

Eco-218

ECO

218

*O Papel do Processo de Liberalização Financeira na  
Mobilização da Poupança Financeira em Moçambique*

Nalla Diawara

UNIVERSIDADE EDUARDO MONDLANE  
Faculdade de Economia  
Monografia de Licenciatura

Maputo, Maio de 2008

## DECLARAÇÃO DO AUTOR

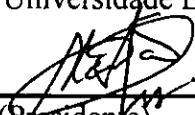
Declaro que este trabalho é de minha autoria e resulta da minha investigação. Esta é a primeira vez que submeto para obter um grau académico numa instituição educacional.

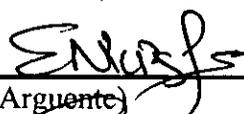
Nalla Diawara

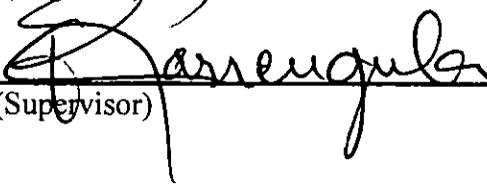
(Nalla Diawara)

## APROVAÇÃO DO JÚRI

Este trabalho foi aprovado no dia 15 de MAIO de 2008 por nós, membros do júri examinador da Universidade Eduardo Mondlane.

  
\_\_\_\_\_  
(Presidente)

  
\_\_\_\_\_  
(Arguente)

  
\_\_\_\_\_  
(Supervisor)

## **ÍNDICE**

Dedicatória.....	i
Agradecimentos.....	ii
Epígrafe.....	iii
Lista de Abreviaturas.....	iv
Índice de Gráficos.....	v
Índice de Tabelas.....	vi
Índice de Panilhas.....	vii
Resumo.....	viii
Capítulo I: Aspectos Introdutórios.....	2
1.1 Introdução .....	2
1.2 Problema de Pesquisa .....	4
1.3. Hipóteses da Pesquisa .....	6
1.4. Objectivos .....	6
1.5 Relevância do Tema.....	7
Capítulo II: Revisão da Literatura.....	9
II.1 Revisão Teórica.....	9
2.1.1. A Política de “Repressão Financeira”.....	9
2.1.1.1 . Repressão Financeira nos PED.....	11
2.1.2.A Política de Liberalização Financeira.....	12
2.1.2.1 Liberalização Financeira: como funciona?.....	16
2.1.2.2 . Evolução da Liberalização Financeira.....	18
2.1.2.3. Resultados da Liberalização Financeira .....	19
II.2. Revisão Empírica .....	23
2.3 Metodologia .....	28
2.3.1 Quadro Conceptual .....	28
2.3.2 O Modelo Económico.....	30
2.3.3 Dados necessários, Fontes e Limitações.....	31
Capítulo III: O Processo de Liberalização Financeira em Moçambique .....	33
3.1 SF moçambicano sob política de RF: de 1974 a 1992.....	33
3.2 Período de Reforma do SF moçambicano: de 1993 a 1996.....	35
3.3 SF Moçambicano sob o sistema de LF: de 1997 a 2006.....	41
3.4 Resultados da LF em Moçambique.....	43

Capítulo IV : Determinantes da Poupança Financeira .....	45
4.1 Análise e Interpretação dos Resultados .....	45
4.1.1 Análise da estacionaridade das variáveis.....	45
4.1.2 Teste de co-integração .....	48
4.1.3 Estimativas dos parâmetros do Modelo Econométrico .....	50
Capítulo V : Conclusões e Recomendações.....	55
Capítulo VI : Referências Bibliográficas .....	57
Apêndice 1.....	60
Anexos	

**Dedicatória**

*Dedico este trabalho aos meus avós*

*Assumane Diawara e Nalla Koyaté,*

*Alfredo Jossefa Zango e Rosita Siquela Cau*

## AGRADECIMENTOS

Agraço a Deus pela vida e aos meus Pais ( Amara Diawara e Cacilda Alfredo Zango), que tudo fizeram para que me formasse.

Agradeço a todos que directa ou indirectamente, contribuíram para a minha formação que culmina com a realização do presente trabalho,:

À minha família, particularmente a minha tia (Raquel) e aos meus irmãos que sempre me apoiaram moralmente, através do enorme amor e carinho por mim, em todas as fazes da minha vida académica e particularmente na realização deste trabalho;

Ao meu supervisor, Dr. Constantino Pedro Marrengula, pela pronta disponibilidade e orientação do trabalho;

Ao todo corpo docente da Faculdade de Economia, pelos conhecimentos transmitidos ao longo de todo o curso;

Aos meus amigos, Luísa, Alberto, Cristina, Adélia, Aura, Célia e Sididi pela força, amizade e cumplicidade que partilhamos na vida;

Aos meus colegas de turma, particularmente ao meu grupo de trabalho (Sadya, Rasselma e Vivianne), extensivamente ao Amâncio e Alexandre que sempre deram me muita força durante o curso;

Aos funcionários da faculdade em geral que indirectamente tiveram a sua cota parte para que a minha passagem pela faculdade fosse bem sucedida;

À todos endereço a devida Vénia, e digo muito obrigada!

*“ A tarefa não é contemplar o que ninguém ainda contemplou, mas meditar, como ninguém ainda meditou, sobre o que todo o mundo tem diante dos olhos.”*

*Schopenhauer*

## **Lista de Abreviaturas**

- AIL's** – Activos Internos Líquidos
- Bacom's**- Bancos Comerciais
- BC** - Banco Central
- BM** - Banco de Moçambique
- BPD** - Banco Popular de Desenvolvimento
- BSTM** - Banco Standard Totta Moçambique
- BVM**- Bolsa de Valores de Moçambique
- DO**- Depósitos a Ordem
- DP** - Depósitos a Prazo
- FMI** - Fundo Monetário Internacional
- INSS** - Instituto Nacional de Segurança Social
- LF** - Liberalização Financeira
- M2** - Massa Monetária
- MQO** - Mínimos Quadrados Ordinários
- NMC** - Notas e moedas em Circulação
- OA's** - Operações Activas
- OP's** - Operações Passivas
- PD** - Países Desenvolvidos
- PED** - Países Em Desenvolvimento
- PIBr** - Produto Interno Bruto real
- PRE** - Programa de Reabilitação Económica
- PRES** - Programa de Reabilitação Económica e Social
- RF** - Repressão Financeira
- SFM** - Sistema Financeiro Moçambicano
- T.J.** - Taxa de Juro
- T.J.N.** - Taxa de juro Nominal.
- T.J.R.** - Taxa de Juro Real
- TC** – Taxa de Câmbio
- TFE's** - Teoria de Fundos Emprestáveis
- WM** - Banco Mundial
- $\Pi$**  - Inflação

## **Índice de Gráficos**

	<b>pág</b>
Gráfico 1: Comportamento da PF em Moçambique, 1987-2006.....	5
Gráfico 2: Evolução da PFR,TJPR,PIBR de Moçambique,1994-2006.....	45
Gráfico 3: Comportamento doTJPN, inflação e TJPR de Moçambique, 1987-2006.....	61
Gráfico 4 : Comportamento do PIBR de Moçambique,1994-2006.....	61
Gráfico 5: comportamento da componentes da PF em Moçambique,1984-2006.....	62

## **Índice de Tabelas**

Tabela 1 : Resultado sobre o efeito da TJR na PF em 25 países africanos, 1970-1992.....	26
Tabela 2 : Principais constrangimentos do sector financeiro sob a política de RF.....	35
Tabela 3 : Teste da raiz unitária de DF e DFA.....	46
Tabela 4: Coeficientes da regressão diferencial da PF em Moçambique.....	52
Tabela 5: Resumo da principal Legislação aprovada entre 1987-2006.....	63
Tabela 6 : Cronologia da liberalização Financeira em África.....	66
Tabela 7 : Evolução do SFM, 1991-2005.....	66
Tabela 8 : Valores críticos de McKinnon.....	67
Tabela 9: Alguns dados macroeconómicos de Moçambique de 1991-2006.....	68
Tabela 10: Distribuição de ATM e POS no país.....	68
Tabela 11: Distribuição de Operadores de Microfinanças em 2006.....	69
Tabela 12: Dados usados para as regressões.....	70

## **Índice de Panilhas de Resultados**

Panilha de resultados I : estimação do modelo da pf em função da tjpr e pibr de moçambique no período 1994-2006.....	71
Panilha de resultados II.a : análise e teste da estacionaridade da lnpr - teste DF.....	71
Panilha de resultados II.b : análise e teste da estacionaridade da lnpr - teste DFA.....	71
Panilha de resultados III.a análise e teste da estacionaridade da lnpr - teste DF.....	72
Panilha de resultados III.b : análise e teste da estacionaridade da lnpr - teste DFA.....	72
Panilha de resultados IV.a :análise e teste da estacionaridade da tjpr - teste DF.....	73
Panilha de resultados IV.b : análise e teste da estacionaridade da tjpr - teste DFA.....	73
Panilha de resultados V : análise e teste da estacionaridade dos resíduos.....	74
Panilha de resultados VI: estimação do modelo em diferenças de PF em função da tjpr e pibr de moçambique, 1994-2006 curto prazo.....	74

## Resumo

A perspectiva ortodoxa de liberalização financeira, desenvolvida por McKinnon -Shaw (1973), postula que a liberalização financeira pode por um lado, aumentar a poupança e por outro melhorar a eficiência do investimento, através da eliminação de controles sobre taxa de juro, limites de crédito e alocação directa do crédito.

Em Moçambique com o alcance da independência e adopção do sistema de gestão centralmente planificada implementaram-se uma série de reformas no sistema financeiro, em que este deixou de ser desempenhar as suas funções por excelência, para assumir um papel importante como instrumento do Estado na centralização e distribuição dos recursos financeiros do país e no seu controle levando ao que se chamou de política de *repressão financeira*. Os resultados desta política não foram satisfatórios.

Entre a segunda metade da década 80 e meados da década 90, Moçambique implementou o programa de liberalização com esforço para melhorar a mobilização de recursos domésticos e a qualidade do investimento, em que o mesmo pode ser dividido em três fases: 1ª) período de repressão financeira, de 1975 -1992; 2ª) período de reformas financeira, de 1993-1996 e 3ª) período de liberalização financeira.

A análise da relação entre a liberalização das TJ's e a Poupança Financeira em Moçambique, mostram que o efeito da liberalização financeira na mobilização da poupança financeira tem sido limitado e ambíguo. A poupança financeira em Moçambique é determinada pela conjuntura económica.

## Capítulo I: Aspectos Introdutórios

### 1.1 Introdução

A década 80 marca o início de um período de clara hegemonia teórica e política do modelo de Liberalização Financeira (LF). Muitos Países Desenvolvidos (PD) e Países em Desenvolvimento (PED) adoptam uma política financeira orientada pelo modelo de LF, fundamentada teoricamente pelos trabalhos seminais de Eduard Shaw (1973) e Ronald McKinnon (1973).

Shaw e McKinnon fundaram uma nova visão de política financeira a partir da crítica à prática então dominante, apelidada pelos autores de *Política de Repressão Financeira* – em que se preconizava a intervenção do Estado na actividade financeira. A RF era caracterizada, para além de uma série de regulamentos e controles sobre o mercado financeiro, no plano macroeconómico, pela tolerância da inflação, responsável pelo rebaixamento dos juros reais e *deficits* públicos financiados por emissão monetária.

Em Moçambique, com o alcance da independência em 1975 e adopção do sistema de planificação centralizada, implementaram-se transformações no Sistema Financeiro (SF) de modo a ajustá-lo à nova realidade, em que a banca assumia um papel importante como instrumento do Estado, na centralização e distribuição dos recursos financeiros do País e no seu controlo.

Os resultados não foram satisfatórios. A partir de 1982, a economia entrou num ciclo de declínio, tendo o governo declarado a sua incapacidade de pagamento das dívidas aos seus credores em 1984. No mesmo ano Moçambique filia-se ao Fundo Monetário Internacional (FMI) e ao Banco Mundial (WB), iniciando assim um período de reformas de cariz liberal, que tiveram o seu ponto mais alto com a introdução do Programa de Ajustamento Estrutural (PRE) em 1987.

No sector financeiro, as reformas tinham em vista a criação de novos bancos e consolidação dos existentes, permitindo o aumento da competição no sector, o que contribuiria para a melhoria da prestação de serviços bancários, reforçando assim a capacidade de captação de poupança e de outros recursos financeiros necessários para financiar iniciativas de investimento e incutir uma maior dinamização da actividade económica no País.

Em 1990 as reformas ganham um maior ímpeto com a aprovação das *Linhas Gerais para a Reforma do Sistema Financeiro*, programa que assentava em três (3) pilares principais: (i) transformar e fortalecer o Banco de Moçambique (BM); (ii) reforçar a transparência em todas as actividades do BM; e (iii) criar uma supervisão bancária à altura dos desenvolvimentos do mercado financeiro. Estas medidas tinham como objectivo a promoção de poupanças, do investimento e do crescimento do SF. Em 1992, o governo aprovou a Lei Orgânica do BM, segundo a qual este deixava de desempenhar a função de Banco Comercial. Em 1994 procede-se à completa liberalização das Taxas de Juro (TJ) e de câmbio (TC). Como forma de assegurar maior competição e transparência no sistema, o Banco Comercial e Banco Popular de Desenvolvimento, os dois maiores bancos da altura são privatizados em 1996 e 1997<sup>1</sup> respectivamente.

A Liberalização Financeira é entendida como a eliminação dos controlos sobre as taxas nominais de juros e câmbio, bem como das barreiras legais à livre composição de portfólios pelos poupadores e instituições financeiras, tendo sido assumida como o caminho para elevar a taxa de poupança da economia e com ela, as taxas de investimento e de crescimento económico.

Neste trabalho, pretende-se analisar o processo de Liberalização Financeira em Moçambique nos finais década 80 e durante a década 90, destacando o seu possível efeito na mobilização da Poupança Financeira.

O trabalho é composto por seis capítulos. No primeiro capítulo (I), dedicado aos aspectos introdutórios, apresentam-se o Problema de Pesquisa, os Objectivos do Estudo, as Hipóteses assumidas, e a Relevância do Tema. O segundo capítulo (II) apresenta a Revisão da Literatura, e está subdividido em duas partes: a primeira trata da Revisão Teórica, sendo apresentados os diferentes aspectos relacionados com o processo de liberalização, desde o sistema que o antecedeu, o conceito, passando pela forma como o processo se desenrola, as características específicas do processo nos PED e os resultados do processo nas diversas esferas do SF; a segunda parte trata da Revisão Empírica, onde se faz a apresentação das constatações de alguns autores aquando da verificação empírica da teoria de LF em alguns países, particularmente nos PED.

