



**INTERVENÇÃO DE SUA EXCELÊNCIA O
GOVERNADOR DO BANCO DE MOÇAMBIQUE,
ROGÉRIO ZANDAMELA**

**POR OCASIÃO DA AULA INAUGURAL DO
PROGRAMA DE DOUTORAMENTO EM ESTUDOS
DE DESENVOLVIMENTO
-UNIVERSIDADE POLITÉCNICA-**

*“Os Desafios da Política Monetária
num Contexto de Gestão de Crises”*

MAPUTO, 6 DE SETEMBRO DE 2023

Magnífico Reitor da Universidade Politécnica,

Magníficos Reitores das Instituições de Ensino Superior em Moçambique,

Excelentíssimo Senhor Presidente da Comissão Científica do Programa de Doutoramento,

Caros Professores e Doutorandos,

Minhas Senhoras,

Meus Senhores,

Gostaria, em primeiro lugar, de endereçar os meus agradecimentos pelo convite que me foi formulado pela Universidade Politécnica para desempenhar o papel de orador por ocasião da aula inaugural do Programa de Doutoramento em Estudos de Desenvolvimento nesta prestigiada instituição.

Permitam-me endereçar uma saudação especial à direcção da Universidade Politécnica, aqui representada pelo **Magnífico Reitor, Professor Doutor Narciso Matos**, e pelo **Senhor Presidente da Comissão Científica do Programa de Doutoramento, o Professor Doutor Lourenço do Rosário**, pela iniciativa e pela escolha de uma temática que considero actual e oportuna, no contexto em que vivemos, designadamente *“Os Desafios da Política Monetária num Contexto de Gestão de Crises”*.

A minha intervenção irá cingir-se a três aspectos que considero relevantes no contexto da temática seleccionada:

Primeiro, o quadro legal e operacional de actuação do Banco de Moçambique: qual é o mandato do Banco de Moçambique na implementação da política monetária e como é operacionalizado?

Segundo, o contexto macroeconómico interno e externo que ditou a actuação da política monetária nos últimos anos;

Terceiro, a postura da política monetária em presença de crises: qual é a reacção do Banco de Moçambique perante choques, por exemplo? E por que o Banco de Moçambique actua de certa forma?

A minha expectativa é que no final desta intervenção, após abordar os três tópicos, possamos concordar que:

O ónus sobre a política monetária para estabilização macroeconómica perante crises é muito grande, quando a actuação de outras políticas é limitada;

A política monetária não tem capacidade para resolver todos os desafios, sendo, por isso, importante a acção de outras políticas e instituições; e

É fundamental criarmos amortecedores, nomeadamente, poupança, para responder a futuras crises, que estamos quase certos de que ocorrerão, só não sabemos quando e em que magnitude.

*Em relação ao primeiro tópico da minha intervenção, é de conhecimento geral que o mandato do Banco de Moçambique está estabelecido na Lei n.º 01/92, de 3 Janeiro, Lei Orgânica do Banco, e é descrito como “**preservar o valor da moeda nacional**”. Na prática e a semelhança de outros bancos centrais na actualidade, este mandato significa que **o Banco de Moçambique deve assegurar uma inflação baixa e estável.***

Essa orientação decorre do reconhecimento do legislador, de que **a inflação tem efeitos muito negativos sobre o poder de compra das camadas populacionais menos favorecidas**, as que dispõem de poucas opções em termos de formas de protecção contra uma subida generalizada e persistente de preços.

É igualmente reconhecido o efeito distorcedor que a inflação tem sobre as decisões de consumo e investimento na economia. Por exemplo, uma inflação alta, e que geralmente tende a ser também volátil, não incentiva a alocação de recursos em actividades productivas, devido às incertezas quanto ao retorno sobre o investimento. Pelo contrário, promove uma alocação ineficiente de recursos em investimentos especulativos. Para as decisões de consumo, a inflação também aumenta a incerteza sobre o poder de compra futuro, levando a uma antecipação do consumo e gerando mais pressão para o aumento de preços.

Neste contexto, é importante compreender que **uma inflação baixa e estável é um bem público, porque favorece o crescimento económico e contribui para o bem-estar da sociedade.**

O exercício de preservar uma inflação baixa e estável pelo Banco de Moçambique é uma tarefa complexa e desafiante, por, pelos menos, três razões.

Primeiro, porque as decisões devem ser tomadas por antecipação, numa altura em que o público ainda não começou a sentir os efeitos da inflação.

Ou seja, o Comité de Política Monetária do Banco de Moçambique, que é o órgão responsável por decisões de política monetária, deve analisar a envolvente macroeconómica doméstica e global, e sobretudo as projecções de inflação para o médio prazo e os riscos associados, e tomar a decisão apropriada para que os efeitos negativos da inflação não sejam sentidos.

