económicas do capitalismo, em particular o argumento da crescente financeirização, referente ao aumento da importância do capital fictício no processo de acumulação de capital a nível global (Fine, 2010), pode explicar a intensificação dos casos de bolhas económicas nas últimas décadas. A financeirização é compreendida neste caso não só como o aumento do peso das actividades e dos fluxos financeiros na economia mas também como o aumento da importância do capital fictício na esfera produtiva e na economia política.

Contudo, as transformações estruturais em economias específicas são conduzidas pelas condições históricas, económicas e sociais específicas. Por isso existe necessidade de compreender os modos de acumulação de capital específicos de cada país, por um lado olhando para as dinâmicas globais de capitalismo mundial, e por outro lado olhando para as condições locais de acumulação de capital.

No caso moçambicano, a relação entre as estruturas económicas historicamente construídas (afunilamento da base produtiva com a concentração de capital, predominantemente externo) e as condições de economia política (necessidade de construção da classe capitalista nacional e a sua dependência para a acumulação de capital das ligações com o Estado e o capital internacional) determina o modo de acumulação de capital nas últimas décadas, e a porosidade económica é o principal instrumento analítico que o descreve². Os diferentes mecanismos da porosidade económica, com destaque para os benefícios fiscais aos grandes projectos de investimento directo estrangeiro (IDE) e a privatização de recursos públicos, levam a que a economia moçambicana não consiga absorver socialmente o crescimento gerado. Os benefícios gerados pelo crescimento da economia são perdidos para o uso social na economia, ou por via da sua transferência para o exterior, em forma de mais-valias, ou por via da sua transformação em ganhos privados (Castel-Branco, 2014).

A porosidade económica liga as estruturas económicas e as condições de economia política no sentido bilateral, e permite entender como e porquê existe um certo tipo de estruturas económicas e um certo tipo de pressões, agentes e interesses na economia, e por isso tem capacidade analítica de explicar o surgimento e a evolução da bolha económica moçambicana. O uso do conceito também tem a vantagem de alargar o espaço de intervenção à política pública, dado que o consegue ligar os factores conjunturais, normalmente vistos como fora do alcance da política, aos estruturais, que podem ser intervencionados. Nesta perspectiva, a próxima secção explorará os mecanismos de porosidade que fomentaram a bolha económica moçambicana, em particular analisando o componente dos fluxos de capital entre a economia moçambicana e o exterior.

O PAPEL DOS DIFERENTES MECANISMOS DE POROSIDADE ECONÓMICA NO FOMENTO DA BOLHA ECONÓMICA MOÇAMBICANA

A porosidade económica é a razão estrutural que sustentou a geração e determinou a evolução da bolha económica moçambicana. Esta secção revê os principais mecanismos da porosidade económica que alimentam as dinâmicas especulativas da bolha económica, nas duas vertentes, nomeadamente a configuração da base produtiva real e o ambiente macroeconómico.

Do lado do sector produtivo, a dependência da base produtiva nacional dos influxos contínuos de capital externo para a sua expansão e as descontinuidades na acumulação das capacidades produtivas internas forneceram a base real para a porosidade económica e a proliferação das expectativas especulativas da bolha económica moçambicana.

² *Vide* a discussão detalhada do conceito em Castel-Branco (2014).

A estrutura produtiva existente produz o rendimento e gera um crescimento acelerado partindo de uma base concentrada, dominada por grandes projectos de IDE, que não consegue gerar o emprego de qualidade em grande escala, nem distribuir o rendimento gerado na economia. Ao longo dos anos, os influxos de IDE na economia moçambicana preservaram certas características específicas (domínio dos grandes projectos intensivos em capital e orientados para a exportação das matérias-primas para os mercados internacionais, voláteis pela natureza), e o enquadramento na economia destes investimentos falha na criação de dinâmicas de industrialização diversificada e de distribuição dos benefícios de crescimento na economia. A fraca contribuição deste tipo de projectos para a economia nacional, em particular devido aos benefícios fiscais concebidos, gera limitações na capacidade fiscal do Estado e na possibilidade de este investir nos processos de industrialização, produzindo um círculo vicioso que consolida a estrutura produtiva concentrada e pouco articulada internamente (Castel-Branco, 2010). Ainda que exista uma crescente consciência de que este tipo de investimento falha em resolver os problemas básicos da economia, este continua a ser promovido. Isso porque, por um lado, responde às aspirações dos certos grupos que procuram oportunidades de aliança com o capital internacional e de acumulação primária de capital (Castel-Branco, 2014) e, por outro lado, nas actuais condições, o investimento com outras características não flui espontaneamente para a economia moçambicana.

A concentração das expectativas à volta de grandes projectos de IDE, como os pólos mais dinâmicos da economia, dita também o padrão de investimento nacional, que se concentra à volta dos grandes projectos (Massingue & Muianga, 2013). As ligações produtivas decorrentes contribuem de um modo limitado para a diversificação da base produtiva e para a difusão de capacidades tecnológicas, por isso também não geram as dinâmicas alternativas de industrialização (Langa & Mandlate, 2015). No entanto, esta concentração de investimento torna a economia nacional um todo vulnerável em função do desempenho dos grandes projectos de IDE e das suas expectativas, ligadas aos mercados internacionais.

O ambiente macroeconómico, determinado pela relação entre as políticas monetária e fiscal, constitui o segundo vector que promove as dinâmicas especulativas na economia moçambicana. Neste campo, o espaço da política pública está a ser condicionado pelo objectivo de maximização de influxo de recursos externos, na forma de investimento directo estrangeiro e de créditos e doações ao Orçamento do Estado, sem pensar estrategicamente sobre o seu impacto nas outras variáveis macroeconómicas, que orientam a alocação de recursos na economia, em particular o Orçamento do Estado, a taxa de juro e a taxa de câmbio.

Em termos práticos, uma parte dos recursos externos recebidos pela economia moçambicana é usada para acumular as reservas internacionais, e outra parte é injectada na economia através do mercado cambial interbancário, induzindo por esta via uma pressão para a valorização da moeda nacional, para a redução de liquidez na economia e para a subida de taxas de juro

(Amarcy, 2009). A venda de divisas no mercado cambial interbancário influencia o ambiente macroeconómico significativamente, dado que na última década constituiu o mecanismo dominante de enjugamento da liquidez na economia moçambicana (sendo complementada, ou esporadicamente parcialmente neutralizada, pelas intervenções no mercado monetário interbancário, por meio de venda de títulos do Governo) [*vide* Massarongo (2017); Gráfico 8]. Neste contexto, a flexibilidade da taxa de câmbio, conjugada com o objectivo de maximização de influxo de recursos externos, reforça a porosidade económica e as dinâmicas especulativas por via de condicionamento do tipo de investimento viável na economia. A injeção de capital externo oferece à economia uma oferta de divisas para além do nível providenciado pela sua base produtiva, permitindo valorizar o metical e favorecendo as importações [por exemplo, Mandlate (2017)]. A taxa de câmbio estabelecida neste contexto reduz a competitividade da indústria doméstica, inviabilizando internamente o estabelecimento das indústrias com alto valor adicionado, tanto orientadas para exportações como para o mercado doméstico. Este factor é reforçado pelo facto de o mercado nacional estar limitado à escala de produção viável para muitas indústrias, dado que o mercado de consumidores dos bens duráveis é limitado pelo nível de pobreza, e o grosso das despesas diárias da maioria da população (nas zonas rurais, em particular) é satisfeito pela autoprodução (Mandlate, 2017). Por esta via, os influxos de recursos externos condicionam a taxa de câmbio, que, por sua vez, serve como um factor de selecção para o tipo de investimento viável na economia, gerando assim um círculo vicioso de domínio de grandes projectos de IDE e de desvio do investimento para as actividades especulativas.