---

<sup>1</sup> O quadro resumo da legislação financeira e instrumentos de política é apresentado no Anexo B, Tabela 5.

No terceiro capítulo (III), apresenta-se o processo de LF em Moçambique, e é feita uma análise empírica do processo, concretamente do efeito da liberalização da TJ e do crescimento do PIBR na mobilização da PF. O quarto capítulo (IV) é dedicado à análise e interpretação dos resultados obtidos, evidenciando os determinantes da PF em Moçambique. No quinto capítulo (V) apresentam-se as Conclusões e Recomendações. O sexto e último capítulo (VI) são apresentadas as referências bibliográficas.

## **1.2 Problema de Pesquisa**

Após a independência de Moçambique em 1975, a economia passou a ser planificada a nível central, mas a partir da década de 80 este quadro altera-se gradualmente até se chegar a um sistema de gestão capitalista. Durante o período de economia centralizada, o Estado interviam activamente tanto na actividade económica como na de intermediação financeira, que entre outros aspectos estabelecia as TJ a ser aplicadas administrativamente, direccionava o crédito à economia verificando-se o que alguns autores chamaram de Repressão Financeira.

McKinnon (1973) e Shaw (1973) popularizaram o conceito de RF. Eles argumentam que os sistemas reprimidos financeiramente pela intensa intervenção pública resultam em baixo crescimento económico, porque geram baixa eficiência nos processos de intermediação e criam distorções dos preços financeiros, inclusive da Taxa de Câmbios.

A manutenção de juros reais abaixo do equilíbrio, ou mesmo negativos, desincentiva a formação de poupança, sua alocação a activos financeiros e, em consequência, o financiamento dos investimentos.

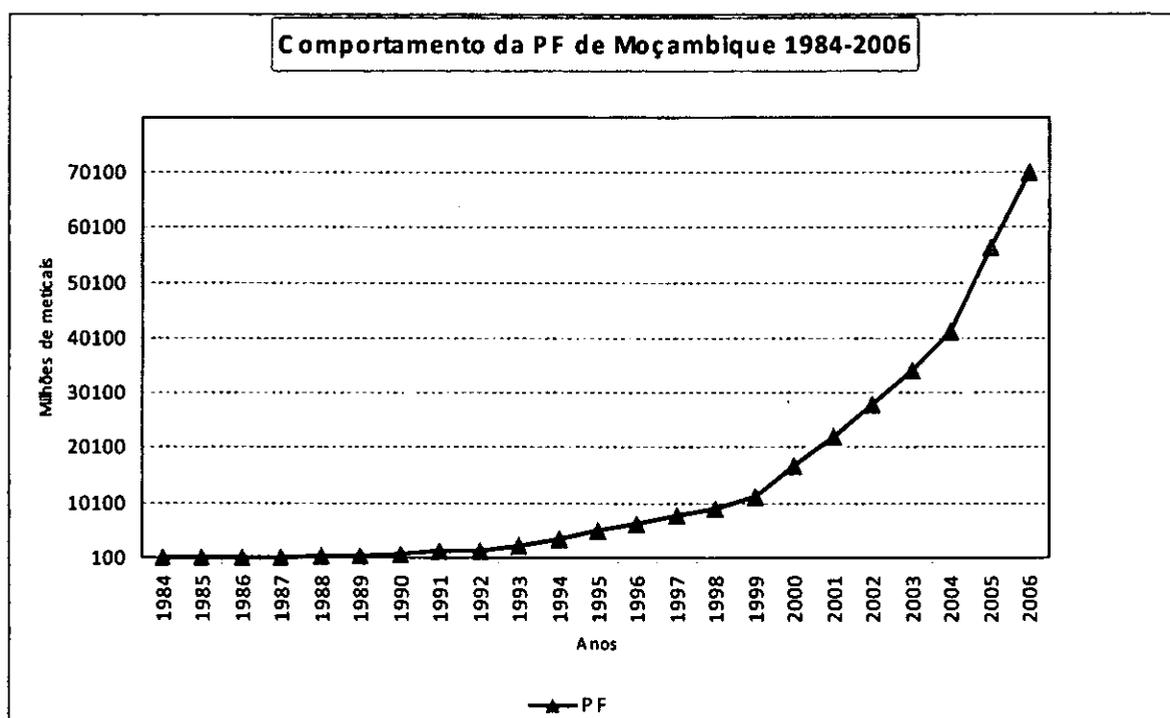
Assim, melhorar a baixa taxa de mobilização de recursos domésticos em Moçambique, foi um dos objectivos fundamentais de política dos Programas de Ajustamento Económico, inspiradas nas recomendações do WB e FMI a partir dos meados da década 80 como forma de melhorar o sistema financeiro em geral. Contudo, a literatura não é ainda unânime sobre a forma como isto se processa.

Segundo Maimbo e Mavrota (2003), tradicionalmente os modelos que procuram mostrar a relação entre o desenvolvimento financeiro, a poupança, investimento e crescimento económico baseiam-se

nas Teorias do Ciclo de Vida e de Renda Permanente do Consumo, tratando a poupança como residual. Com base nestes modelos, argumenta-se que o impacto do desenvolvimento financeiro na poupança pode ser negativo, contrariamente ao proposto pelo modelo de McKinnon e Shaw. Isto acontece porque durante uma primeira fase, sob o período de repressão financeira os agentes económicos têm acesso limitado a activos financeiros, e portanto não podem fazer empréstimos, sendo obrigados a consumir consoante o seu rendimento permanente. Mas, com a liberalização aumenta a competição entre os intermediários financeiros, relaxando a restrição orçamentária do consumo, o que tem impacto positivo no consumo.

Por seu turno, os estruturalistas e neoestruturalistas argumentam que o aumento das TJ, conduz, a curto prazo, à inflação, reduzindo a taxa de crescimento pela redução do crédito disponível para financiar o investimento.

Gráfico 1: Evolução da PF em Moçambique, 1984 – 2006



Conforme se pode constatar no gráfico acima, em Moçambique, nos finais da década de 80, verifica-se um aspecto que marcou a conjuntura do SF: “depois do decréscimo que os depósitos a prazo vinham sofrendo desde 1982, em termos reais, regista-se, a partir de 1989, uma inversão dessa tendência” [De Abreu, S.; 1993:40]. No mesmo período assiste-se ao aumento da TJ em termos reais. (Vide Anexo A, Gráfico 3).

Será a evolução descrita a confirmação da hipótese de McKinnon e Shaw? Pretendemos, neste estudo, analisar se tal situação deveu-se ao conjunto de reformas financeiras implementadas (em particular a liberalização da taxa de juro) ou ao crescimento do PIB registados durante o período em estudo<sup>2</sup>. A questão que colocamos é, portanto, a seguinte: *Qual foi o papel do processo de liberalização financeira na mobilização da poupança financeira em Moçambique?*

### **1.3. Hipóteses da Pesquisa**

As hipóteses avançadas são induzidas por dois factores: i) o comportamento crescente da PF; e ii) a liberalização da TJ (que representa um dos determinantes da PF e é uma importante variável no processo de LF<sup>3</sup>).

Uma vez que uma das medidas da LF é a liberalização das TJ, pode-se deduzir que tal induziria os agentes a um incremento de poupança, na medida que as melhores condições, associadas à remuneração dos recursos, ou à liquidez das aplicações, poderiam fomentar um efeito de substituição de consumo pela poupança. Assim, avançamos as seguintes hipóteses:

$H_0$  : A liberalização das TJ's em 1994 contribuiu para a recuperação da PF em Moçambique.

$H_1$  : A liberalização das TJ's em 1994 não contribuiu para a recuperação da PF em Moçambique.

### **1.4. Objectivos**

#### **1.4.1 Geral**

O objectivo do trabalho é analisar o processo de liberalização financeira, as suas principais características, e os resultados e consequências para o SF, particularmente na mobilização da PF em Moçambique.

---

<sup>2</sup> (Vide Anexo A, Gráfico 4)

<sup>3</sup> Embora o foco da pesquisa seja o efeito da liberalização das TJ na PF, uma vez que o PIB é igualmente um determinante importante da PF, no modelo de análise incluir-se-à a taxa de crescimento do PIB.

### **1.4.2 Específicos**

- Explicar as reformas financeiras introduzidas em Moçambique;
- Descrever o impacto dessas reformas no SF;
- Analisar os determinantes da PF no período pós liberalização;
- Mostrar a relação entre a TJ e a PF;
- Fazer recomendações de política.

### **1.5 Relevância do Tema**

A análise do efeito do processo de liberalização financeira na mobilização da PF é relevante pelo facto de a ampliação do investimento produtivo interno, condição necessária para o alcance e manutenção de taxas de crescimento económico sustentáveis e com efeitos positivos no desenvolvimento social, poder ser obtida tanto pela elevação da poupança interna quanto pelo aperfeiçoamento dos mecanismos de canalização que transformam a poupança em investimento.

Como escreveram, Bekaert *et al* (1995), citados por Hermann (2003), existem três efeitos pelos quais o desenvolvimento financeiro de uma economia pode afectar a sua capacidade produtiva:

- (i) o desenvolvimento financeiro pode melhorar a eficiência alocativa do emprego de capital, pois a maior difusão dos mecanismos financeiros permite uma redução nos custos de capital, bem como uma maior facilidade na captação de recursos externos;
- (ii) a proporção de poupança canalizada para investimentos produtivos pode ser ampliada; e
- (iii) pode-se obter o aumento da própria taxa de poupança, na medida em que mercados desenvolvidos implicam melhor propagação de informações, o que garante aos poupadores maior segurança às suas aplicações e investimentos, sendo este, um mecanismo que amplia a propensão a poupar.

Desde a altura da independência, o SFM tem sido alvo de mudanças no sentido de adaptá-lo às diversas conjunturas que o País conheceu, o que se justifica, em parte, pelo conjunto de reformas que se verificam desde 1975, com o objectivo de permitir que o SF desempenhe o seu real papel na

economia nacional. Portanto, é importante uma análise do processo de reforma financeira, por forma a avaliar o alcance ou não dos objectivos para as quais foram implementadas.

## **Capítulo II: Revisão da Literatura**

Tornar-se-ia difícil entender em que consistiu o processo de LF em Moçambique, sem antes perceber o que é LF, como o conceito surge, quais os resultados almejados pelos países que implementam a LF e em que circunstâncias produz os melhores efeitos. Neste capítulo debruçamo-nos, dentre outros, sobre os aspectos acima mencionados.

### **II.1 Revisão Teórica**

#### **2.1.1. A Política de “Repressão Financeira”**

Segundo o WB (2004), no sistema de RF vigente nas décadas de 1970 e 1980, o SF era tratado como um instrumento do tesouro, caracterizado por :

- (i) Governos envolvidos na alocação do crédito a baixas TJ relativamente ao mercado;
- (ii) Uso do Estado como garante nos empréstimos externos, de modo a garantir a oferta de crédito para o Estado e para as firmas de sector público, direccionando a parte que era concedida a outros sectores;
- (iii) Bancos estatais direccionados para a alocação do crédito por forma a reduzir-se a dependência externa;
- (iv) Supervisores de bancos comprometidos com os objectivos de desenvolvimento do Governo, implementando regras intrinsecamente relacionadas com questões de racionamento de crédito no lugar da regulamentação prudencial;
- (v) TJ para depósitos mantidas baixas de modo a permitir empréstimos a custos baixos;

McKinnon-Shaw argumentaram que o SF de muitas economias em desenvolvimento era reprimido em resultado da má implementação das políticas financeira e monetária, excessiva regulamentação do sector financeiro e outras formas de intervenção do sector público, e excessiva dívida pública junto do SF, o que resultava em:

- Estabelecimento de baixas TJN, implicando TJR negativas;

- Um sector financeiro pequeno e oligopolístico (relativamente ao tamanho da economia) dominado pela intermediação de activos de curto prazo;
- Economias dualistas, com um sector moderno — capital-intensivo, beneficiando-se de baixas taxas de câmbio e de juro; e outro sector tradicional — trabalho-intensivo a ser servido por finanças geradas no sector informal;
- Elevados défices governamentais, levando ao uso de recursos do sector financeiro formal para financiá-los, situação que contribui para a geração de inflação ao induzir uma excessiva criação de moeda.

A RF era, desse modo, uma taxa implícita, na medida em que os governos transferiam recursos dos depositores que recebiam TJ baixas para os emprestadores do sector público e a uma parte do sector privado que pagava TJ ainda mais baixas.

Nitsch e Santos (2001:173), com base na visão ortodoxa de McKinnon e Shaw sobre a RF, consideram, que “a segmentação do mercado financeiro é consequência de uma política monetária e financeira que desestimula a poupança e distorce o processo de alocação dos recursos”.

Por sua vez, Studart (95/96), advoga que a RF representa um sistema em que o governo financia as suas despesas de três (3) formas:

- Forçando os agentes privados a comprar títulos do governo a um rendimento relativamente baixo ao praticado no mercado;
- Exigindo altos níveis de reservas;
- Estabelecendo tetos nas TJ das instituições para limitar a competição em relação aos fundos emprestáveis entre o sector privado.

Uremadu (2007) argumenta que o estabelecimento de tetos para as TJ's pode, por um lado, desencorajar a poupança, especialmente em períodos de alta inflação, e por outro, encorajar as pessoas que têm a possibilidade de oferecer fundos para empréstimo a investir os seus fundos em activos físicos no lugar de depositá-los nos bancos. Estas distorções por seu turno podem ser reflectidas numa baixa TJR e altas margens de intermediação financeira e/ou dos *spreads*).

De acordo com as posições acima apresentadas, consideramos, tal como Serieux (2007:3) que “o resultado da repressão financeira foram baixas taxas de poupança e investimento, e o retardamento

do crescimento”, o que levou McKinnon e Shaw a argumentarem que a solução para o problema estava ligada à liberalização do sector financeiro, possibilitando uma extensiva e eficiente intermediação entre poupadores e emprestadores.

#### **2.1.1.1. Repressão Financeira nos PED**

A questão da RF nos PED liga-se a diversos aspectos de ordem política, económica e ideológica. Vários autores procuram determinar os factores que levaram muitos países a adoptar um sistema de RF, sendo um dos objectivos determinar a intencionalidade ou não dos governos ao optarem pelo modelo de RF. Assim, autores como Fry (1973), Giovannini e Melo (1993), e Nichols (1974), citados por Studart (95/96), consideram que muitos PED entram no sistema de RF intencionalmente, sendo que a política original que pretendiam alcançar não era a repressão, mas um sistema de restrição financeira, que “encoraja o uso de instituições e instrumentos financeiros dos quais os governos podem expropriar significativa senhoriagem, desencorajando os operadores privados na área Financeira”.