Isso significa que **o custo de não tomar uma decisão, ou de tomá-la tardiamente é desastroso**, porque pode significar uma inflação elevada por muito mais tempo ou necessidade de uma medida mais gravosa ou drástica para reverter a sua trajectória.

As características ou contexto macroeconómico da nossa economia, como me debruçarei mais tarde, tornam ainda mais complexa a actuação da política monetária.

Segundo, o desafio de preservar a inflação baixa e estável exige, também, um entendimento profundo do mecanismo de transmissão do instrumento de política usado pelo banco central, para o objectivo final pretendido. O Comité de Política Monetária deve entender como e o tempo que leva para que a alteração na taxa de juro de política monetária afecte a inflação.

Numa economia cada vez mais dinâmica e que está constantemente sujeita a múltiplos choques, esse conhecimento sobre o mecanismo de transmissão torna-se um desafio permanente.

Terceiro, as medidas tomadas para garantir uma inflação baixa e estável têm efeitos colaterais sobre outras variáveis, como por exemplo, o Produto Interno Bruto, o crédito à economia, o crédito em incumprimento, a dívida pública, entre outras. Esta repercussão das medidas de política monetária exige que se ponderem os sacrifícios que a economia deve consentir e a interação com outras políticas públicas do país.

Passo, agora, a debruçar-me sobre o segundo tópico da minha intervenção, ou seja, qual é o contexto macroeconómico interno e externo que ditou a actuação da política monetária nos últimos anos.

Como é de conhecimento geral, **há sensivelmente mais de quatro décadas, a economia moçambicana é caracterizada por défices crónicos e estruturais nas contas fiscais e na Balança de Pagamentos**, fenómeno descrito na literatura, como défices gêmeos.

Adicionalmente, a economia tem sido afectada de forma cíclica e com maior intensidade, por choques diversos.

A combinação desses factores tem como implicações imediatas um aumento dos níveis de endividamento público.

A título de exemplo, entre os anos 1977 e 2000, período em que o país foi afectado pela guerra civil e diversas calamidades naturais, o défice público chegou a atingir cerca de 30% do Produto Interno Bruto, e no mesmo período, o défice da conta corrente, em percentagem do Produto Interno Bruto, atingiu 23%.

Estes níveis de défice são críticos e insustentáveis. Para termos uma referência, a meta ao nível da região da SADC para os dois indicadores é de 3% do Produto Interno Bruto, no máximo.

Este contexto macroeconómico é agravado pelos vários choques sucessivos que tornaram ainda mais desafiante a gestão da política monetária. Na nossa memória recente estão os ciclones IDAI e Kenneth em 2019, a Covid-19, a guerra na Ucrânia e o ciclone Freddy.

Para responder a estes desafios, temos contado com apoios externos, que são essencialmente a poupança de outros países, traduzida na forma de créditos e donativos. Entretanto, **o financiamento do défice orçamental com recursos alheios, não assegura necessariamente um desenvolvimento equilibrado e sustentável.**

Primeiro, porque os empréstimos, mesmo quando não estão sujeitos ao pagamento de juros, contribuem para o **aumento do endividamento público.**

Segundo, os donativos não são permanentes, pois dependem das condições económicas dos países doadores e essa dependência traduz-se em incertezas no nosso Orçamento de Estado, e em última instância na agenda de desenvolvimento do País.

Terceiro, quando os recursos obtidos por empréstimos são maioritariamente aplicados em despesas de consumo ao invés de despesas de investimento, **o défice tem a particularidade de gerar uma espiral de endividamento, porque não contribui para o aumento da capacidade produtiva, gerando-se, deste modo, uma armadilha ou um ciclo vicioso.**

Se olharmos para as estatísticas, constatamos que desde a década de 1980, o endividamento público se mantém, em média, acima de 80% do Produto Interno Bruto, excepto nos períodos em que o país beneficiou de alívios da dívida no âmbito da Iniciativa de Alívio da Dívida para os Países Pobres Altamente Endividados em 1999 e da Iniciativa Multilateral de Alívio da Dívida, em 2005.

Resumidamente, a nossa política monetária está sendo implementada num contexto em que o País acumulou elevada dívida e ao mesmo tempo não poupou o suficiente para amortecer o impacto de choques, que são cada vez mais frequentes e intensos.

Para termos uma referência sobre a nossa capacidade de poupar, a poupança interna tem estado ao redor dos 10% do PIB em média, de 2000 a 2022, perante um rácio de investimento total de cerca de 30% do PIB.