A pressão gerada pelos influxos de recursos externos também contrabalança as medidas da política monetária expansionista, como a redução de taxas de referência e de reservas obrigatórias, resultando em alto custo de financiamento no mercado doméstico, tanto para o sector privado como para o público. É possível identificar as duas implicações imediatas que o influxo de recursos produz no contexto da economia moçambicana por via das taxas de juro. Por um lado, as taxas de juro altas determinam o tipo de actividades viáveis para o financiamento na banca nacional, ou seja, os dados apontam para o predomínio do investimento especulativo de curto prazo no portefólio de bancos [*vide* Massarongo (2017); Gráfico 3]. Por outro lado, isso afecta a redistribuição de rendimento na economia, em particular conduzindo à concentração de recursos no sector bancário, sendo a renumeração da dívida pública interna um dos mecanismos de realocação do rendimento da economia a favor do sector financeiro *versus* do sector produtivo.

Segundo, a porosidade económica alimentou as dinâmicas especulativas por via de padrões de financiamento e de despesa pública. Por um lado, a perda de receitas fiscais por via de benefícios fiscais tem implicações estruturantes, dado que obriga o Estado a recorrer mais, como alternativa, aos empréstimos, incluindo à venda de títulos do Governo no mercado interno,

colocando por esta via ainda mais pressão sobre o custo de financiamento interno para o sector privado e famílias (Massarongo & Muianga, 2011). Por outro lado, nos últimos anos o investimento público foi financiado com crescentes custos e dirigido às grandes infra-estruturas que servem o complexo mineral e energético (Massarongo, 2016), renunciando, como custo de oportunidade, ao apoio das actividades produtivas com base mais alargada. Esta despesa foi realizada a contar com os futuros fluxos das rendas provenientes das exportações dos grandes projectos de IDE do complexo mineral-energético, sem considerar a criação na economia das capacidades alternativas para o seu repagamento. Esta dinâmica, mesmo antes de emergir a questão das dívidas ocultas, comprometia não só a sustentabilidade do orçamento público como a sustentabilidade macroeconómica com o exterior da economia como um todo. Dada a importância dos influxos dos recursos externos nos mecanismos vistos, a secção seguinte olhará mais de perto para o caso de fluxos de capital entre a economia nacional e o exterior, de modo a, partindo de dados empíricos, apresentar um quadro amplo do seu papel na porosidade e na geração da bolha económica.

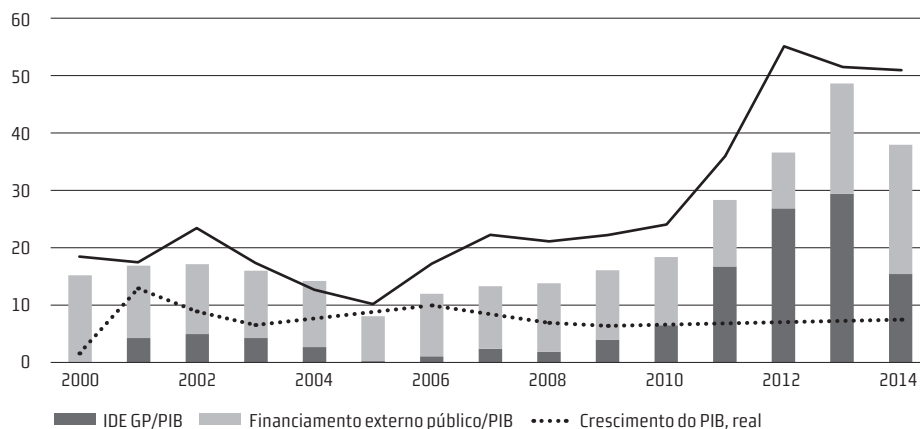
POROSIDADE ECONÓMICA SOB O PRISMA DAS CONTAS EXTERNAS DO PAÍS E O SEU PAPEL NA GERAÇÃO DA BOLHA ECONÓMICA

Esta secção analisa a evolução dos fluxos de capital entre o exterior e a economia moçambicana, olhando para os seus diferentes componentes e para a sua contribuição para o fomento da bolha económica. A análise apresenta um quadro que permite compreender de um modo mais sistemático o enquadramento dos fluxos de capital externo no modo doméstico de acumulação de capital. Primeiramente, são apresentadas algumas tendências gerais dos fluxos de capital, e depois é discutida a evolução dos seus diferentes componentes.

INTENSIFICAÇÃO E MODIFICAÇÃO DO ENQUADRAMENTO ESTRUTURAL DOS INFLUXOS DE CAPITAL NA ECONOMIA

Primeiro, é de notar que o influxo de capital externo não só é estruturalmente importante na economia moçambicana como o seu papel se intensificou consideravelmente nos anos precedentes à crise e a sua contribuição mudou qualitativamente. Os influxos líquidos de capital, que representaram na primeira década do milénio já perto de 20% da produção interna, em 2012-2014, no momento da expansão da bolha económica, mais do que duplicaram a sua importância relativa na economia doméstica, chegando a representar mais de metade do Produto Interno Bruto (PIB) (Gráfico 1).

GRÁFICO 1: IMPORTÂNCIA DOS INFLUXOS DE CAPITAL NA ECONOMIA MOÇAMBICANA

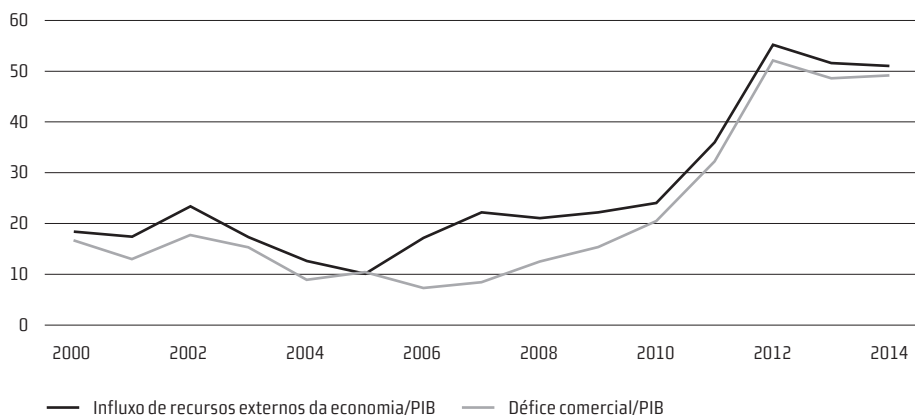


Fonte: cálculos da autora a partir dos dados do Banco de Moçambique (vários anos)

O papel estruturante dos fluxos de recursos externos na economia é determinado não só pelo seu peso na economia moçambicana como também pelo seu grau de concentração nos dois componentes: o investimento directo estrangeiro dos grandes projectos e a despesa pública. O financiamento externo público nas últimas décadas, de um modo estável, constituiu perto de 12% do Produto Interno Bruto, aumentando a sua relativa importância para perto de 20% nos anos 2013-2014. Os influxos efectivos de IDE dos grandes projectos, por outro lado, são mais voláteis, e a sua intensificação, a partir do ano 2011, precedeu a dos fluxos do financiamento público. Em 2013, o IDE dos grandes projectos chegou a perto dos 30% do PIB. No entanto, como mostra o gráfico, ainda que o peso e a concentração de influxo dos recursos externos na economia aumentem ao longo destes anos, isso não se reflectiu num crescimento qualitativamente diferente.