Neste âmbito, políticas de crédito selectivo ou sectorial representam componentes da restrição financeira. A implementação de uma política de crédito selectivo necessita que exista restrição financeira das TJ, senão de outro modo o crédito seria absorvido pelo sector privado, que ofereceria altíssimos retornos, o que significa que, para que a política de crédito selectivo funcione em pleno, é necessária a segmentação dos mercados financeiros.

A política prescrita por McKinnon e Shaw para as economias reprimidas financeiramente é aumentar a TJ institucional ou reduzir a taxa de inflação, abolindo a política de fixação de tetos para as TJ, de modo a permitir a maximização do investimento e aumentar a eficiência média do investimento. [ Studart 95/96].

Experiências indicam que, para que a LF tenha sucesso, deve ser acompanhada por uma reforma fiscal que garanta que a dívida governamental não aumete excessivamente durante o processo de liberalização. É igualmente necessário que se observem os seguintes requisitos: existência de uma boa regulamentação e supervisão prudencial; reestruturação de instituições financeiras insolventes;

orientação para o lucro de instituições na propriedade do Estado; e a imposição de um duro constrangimento de empresas não eficientes financeiramente na propriedade do Estado.

Tal como considera Fry (1997), citado por Studart (1995/96), “não há dúvidas de que a repressão financeira inibe o crescimento”, e por isso “o debate entre os economistas e fazedores de política deve concentrar-se em problemas relacionados com o movimento do estado de RF para um estado de LF”.

*“Adeus RF, olá crash financeiro” foi o veredito de Carlos Diaz-Alejandro(1985) nas experiências Latino Americanas com a liberalização financeira na ausência destes pré-requisitos nos anos 70's e princípios dos anos 80”. [Studart 95/96]*

### **2.1.2. A Política de Liberalização Financeira**

LF é um processo que ganha expressão nos anos 80 nos PD e alastra-se para os PED nos meados da década 90, e é sustentada pelo modelo de McKinnon-Shaw(1973), que surge a partir da crítica à política que ficou conhecida como *repressão financeira*, caracterizada pela intervenção do Estado na actividade financeira com o objectivo de promover o crescimento através da canalização de recursos financeiros a baixo custo para os sectores considerados estratégicos.

McKinnon (1973) argumentou que o limitado desenvolvimento do mercado de capitais dos PED fazia com que as firmas enfrentassem constrangimentos na acumulação de poupanças, devido às dificuldades no auto-financiamento e por causa da indivisibilidade do capital físico. O agregado Quase-moeda representava o principal instrumento pelo qual as firmas realizavam as suas poupanças para financiamento de grandes investimentos. Este representa o chamado *Efeito Condução de McKinnon*. Efectivamente, a acumulação de dinheiro e de capital físico eram complementares.

Por isso recomendava-se políticas que permitissem altas TJPR que encorajassem a acumulação de dinheiro, o que levaria por um lado a altos níveis de poupança nacional e financeira em particular, e por outro, de investimento em relação ao PIB, associado a diversificação dos recursos, remuneração dos activos consoante o seu valor e aumento da produtividade do capital.

Por seu turno Shaw (1973) argumentou que o aumento da intermediação financeira traria directamente um ímpeto ao crescimento. Liberalização resultaria no alargamento, melhoramento e maior integração do sector financeiro, o que levaria:

- Ao aumento na taxa de poupança através do aumento de potenciais poupadores, resultantes do controle da inflação e fuga de capitais;
- Ao aumento da taxa de investimento, através da facilitação de investimentos rentáveis; e
- A promoção directa ao crescimento via melhoria de tecnologias financeiras.

Este crescimento induzido como consequência do aumento da monetarização e intermediação no sector financeiro é conhecido por *efeito de intermediação de Shaw*.

Apesar de distintos, os argumentos dos defensores da política de LF não são contraditórios e como Molho (1986) *apud* Seriuex (2008), mostrou, a nível teórico o *efeito intermediação de Shaw* representa uma consequência imediata da liberalização enquanto o *efeito condução de McKinnon* poderá ser um efeito de médio e longo prazos.

Carvalho (1997) e Cintra e Freitas (1998), citados por Hernann (2003), argumentam que o modelo de LF caracteriza-se pela combinação de duas linhas básicas de política financeira:

- A desregulamentação do SF, especialmente dos bancos, expressa na gradual eliminação de controles legais sobre TJ, na alocação do crédito, e na área de actuação das instituições financeiras.
- A ampliação do grau de abertura financeira tanto para a captação de recursos externos na forma de empréstimos e investimentos de “portfólio” quanto para a entrada de instituições estrangeiras nesses mercados.

Esta perspectiva é partilhada pelo o WB (1998/1999), que considera que a LF pode ser entendida como o processo de liberalizar os sectores financeiros domésticos de uma economia através do não controle das TJ domésticas, não alocação do crédito, privatização das instituições financeiras e permissão à entrada e competição de novas instituições financeiras .

Portanto, a LF resume-se, essencialmente, na remoção do controlo de três (3) aspectos : (i) na fixação das taxas juro, (ii) na alocação do crédito, e (iii) na área de actuação das instituições financeiras, o que na visão de Ngugi (2000) iria criar um ambiente financeiro sustentável com retornos positivos para o SF e um apropriado sistema institucional, que consequentemente aumentaria a poupança doméstica e o investimento, fomentando o crescimento económico, sendo que uma reforma financeira é prescrita como forma de alcançar tais metas e a mesma deve ser dirigida por:

- Fortalecimento do sistema de controlo monetário, através da mudança para instrumentos de controle indirectos e concretização da autonomia do BC.
- Melhoramento da mobilização e eficiência na alocação da PF através da remoção das distorções de preços e aumento de incentivos tanto para os tomadores como para os emprestadores de fundos.
- Facilitação das estabilidades, financeira (garantida por instituições legais sustentáveis, um sistema regulatório e prudencial) e Macroeconómica (manutenção da estabilidade de preço com prudente políticas fiscal e monetária).

No entanto as medidas que caracterizam o processo de liberalização devem ser levadas de uma forma coerente e sequenciada para que produzam os melhores efeitos, por isso Agenor e Montiel (1996) citados por Ngugi(2000), advertem que a remoção simultânea de todas as distorções é impossível por causa dos custos de ajustamento e constrangimentos políticos. Por isso, uma sequência lógica do processo de reforma financeira é imperativa para a concretização dos resultados positivos esperados. Tal requiere um *timing* para o alcance da estabilidade macroeconómica, reforma financeira a nível do mercado doméstico, abertura da conta capital da balança de pagamentos e a liberalização do comércio.

Na opinião dos defensores desta teoria, a LF, permitiria:

- A determinação das TJ's em função das condições de mercado;
- A facilitação da entrada de novos operadores no sector bancário, de modo a encorajar a competição;
- A eliminação de programas de crédito direccionado;

- A redução da dependência fiscal do Estado em relação ao crédito bancário (ligado a expansão do crédito ao sector privado);
- A integração dos mercados financeiro formal e informal;
- Um movimento em direcção ao equilíbrio das TC's e eventualmente ao regime flexível com abertura de contas de capital<sup>4</sup>.

Ngugi (2000) reforça esta tese, e acrescenta que o processo de reforma financeira envolve o desenvolvimento do mercado monetário e de capital, e estes esforços são necessários com vista ao alcance da principal função do SF na promoção e mobilização da poupança e a eficiente alocação para o investimento.

No entanto para o seu sucesso é necessário o cumprimento de certos pré-requisitos, avançados por autores como Edwards (1984) e Atiyas et al,(1996), citados por Ngugi(2000):

- *Ajuste macroeconómico*, entendido como redução da inflação e *deficit* público a níveis próximos aos vigentes nos PD;
- *Aumento da competição na indústria bancária*; de modo a garantir o uso efectivo de instrumentos indirectos de política monetária;
- *Controles monetários*, através da gestão das reservas monetárias;
- *Reforma da janela de desconto* é imperativa para o melhoramento da eficiência na gestão dos passivos de curto prazo dos bancos e através da estabilização da sua liquidez e para encorajar o uso do mercado secundário;
- *Reforço da regulamentação e supervisão prudencial*, de modo a controlar a propensão dos bancos a riscos, que tende a ser estimulada pela liberalização á medida em que esta eleva a disponibilidade de recursos e as TJ;
- *Condução pelo BC da sua política monetária sem a intervenção fiscal*, como forma de alcançar a disciplina fiscal, pois a conjunção das duas políticas criaria um conflito entre os objectivos das políticas monetária e fiscal;

---

<sup>4</sup> Este último referente ao resultado da liberalização em relação ao sector externo, aspecto que foge do escopo do trabalho, que análise o processo de liberalização doméstica.

- *Diversificação dos activos do portfólio*, tanto para os poupadores como para os investidores no sentido de reduzir o risco individual e desse modo garantir o desenvolvimento dos mercados de capital e monetário;
- *Implementação de políticas estruturais para eliminar ou reduzir substancialmente as políticas de selecção de crédito*, fazendo uma revisão do sistema legal para o mercado do crédito com o objectivo de melhorar o cumprimento de contratos financeiros, protegendo os depositores e investidores sem causar problemas de risco moral e selecção adversa.

### **2.1.2.1 Liberalização Financeira: como funciona?**

Uma estabilidade macroeconómica e um crescimento económico sustentável, associados ao fortalecimento e facilitação do sistema legal e regulatório são condições necessárias para o sucesso da reforma financeira.

As experiências de LF foram, em geral, acompanhadas de três tipos de desdobramentos macroeconómicos, de duração e intensidade variáveis entre os diversos países: a) expansão do crédito (bancário e directo) para o sector privado; b) expansão da actividade económica, liderada pelos sectores mais “crédito-dependentes” (bens de capital e de consumo durável); e c) aumento do grau de endividamento interno e externo das empresas financeiras e não-financeiras, bem como das famílias e do sector público, em alguns casos.

As primeiras mudanças políticas geralmente eram focadas nas TJ's. Em muitas ocasiões os governos elevaram as TJ's como forma de suavizar a situação com vista a mobilizar mais recursos para financiar os *deficits* do orçamento e permitir que o sector privado jogasse o seu verdadeiro papel no desenvolvimento. No entanto alguns aumentos da TJR realizados alegando que era para refrear a fuga de capitais tinham mais o objectivo de estabilização do que de liberalização.

Novos instrumentos financeiros foram introduzidos, com taxas livres e foram motivo para a redução dos pedidos e até mesmo não necessidade de crédito direccionado. Alguns países começaram também a admitir depósitos em moeda estrangeira, para atrair depósitos e acções em moeda estrangeira no SF assim como conceder aos residentes acesso a activos em moeda estrangeira (Hanson 2002, Honahan and Shi 2003, Savastano 1992,1996), citados por WB (2004).

Cedo a liberalização parcial das TJ's gerou pressões para a sua total liberalização. Infelizmente, quando a situação macroeconómica é instável e as TJ's são liberalizadas, as TJ's reais tornam-se muito elevadas, criando problemas bancários e levando à deterioração dos retornos de empresas que enfrentavam já problemas de baixo nível de crédito, o que se agrava com a liberalização.

Os Bancos Centrais tornaram-se mais independentes, abandonando o seu anterior papel de desenvolvimento para focalizarem a sua actuação no controlo da inflação. Particularmente ligada aos programas de estabilização, a exigência de manutenção de reservas obrigatórias e de crédito direccionado foi reduzida, e contas de capital foram liberalizadas, mesmo em países onde os instrumentos em moeda estrangeira ainda eram banidos no mercado doméstico.

Gradualmente, bancos do Estado são privatizados. A competição bancária é incrementada como resultado da entrada de novos bancos tanto domésticos como estrangeiros e em alguns casos intermediários não bancários (SF informal).

Entretanto, nas reformas financeiras dos anos 90, focadas na liberalização das TJ's e alocações de crédito, pouco esforço foi feito para melhorar a base institucional das finanças. Inanga (2007) postula que o processo de liberalização não poderá ser efectivo sem um quadro legal e institucional saudável. Popiel (1994), citado por Inanga (2007), argumenta que na estratégia de desenvolvimento do SF é possível adoptar duas perspectivas, uma Evolucionária e outra Proactiva<sup>5</sup>. A primeira consiste em desenvolver o SF consoante a evolução da economia. Nesta estratégia, o desenvolvimento do SF é basicamente orientada para o mercado com um sistema legal, de regulação prudencial adaptável. A estratégia proactiva proporciona um quadro legal e de regulamentação prudencial que acelera o desenvolvimento de mercados financeiros através dos mecanismos institucional e financeiro e instrumentos estabelecidos para o efeito. Popiel vê a estratégia proactiva como a adequada para os países africanos e outros PED por três razões:

- Inadequado incentivo neutral ao ambiente e forças de mercado que são insuficientemente fortes para o mercado desenvolver-se por si só;

---

<sup>5</sup> Seria interessante investigar a possível estratégia de desenvolvimento que Moçambique adoptou durante o processo de LF e as suas implicações.

- Fraca capacidade institucional construída para determinar o ritmo e robustez do desenvolvimento dos mercados financeiros; e
- Necessidade de flexibilidade, aliada ao uso de um sistema institucional mais eficiente, à instalação da infra-estrutura necessária, e à escolha da tecnologia que melhor se aplica às condições locais e ao nível de desenvolvimento.

### **2.1.2.2. Evolução da Liberalização Financeira**

A sequência e o tempo para a reforma financeira são imperativos para o alcance de resultados positivos. O início da implementação de políticas de liberalização difere, dentre outros factores, em termos de *timing*, conteúdo, velocidade, e de País para País. Portanto, de um modo geral, a liberalização nas diferentes partes do mundo teve as seguintes características:

**Países Africanos:** viraram-se para a LF entre os finais da década de 80 e princípios da década 90, (Vide Anexo B, Tabela 6) muitas vezes no contexto dos programas de reforma e estabilização económica sugeridos pelo FMI e WB, assim como na altura em que os custos da RF tornaram-se claros.

**No Este da Ásia:** a maior parte dos países liberalizaram os seus sistemas financeiros nos anos 80, embora em alturas e graus diferentes. A liberalização iniciou nos princípios dos anos 90 com a gradual liberalização das TJ's, a redução das reservas, da liquidez e da necessidade de créditos direccionados, e liberalização do mercado de acções.

