



IDeIAS

Informação sobre Desenvolvimento, Instituições e Análise Social

Por que é que as intervenções de política monetária com sinais expansionistas não têm sido eficazes?

Carlos Nuno Castel-Branco

Para atingir objectivos de expansão do crédito à economia, o Banco de Moçambique tem, a espaços, reduzido as taxas de referência (ou directoras), de modo a encorajar e a viabilizar a redução das taxas de juro dos bancos comerciais. No entanto, a redução das taxas de referência pelo banco central foi oito vezes mais rápida do que a das taxas de juro comerciais (que, em termos reais, se mantiveram acima ou próximas dos 14%). Porque é que a resposta dos bancos comerciais foi tão pequena e tão tardia?

Primeiro, existem inconsistências na política monetária (objectivos, sequências e instrumentos) e entre política monetária e fiscal (discutidas num outro IDeIAS desta série). Para fazer face ao impacto da inflação importada, em especial de produtos alimentares, derivada da combinação entre o aumento da dependência de importações (criada pela quebra da produção alimentar per capita para o mercado doméstico) e a crise internacional de alimentos, o banco central adoptou uma política monetária dual em 2010 e 2011. Por um lado, injectou moeda externa na economia, no total de cerca de 1,4 mil milhões de dólares norte-americanos nos dois anos, para valorizar a moeda nacional e amortecer parte da inflação importada. Por outro lado, restringiu a expansão monetária, esterilizando a injeção de moeda externa, limitando o crescimento da base monetária a uma taxa que foi a mais baixa dos quatro anos anteriores e aumentando a taxa de reservas obrigatórias e as taxas de referência. A combinação destas medidas conduziu à apreciação do metical, à redução dos preços, em meticais, dos produtos importados e, por consequência, à mitigação da inflação importada. Num certo sentido, foi adoptada uma política

cambial antitotim (destinada a conter o aumento do custo de vida e os seus impactos sociais), que foi acompanhada por medidas restritivas para evitar a inflação doméstica.

Logicamente, as taxas de juro comerciais reais aumentaram em linha com a subida das taxas de referência e a redução da moeda nacional em circulação. Neste contexto, a redução das taxas de referência em 2011 não teve credibilidade entre os bancos comerciais, porque as condições estruturais da economia não haviam sido alteradas, do mesmo modo que se mantinham as expectativas de incremento de IDE e do seu potencial de inflação e volatilidade. O quadro estratégico de investimento continuava desfavorável para a expansão económica para além dos megaprojectos. Num certo sentido, os bancos tinham a licença para emprestar dinheiro a um custo mais baixo, mas não havia projectos a quem emprestar fora das dinâmicas extractivas da economia. Portanto, as condições estruturais da economia, o risco e as expectativas, e as tensões entre políticas (dentro da política monetária e entre esta e a política fiscal) agiram contra a eficácia de medidas monetárias expansionistas.

A aceleração do endividamento público doméstico foi financiada, entre 2011 e 2014, pela maior emissão de títulos públicos que havia sido feita até essa altura. O stock de obrigações do Tesouro e de títulos do Tesouro aumentou em 48% em 36%, respectivamente, entre 2010 e 2012. A venda de títulos de dívida pública, promovida com taxas de retorno atractivas e risco reduzido, contraiu a quantidade de moeda nacional disponível para o sector privado.

Portanto, a incoerência entre políticas fiscal e monetária retirou eficácia à estratégia expansionista. Em conclusão, as medidas monetárias expansionistas foram introduzidas em contexto de significativa redução de liquidez e de aumento do endividamento público interno, o que contribuiu para reduzir a sua eficácia e aumentar os seus custos.

Em 2016, o governador do Banco de Moçambique (BdM) anunciara que o saldo da dívida do Governo directamente ao BdM era de cerca de 47 mil milhões de meticais, aproximadamente metade do saldo da base monetária de Moçambique, tendo crescido em 23 mil milhões de meticais no primeiro trimestre de 2017. Depois de reconhecer as pressões inflacionárias criadas, o governador do BdM declarou que estas emissões de moeda foram esterilizadas e as taxas de juro aumentadas para impedir que a base monetária crescesse excessiva e descontroladamente. Portanto, a estratégia de endividamento público acelerado, parte do qual é ilícito, financiado pela venda da dívida no mercado financeiro doméstico, destrói as possibilidades de concretizar e sustentar uma política monetária orientada para a expansão do crédito à economia, provocando escassez e encarecimento do dinheiro, incentivando e protegendo a acumulação financeira especulativa de capital e prejudicando o desenvolvimento da base produtiva. Este problema é agravado quando sucessivos défices orçamentais são pagos com emissão de nova dívida, criando a armadilha, ou vício, da dívida, em que a dívida do passado se torna um engenho que gera e acumula mais dívida no presente.