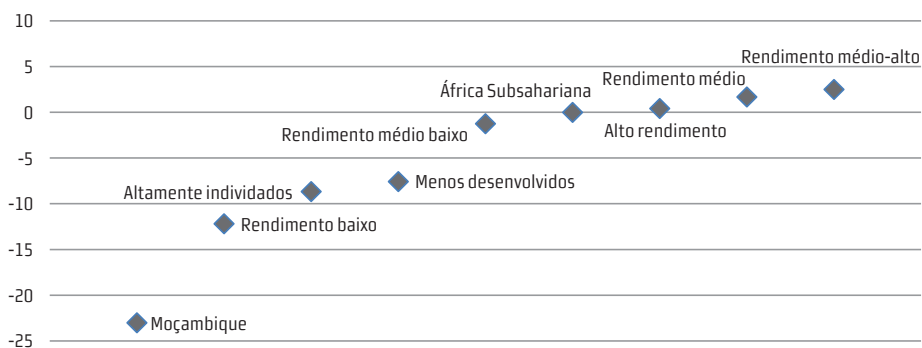
Estruturalmente, os influxos de capital externo são o factor que sustenta o défice comercial crónico da economia moçambicana (Gráfico 2). Este défice estrutural da economia moçambicana é alarmante, visto que os seus maiores níveis normalmente são observados em países mais pobres e em situações de crise, como é o caso dos países mais endividados ou em conflito. A dependência de Moçambique das importações excede consideravelmente os níveis destes países (Gráfico 3), evidenciando uma alarmante incapacidade da base produtiva de satisfazer as necessidades da economia.

GRÁFICO 2: RELAÇÃO ESTRUTURAL ENTRE OS INFLUXOS DE CAPITAL E O DÉFICE COMERCIAL DA ECONOMIA MOÇAMBICANA



Fonte: cálculos da autora a partir dos dados do Banco de Moçambique (vários anos)

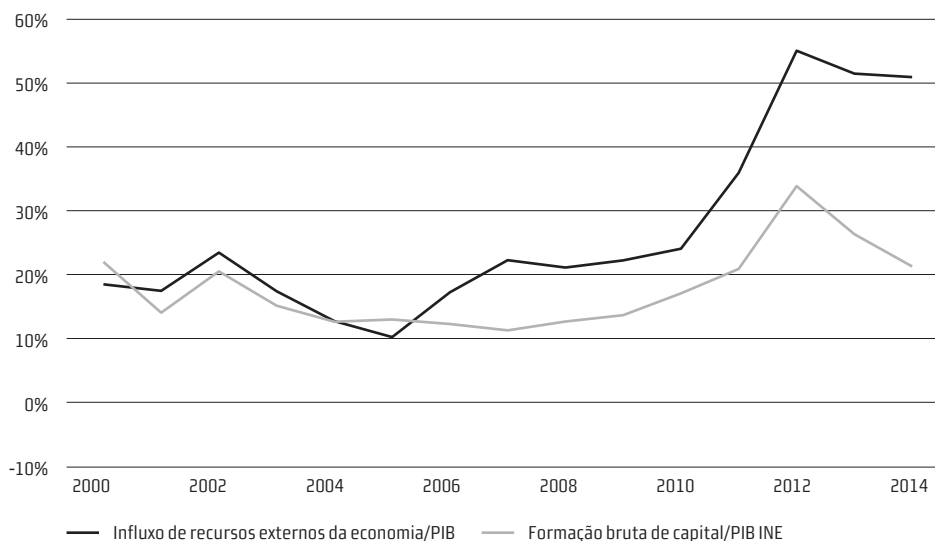
GRÁFICO 3: RELAÇÃO ENTRE O DÉFICE COMERCIAL MÉDIO DA ÚLTIMA DÉCADA E O TIPO DE PAÍS



Fonte: cálculos da autora a partir dos dados de *World Development Indicators* (2016)

Isso levanta a pergunta sobre a aplicação dos recursos externos na economia. À primeira vista, algumas alterações no seu padrão de aplicação são detectáveis. Se no início da década passada a formação bruta de capital basicamente acompanhava a entrada de recursos externos, na última década, mesmo com a formação do capital a continuar a seguir as tendências do influxo de recursos externos, a formação do capital fixo foi inferior à entrada de recursos externos, com o *gap* alargando-se drasticamente a partir de 2012 (Gráfico 4). Potencialmente, isso afecta de um modo estrutural a composição da base produtiva e do emprego a nível nacional. Contudo, para compreender melhor as dinâmicas deste processo, é necessário olhar para a composição e para a evolução dos diferentes componentes dos influxos de capital.

GRÁFICO 4: INFLUXOS DE CAPITAL E FORMAÇÃO DE CAPITAL FIXO NA ECONOMIA MOÇAMBICANA



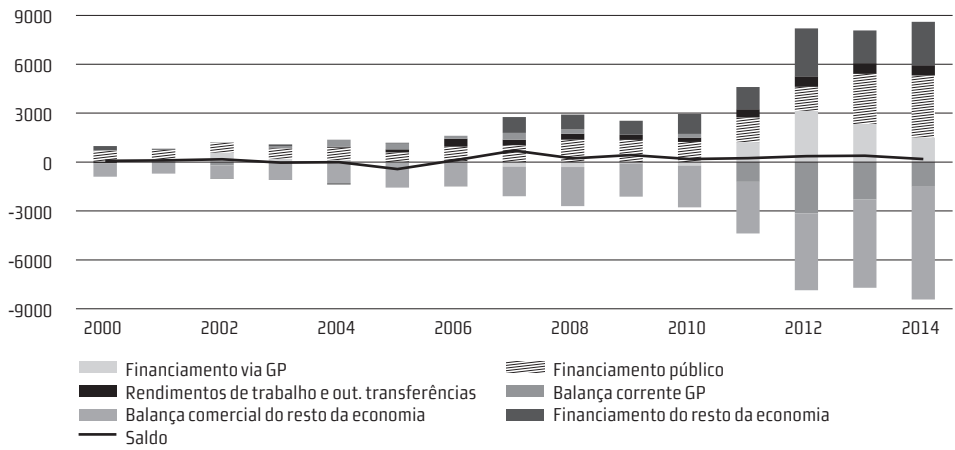
Fonte: cálculos da autora a partir dos dados do Banco de Moçambique (vários anos) e do INE (s.d.)

EVOLUÇÃO DOS DIFERENTES COMPONENTES E A SUA CONTRIBUIÇÃO PARA A POROSIDADE ECONÓMICA

Ainda que o saldo nas relações da economia moçambicana com o exterior se tenha mantido equilibrado ao longo dos últimos 15 anos, o seu conteúdo mudou qualitativamente. A amplitude dos fluxos de recursos aumentou bruscamente, e a sua composição mudou.