Por exemplo, a Indonésia liberalizou os fluxos de capitais em 1970, a TJ em 1989, mas a Coreia não liberalizou formalmente as taxas até 1992. Em geral, a baixa taxa de inflação característica manteve as TJ's do Este asiático razoável em termos reais, embora em muitos casos a ligação dos empréstimos a conglomerados financeiro-industriais e a pressão do governo na alocação de crédito tenha mantido contínua importância.

**Na América Latina:** Alguns episódios de LF ocorreram nos anos 70 (caso da Argentina), mas, segundo Dornbusch e Edwards (1991) citados por WB (2004), a repressão retornou e continuou ou talvez aumentou nos anos 80 com as crises de dívida, alta inflação, *deficits* governamentais e crescimento do populismo. Nos anos 90 ocorreu uma substancial LF, embora o grau e o período variasse entre os países.

Nas Economias em transição<sup>6</sup>: a LF teve lugar rapidamente nos 90 no contexto da reacção contra o comunismo, tal como defendem Bokros et al (2001) e Sherif et al (2003), citados por WB (2004).

### **2.1.2.3. Resultados da Liberalização Financeira**

Os resultados da liberalização financeira assinalaram-se em várias esferas do SF como se apresenta a seguir.

#### **2.1.2.3.1 O aumento dos depósitos**

Os depósitos bancários com percentagem do PIB, cresceram nos anos 90's, diferentemente dos anos 80. Na Índia e alguns países do este da Ásia e América latina os depósitos não bancários suplantaram o rápido crescimento dos depósitos bancários. Assim pode se dizer que o maior objectivo da LF foi alcançado com sucesso na maioria dos países e muitas regiões. [ Banco Mundial, 2000:253]

Os factores que contribuíram para o crescimento dos depósitos, foram : (i) o rebaixamento da inflação nos anos 90, (ii) a positiva TJR. dos depósitos, (iii) os novos instrumentos de depósitos, (iv) a legislação dos depósitos em moeda estrangeira. Os depósitos em moeda estrangeira cresceram como percentagem do total dos depósitos em muitos países nos anos 90 e em alguns casos representavam mais de metade do total a partir do fim da década (Honohan e Shi 2003), *apud WB (2004)*

As reformas reduziram a sobrecarga dos bancos, alargaram a sua prudência na alocação dos recursos e reduziram a necessidade de manter reservas. Em muitos dos PED, a média do rácio de reservas sobre os depósitos baixou durante os anos 90 (Hanson 2003), *apud WB (2004)*

#### **2.1.2.3.2 Seguro de Depósitos**

Em épocas de crises, os seguros de depósitos e garantias com cobertura, são as recomendações padrão de muitos assessores financeiros. A segurança formal dos depósitos foi melhorada em aproximadamente 40 países nos anos 90, principalmente nos países em transição e países da África do Leste [Demirguc- Kunt e Kane,2002; Demirguc-Kunt e Sobaci,2001].

---

<sup>6</sup> “representam os antigos países que adoptavam o sistema de economia planificada e hoje estão a implementar a economia de mercado. Essa transição tem sido problemática e cheia de crises: aumento de desemprego, inflação (...)”. [www.algosobre.com.br/geografia/economia-de-transição-a.html]

Os seguros dos depósitos e garantias com cobertura basicamente visava reduzir o risco que os bancos corriam. O seguro e as garantias dos depósitos trouxeram benefícios para o consumidores na medida em que protegia os seus depósitos .

O actual impacto do seguro de depósitos e garantias tem sido misturado. A evidência empírica sugere que os ganhos de depósitos depende, das suas características particulares, sua credibilidade e o ambiente institucional [Demirguc-Kunt e Kane 2002, Demirguc-Kunt e Detragiache 2002]. Em muitos casos criaram grandes garantias contingenciais, aumentaram o risco moral e reduziram a disciplina do mercado.[Demirguc-Kunt e Kane 2002, Demirguc-Kunt e Kane, 2002; Demirguc-Kunt e Sobaci, 2001; Demirguc-Kunt e Huzinga, 2000], *apud* WB (2004)

### **2.1.2.3.3 Crédito**

Crédito ao sector privado é um factor chave do crescimento. Bancos podem intermediar a transferência de fundos e incorrer ao risco somente se o crédito privado não for “expulso” pelo Governo.

Apesar da liberalização, o crédito bancário para o sector privado e outros passivos bancários cresceu muito menos do que os depósitos bancários nos anos 90's. “ A expansão do crédito que, em todos os casos, se seguiu às políticas de liberalização deve ser atribuída a outras medidas, que não a liberação (aumento) dos juros.” [ Hermann, 2003].

No lugar do aumento do crédito privado, o aumento dos depósitos bancários durante os anos 90 tendiam a ser absorvidos pela dívida do Governo e do BC e pelos bancos que queria fortificar a sua posição no mercado.

“A principal razão para o aumento da dívida governamental foram as crises pós-reestruturação de bancos envolvendo, a substituição de baixo crédito privado, particularmente no Brasil, Indonésia, Jamaica, México, Índia, Turquia e alguns países Africanos.”[WB,2004:256].

Em alguns países, os BaCom's também aumentaram substancialmente os seus activos líquidos em dívida no BC apesar da redução da necessidade de reservas.

O crescimento limitado do crédito, variável que podia estabelecer a relação entre a existência de recursos financeiros e o crescimento económico, justifica o facto de o crescimento do PIB associado a LF nos anos 90's tenha se situado abaixo do esperado.

Entretanto, a história é bem mais complicada que o simples baixo nível de crescimento do crédito privado. A média do crescimento do crédito privado (principalmente se incluído o crédito externo) e o crescimento do PIB, foi muito elevado (em que os valores mais elevados se verificaram em 1996) que antes na maioria dos PED, especialmente no Este da Ásia. No entanto a partir de 1995, os países começaram a experimentar crises Financeiras. Muito do crédito Privado nos bancos e não bancos provaram ser improdutivos.

Nas economias em transição e países Africanos a questão da qualidade do crédito foi tipicamente mais relacionado pelo uso do crédito pelo sector público.

#### **2.1.2.3.4 Mercado de Títulos e Acções**

O mercado de títulos governamental e do BC foi gradualmente bem sucedido nos anos 90's.

“A partir de 2000, em mais de 40 PED, incluindo com os com os sistemas financeiros mais desenvolvidos desenvolveu-se o mercado de títulos governamental e em mais de 20 desenvolveu se o mercado de dívidas do BC.” [WB, 2004:259]

O mercado de títulos governamental ajudou o Governo a reduzir a sua dependência em empréstimos domésticos. A oferta desses títulos era inelástica mas os mesmos eram atractivos para os bancos por várias razões: (i) as suas TJ haviam sido liberalizadas, (ii) a dívida pública tinha um menor risco do que a dívida privada e (iii) era liquida, uma vez que os mercados tornavam-se mais competitivos.

O crescimento do mercado de obrigações e títulos contribuiu para o financiamento do sector privado no Este da Ásia e Índia durante os anos 90's . Nas economias em transição, os mercados de acções foram criados como parte do processo de privatização em que muitas vezes somente muito tarde houve reconhecimento da importância do sistema de regulamentação. O Melhoramento institucional acima de tudo, permite que os mercados de acções contribua efectivamente para o crescimento económico.[Levine,2003; Levine e Zervos, 1998]. Outro elemento importante do desempenho do mercado de acções e a participação dos investidores estrangeiros.[Beckart, Harvey e LundBlack, 2003] *apud* [Banco Mundial,2004:260]

#### **2.1.2.3.5 Financiamento Externo ao Sector Privado**

Juntamente com o sector privado o empréstimo externo cresceu mais rápido que o doméstico na primeira metade dos anos 90's, assim como as grandes companhias privadas que aumentavam cada vez mais a quantidade de crédito externo. Enquanto por um lado a LF beneficiou em grande medida

companhias em boa situação e indirectamente outros credores em PED, por outro contribuiu para o aumento do risco bancário.

As melhores firmas obtinham empréstimo e financiamento de capital, *offshore* a baixo custo relativamente ao mercado doméstico apesar do risco que corriam em relação a moeda estrangeira. Tal fez com que aumentasse em larga porção o crédito privado doméstico disponível para os outros pedintes de empréstimos, mas aumentou a média do risco no portfólio dos bancos. Contudo os bancos dos PED e Países em Transição aumentaram o seu nível de intermediação líquida de empréstimos externos a partir de 1997 especialmente no Este da Ásia e garantiram algum crédito directo externo pelo sector corporativo.

#### **2.1.2.3.6 Intermediários Financeiros**

O maior impacto da liberalização na estrutura institucional do SF só se fez sentir na última metade dos anos 90's. Isto limitou os ganhos da liberalização durante a década e contribuiu para as crises, particularmente os bancos estatais com os seus já conhecidos problemas[ la Porta Lopes de Silans, e Scheifer, 2002a] *apud Banco Mundial (2004)* reduziram a sua intervenção somente depois de 1995 e continuaram a limitar muitos sistemas financeiros até 2000.

A continuação de uma grande presença de bancos estatais depois das liberalização fez com que a alocação do crédito mudasse lentamente, apesar da liberalização. O problema dos bancos estatais depois da liberalização foi mais obvia em Países em Transição. Eles muitas vezes simplesmente continuaram a emprestar a clientes tradicionais ou eram capturados por grupos políticos poderosos e como resultado, seus empréstimos eram improdutivos e aumentou a sua já ineficiência.

Os Bancos estatais em outros países tiveram problemas similares. A continuação da dominação dos bancos estatais, associado a fraqueza na alocação do crédito e as implicações das garantias do Estado sobre os depósitos, apesar da sua alta incidência, a não eficiência dos empréstimos, limitaram os ganhos da liberalização e contribui substancialmente nos custos das crises dos anos 90's.

Bancos privados mudaram gradualmente com a liberalização, entrada de bancos estrangeiros e aumento da competição. Mas as suas deficiências contribuíram para a realização de empréstimos improdutivos e para as crises. A entrada de bancos estrangeiros aumentou a competição na indústria bancária e reduziu os custos bancários para os clientes principalmente na última metade dos anos 90's

A primeira perspectiva para aumentar a competição levada por alguns países foi a simplificação e redução dos requisitos para entrada de novos bancos. Infelizmente muitos desses bancos eram “bancos consignados” que capturavam depósitos para financiar seus próprios negócios e muitas vezes para resolver problemas financeiros.

A segunda foi permitir o crescimento de corporações financeiras não bancárias, pois esses intermediários muitas vezes resolviam problemas de risco e de escassez de crédito.

No entanto uma rígida competição também pode criar problemas para os bancos, pela redução dos seus lucros [Caprio e Summers, 1996; Dooley, 2003] *apud WB (2004)*. Por isso a regulamentação e supervisão particularmente no campo de intervenção, isto é, a entrada e saída de operadores na indústria bancária são questões fundamentais quando, o processo de liberalização leva ao aumento da competição.

#### **2.1.2.3.7 Regulamentação e Supervisão Bancária**

A supervisão dos bancos nos PED começou numa base fraca nos anos 90's, uma vez que durante o período de RF, supervisores bancários estavam focados no compromisso das complexas regras de crédito direccionado. Os padrões internacionais de capital mínimo exigido não era verificado até 1988, em que antes eram os bancos activos internacionalmente que os estabeleciam na base de acordos entre países industriais. Os padrões internacionais de supervisão bancária “*the 25 based core principles*”, foram acordados somente em Setembro de 1997. A questão de melhorar a regulamentação e supervisão não era somente uma questão técnica mas sim política. As crises dos anos 90's engendraram atenção no sentido de se melhorar a regulamentação e supervisão, pois “*a pobre regulamentação contribuiu para as crises dos anos 90's*”. [WB;2004]

## **II.2. Revisão Empírica**

“Segundo a teoria dos fundos emprestáveis (TFE), admite-se que a TJR influencie positivamente a taxa de poupança da economia.” [Hermann;2003:140]. Balassa (1990) e Agénor e Montiel (1999), citados por Hermann (2003), observam que para os poupadores líquidos, o aumento da TJR tem ainda um efeito-renda positivo, além do efeito-substituição (negativo) sobre o consumo. Sendo

assim, o resultado líquido de uma variação na TJR sobre a propensão a consumir e, por conseguinte, a poupar, depende da magnitude destes dois efeitos combinados, o que tende a reduzir o coeficiente da relação.

Um aspecto relevante, apontado por Fry (1995), a partir dos estudos que analisou, é a importância do ponto de partida da TJR para a magnitude da elasticidade da taxa de poupança, sendo que “quando há um aumento na taxa real de depósitos de -30 a -20% o rácio da poupança aumenta em 5,6 pp; um aumento de -5 a +5% aumenta o rácio somente em 1,8 pp” [ Fry; 1995:166] *apud* Hermann(2003).

Tal resultado, obtido por Rittenberg (1988) para a Turquia, no período 1961-1985, é compatível com os demais estudos analisados por Fry (1995). Estes, de um modo geral, sugeriram ser maior o impacto do aumento quando o ponto de partida são economias “muito reprimidas” financeiramente, isto é, com TJR fortemente negativas e condições gerais de acesso a crédito muito restritivas, seja directamente pela política de RF ou pela própria condição de PED. A conclusão é de que o aumento da TJR é capaz de elevar a taxa de poupança (de forma estatisticamente significativa) apenas nos estágios iniciais da política de liberalização, reduzindo-se este efeito à medida que a desregulamentação avança.

*“(... )Como instrumento para aumentar a poupança, a taxa real dos depósitos representa um importante factor de mudança em um mercado de livre competição normalmente num interalo de aproximadamente 0 a 5%. No entanto, somente em países em que a taxa real de depósitos é negativa com um considerável margem poderam conduzir a um aumento da poupança directamente pelo aumento da taxa de depósitos.” [Fry;1995:164] *apud* Hermann(2003)*

Agénor e Montiel (1999), Fry (1995) e Balassa (1990), citados por Hermann (2003), relatam uma série de estudos econométricos sobre o papel da TJ na função-consumo (efeito substituição) – que, por resíduo, permitem estimar a relação ou, directamente, na função-poupança.

Entre os primeiros estudos econométricos envolvendo PED asiáticos, Williamson (1968); Mikesell e Zinser (1973) não encontraram evidências de uma relação estatisticamente significativa.

No entanto, mais tarde, diversos outros testes chegaram a resultados favoráveis ao modelo Shaw-McKinnon, entre eles, Fry (1978); Fry e Mason (1982); Gupta (1984); Boskin (1978); Gylfason (1981) – os dois últimos, com base em dados para os Estados Unidos (EUA).