Estas características ou contexto macroeconómico condicionam a implementação da política monetária. Numa situação normal, em que o País tem amortecedores ou poupanças suficientes para fazer face a um choque, como por exemplo, cheias que destroem extensas culturas, o **ónus sobre a política monetária seria menor.**

Ou seja, a poupança permitiria ao País, por exemplo, apoiar rapidamente o sector da agricultura e minimizar os possíveis efeitos de segunda ronda sobre os preços. A actuação de outras políticas permitiria que a política monetária focalizasse a sua atenção na reacção às pressões do lado da procura, isto é, ao excesso da procura de bens e serviços sobre a sua oferta, tal como nos ensinam os manuais na academia. **Mas este não é o nosso caso!**

E isso leva-me ao terceiro tópico da minha intervenção, sobre a reacção do Banco de Moçambique perante choques. Vale referir antes, que na prática, independentemente do choque que origina a inflação, se um choque da procura ou da oferta, o impacto no poder de compra do cidadão é o mesmo.

No nosso caso, a política monetária tem estado a ser implementada de forma mais activa.

Primeiro, porque é preciso conter imediatamente os possíveis impactos dos choques. No caso de choques da oferta, a actuação imediata visa conter os efeitos de segunda ronda, ou seja, a repassagem dos seus efeitos para os preços de outros bens e serviços na economia.

No caso do choque da procura, a actuação da política monetária corresponde ao cenário padrão, e visa conter o excesso de procura sobre a oferta.

Segundo, porque na maioria dos casos a nossa economia está sendo afectada por múltiplos choques.

Perante situações do género o Banco de Moçambique não deve permanecer indiferente, ou seja, ter uma postura passiva sob o risco de a inflação atingir níveis insustentáveis.

Pelo contrário, é importante que o banco central seja proactivo, tomando antecipadamente, as medidas correctivas, ajustando os instrumentos de política ao seu dispor, de modo a ancorar as expectativas das famílias e dos agentes económicos.

Permitam-me partilhar, a título de exemplo, dois episódios que revelam o impacto da nossa actuação em presença de choques.

O primeiro foi o de 2016, onde assistiu-se a uma rápida depreciação do Metical, atingindo 65% em Novembro, em termos acumulados no ano, que por seu turno traduziu-se numa inflação anual de 26%, em igual período.

A rápida depreciação do Metical deveu-se ao elevado recurso do Estado ao financiamento bancário doméstico, gerando uma espiral de liquidez na economia, para compensar o corte da ajuda externa ao Orçamento, no âmbito das dívidas não declaradas. O choque das dívidas não declaradas foi antecedido de um choque dos preços externos das mercadorias em 2014 e 2015.

A resposta do Banco de Moçambique à aceleração da inflação foi o incremento da taxa de juro directora em 600 pontos base, tornando a taxa de juro real positiva. O Banco de Moçambique também aumentou o coeficiente de reservas obrigatórias para os passivos em moeda nacional e estrangeira para 15,5% em finais de 2016.

Como resultado, a inflação anual desacelerou para um dígito em menos de um ano, passando para 5,6% em Dezembro de 2017 e o Metical reverteu consideravelmente as perdas registadas em 2016, apreciando-se em 17%, em igual período.

O segundo exemplo é mais recente, onde notou-se uma aceleração da inflação anual para um máximo de 12,1% em Agosto de 2022, vinda de uma média de 3% entre 2018 e 2020.

Conforme largamente comentado, tal resultou da ocorrência simultânea de dois choques externos, com impacto inflacionário a nível mundial.

O défice na oferta de mercadorias, decorrente dos constrangimentos impostos pela Covid-19 e pelo conflito Rússia-Ucrânia, resultou numa escalada dos preços a nível global, e também da inflação.

No caso de Moçambique, aos dois choques externos referidos acima, acresceu-se um exemplo clássico de choque da procura, consubstanciado no súbito aumento na despesa pública decorrente da implementação da Tabela Salarial Única, sem o correspondente aumento na receita pública. Esta despesa adicional gerou uma pressão suplementar no financiamento interno e um aumento da liquidez bancária.

Perante esta multiplicidade de choques e os riscos que impunham à dinâmica da inflação, o Banco de Moçambique teve de aumentar não só a taxa de juros de política, mas também o coeficiente de Reservas Obrigatórias.

Com efeito, a taxa de juro de política monetária foi incrementada em 400 pontos base cumulativos, entre Janeiro e Setembro de 2022, ou seja, de 13,25% para 17,25%, mantendo a taxa de juro real positiva.