Se olharmos para os dados do período de 2000 a 2006, o financiamento público era dominante e ditava os influxos e a alocação de recursos externos (Gráfico 5). Isso explica a próxima relação entre os influxos de capital e a formação de capital na economia, observada no Gráfico 4, já que a economia moçambicana tem carência de recursos para o investimento e o Orçamento do Estado aloca os recursos externos maioritariamente para o investimento.

GRÁFICO 5: COMPOSIÇÃO DOS FLUXOS ENTRE A ECONOMIA MOÇAMBICANA E O EXTERIOR, EM MILHÕES DE USD

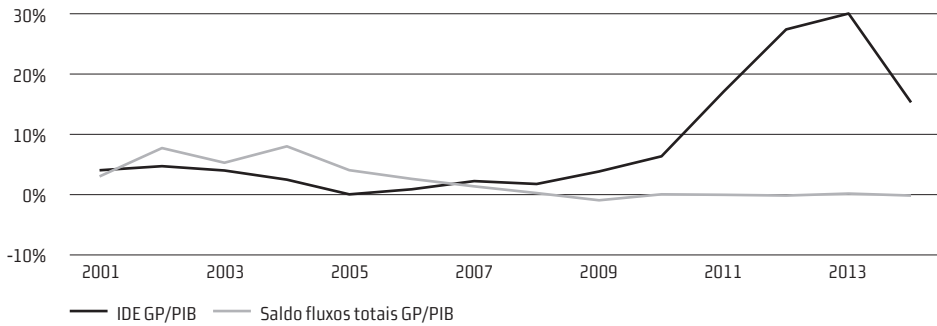


Fonte: cálculo da autora a partir dos dados do Banco de Moçambique (s.d., vários anos)

A partir 2007, os agentes privados ganharam uma maior expressão na determinação dos fluxos de recursos do exterior, passando a ser o componente maioritário, representado pelas transacções que envolvem os grandes projectos de IDE, as transferências provenientes de trabalho e outros agentes. A partir de 2011, nos anos de constituição e de expansão da bolha económica moçambicana, os grandes projectos de IDE ganharam um particular destaque.

Olhando para o balanço dos diferentes componentes, são detectáveis algumas fontes de crescimento insustentável, reflexão da porosidade económica conducente a bolha económica. A primeira fonte de insustentabilidade são os grandes projectos. Apesar dos números impressionantes de entrada de capital por via dos grandes projectos, a sua contribuição para a economia foi mais reflectida em termos de geração de expectativas, dado que em termos líquidos contribuem pouco para a economia (Gráfico 6). Em particular, observamos que, ainda que os fluxos de IDE dos grandes projectos nos anos 2012-2013 tenha chegado a representar perto de 30% do PIB, a partir de 2008, em termos de fluxo líquido de recursos, a sua contribuição para a economia é próxima de zero.

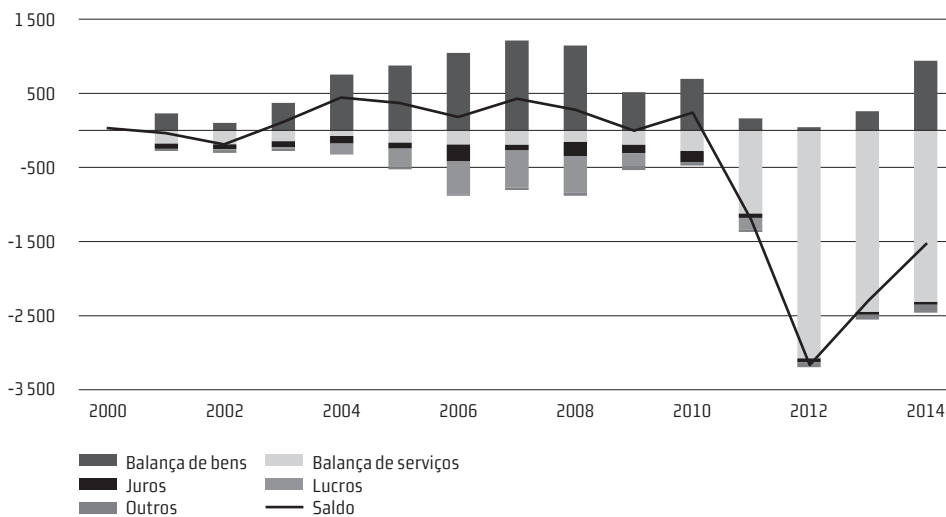
GRÁFICO 6: GRANDES PROJECTOS DE IDE – ENTRADA DE CAPITAL VERSUS FLUXOS LÍQUIDOS



Fonte: cálculos da autora a partir dos dados do Banco de Moçambique (s.d., vários anos)

A conta-corrente dos grandes projectos (Gráfico 7) mostra que na fase de funcionamento, nos anos 2004-2009, o seu investimento foi acompanhado pelas saídas persistentes do rendimento da economia, em forma de lucros e juros. Já partir de 2011, com a entrada dos novos investimentos, a conta-corrente deteriorou-se devido a um brusco aumento das importações de bens e serviços.

GRÁFICO 7: RENDIMENTO CORRENTE DOS GRANDES PROJECTOS DE IDE, EM MILHÕES DE USD

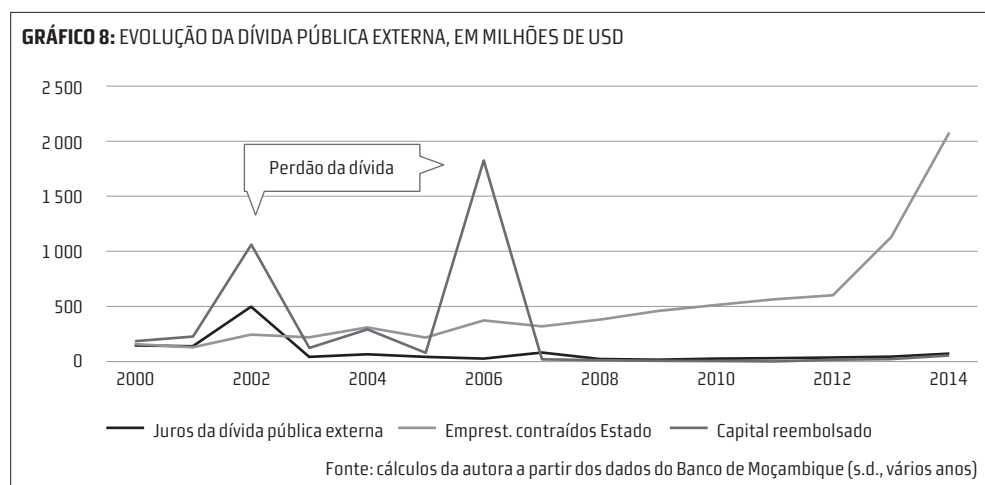


Fonte: Banco de Moçambique (s.d., vários anos)

Se o componente dos grandes projectos de IDE na última década efectivamente contribuiu com um balanço nulo em termos de fluxos líquidos de recursos, o sector público, o segundo maior componente dos influxos de capital, por outro lado, teve uma clara tendência