Giovanini (1985) reestimou o modelo de Fry (1978) excluindo a amostra da Coreia do Sul, onde os coeficientes de regressão e níveis de significância foram muito mais altos que nos demais países. Giovanini atribuiu esta diferença à variação das taxas reais de juros, que, na Coreia foram também muito mais intensas que no resto da amostra. De facto, a exclusão da Coreia enfraqueceu o teste de Fry (1978) no estudo de Giovanini, envolvendo dezoito PED entre meados da década de 70 e meados dos anos 80, apenas para cinco países da amostra foi estimado um *efeito-substituição* significativo (da ordem de 0,5) entre consumo presente e consumo futuro. Nos demais, o coeficiente estimado, embora positivo, não passou pelo teste de significância estatística. Este resultado foi, mais tarde, contestado por Rossi (1988) e pelo próprio Fry (1978). De todo modo, ele sugeriu que o grau de variação da TJ afecta a *elasticidade-juros* da taxa de poupança, o que, como observa Balassa, é coerente com a sugestão de Shaw (1973, p. 73), de que “*uma pequena e reversível mudança no nível das TJ's não afectará a poupança*” [Balassa;1990:114].

Mais tarde, Fry (1991) estimou um coeficiente de 0,1 para TJR na função — taxa de poupança de 11 Países asiáticos no período 1961-1988, ou seja, o aumento de um ponto percentual na taxa real de juros acrescentou apenas 0,1 ponto percentual à taxa de poupança destes Países.

Em estudo recente, Ogaki, Ostry e Reinhart (1996), estimando a elasticidade — juros da taxa de poupança para uma grande amostra de PED, encontraram coeficientes entre 0,05 para os Países da amostra com renda *per capita* mais baixa, e 0,6 para Países com maior renda *per capita*. A grande amplitude de variação destes coeficientes sugeriu que a poupança é, nível de renda, mais sensível do que as TJ's<sup>7</sup>.

Assim, os testes sugerem que, à medida que, via liberalização, avança o desenvolvimento financeiro e ampliam-se os canais de acesso de consumidores e firmas ao crédito, a taxa real de juros aproxima-se de seu nível de equilíbrio “eficiente”. Neste estágio, reduz-se o potencial impacto positivo de

---

<sup>7</sup>A lógica deste resultado, segundo (Agénor e Montiel, 1999, p. 94-95; Rossi, 1988, p. 117) *apud* Hermann (2003) é que nos Países de baixa renda o consumo é reprimido pela restrição orçamentária dos agentes, o que limita o *efeito-substituição* associado a mudanças nas TJ's. Apenas nos Países onde o padrão de vida é mais elevado, situando-se bem acima do nível de subsistência, há espaço para ajustes do consumo em função de preferências inter-temporais.

aumentos adicionais da TJR, sobre a taxa de poupança da economia e da disponibilidade da economia. A explicação para esta tendência é que, em um mercado liberalizado, parte do consumo e investimento restringidos pelo *efeito-substituição*, é compensada pela expansão da oferta de crédito. Esta, por sua vez, é estimulada não só pelo aumento da TJR, mas também por outras medidas que, normalmente, compõem políticas de liberalização – como redução das alíquotas de recolhimento compulsório e relaxamento de outros tipos de controle quantitativo da oferta de crédito das instituições financeiras (Fry, 1995, p. 168). Ou seja, o *efeito-renda* do aumento da TJR e o “*efeito-crédito*”<sup>8</sup> desta e de outras medidas da política de liberalização explicariam os baixos coeficientes estimados para a relação TJR- taxa de poupança.

Idêntica situação constataram Hussein *et al* (2007), num estudo que sustenta que a TJR pode ter um efeito negativo ou positivo na poupança, dependendo tudo do peso relativo do *efeito rendimento* – que representa o desencorajamento à poupança no presente, dando mais rendimento aos agentes no presente — e do *efeito substituição* — que representa o encorajamento aos agentes a sacrificarem o consumo presente pelo futuro, como resultado de alterações da TJ. Os autores alertam ainda para o facto de que os dois efeitos podem cancelar-se entre si.

Pela mesma razão, Bencivenga e Smith (1991) *apud* Hemann (2003) argumentam que o desenvolvimento financeiro proporcionado pela liberalização pode resultar, inclusive, na “redução” da taxa de poupança, na medida em que, ampliando as possibilidades de endividamento de consumidores e firmas, viabiliza a prática de poupança negativa por parte de alguns destes agentes.

Em suma, seja pela influência do nível de renda *per capita*, pelo *efeito-renda* de mudanças na TJR e pelo “*efeito-crédito*” acima mencionado, ou pela disparidade de resultados, a maioria dos autores, actualmente, deposita pouca confiança na validade da relação TJ – PF admitindo que

*“a avaliação da evidência econométrica indica que os rácios de poupanças nacionais podem ser afectados positivamente pela TJ real dos depósitos. Continuando, quando o efeito é estatisticamente significativo, então a sua magnitude não é grande o suficiente para justificar uma verdadeira significância política.”*[Fry;1995:453].

---

<sup>8</sup> Também conhecido por *efeito substituição*.

Hussein *et al.*,(2007) estimaram um modelo para derivar o efeito da TJ na PF, usando dados de 25 Países africanos para o período 1970 – 1992, e o resultado é apresentado na tabela abaixo.

**Tabela 1 : Resultado sobre o efeito da TJR e PIBR na PF em 25 Países africanos, 1970-1992:**

Variável independente	Percentagem do total			
	Positivo e significativo	Positivo e insignificante	Negativo e significativo	Negativo e insignificante
TJ real (r)	4	40	16	40
PIBR	16	44	8	32

Fonte: adaptado de Hussein *et al.* (2007)

No estudo concluiu-se que, contrariamente ao esperado, a TJ<sup>9</sup> não jogava um papel significativo na determinação da PF, e que para os 25 Países analisados a TJR e PF possuíam uma relação positiva em 11 casos, dos quais a mesma foi estatisticamente significativa em somente 1 caso — Maurícias. A relação entre a TJR e PF foi negativa e significativa em 4 casos, nomeadamente Tanzânia, Tunísia, Zaire e Zimbabué.

Portanto, como esclareceram Miksell e Zinser (1973:17) *apud* Hermann (2003:147), nota-se que os estudos indicam que a relação TJPR e PF é fraca e que a TJR exerce uma influência significativa sobre a alocação, do que propriamente sobre a taxa de poupança da economia, considerando que “está visto que provavelmente nos PED, a TJ é mais significativa na determinação dos canais em que a poupança flui do que na alteração na propensão a poupar” e que “enquanto mudanças na TJRP causam uma considerável realocação dos portfólios dos agentes económicos o mesmo já não se verifica com o volume, em que somente se verificam modestas alterações”.

<sup>9</sup> Os valores das TJ's dos Países em causa encontram-se em anexo

## 2.3 Metodologia

### 2.3.1 Quadro Conceptual

#### 2.3.1.1 Poupança

Na sua acepção mais corrente a poupança é a parte do rendimento que não foi consumido. Considerando R — rendimento, C — consumo e P — poupança pode se escrever:  $P = R - C$ .

Segundo o Dicionário de Economia (1998), à escala nacional, poupança representa todo o rendimento da economia para um dado período, que repousa sobre o equilíbrio: Poupança Bruta — Investimento Bruto.

Mas este equilíbrio não existe ao nível de cada agente económico, pois as sociedades investem mais do que poupam (auto financiamento + recurso ao crédito) e os particulares poupam mais do que investem. Os particulares colocam a sua poupança a curto prazo em quanto as necessidades de investimento são essencialmente de longo prazo. Assim, estes não são directamente utilizados para os investimentos e devem ser portanto transformados. Este comportamento é portanto mais importante quanto maior for a parte da poupança líquida disponível nas mãos dos particulares.

Deve-se distinguir PF de poupança produtiva. A PF não passa de entesourando. Está lastreada em títulos públicos, e não tem contrapartida de gastos efectivos em bens e serviços produzidos pelo sistema económico. Quanto à poupança produtiva, ela só existe quando há demanda pelos bens e serviços produzidos.

A poupança pode ser feita nas seguintes formas: (i) moeda e colocações internacionais, (ii) depósitos não monetários, (iii) obrigações, (iv) acções, (v) provisões matemáticas de seguros e capitalização.

Os meios líquidos (moeda e depósitos nas caixas de poupança) representam uma forte proporção que traduz aquilo a que se chama *preferência por liquidez*, a qual juntamente com a procura de segurança e da rentabilidade é uma constante no comportamento das poupanças.

A poupança tem por tarefa adaptar os comportamentos duns (*preferência por liquidez*) às necessidades dos outros (investimento a longo prazo).

Existem dois circuitos principais de transformação, também chamados circuitos financeiros.

**Primeiro:** o dos bancos, que exercem simultaneamente as funções de bancos de depósitos (curto prazo) e dos bancos de negócio (longo prazo) e podem praticar sozinhos a transformação dos seus fundos.

**Segundo:** o do tesouro, que alimentado pela liquidez colectada e pelas emissões de títulos do tesouro e recurso dos bancos e do BC financia o eventual *deficit* orçamental e concede empréstimos no País e no estrangeiro.

#### **2.3.1.1.1. Poupança Financeira (PF)**

Para certos autores, como [De Abreu; 1993], por PF “entende-se o volume total de depósitos a prazo na economia”. Mas esta forma de definição de PF mostra-se bastante restrita, sendo que a definição apresentada por Hussain *et al* (2007), mostra-se mais abrangente ao considerar que a PF deve ser considerada “a porção da poupança privada que é mantida sob a forma de activos financeiros no SF formal (...) que compreende instrumentos bancários de curto e longo prazo, instrumentos não bancários como obrigações de tesouro e outros títulos governamentais e a carta comercial.”

No entanto reconhece-se que esta medida de poupança possui alguns problemas pois há outras formas de poupança não captada pela mesma, como bens duráveis, ouro, acções, *stock* de comida, entre outras.

Em Países caracterizados por baixo grau de desenvolvimento financeiro, como é o caso dos PED, a procura de activos compõe-se basicamente de depósitos bancários (a vista e a prazo) – sendo por isso que estes activos foram utilizados como medida da PF. Esta condição é reconhecida por diversos autores, inclusive Fry (1995), Agénor e Montiel (1999) e os próprios “pais” do modelo de liberalização Shaw (1973) e McKinnon (1973) [Hermann; 2003].

Para o estudo em causa considerar-se-à a PF o total dos depósitos bancários para o período 1994-2006. Torna-se importante abrir um parênteses para esclarecer a relação entre o os depósitos a prazo e o M2, implicando isso fazer uma memória sobre os agregados monetários.

M1 – notas e moedas em circulação + depósitos bancários a ordem — é o agregado mais líquido.

M2 – quase moeda (M1) + depósitos bancários a curto prazo (até um ano)

M2+ = M2 + depósitos a prazo (superiores a um ano)

M3 = M2 + títulos de dívida pública de curto prazo.

M4 = M3 + títulos de dívida pública de médio e longo prazos, acções e obrigações do sector privado.

### **2.3.1.2 Taxas de Juro**

A *TJ* é o “custo de tomar empréstimos ou o preço pago pelo aluguer de fundos” [Mishkin, 1998 : 453] e pode ser subdividida em: *TJ's activa* — *TJ's* cobradas pelas instituições financeiras (IF's) às pessoas ou entidades a quem concedem o crédito; e *TJ's Passivas* — que representam as *TJ's* pagas pelas IF's aos seus depositantes.

A diferença entre os valores médios dessas duas *TJ's* é designada por *taxa de margem financeira*, a qual representa o ganho das IF's nas operações de crédito e depósitos. Pode-se também distinguir a *TJ Nominal* (a *TJ* propriamente dita) da *TJ Real* — a *TJ* expurgada da inflação, que reflecte o ganho do depositante em termos do poder de compra e o verdadeiro custo do empréstimo.

Segundo Miskin (1998), variações nas *TJ's* podem ser explicadas pelos seguintes factores, nomeadamente:

**Taxa de inflação:** quanto maior for a taxa de inflação, maior será a *TJ* nominal, e menor a *TJ* real;

**Política monetária:** utilizada pelos bancos centrais para influenciar as *TJ's* através de operações de mercado aberto, e manipulação das taxas de redesconto — *TJ* que o banco central cobra aos bancos pelos empréstimos de desconto [Hillbrecht,:1999, 356];

**Procura de moeda:** como a *TJ* é o preço pago pela utilização do dinheiro, quanto maior for a procura de moeda maior será o seu preço (a *TJ*);

**Risco do devedor:** quanto maior for o risco de devedor, isto é, a possibilidade de não cumprir com o pagamento, maior será a *TJ* exigida pelo credor.

### **2.3.2 O Modelo Econométrico**

Na visão de McKinnon-Shaw antes que um auxílio a RF prestaria um des-serviço ao desenvolvimento económico, entendido a partir de duas relações de causalidade (positivas) fundamentais :

- (i) entre a taxa de crescimento( $g$ ) e a sua taxa de poupança( $\delta$ ) da economia;
- (ii) entre a taxa de poupança e a estrutura de *TJ's* reais ( $\theta$ ). [ Hermann:2003]

Matematicamente teríamos:

$$\delta = f(\theta, g); \theta' > 0 \text{ e } g' > 0 \quad (1)$$

$$\frac{\Delta f}{\Delta \theta} > 0; \frac{\Delta f}{\Delta g} > 0$$

o que nos dá a seguinte função matemática (2)

$$PFR = \beta_0 + \beta_1 PIBR + \beta_2 TJPR + \mu_i$$

Como pretende-se medir a elasticidade da poupança em relação a variação da TJRP e Taxa de crescimento do PIBR, ou seja a variação percentual da poupança para uma dada variação percentual da TJ, e da taxa de crescimento e assumindo que para além da TJ e o PIBR existem outros factores que afectam a poupança, teremos:

$$\ln PFR = \beta_0 + \beta_1 \ln PIBR + \beta_2 TJPR + \mu_i$$

onde:

$\beta_0$  - int *ercepto*

$\beta_1$  - *coeficiente* de estimação do efeito da o crescimento económico na taxa *PF*

$\beta_2$  - o *coeficiente* que mede a relação entre a TJPR e taxa de *PF*

$\mu$  - outros factores que influenciam a taxa de *PF*

Os sinais esperados para os diferentes coeficientes são:

$\beta_0 = 0$ , o nível de  $\delta$  quando todas as variáveis explicativas são nulas;

$\beta_1 > 0$ , um aumento na taxa de crescimento leva ao aumento da *PF*

$\beta_2 > 0$ , uma variação percentual da TJRP levará a uma variação percentual positiva no nível de *PF*

$\mu_i \neq 0$  existem outros factores que influenciam o nível de poupança para além do *PIBR* e da *TJPR*.