Entretanto, a liquidez excessiva no sistema bancário, não só representava um risco para a eficácia do uso da taxa de juro como instrumento de política monetária, mas também um risco a estabilidade macro-financeira no geral. Era uma liquidez que era maioritariamente aplicada em títulos públicos, gerando liquidez adicional.

Foi assim que **para resolver o problema de excesso de liquidez, o Banco de Moçambique aumentou, igualmente, o coeficiente de reservas obrigatórias**, que se situa actualmente em 39,0% para os passivos em moeda nacional e 39,5% para os passivos em moeda estrangeira.

A inflação, por seu turno, desacelerou para 5,7% em Julho de 2023, de um pico de 12,1% em Agosto de 2022.

As principais lições desta recente experiência são as seguintes:

Primeiro, que a política monetária é eficaz. E essa eficácia está associada à credibilidade, independência operacional e transparência na comunicação. Permitam-me elaborar rapidamente sobre estes três aspectos:

A **credibilidade** está associada à consistência na implementação de medidas que materializam o objectivo de contenção da inflação. O Banco de Moçambique mantém-se firme em perseguir o mandato de inflação baixa e estável.

A **independência operacional**, conferida pela Lei Orgânica, concede ao Banco de Moçambique a prontidão operacional para definir e dosear as medidas e os instrumentos de política para o alcance da estabilidade monetária e financeira. **Sem esta independência, o objectivo do banco central ficaria comprometido e o mundo tem experiências dolorosas de casos de interferência política na gestão da política monetária.**

A **transparência na comunicação** permite ancorar melhor as expectativas dos agentes económicos contribuindo, deste modo, para fortalecer o mecanismo de transmissão da política monetária.

A segunda lição importante que extraímos da experiência recente é que o ónus sobre a política monetária é elevado quando outras políticas não actuam ou não estão criadas as condições para se tornarem complementares. É mais elevado ainda perante crises e num contexto em que o País tem desafios estruturais persistentes.

Terceiro, aprendemos também que apesar da tendência de se atribuir maior ênfase à política monetária para resolver os problemas do crescimento económico, ela não pode ser vista como uma panaceia para todos os desafios. Por exemplo, numa

economia em que a dinâmica do sector privado está ancorada à actividade do sector público, como é o caso da nossa, quando o sector público enfrenta desafios em honrar seus compromissos com as famílias e empresas, toda a economia ressent-se. O papel da política monetária em estimular a economia é limitado.

Um outro exemplo relaciona-se com os nossos padrões de consumo e investimento. A criação de capacidade produtiva ao longo do tempo está associada a um maior investimento. No nosso caso, metade dos empréstimos concedidos pela banca são para o consumo.

Resumindo, um crescimento duradouro e abrangente depende da implementação de reformas estruturais profundas que possam complementar e fortalecer a actuação da política monetária, com destaque para:

- (i) Combate a corrupção;
- (ii) Fortalecimento das instituições, incluindo melhoria do regime de prestação de contas;
- (iii) Boa governação;
- (iv) Melhoria do ambiente de negócios; e
- (v) Diversificação da base de crescimento da nossa economia.

Não irei entrar em detalhes sobre cada um dos cinco pontos porque assumo que são do domínio desta plateia rica de académicos e estudantes.

E a quarta lição, talvez a mais importante para melhor enfrentarmos as futuras crises, é que precisamos poupar.

As receitas esperadas da exploração do gás natural na Bacia do Rovuma e de outros minérios, constituem uma oportunidade soberana que o país tem de acumular poupanças para fazer frente à ocorrência de choques na economia e contribuir para estabilizar o Orçamento do Estado. Isto pode ser feito com a criação de um Fundo Soberano com regras fiscais bem definidas e uma estrutura de governação transparente e funcional.

Neste contexto, reforço a tese de que a criação do Fundo Soberano constitui uma oportunidade ímpar de mudarmos o actual paradigma do país caracterizado por défices gémeos e dependência externa, para uma postura de poupança e disciplina financeira.

Chegado a este ponto da minha intervenção, espero que tenha contribuído para o entendimento de que **apesar da política monetária ser eficaz, ela tem um ónus elevado em cenários de crise**, especialmente num contexto como o de Moçambique onde a capacidade de actuação de outras políticas ou sectores é limitada, por vários tipos de constrangimentos.

A terminar, gostaria de desejar muitos sucessos aos estudantes do curso de Doutorado em estudos de Desenvolvimento e manifestar a abertura do Banco Central em continuar a estreitar a cooperação com a Academia, para que juntos possamos buscar soluções criativas e inovadoras para responder aos crescentes desafios contemporâneos da economia em geral e do sistema financeiro, em particular.

Muito obrigado pela atenção dispensada!