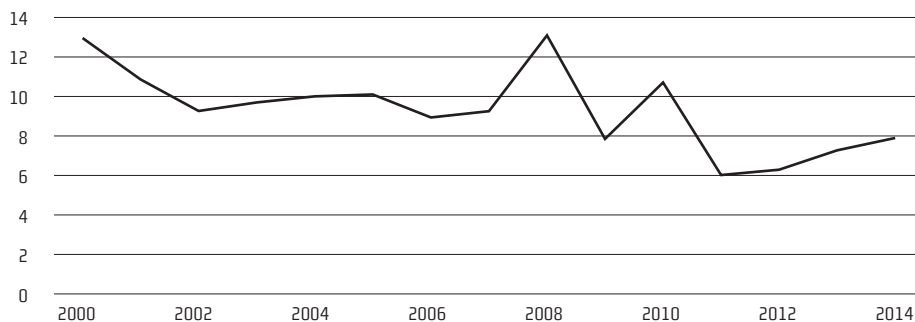
de acumular a dívida (Gráfico 8). A contracção da dívida expandiu-se ao longo dos anos, e a partir de 2012 o ritmo de público endividamento aumentou significativamente. Ao mesmo tempo, todos estes anos são caracterizados pelo esforço mínimo da economia moçambicana no que diz respeito ao reembolso efectivo de capital e ao pagamento de juros. Os reembolsos significativos de capital e de juros, observados no gráfico nos anos 2002 e 2006, referem-se ao perdão da dívida e não aos pagamentos efectivos.

Neste sentido, a última década foi um período relaxado para o Executivo moçambicano, em que a maior preocupação consistia em obter os recursos, e não em organizar as condições para o seu pagamento. Contudo, estas condições foram alteradas.



Ao mesmo tempo que o valor da dívida pública externa foi aumentando bruscamente nos últimos anos (note-se que os dados apresentados não reflectem as dívidas ocultas), a sua estrutura sofreu alterações profundas, e as condições de pagamento dos novos empréstimos pioraram. Por um lado, o período de amortização, que era em média acima de dez anos (Gráfico 9), nos anos 2011-2012 baixou para perto de seis anos, mostrando uma certa redução da prudência no investimento público e a «febre» dos ganhos rápidos.

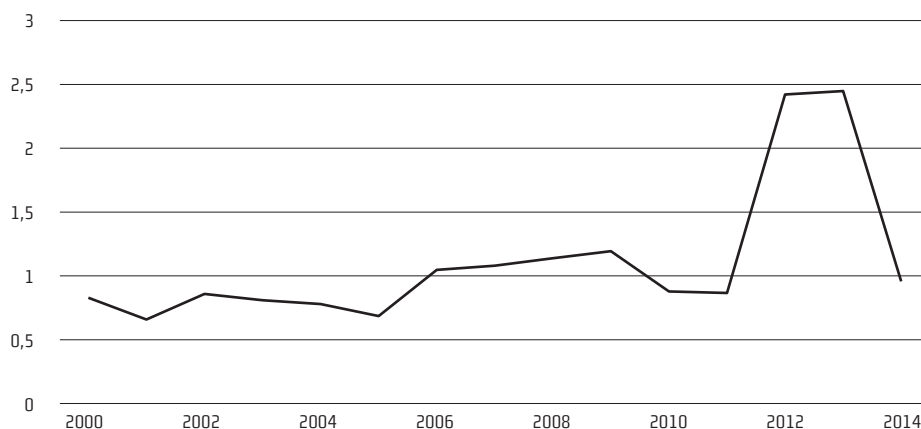
GRÁFICO 9: PERÍODO MÉDIO DE GRAÇA NOS NOVOS EMPRÉSTIMOS CONTRAÍDOS PELO SECTOR PÚBLICO, EM ANOS



Fonte: World Development Indicators (2016)

Por outro lado, o custo de financiamento externo aumentou ao longo do período, implicando um maior esforço futuro da economia e do sector público para o seu repagamento. Nos anos 2012-2013, as taxas de juros nos empréstimos externos do sector público mais do que duplicaram (Gráfico 10), passando de perto de 1% para os 2,5%. Este comportamento revela a onda de altas expectativas e de assunção de risco na estratégia de financiamento do Executivo moçambicano, já vista no caso da redução dos prazos de amortização dos empréstimos.

GRÁFICO 10: EVOLUÇÃO DO CUSTO DE FINANCIAMENTO EXTERNO, TAXA DE JURO MÉDIA, EM %

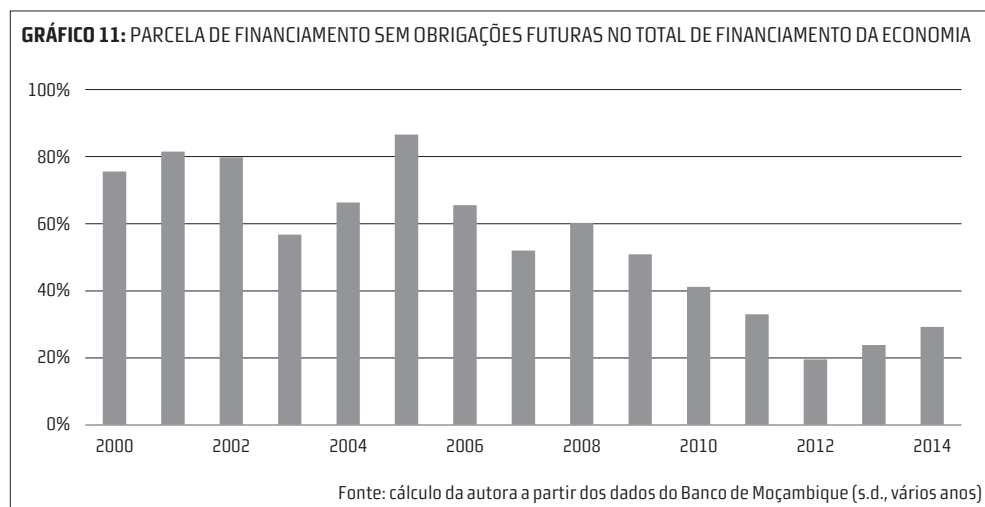


Fonte: World Development Indicators (2016)

O efeito conjunto desta reestruturação das condições da dívida externa pública (a redução do período de graça e o aumento das taxas de juro) e do seu aumento implica que o crescimento deste período está inflacionado. Terminado o período de graça dos empréstimos contraídos

depois das iniciativas de alívio da dívida externa, as exigências sobre obrigações externas do sector público aumentam drasticamente e têm um peso estrutural diferente. Para honrar os compromissos assumidos, a economia moçambicana e o sector público terão de reforçar qualitativamente a sua capacidade de gerar rendimento e divisas. Actualmente não existe um quadro amplo, apoiado na análise sistemática de alocação da despesa pública, sobre o tipo de capacidades e pressões que a aplicação de recursos públicos efectivamente está a gerar na economia do ponto de vista macroeconómico.

No entanto, as ligações da economia moçambicana como um todo com o exterior merecem uma atenção especial, dado a sua crescente dependência do financiamento contra as obrigações futuras (Gráfico 11), incluindo o componente do resto da economia (cuja contribuição aumentou significativamente a partir do ano 2007). No início do milénio, entre 60% e 80% do influxo de recursos externos na economia não envolvia obrigações futuras. A partir de 2012, perto de 80% dos recursos externos recebidos na economia implicam o seu repagamento, incluindo o custo de financiamento (isto no contexto de aumento significativo do peso de influxos de recursos externos na economia moçambicana).