### 2.3.3 Dados necessários, Fontes e Limitações

Os valores das TJ a ser usados para correr a regressão são os aplicados aos depósitos a prazo (superiores a um ano). A dedução das TJ's procedeu-se da seguinte maneira: fez-se a recolha dos dados mensais das TJ's aplicáveis aos depósitos (disponíveis nos BE's do BM) aplicadas a prazos superiores a um ano (em que, no caso Moçambicano, para o período em análise, de 1994 a 1997, existiam, taxas aplicáveis a depósitos com prazos de "1 até 2 anos" e de "mais de 2 anos". Em

1998 passou a aplicar uma única taxa para depósitos “*superiores a 1 ano*”. Para o período em que existiam duas taxas achou-se a média aritmética.

Tendo em mente os problemas característicos de variáveis nominais, procedeu-se à dedução das TJPR, retirando o efeito da inflação nas TJPN's, segundo a fórmula :  $TJPR = TJPN - \pi$

Para PF, fez-se o uso dos dados referentes aos depósitos totais disponíveis reportados na síntese do SF consolidado, nos BE's do BM.

Como os dados da TJ's usadas para correr a regressão foram trimestrais, procedeu-se à dedução da taxa de inflação média trimestral registada no período em análise, para que se procedesse à expurgação da inflação tanto na PF como na TJ, tornando as variáveis reais, o que permite que se estime o real efeito da TJPR e taxa de crescimento do PIBR sobre a PFR.

*“A inflação exerce influência sobre a poupança de duas maneiras, a primeira encoraja a manutenção de activos reais do que em activos fixos em valores normais, e tal reduz a poupança (Howard, 1978), e a segunda cria um sentimento de incerteza e pessimismo em relação ao futuro e por conseguinte desencoraja a poupança” (Deaton, 1977 e Gylfason, 1981) apud Uremadu; (2007).*

A principal limitação enfrentada durante a realização dependeu-se na compilação da informação estatística, concretamente na obtenção de uma série suficientemente longa, na base para as variáveis em estudos. Tal exigiu, que para o caso da TJ, e inflação ( em que os dados são apresentados numa base mensal) se calculasse a média aritmética trimestral. E para o PIBR cujo dados só existem numa base anual, recorreu-se ao método de Lisman e Sandee (1964) – *método de desagregação de séries temporais anuais em trimestrais*, para dedução da série trimestral do PIB (vide Apêndice 1). Por tanto, admite-se que o tratamento exigido ds dados, com vista a obtenção de uma série relativamente longa, possivelmente tenha reduzido a qualidade dos dados, mas acredita-se que os pelo mesmos, forneceram uma indicação da real relação entre as variáveis em estudo.

## **Capítulo III: O Processo de Liberalização Financeira em Moçambique**

Os argumentos de Mckinnon e Shaw em favor da liberalização financeira tiveram grande influencia na actuação de instituições financeiras internacionais e constituíram um elemento dos programas de ajustamento recomendados pelo FMI e WB em muitos PED.

Moçambique não fugiu à regra, tendo sido abarcado, através do PRE<sup>10</sup> em 1987, com a implementação de uma série de reformas no âmbito da passagem do sistema de gestão centralmente planificada para o sistema de gestão capitalista.

Na análise do processo de liberalização em Moçambique, far-se-ia a divisão do período em estudo (1987 – 2006), em três (3) sub períodos<sup>11</sup>: de 1974<sup>12</sup> a 1992- SF moçambicano sob a política de RF; 1993 a 1996 — período de reforma do SF; e de 1997 a 2006 — SF sob política de LF.

Considerando que o SF é o conjunto formado pelas instituições, mercados, políticas e a legislação financeira, entendemos que uma reforma de somente uma das partes não faria sentido, sendo necessário incluir todos os componentes do sistema. Neste sentido procuraremos destacar o conjunto de aspectos que caracterizaram cada componente em cada sub período.

### **3.1 SF moçambicano sob política de RF: de 1974 a 1992**

Com o alcance da independência em 1975 e adopção do sistema de gestão socialista, sentiu-se a necessidade de se implementar transformações no SF de modo a ajustá-lo à nova realidade, considerando-se que “na prossecução destes objectivos, a banca deve desempenhar um papel importante, como instrumento do Estado, na centralização e distribuição dos recursos financeiros do País e no seu controlo.” [ Boletim da República – suplemento, Lei nº 5/77 de 31 de Dezembro]

---

<sup>10</sup> Em 1987 incorporou-se a componente social passando a designar-se Programa de Reabilitação Económica e Social (PRES).

<sup>11</sup> A compilação da legislação e políticas que caracterizaram cada período foi feita com base em [Abreu, P.; 2005 e Navalha, F.; 2007]

<sup>12</sup> Apesar do período em análise não incluir o ano de 1974, iniciar-se deste ano por uma questão de contextualização

No Quadro Institucional e Político o período foi basicamente caracterizado por:

- Processo de integração da banca e conseqüentemente monopolização por parte do Estado da actividade de intermediação financeira (banca, comércio de câmbios e seguros);
- Criação de um banco emissor que também exercia as funções de um banco comercial;
- Limitação da diversificação de produtos financeiros e quase substituição do papel de intermediação financeira, função do SF, pelo mecanismo de afectação de recursos via plano estatal central;
- Estabelecimento administrativo das taxas de TJ e de câmbio.

Neste período foi introduzida diversa legislação (vide Anexo B, Tabela 5) que permitiria que o Estado implementasse os aspectos característicos dum sistema centralmente planificado, como o aviso do BM de 4 de Março de 1977, que definia as bases para a fixação das TC's.

No que tange à política de TJ's vigente neste período, esta, foi caracterizada por repressão das TJ's, mantendo as TJ's rígidas, com algumas especificidades à medida que a economia ia evoluindo, como se apresenta a seguir<sup>13</sup>:

**TJ's Reprimidas, de 1974 a 1980:** as TJ's eram fixadas através das portarias nº 35/74 e nº 36/74 de 26 de Novembro de 1974, que fundamentavam a política com vista ao alcance dos seguintes objectivos: (i) aumento do volume de crédito concedido às actividades económicas, (ii) orientar o crédito preferencialmente para as actividades produtivas, mormente agro-silvo-pecuária e para a exportação e (iii) fomentar a poupança e outras disponibilidades monetárias, e através de critérios eficientes, mobilizá-los para o investimento. Daí que [De Abreu,S; 1993] aponte uma nota ao facto de que "as TJ, tanto activas com as passivas, diferiam simplesmente de acordo com os prazos, perfazendo um total de 6 taxas activas e 8 passivas, com níveis entre 2 e 11%. Como a inflação estava por volta dos 16.3%, é facilmente perceptível que as TJ's reais eram negativas".

**Escalonamento das TJ's em Função das Prioridades, de 1981 a 1986:** nos termos da resolução nº 11/80 de 31 de Dezembro, realiza-se a primeira alteração no regime de fixação das TJ's, ao reduzi-las sensivelmente, reconhecendo-se a necessidade de se manter uma distribuição mais eficiente dos já escassos recursos financeiros, com vista a estimular o desenvolvimento dos sectores

---

<sup>13</sup> A evolução da política apresentada em cada fase do processo de liberalização é baseado em [De Abreu.;1993]

considerados prioritários. Neste sentido, a diferenciação foi feita baseando-se, nos sectores de actividades, tipo de propriedade e finalidade.

Atendendo que o País estava sob gestão do sistema socialista, a prioridade era para o que era considerado sector socialista. Nesta ordem de ideias, o escalonamento das prioridades era feito na seguinte ordem decrescente: cooperativas, sector familiar, empresas estatais, empresas privadas e finalmente os particulares.

Portanto, pode-se verificar que tanto o quadro institucional e político, quanto o jurídico/legal que caracterizavam o SFM, no período compreendido entre 1987-1992, remete-nos a aspectos característicos da política de RF.

### **3.2 Período de Reforma do SF moçambicano: de 1993 a 1996**

Como resultado da política vigente no período de RF, o SFM era reduzido e limitado, e segundo Maleiane (1997), a característica dominante do SF moçambicano não era exactamente de *mono-banco* como acontecera em muitos Países, dado que o BM compartilhou o mercado com o BPD e BSTM, apesar de, que, sob ponto de vista funcional, ao assumir simultaneamente a função emissora e comercial, fazia com que os traços vitais de *mono-banco* estivessem sempre presentes. Os principais constrangimentos enfrentados durante o período de RF são apresentados no quadro seguinte:

**Quadro 2: Principais Constrangimentos no Funcionamento do Sector Financeiro sob a política de RF.**

- Como consequência da política de economia centralmente planificada adoptada, o BM era simultaneamente o garante do financiamento do plano e superior das actividades dos Bacom's;
- a autonomia institucional do BM foi em grande parte reduzida, uma vez que sendo o governador membro do conselho de ministros o financiamento ao défice do estado e a outras actividades consideradas prioritárias no programa económico, seguia critérios ditados pelos imperativos do plano e de subordinação, e muito menos critérios de eficiência e eficácia;
- o mecanismo de preços fixos, fez com que a TJ deixasse de representar o preço do dinheiro e, como tal a sua manipulação foi de forma administrativa e com base nos fins do plano;
- Em face de uma certa obrigatoriedade de pagamento dos cheques das empresas estatais, com base nos défices de programas que não eram pagos pelo Estado, o cheque ficou descreditado, com prejuízos directos sobre os meios de pagamento alternativos á emissão e circulação de moeda;
- as calamidades naturais ( cheias no sul e secas do centro) acompanhadas da fixação administrativa de preços contribuíram para agravar as distorções entre a procura e oferta agregadas, factor que criou as condições para a proliferação da economia subterrânea, particularmente entre 1982 e 1986, período em que a crise económica se generaliza, arrastando consigo o metical, que gradualmente passou a ser preterido, em favor da troca directa e/ou de moeda estrangeira.

Fonte: Maleiane (1997)

Assim, foi adoptada uma política fiscal criteriosa, tendo sido levadas a cabo várias acções com vista a criação de condições para a promoção do crescimento económico contínuo, correcção dos desequilíbrios da balança de pagamentos, redução e controle da inflação; bem como uma política monetária fortemente restritiva (limitação quantitativa do crédito, ajustamento das TJ's, controle e ajustamento do crescimento da liquidez na economia), de modo a garantir a redução das pressões sobre a procura de crédito, melhor adequação entre os recursos de captação e os de aplicação, a redução do défice da balança de capitais e estabilidade do poder de compra do metical.

As reformas realizadas culminaram: (i) no ajustamento das TC's e das TJ's, (ii) no Controlo quantitativo e selectivo do crédito, (iii) na criação do mercado secundário de câmbios, (iv) no estabelecimento do quadro normativo do exercício da actividade de intermediação financeira, e (v) na criação do INSS.

A reforma jurídico-legal e institucional, caracterizada pela aprovação e implementação de leis (vide Anexo B, Tabela 5) que visavam conceder uma cada vez maior liberalização, diversificação das actividades do sector e abertura ao sector privado, através da Lei 28/91, permitiu a implementação de uma característica fundamental da Política de LF: a abertura do sector financeiro à iniciativa privada, nacional e estrangeira. A implementação da Lei 1/92 permitiu que o BM passasse a exercer as funções exclusivas por excelência de BC, o que representa um indicativo do reconhecimento da necessidade de existência de uma autoridade monetária a zelar pela estabilidade macroeconómica do País.

No quadro dos instrumentos de Política, foram levadas a cabo acções com o objectivo de tornar o SF mais liberal, levando à eliminação por definitivo da existência de bancos estatais no SFM. Dentre outras, destacam-se a privatização de todos os bancos do Estado e a eliminação dos monopólios nas áreas de seguros, comércio de câmbios e operações com o exterior e a semi-liberalização das TJ's através da fixação de limites máximos para as operações de crédito e mínimos para os depósitos.

A Política de TJ's basicamente consitiu em ajustamentos caracterizados, por:

**Fixação da TJ com base na Finalidade dos Créditos, de 1987 a 1988:** o início desta política coincide com a data da introdução do PRE. De 01/01/87 até finais de 1988, foi implementado um sistema de escalonamento dos sectores por níveis, de acordo com os critérios de prioridade pre-definidos pelo Governo, o que resultou nos seguintes níveis, por ordem de importância: 1º) actividades produtivas prioritárias do desenvolvimento sectorial planificado; 2º) actividades relacionadas com o sector dos serviços, pequenas e médias empresas comerciais, incluindo, entre outros, os empréstimos a particulares para bens essenciais de consumo; e 3º) actividades menos essenciais e de maior risco, não contempladas nos níveis anteriores, incluído, entre outros os empréstimos a particulares para bens não essenciais.

Por sua vez, em cada nível, as TJ's eram divididas consoante a finalidade do crédito e o tipo de organização da produção, e escalonadas por prazo das operações, totalizando 54 taxas a aplicar pelos Bacom's aos seus mutuários.

**Correcções Graduais das TJ's, de Janeiro/89 a Março/92** – neste período foram realizadas correcções nas TJ visando por um lado reduzir o seu diferencial relativamente a inflação e por outro a simplificação das tabelas, na perspectiva da posterior unificação das TJ's. No período compreendido entre 1989 e finais do primeiro semestre de 1991, realizaram-se 4 ajustamentos das taxas, o que permitiu que se registasse uma TJR, positiva, condicionada não só pelas correcções graduais mas também pelo controle e redução da inflação (1991 foi o ano de menor inflação depois do PRE, tendo registado a média anual de 33,3% como resultado do melhor desempenho das políticas monetária e orçamental nesse ano. ( vide Anexo B, tabela 8)

O crescimento da actividade comercial, conjugado com o início da liberalização dos preços e das importações, pode ter influenciado o deslocamento do comércio para o nível 3, decisão esta que teve efeitos adversos, na medida em que, por causa de factores como o risco creditício, a rápida rotatividade dos activos, margens de lucro bancário relativamente maiores, contribuíram para que os bancos direccionassem o crédito para o comércio.

Até finais de Outubro de 1990, as TJ's para investimentos referentes ao 1º nível, mantiveram-se inalteradas, apesar das correcções verificadas em outras taxas, o que comprova o facto de a TJ ter sido utilizada como um instrumento para-fiscal e de grande papel na política de selectividade do crédito.