Mais recentemente, algumas destas contradições voltaram a revelar-se críticas: apesar de as taxas de

referência do Banco de Moçambique terem baixado, os rácios de reservas obrigatórias subiram vertiginosamente para cerca de 39%, reduzindo ligeiramente nos finais do primeiro trimestre de 2025. Com tais taxas de reservas obrigatórias, as empresas não conseguem aceder a capitais, sobretudo em moeda externa, e os bancos procuram negócios de maior renda, geralmente associados com especulação imobiliária e com a dívida pública. Ademais, as pressões no sistema financeiro, colocadas pela venda de títulos de dívida pública, continuaram a aumentar – no primeiro semestre de 2025, o governo emitiu cerca de US\$ 60 milhões em novas obrigações de dívida pública. O stock de dívida pública comercial doméstica é inferior à externa, mas o seu custo é bastante superior, por ser de curto prazo e mais cara (com taxas de juro mais altas), o que põe pressões adicionais sobre o orçamento do Estado, que tem de servir a dívida. Pressões crescentes do serviço da dívida, mais pressões anti-inflacionárias vindas do Banco de Moçambique e do Fundo Monetário Internacional (FMI) sugerem novas e mais gravosas ondas de austeridade fiscal. Se, por um lado, é necessário conter o acelerado endividamento público, de baixo retorno social (o que pode ser conseguido com a eliminação dos incentivos fiscais redundantes aos mega projectos extractivos, em vez do agravamento da austeridade), por outro lado a despesa pública (dos salários às transferências sociais, passando pela compra de bens e serviços, investimento, e prestação de serviços fundamentais à reprodução social) é parte integrante e orgânica das possibilidades de expansão económica.

A brusca e significativa redução da ajuda internacional pela administração Trump, nos EUA, e pelo Governo britânico provavelmente terá um impacto ainda mais austeritário na despesa pública (ou obrigará a um aumento da dívida pública). Do ponto de vista estratégico, renegociar os acordos fiscais e eliminar os incentivos redundantes aos mega projectos torna-se um imperativo de sobrevivência económica, fiscal e financeira.

Segundo, o poder dos bancos comerciais sobre o mercado permite-lhes manter uma estrutura de preços socialmente ineficiente, enquanto a concentração do sistema bancário cria

uma procura de crédito quase inelástica para cada banco, reduzindo o incentivo para baixar as taxas de juro. Os bancos são controlados por accionistas estrangeiros, que estão mais directamente expostos aos efeitos da crise internacional e às dinâmicas de financeirização, sendo provável que estejam mais interessados em responder às suas estratégias globais de rentabilização do que às taxas de referência do Banco de Moçambique.

Terceiro, nos últimos cinco anos, em média, cerca de 40% dos depósitos à ordem e 20% dos depósitos a prazo foram em moeda externa. A legislação limita a concessão de crédito em moeda externa, pelo que os bancos mantêm poupança ociosa que não podem rentabilizar, mas sobre a qual recaem custos. Assim, os bancos podem estar a compensar a perda de rendimento com as contas em moeda externa, mantendo elevadas as taxas de juro das operações activas. Uma outra possibilidade é os bancos estarem a realizar operações em moeda externa offshore para capitalizarem nos depósitos em moeda externa.

Quarto, é possível que os maiores bancos estejam a especializar-se no comércio financeiro interbancário, emprestando dinheiro a outros bancos e transaccionando em títulos de dívida pública e privada, que são garantidos pelo Governo e que têm retornos financeiros mais altos. Assim, não é surpreendente que a estrutura dos activos dos bancos se esteja a alterar, com o peso do crédito à economia (cerca de metade dos activos) a diminuir, enquanto o peso do negócio especulativo com activos financeiros (investimento em títulos financeiros e noutras instituições de crédito) aumentou substancialmente. Nos últimos anos, cerca de um terço do crédito dos bancos comerciais foi usado para compra de títulos de dívida pública, excedendo a soma de todo o crédito para a indústria, agricultura, construção e transportes e comunicações.

Quinto, o modelo de acumulação limita as oportunidades de negócio a um leque afunilado de actividades no núcleo extractivo e na rede de serviços e infra-estruturas que o rodeia. Este sistema cria dificuldades específicas para o desenvolvimento de ligações. As oportunidades de crescimento do mercado dos bancos são limitadas ao

sistema extractivo, à especulação imobiliária, aos bens duráveis e aos títulos financeiros de dívida pública (o primeiro é amplo e dinâmico, o quarto é amplo, dinâmico, mas instável e volátil, o segundo e o terceiro são dinâmicos, mas pequenos, dado o limitado tamanho da economia e do seu poder de compra). A porosidade económica gera oportunidades de especulação financeira por causa da crescente utilização de títulos de dívida como modalidade de financiamento do Estado. Este sistema de financiamento do défice público gera negócios e lucros privados, subsidiados pelo Estado, no sistema extractivo da economia, e gera negócios com altas taxas de retorno para o capital financeiro, o que, naturalmente, contribui para mudar a estrutura das aplicações financeiras dos bancos a favor da especulação financeira à custa do sector produtivo.

Sexto, a dependência da economia em relação a fluxos externos de capital (ajuda externa, IDE e créditos comerciais), combinada com o enfoque da política monetária nos alvos de inflação, provoca medidas monetárias restritivas (como, por exemplo, a esterilização da ajuda externa) que têm impacto na redução da quantidade de dinheiro em circulação. Como tais fluxos de capitais são aplicados predominantemente na promoção da economia extractiva, a escassez e o elevado preço do capital no mercado doméstico prejudicam directamente as opções de desenvolvimento das pequenas e médias empresas e consolidam as dinâmicas extractivas e especuladoras da economia.

Portanto, a ineficácia da política monetária em aumentar a disponibilidade de capital para investimento produtivo e reduzir os seus custos é o resultado de uma combinação de factores: inconsistências nos objectivos e sequências da política monetária e entre esta e a política fiscal; a estrutura do sistema financeiro; as dinâmicas mais gerais de acumulação e crescimento na economia; e as dinâmicas internacionais de financeirização. Os bancos ajustam-se à economia e estruturam-na de acordo com os seus interesses, e a economia real, em geral, e as políticas económicas, em particular, condicionam as opções que os bancos têm para definir e prosseguir esses interesses.