O quadro de fluxos de recursos entre a economia moçambicana e o exterior, apresentado nesta secção, demonstra que os influxos de recursos externos têm um papel crucial na definição do crescimento da economia moçambicana; no entanto, o seu enquadramento responde à lógica de porosidade económica. Nos últimos anos foi observada a intensificação dos influxos de recursos externos na economia, acompanhada pela concentração nos grandes projectos de IDE e no sector público, assim como por um maior envolvimento de outros agentes na

sua determinação. Esta intensificação foi caracterizada pela deterioração da sustentabilidade macroeconómica nos seus principais componentes, nomeadamente a contribuição líquida quase nula dos grandes projectos de IDE para a acumulação dos recursos na economia e o aumento galopante das obrigações futuras do Estado, não acompanhado pela estratégia de aplicação de recursos que garante a criação das capacidades correspondentes, resultando em bolha económica.

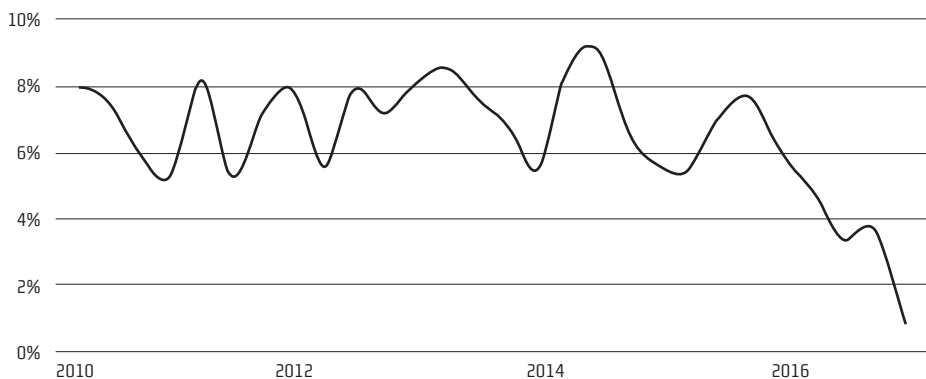
A próxima secção demonstra como os mecanismos macroeconómicos de absorção dos influxos de recursos externos no contexto de porosidade económica desencadearam a bolha económica.

AS PRINCIPAIS LIGAÇÕES MACROECONÓMICAS NA EVOLUÇÃO DA BOLHA ECONÓMICA MOÇAMBICANA

Esta secção apresenta «uma radiografia» da crise da bolha moçambicana, mostrando como os influxos de recursos externos no contexto da porosidade económica afectaram as principais variáveis macroeconómicas, e porque é que as intervenções das políticas públicas pioraram o problema.

As altas taxas de crescimento da economia moçambicana situaram-se perto dos 7% durante as últimas duas décadas. No entanto, como vimos, desde 2012 o crescimento da economia foi crescentemente fomentado por fontes macroeconomicamente insustentáveis, nomeadamente o investimento em grandes projectos de IDE, que em termos de fluxos líquidos não contribuem para a acumulação de recursos na economia, nem geram dinâmicas alternativas, e o endividamento público com crescentes obrigações futuras e sem um programa de investimento a apostar na expansão das capacidades alternativas de gerar rendimento no País. Em 2016, as taxas de crescimento desaceleraram bruscamente, aproximando-se do zero (Gráfico 12), indicando o início da implosão da bolha.

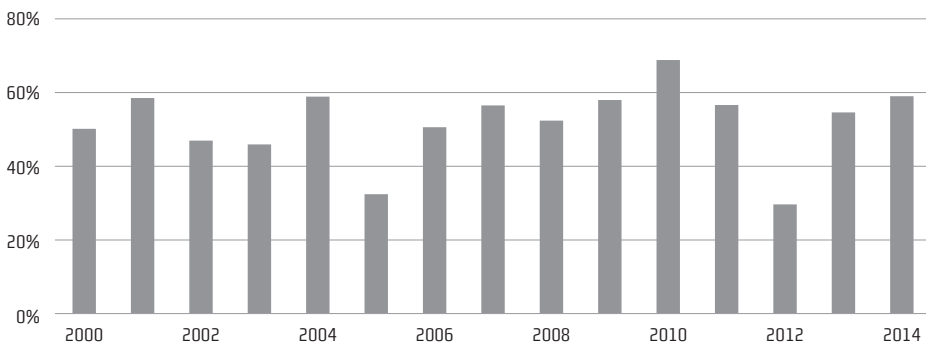
GRÁFICO 12: TAXAS DE CRESCIMENTO DA ECONOMIA MOÇAMBICANA



Fonte: *Trading Economics* (baseado nos dados do Instituto Nacional de Estatística) (s.d.)

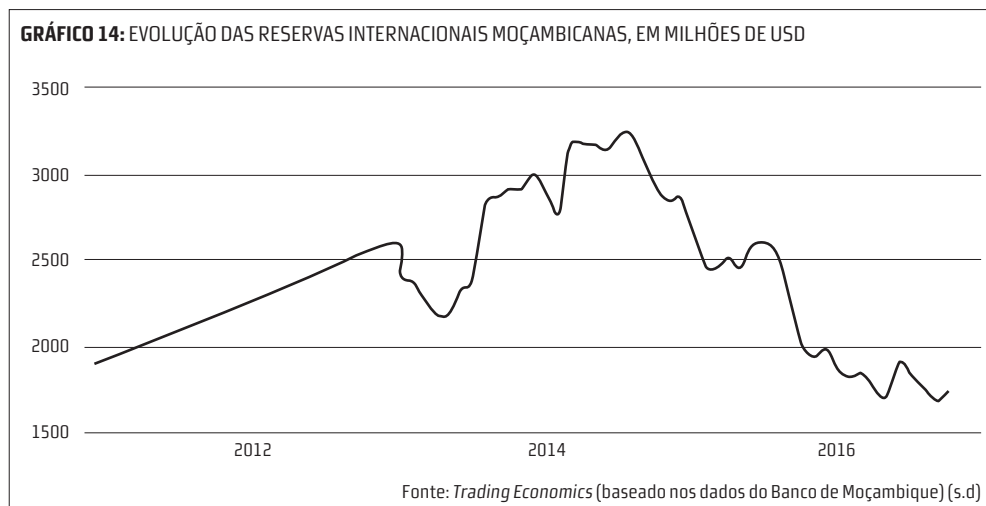
No entanto, as outras variáveis macroeconómicas emitiam sinais de alerta antecipadamente, apontando a formação de uma crise. Numa pequena economia aberta, como a moçambicana, a taxa de câmbio é dos preços relativos mais importantes, dado que orienta os padrões de consumo e de produção na economia. Em Moçambique, com um regime cambial flexível, o financiamento público tem um peso dominante na determinação da taxa de câmbio, dado que os influxos líquidos de recursos externos por via do sector público correspondem a perto de metade das importações do País, excluindo os dos grandes projectos (que, como vimos, actualmente contribuem com um balanço praticamente nulo) (Gráfico 13).