Uma comparação entre as taxas para as OA da tabela que entrou em vigor em Novembro de 1990 com as da tabela de 01/01/89, pode servir para constatar a preocupação por parte do Governo no sentido de diminuir a diferença entre as taxas dos níveis existentes, aspecto igualmente coerente com a perspectiva de unificação posterior das TJ's.

Igual procedimento teve lugar em relação às taxas das OP, pois com a eliminação dos grupos no 1º nível e a elevação substancial das respectivas taxas observa-se um crescimento considerável das TJ;s para os depósitos a prazo (a remuneração manteve-se em 3% entre 1987 e 1991), dado que em termos reais, eram as que vinham sendo mais negativas, no período anterior. Com vista a

simplificação gradual das tabelas e a posterior unificação, em Julho de 1991 entra em vigor uma nova tabela, reduzida a dois níveis.

Entre princípios do segundo trimestre de 1991 e finais do primeiro trimestre de 1992 manteve-se essencialmente inalterada a lógica de revisão das taxas, em que as taxas do 1º nível continuaram a crescer mais aceleradamente que as do 2º e as de longo prazo de forma mais suave.

Portanto, torna-se mais visível o esforço do Governo no sentido de atribuir à TJ o seu verdadeiro papel de indicador do custo do dinheiro no lugar de sua manipulação como instrumento para-fiscal e variável importante da política de selectividade do crédito.

Um aspecto importante a referir é o facto de que a tabela que vigorou de Julho a Setembro de 1991 procurava induzir os Bacom's a atribuírem crédito de longo prazo, uma vez que as TJ's dos depósitos a prazo até um ano não permitiriam margens aceitáveis, face aos níveis das taxas das OA para igual período.

Outro aspecto não menos importante, realçado por De Abreu, S. (1993) é a redução gradual do *spread* entre as TJ's das OA e OP, o que sugere uma perspectiva de tornar cada vez mais atractiva a PF. Contudo, a imposição dos limites quantitativos à expansão do crédito e a manutenção de um desequilíbrio financeiro preocupante, a nível dos bancos comerciais, como por exemplo a opção dos bancos, durante vários anos pelas operações de crédito a curto prazo, foram factores que contribuíram para a manifestação de efeitos colaterais da política de TJ's.

*" (...) importa ter em conta que, em Dezembro de 1990 o volume de depósitos a prazo representava apenas 5% da oferta total de moeda, peso que em 1991, subiu somente para 7%. Ou seja, a estrutura dos recursos do SB mostrava-se coerente com uma maior canalização do crédito para projectos de curto prazo, pois os depósitos à ordem praticamente não eram remunerados, gerando custos apenas de manutenção e de Movimentação". [De Abreu, S.;1993]*

#### **Variação das TJ's em Função dos Prazos de Execução dos Projectos, de Abril /92 a Abril /93**

Em Abril de 1992 entrou em vigor uma tabela em que, pela primeira vez, as TJ's para as OA deixaram de estar estruturadas por níveis diferenciados. Com a nova tabela a TJ deixou de ser um instrumento para-fiscal e variável importante da política de crédito selectivo.

Em Novembro de 1992, ocorre uma outra alteração que é acompanhada de uma redução dos escalões de taxas por prazos, de 6 para 4. Esta simplificação ocorreu simultaneamente com uma forte redução

do *spread* entre as taxas de longo prazo e de curto prazo, através de uma maior elevação das TJ's para os meios circulantes.

**Semi-Liberalização das TJ's de Maio/93 a Maio /94:** os dois primeiros anos de aplicação da nova Lei Orgânica do BM<sup>14</sup> caracterizam-se pela adopção de medidas que introduziram mudanças radicais na política de TJ, primeiro com a unificação das taxas em Abril de 1992 e depois com a semi-liberalização das TJ's, a partir de Maio de 1993.

Neste sentido, em Maio de 1993, o BM procedeu a Semi-Liberalização das TJ's definindo e anunciando taxas máximas para as OA (de modo a evitar que os bancos realizassem operações especulativas) e mínimas para os depósitos a prazo (para proteger os aforradores de activos financeiros).

No período em análise, a PF observou uma tendência crescente contínua, na qual a maior proporção sempre foi para os depósitos à ordem, o que pode ser explicado pelo nível de rendimento baixo no País. (Vide Anexo A, Gráfico 5 ).

Os aspectos relevantes a considerar neste período são: a entrada de dois bancos (o *Banco do Fomento Exterior* e o *Banco Português do Atlântico*) em 1992. O BM tinha como objectivo o lançamento de novos produtos financeiros, mais diversificados e competitivos por parte dos Bacom's, que conjugado com a aprovação da Lei Orgânica de Janeiro de 1992, conferiu maior autonomia ao BM na tomada de decisões sobre aspectos financeiros e contribuiu para uma maior dinamização e transparência no processo administrativo.

Segundo o relatório do BM (1993), em 1993, assiste-se a uma relativa desaceleração do peso dos depósitos a prazo, acompanhada por uma crescente importância de NMC, o que entre outros factores pode ser explicado pela resistência dos Bacom's à captação de poupanças, relacionada com os seus custos de ineficiência e uma certa oposição à limitação quantitativa de crédito.

Durante o ano de 1994, as condições do Acordo Geral de Paz, assinados em 1992 influenciaram o comportamento dos agentes económicos na gestão da sua carteira de depósitos, devido às expectativas em torno do futuro político (primeiras eleições multipartidárias) e a prevenção dos efeitos corrosivos gerados pela inflação. Os depósitos a prazo quase que duplicaram, tendo aumentado de 27% para 50%, comportamento que persistiu até 1995. Este cenário pode ser

---

<sup>14</sup> Introduzida em 1992 aquando da separação institucional do BM das funções de Banco Central e comercial do BM

resultado da entrada de um novo banco, ocorrido em finais de 1995, cujo impacto a curto prazo traduziu-se por um esforço de competição das quotas de poupança existentes por via de condições mais atraentes e produtos financeiros mais desenvolvidos.

### **3.3 SF Moçambicano sob o sistema de LF: de 1997 a 2006**

Este período foi basicamente caracterizado por uma série de acções a nível do SF com vista a adequá-lo à nova realidade – uma economia com um SF liberalizado. As acções foram de âmbito jurídico-legal, jurídico-institucional e nos instrumentos de política (vide Anexo B, tabela 5). De um modo geral, o objectivo era introduzir novos produtos financeiros, o que culminou com: (i) a criação da BVM, (Decreto 48/98); (ii) o reforço do sistema de controle prudencial do BM através do uso de instrumentos de controle indirecto, (iii) a criação dos MMI e MCI, através do Aviso 12/GGBM/97, em que o controle da oferta monetária passou a ser feita através da combinação destes dois mercados, e (iv) o alargamento da oferta de serviços financeiros a agentes económicos que antes não tinham acesso aos serviços financeiros, através da aprovação e implementação do Decreto 56/2004.

As TJ's são liberalizadas, isto é, são determinadas em função das condições de mercado.

#### **3.3.1 A Política de TJ's Liberalizadas**

O ano de 1994 foi marcado por importantes alterações na política de TJ, acção iniciada em 1993, visando ajustar este instrumento de política monetária aos critérios de liberalização e de competitividade do SF, sendo que “ o BM procedeu, em 1 de Junho, à completa liberalização das TJ's das operações activas e passivas, mantendo sob sua responsabilidade, a fixação da taxa de redesconto<sup>15</sup>”. [RA;1994:39]

A liberalização das TJ's atribui nota positiva, a curto prazo, uma vez que permitiu que os bancos e os demais agentes económicos procedessem à negociação do preço do dinheiro com base em critérios de mercado, como o risco comercial e cambial envolvido nas operações bancárias.

Entretanto, a liberalização das TJ's vai de encontro a uma política mais comprometida com os esforços de promover a captação da PF, que no contexto da nova metodologia de AIL's, em vigor, representa um factor de ponderação importante.

---

<sup>15</sup> que representa o preço do dinheiro do BC

Em suma, constata-se que a partir de um política de TJ's rígidas, caracterizada pela repressão das TJ's em função dos objectivos centrados nos sectores considerados prioritários, sentiu-se necessidade de fazer ajustamentos em função do desenvolvimento da economia, até alcançar-se o estágio da completa liberalização, de modo que as TJ's fossem estabelecidas consoante as condições do mercado.

Nos períodos seguintes, de 1997 a 1998, observou-se uma reversão na situação e os depósitos a prazo e à ordem em moeda nacional cresceram, o que demonstra uma assinalável procura de serviços bancários pelos aforradores devido a vários factores, dentre os quais destacam-se:

- Introdução de ATM's, gerando uma maior competitividade na captação de poupanças;
- Incentivo ao crescimento económico via concessão de créditos, o que reflecte uma maior racionalização deste pelas Instituições de Crédito, traduzida na melhor avaliação, limpeza e reestruturação das suas carteiras;
- Difusão do cartão de débito e introdução do cartão de crédito internacional;
- Entrada do Banco Internacional do Comércio, que contribui para a diversificação do capital;
- Desaceleração da taxa de inflação observada em 1996 e prosseguida em 1999;
- Redução do coeficiente de reserva obrigatória reduzindo o custo de captação de poupança;
- Estabilidade da TC que torna menos vantajoso o recurso à moeda estrangeira;
- Privatização do maior Bacom do País (BPD) e de outras instituições públicas, o que permitiu a introdução de novas tecnologias, produtos financeiros e melhoria da prestação de serviços, qualidade da carteira de empréstimos, levando a maior confiança relativamente ao futuro.

Em 2000 verificou-se um aumento nos depósitos resultante das receitas de exportação pelo sector exportador mas sobretudo depósitos das organizações não governamentais que receberam doações em montantes consideráveis para fazer face às necessidades derivadas das cheias. Em 2001 e 2002 continua-se a verificar a tendência crescente dos depósitos, o que pode ser explicado pelo aumento do PIB em 8.3%, resultante do pionerismo da implementação do PARPA (Plano de Acção para a Redução da Pobreza Absoluta).

No conjunto dos depósitos totais, os depósitos à ordem continuaram a constituir a principal componente.

Em 2003 os depósitos totais sustentados em parte pela entrada líquida de receitas de exportações, mas também pelo financiamento externo dirigido a empresas e residentes, e também pelos novos créditos concedidos pelo sistema bancário interno.

### **3.4 Resultados da LF em Moçambique**

Em 1975 TJN praticada na concessão de depósitos bancários por um período superior a 1 ano era de aproximadamente 43%. Como a inflação registada no mesmo ano foi de 400%, claramente verificou-se que a TJR<sup>16</sup> era de - 350%.

Entretanto no âmbito do PRE, partir de 1989, começa um longo período de ajustamento sucessivos das TJ, caracterizado por alterações na estrutura e nos níveis das TJ's. situação que contribuiu para que Moçambique começasse a mover do sistema de repressão financeira (caracterizado baixos níveis de TJ's e estabelecidas administrativamente, programa de crédito direccionado, elevado nível de dívida pública no sector bancário) para um sector financeiro liberalizado em que as TJ's são determinadas consoante as condições de mercado e os empréstimos bancários são concedidos, livres de regulamentos não prudenciais.

Actualmente o SFM, esta a acompanhar a dinâmica de crescimento da economia moçambicana. Esforços têm sido realizados a nível do mesmo através da realização de reformas visando modernizar, diversificar e principalmente adequar o SF ao desenvolvimento da economia moçambicana, concretamente em tornar acessível os serviços bancários aos indivíduos de rendimento baixo.

Em linhas gerais o SFM, é actualmente caracterizado por:

- Actividade de intermediação financeira liberalizada;
- Maior integração interna e entre diferentes segmentos do SF
- Redução ou eliminação do monopólio do Estado no sector financeiro;
- Diversificação institucional e funcional do sector financeiro
- Maior cobertura do sector financeiro ao mercado internacional
- Modernização do SF
- Acesso ao crédito por parte das pequenas unidades produtivas continua limitado
- Há fraca mobilização de recursos nas zonas rurais
- O nível de poupança interna aumentou, mas mantém-se baixo.
- Altos custos de intermediação financeira ( TJ's e comissões)

---

<sup>16</sup> Determinada a partir da formula  $TJR = TJN - \pi$ .

- Elevado nível de spread das TJ's
- Concentração de instituições nas principais cidades Grandes assimetrias na distribuição dos serviços bancários pelo País, concretamente das instituições financeiras. Segundo o BM(2007), até 31 de Dezembro de 2006 o País contava com 22 instituições financeiras (vide Anexo A, tabelas 7) monetárias (agências e bancos), significando que cada agente serve uma média de 89.328 moçambicanos.
- Um considerável volume de recursos a circular fora do sistema tradicional - SF informal;
- concentração dos operadores financeiros e da rede de produtos e serviços nos principais centros urbanos, enquanto que a maior parte dos distritos do País(100 a 128) não dispõe de uma única instituição bancária, ATM ou POS. O quadro é idêntico quando se trata de instituições de instituições financeiras, cooperativas e micro-finanças. (vide anexo, tabelas 10 e 11).

## **Capítulo IV : Determinantes da Poupança Financeira**

*“ para uma efectiva mobilização da poupança é vital entender ou capturar os principais determinantes da poupança(...) ”*[Uremadu, 2007]

“ os dados manuseados indicam a existência de um papel considerável por parte da reforma das TJ, na recuperação da PF e no refreamento do procura de crédito em Moçambique. Uma subida das TJ nominais acompanhada por um incremento das mesmas, em termos reais, motivou os agentes económicos a constituírem maior poupança no presente em vez de reduzi-la, dada a eventual compensação dos juros.”[ De Abreu, S.;1993:42]”

### **4.1 Análise e Interpretação dos Resultados**

#### **4.1.1 Análise da estacionaridade das variáveis**

Na análise de séries temporais é preciso ter em conta, o processo estocástico estacionário, *“(...) um processo é estacionário quando a sua média e sua variância são constantes ao longo do tempo e quando o valor da covariância entre dois períodos de tempo depende apenas da distância, do intervalo ou da desfasagem entre os dois períodos de tempo, e não do próprio tempo em que a covariância é calculada.”* [Gujarati, 2006:638].

Esta análise é importante por que permite determinar as propriedades estatísticas da série temporal antes de se fazer o teste empírico, por que se for não estacionária só poderemos estudar seu comportamento para o período considerado, pois cada período será um episódio específico e por conseguinte não seria possível generalizá-lo para todos períodos de tempo, tornando a previsão com pouco valor.