GRÁFICO 13: O PESO DOS INFLUXOS LÍQUIDOS DE RECURSOS EXTERNOS DO SECTOR PÚBLICO NO FINANCIAMENTO DAS IMPORTAÇÕES (EXCLUINDO OS GRANDES PROJECTOS DE IDE)



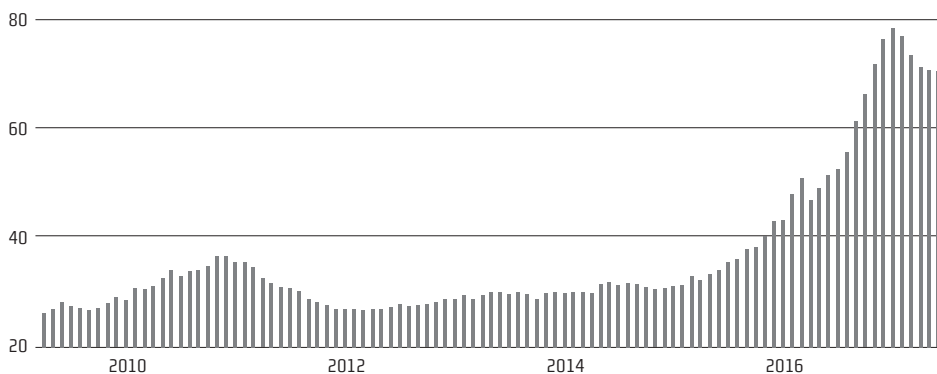
Fonte: cálculo da autora a partir dos dados do Banco de Moçambique (s.d., vários anos)

As reservas internacionais, crescentes de um modo estável durante mais de uma década, foram as primeiras a mostrarem a instabilidade gerada na economia. À medida que os fluxos de recursos externos aumentaram bruscamente, tanto no componente de grandes projectos de IDE como no de outros agentes, e o financiamento público reduziu em 2012, as reservas internacionais foram usadas para amortizar a variação da taxa de câmbio, conduzindo à sua volatilidade, a partir de 2013, e à sua deterioração contínua, a partir de 2014 (Gráfico 14).



A tendência decrescente das reservas internacionais evidencia os sinais do esforço crescente do Banco de Moçambique em manter o valor da moeda nacional. Este esforço só podia ser sustentável a curto prazo, dado que não foi alimentado pelo funcionamento da economia (a sua base produtiva). Por fim, em menos de um ano, entre 2015 e 2016, o metical perdeu perto de metade do seu valor (Gráfico 15). Mesmo com as medidas administrativas introduzidas pelo Banco Central para travar a derrapagem do metical, como a imposição dos limites para o uso de cartões de crédito no exterior e as restrições nos levantamentos físicos da moeda estrangeira e nos pagamentos no exterior, o metical só voltou a estabilizar depois de uma significativa desaceleração do crescimento e contracção da procura interna.

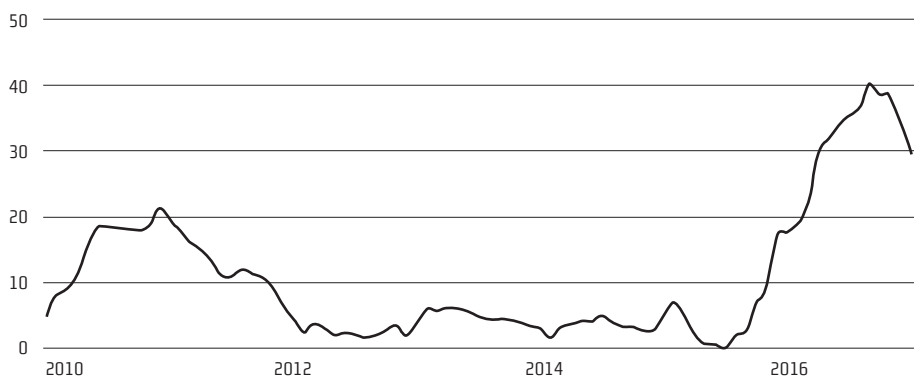
GRÁFICO 15: EVOLUÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO DO METICAL, EM METICAIS/USD



Fonte: *Trading Economics* (baseado nos dados do OTC Interbank) (s.d.)

Numa economia com base produtiva nacional afunilada e dependente de importações de bens básicos de consumo para abastecimento das zonas urbanas, a depreciação do metical traduz-se em encarecimento do custo dos alimentos (Gráfico 16), com impacto negativo imediato sobre o custo de vida e a inflação na economia. Particularmente no que respeita à economia moçambicana, este aumento do custo de vida implica uma redução dos salários e rendimentos reais, em especial da população urbana, que depende maioritariamente da compra de comida e muitas vezes não tem outras alternativas de rendimento além do salário (Mandlate, 2017).

GRÁFICO 16: INFLAÇÃO DA COMIDA NA ECONOMIA MOÇAMBICANA, ANOS 2010-2016



Fonte: *Trading Economics* (baseado nos dados do Instituto Nacional de Estatística) (s.d.)

Tendo esgotado o recurso de reservas internacionais, a intervenção posterior do Governo acionou no sentido pró-cíclico, agravando, mais do que resolvendo, o problema na sua vertente social. Por um lado, nos anos 2016 e 2017 o Orçamento do Estado seguiu uma política restritiva, contraindo o seu peso na economia para 35% e 34%³, respectivamente, comparando com perto de 40% nos anos 2014 e 2015⁴. Sendo o Estado o maior empregador e o maior cliente no que respeita à economia moçambicana, um dos maiores centros de injeção e distribuição de rendimento na economia moçambicana ficou inibido. A contracção da despesa pública teve um impacto negativo directo sobre as taxas de crescimento, em particular por via de desaceleração da procura na economia.

Por outro lado, o banco central, comprometido com a agenda de controlo da inflação, seguiu um caminho indirecto, adoptando medidas restritivas com altos custos sociais. O aumento das taxas de referência, uma medida restritiva pouco eficiente para o controlo directo da inflação importada, foi prontamente acolhido pelos bancos comerciais, dado que condizia com os seus interesses. Por exemplo, a subida das taxas de juro implica automaticamente maiores retornos para os bancos nas suas aplicações mais seguras – os títulos do Governo, que representam uma parte significativa do seu portefólio de aplicação de recursos (*vide* Massarongo, 2017, Gráfico 3), com realocação do rendimento em seu favor.

O financiamento doméstico mais caro, resultante desta medida, tanto para os consumidores como para a fracção do sector privado dependente deste financiamento, maioritariamente as pequenas e médias empresas nacionais, contribuiu para reduzir tanto a procura como a oferta, desacelerando o crescimento da economia nacional. A contracção gerada na economia induziu à apreciação da moeda nacional, e, por conseguinte, à desaceleração das taxas de inflação da comida.

A partir deste breve esboço da evolução das principais variáveis macroeconómicas durante a «explosão e implosão» da bolha económica moçambicana, sobressaem algumas observações. Primeiro, é observável que as relações entre as principais variáveis macroeconómicas não são predefinidas e automáticas, mas são determinadas pela estrutura e pelos mecanismos de funcionamento específicos à economia. A dificuldade em controlar a inflação importada com as medidas *blueprint* é um dos exemplos.

Segundo, a sequência apresentada de acontecimentos mostra que a economia moçambicana é moldada a nível macroeconómico por fluxos de capital externo; no entanto, a nível da política monetária o seu papel estruturante não é considerado. A taxa de câmbio é um dos mecanismos importantes através dos quais os influxos de recursos afectam tanto as variáveis monetárias, em particular as taxas de juros e os preços relativos, como o sector real. O enquadramento macroeconómico dos influxos dos recursos externos orientado para a sua maximização

³ Governo de Moçambique (2017).

⁴ DNO (2015).

mantém-se porque permite alimentar a porosidade económica; no entanto, conduziu à bolha económica com altos custos económicos e sociais para o País como um todo.

Por fim, as políticas públicas, monetária e fiscal, demonstram que as suas respostas são orientadas por pressões e objectivos definidos separadamente, e não necessariamente concertados à volta de objectivos de desenvolvimento. No entanto, esta não é uma questão de um erro técnico, dado que as políticas estão alinhadas harmoniosamente com a lógica de acumulação primária de capital ao nível da economia.

CONCLUSÕES E CAMINHO PARA A FRENTE

O artigo mostrou que a bolha económica moçambicana não é um acontecimento determinado por factores conjunturais, mas um resultado cumulativo da estruturação da economia moçambicana em função das dinâmicas internas de acumulação de capital num contexto de crescente financeirização a nível global. A porosidade económica, que caracteriza o modo de acumulação de capital em Moçambique, determina, no sentido bilateral, a configuração da base produtiva e as interligações entre as principais variáveis macroeconómicas, conducentes à bolha económica. Os influxos de capital externo desempenham um papel primordial neste esquema, e o seu enquadramento da economia moçambicana sofreu algumas transformações estruturais nos últimos anos, o que alimentou a bolha moçambicana.

A natureza estrutural da actual crise não deve ser ignorada e precisa de uma abordagem estratégica da política pública no que diz respeito ao enquadramento dos fluxos de recursos externos no desenvolvimento do País. As medidas *blueprint* de controlo de inflação e de restrição da despesa pública, no contexto moçambicano, reforçam as fraquezas estruturais da economia, sem apresentar uma solução à vista. A limitada contribuição dos grandes projectos para a acumulação de rendimento e para as capacidades na economia e a orientação do Estado em maximizar a absorção de recursos externos, com crescentes custos e sem uma visão clara na sua aplicação, conducente à geração de capacidades alargadas na economia e na possibilidade do seu repagamento, são os dois principais mecanismos que afectam a sustentabilidade macroeconómica, que geram um círculo vicioso de dependência e que comprometem a capacidade de alcançar os objectivos de desenvolvimento. No actual contexto, o funcionamento da economia depende da contínua injeção de recursos externos, em que as eventuais interrupções geram sistematicamente crises.

Ainda que alguns mecanismos de porosidade económica e o papel dos influxos de capital externo estejam bastante estudados e claros, como o caso dos grandes projectos de IDE, ainda existe necessidade de investigação complementar sobre os seus outros componentes e o seu enquadramento macroeconómico, em particular a dinâmica da despesa pública e de outros

agentes. Isso permitirá ter referências mais claras sobre como as políticas públicas podem tratar de um modo mais estratégico o enquadramento do País no sistema económico global e as suas fragilidades estruturais.

REFERÊNCIAS

- Amarcy, Sofia (2009). Acumulação de reservas cambiais e possíveis custos derivados – cenário em Moçambique. *Boletim IDELAS*, 23. Maputo: IESE.
- Banco de Moçambique (s.d.). *Estatísticas Externas – Balança de Pagamentos*. Disponível em: www.bancomoc.mz/fm_pgLink.aspx?id=222 (consultado a 6 de Setembro de 2016).
- Banco de Moçambique (vários anos). *Boletim Anual da Balança de Pagamentos*. Maputo: Banco de Moçambique.
- Castel-Branco, Carlos (2010). Economia extractiva e desafios de industrialização em Moçambique. In L. Brito, C. Castel-Branco, S. Chichava, S. Forquilha & A. Francisco (orgs.), *Economia Extractiva e Desafios de Industrialização em Moçambique*. Maputo: IESE.
- Castel-Branco, Carlos (2014). Growth, capital accumulation and economic porosity in Mozambique: social losses, private gains. *Review of African Political Economy*. 41(1), 26-48.
- Castel-Branco, Carlos, *et al.* (2015). Questões de sustentabilidade e transformação macroeconómica e desafios para política pública: Bolha económica em Moçambique? Conferência do CIP/IESE/OMR *Economia e Governação: Desafios e Propostas*, 31 de Março, Maputo.
- DNO (Direcção Nacional de Orçamento) (2015). *Orçamento Cidadão*. Maputo: DNO.
- Fine, Ben (2010). Locating financialisation. *Historical Materialism*, 18, 97-116.
- Governo de Moçambique (2017). *Plano Económico e Social*. Maputo.
- INE (Instituto Nacional de Estatística) (s.d.) *Base de Dados Online*. Disponível em: www.ine.gov.mz/estatisticas (consultado a 7 de Outubro de 2016).
- Langa, Epifânia & Mandlate, Oksana (2015). Ligações entre grandes projectos de investimento estrangeiro e fornecedores locais: promessa de desenvolvimento. In C. Castel-Branco, N. Massingue, & C. Muianga (orgs.), *Questões sobre o Desenvolvimento Produtivo em Moçambique*. Maputo: IESE.
- Mandlate, Oksana (2017). Revoltas da fome 2008-2012 em Moçambique: um olhar para além dos preços internacionais. In L. Brito (org.), *Agora Eles Têm Medo de Nós! Uma Colectânea de Textos sobre as Revoltas Populares em Moçambique (2008-2010)*. Maputo: IESE.
- Martin, Alberto & Ventura, Jaime (2012). Economic growth with bubbles. *American Economic Review*, 102 (6), 3033-3058.
- Massarongo, Fernanda (2017) Política monetária e a estrutura produtiva da economia de Moçambique. In L. Brito, C. Castel-Branco, S. Chichava, S. Forquilha & A. Francisco (orgs.), *Desafios para Moçambique 2017*. Maputo: IESE.

- Massarongo, Fernanda & Muianga, Carlos, (2011). Financiamento do Estado com recurso à dívida – problemas e desafios. In L. Brito, C. Castel-Branco, S. Chichava, S. Forquilha & A. Francisco (orgs.), *Desafios para Moçambique 2011*. Maputo: IESE.
- Massarongo, Fernanda (2017) Política monetária e a estrutura produtiva da economia de Moçambique. In L. Brito, C. Castel-Branco, S. Chichava, S. Forquilha & A. Francisco (orgs.), *Desafios para Moçambique 2017*. Maputo: IESE.
- Massingue, Nelsa & Muianga, Carlos (2013). Tendências e padrões de investimento privado em Moçambique: questões para análise. In L. Brito, C. Castel-Branco, S. Chichava, S. Forquilha & A. Francisco (orgs.), *Desafios para Moçambique 2013*. Maputo: IESE.
- Minsky, Hyman (1992). The financial instability hypothesis. *Working paper*, 74. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Stiglitz, Joseph (2009). The anatomy of a murder: who killed America's economy. *Critical Review*, 21 (2-3).
- Trading Economics* (s.d). *Bases de Dados Online*. Disponível em: www.tradeconomics.com (consultado a 3 de Março de 2017).
- World Development Indicators* (2016). *Bases de Dados Online*. Disponível em: data.worldbank.org/products/wdi (consultado a 7 de Outubro de 2016).