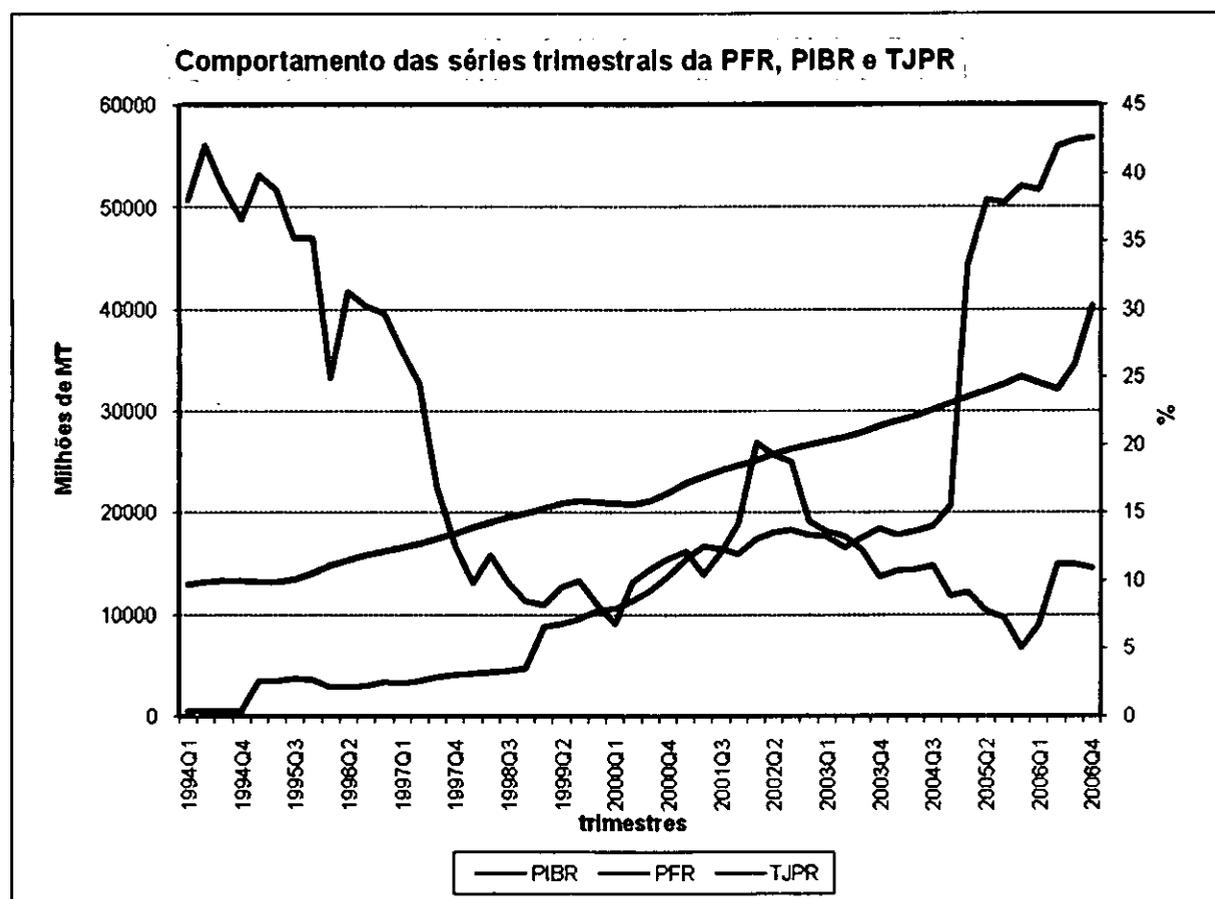
Portanto uma série estacionária *“(...) a sua média, variância e covariância( em diferenças desfasadas) permanecem as mesmas, não importa qual seja o ponto em que as medimos, isto é, elas não variam com o tempo.”* [Gujarati, 2006:639].

A análise da estacionaridade das variáveis é importante para evitar a ocorrência do *fenómeno da regressão espúria ou regressão sem sentido* – que segundo Gujarati (2006), representa a situação em

que um determinado coeficiente tem elevada significância estatística enquanto o  $R^2$  é baixo, levando a que se conclua que existe uma relação estatística significativa entre a variável dependente e a independente enquanto a *prior* não deveria haver nenhuma relação.

Como Gujarati, escreveu uma representação gráfica dos dados é em geral o primeiro passo na análise de qualquer série temporal.

**Gráfico 2 : análise do comportamento das séries trimestrais do PIBR, PFR e TJPR de Moçambique, 1994-2006.**



Os gráficos apresentam, embora com flutuações, (os caso da TJPR e da PFR), um comportamento crescente para PIBR e PFR e decrescente para a TJPR, o que significa que houve mudança das médias das variáveis em estudo ao longo do tempo.

Um teste bastante usado para verifica a estacionaridade ou não estacionaridade de séries temporais é o teste da raiz unitária.

Dickey e Fuller desenvolveram um teste<sup>17</sup> que é conhecido por *estatística ou teste de tau* ou ainda *teste de Dickey- Fuller (DF)* e *teste de Dickey- Fuller Aumentado*<sup>18</sup> assumindo as seguintes hipóteses:

$H_0 : \varphi = 0$  a série temporal é não - estacionária

$H_1 : \varphi < 0$  a série temporal é estacionária

Desenvolveram o seguinte modelo:

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \varphi Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \alpha_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (4)$$

Onde<sup>19</sup>:

$\Delta Y_t$  - variações da variável por analisar a estacionaridade

t - reflecte as variações ao longo do tempo

$Y_{t-1}$  - diferencial da variável a ser analisada

$\Delta Y_{t-i}$  - variações do diferencial da variável a ser analisada

$\varepsilon_t$  - o termo de erro de ruído branco puro (vide footnote)

*“ se o valor absoluto da estatística tau  $|\tau|$ , exceder o valor crítico nas estatísticas tau de Dickey e Fuller ou MacKinnon, rejeitamos a hipótese nula, e nesse caso a série é estacionária. Por outro lado, se o valor absoluto calculado  $|\tau|$ , não exceder o valor crítico de tau, não rejeitamos a hipótese nula o que significa que a série temporal é não estacionária.” [Gujarati; 2006:654]*

Estimando o modelo acima pelo método de MQO, procedeu-se a análise da estacionaridade de cada variável do modelo cujos resultados são apresentados sumariamente<sup>20</sup> na tabela seguinte:

<sup>17</sup> Vide os valores críticos consoante as várias decisões para esta estatísticas, desenvolvidas por McKinnon. (Anexo A tabela 8)

<sup>18</sup> Quando o termo de erro  $\mu_t$  apresenta correlação.

<sup>19</sup> Termo que se a um processo estocástico puramente aleatório em a média é zero, a variância  $\sigma^2$  constante e ele é não correlacionado.

<sup>20</sup> as panilhas completas, vide Anexo C, panilhas II-IV)

**Tabela 3 : Teste da raiz unitária de DF e DFA.**

Variável	Dickey -Fuller (DF)				Dickey -Fuller Aumentado (DFA)				I(d)
	Nível	valor crítico*	1ª Difer.	valor crítico	Nível	valor crítico	1ª Difer.	valor crítico	
LnPFR	-3,28	-3,98	-6,83	-3,98	-3,84	-4,38	-7,04	-4,38	I(1)
LnPIBR	-1,79	-3,98	-5,97	-3,98	-4,47	-4,38	-5,35	-4,38	I(1)
TJPR	-1,395	-3,98	-7,63	-3,98	-1,646	-4,38	-4,29	-4,38	I(2)

\*O valores críticos são referentes ao nível de significância de 5% e foram retirados das panilhas de resultados fornecidos pelo MICROFIT4.0.

Olhando para os valores dos níveis, verifica-se que segundo o teste DF, todas variáveis são não estacionárias de I(1) isto é, o valor absoluto observado é inferior ao crítico, o que significa que não há evidências para se rejeitar a hipótese de que as séries são não estacionárias, por que depois de achada a sua primeira diferença tornam-se estacionárias. Considerando o teste DFA, nota-se a TJPR, é não estacionária de ordem I(2), pois segundo o este DFA o variável não se torna estacionária depois de achada a sua primeira diferença.

#### 4.1.2 Teste de co-integração

Como demonstrou-se na secção anterior a LnPFR, LNPIBR E TJPR, individualmente são não estacionários existindo a possibilidade que a regressão estimada seja *espúria*.

Segundo Caiado (2008), co-integração é método para analisar as relações de equilíbrio entre séries temporais económicas com comportamento semelhante ao longo do tempo e as relações de causalidade entre importantes variáveis económicas (...).continuando argumenta que na definição da cointegração, deve-se tomar me conta que: cointegração refere-se á combinação linear de variáveis económicas não estacionárias e que todas devem ser integradas da mesma ordem, o que não implica necessariamente que estas sejam cointegradas (por outro lado, se as variáveis forem integradas de diferentes ordens, estas não podem ser cointegradas).

Neste sentido, como a TJPR é integrada de ordem diferente da LnPFR e LnPIBR, analisar-se -á a cointegração entre estas duas últimas

Para testar a co-integração recorrer-se-á, igualmente ao teste de raiz unitária DF ou DFA<sup>21</sup>, que se aplica aos resíduos estimados da regressão co-integrante e ao método de Durbin-Watson.

O Teste DF e DFA, consiste correr a regressão dos resíduos da função (3) que pretende-se estimar. A mesma deu:

$$\Delta \hat{\mu}_t = 0.020 - 0.39 \hat{\mu}_{t-1}$$

T - Ratio	(0,45)	(-3,68)
P - Value	[0.656]	[0.001]
$R^2 = 0,23$	$d = 1,92$	

O nível T-Ratio, associado ao coeficiente dos resíduos<sup>22</sup> é estatisticamente elevado, em termos absolutos que quando comparado com o valor crítico de -3,46 aplicados para o teste DF, o que significa que não há evidência para não rejeitar a hipótese de a série não é estacionária, isto é, que os resíduos da regressão é estacionária ou seja é I(0). A conclusão é que apesar de LnPFR e LnPIBR, individualmente serem não estacionária a sua combinação linear é estacionária.

Um outro método é o Teste de Durbin-Watson de regressão co-integrante. Neste teste usa-se a estatística  $d$  (Durbin-Watson) obtida da regressão co-integrante e assumindo as hipóteses:

$H_0$  :  $d = 0$  regressão co - integrante

$H_1$  :  $d < 0$  regressão não co - integrante

Como o  $d$  da regressão co-integrante é de 0.544<sup>23</sup> valor que é superior ao  $d_{crit}$  de 0,511; 3,386; e 0,322 para os níveis de 1%, 5% e 10% respectivamente, não havendo por isso evidências para rejeitar a hipótese de que a PFR, e a Taxa de crescimento do PIBR são co-integrantes, o que vem corroborar com o teste de DF e DFA.

<sup>21</sup> Em que no contexto da co-integração são conhecidos com *testes de Engle-Granger ou de Engle-Granger Aumentado*, em homenagem aos autores Robert Engle e Clive Granger, que determinaram os valores críticos de significância dos testes DF e DFA.

<sup>22</sup> Vide anexo C, panilha Vi

<sup>23</sup> Vide o ponto seguinte

Portanto, baseando-se no teste Engle-Granger e no teste de Durbin Watson, nota que as séries da PFR e taxa de crescimento do PIBR são co-integradas. E segundo Granger (1988) *apud* Caiado (2008), a existência de cointegração entre duas séries integradas em primeiras diferenças implicada causalidade em pelo menos uma direcção, facto que é corroborado pelo comportamento crescente dos gráficos da taxa de crescimento do PIBR e da PFR. Logo embora a análise individual levar a crer que as variáveis apresentem um passeio aleatório existe uma relação de longo prazo estável entre elas. O que significa que a relação entre a taxa de PF e taxa de crescimento do PIB é verdadeira, isto é, em Moçambique o comportamento crescente da taxa de PFR é em parte determinada pela mudança na taxa de crescimento do PIBR.

#### 4.1.3 Estimativas dos parâmetros do Modelo Econométrico

Os coeficientes foram estimados pelo pacote econométrico Microfit 4.0, através do Método de MQO<sup>24</sup>.

Corrido o modelo, obteve-se a seguinte função de PF:

$$\begin{array}{l} \text{LnPFR} = -24.513 + 3.387\text{LnPIBR} - 0.012\text{TJPR} \\ \text{T. - Ratio} \quad (-6.697) \quad (10.008) \quad (-1.221) \\ \text{P - Value} \quad [0.000] \quad [0.000] \quad [0.228] \end{array}$$

$$R^2 = 0.873$$

$$\bar{R}^2 = 0.868$$

$$F_{\text{est}(2,49)} = 168,0793$$

$$P\text{-Value} [0.000]$$

$$DW = 0.544$$

Pelos resultados acima apresentados, as estatísticas descritivas ( $R^2$ ,  $\bar{R}^2$ , F-estatístico), com excepção do coeficientes que exprime a relação TJPR e PF, são significativos, e são aceitáveis para os níveis de significância convencionais de 1%, 5% e 10%.

<sup>24</sup> Panilha completa, vide anexo C, panilha I

O  $R^2$  do modelo é consideravelmente elevado, o que significa que as variáveis dependentes (TJPR, Taxa de crescimento do PIBR) influenciaram em aproximadamente 87.3% o comportamento da taxa de PF mobilizada em Moçambique no período em análise.

Uma análise de significância de cada parâmetro, permitir verificar que o coeficiente relativo ao efeito da taxa de crescimento do PIBR no nível da Taxa de PF é aproximadamente igual á 3,39 e que o mesmo é estatisticamente significativo para todos os níveis de significância convencional de 1%,5% e 10%. A leitura que faz do mesmo é que uma variação na taxa de crescimento do PIB em 1% leva a um aumento da taxa de PF em 3,39%, verificando-se desse o modo uma relação positiva entre a taxa de crescimento e taxa de PF. No entanto, a olhos críticos admite-se que o coeficiente estimado é relativamente elevado, abrindo espaço para dúvida em relação ao mesmo, principalmente admitindo que o processo de obtenção de dados trimestrais possa ter retirado alguma qualidade dos dados. Mas há que reconhecer que o mesmo pelo menos fornece uma indicação da relação entre a PF e taxa de crescimento do PIBR.

Relativamente ao coeficiente que mede a influência da mudança na TJPR na Taxa de PF, nota-se que o mesmo é negativo, significando que em Moçambique uma variação em 1% da TJPR leva a redução da PF em 0.012%. No entanto há que considerar que o mesmo não é significativo pelo menos para os níveis de significância de 1%,5% e 10% e mostra-se contrária a estipulada pela teoria de LF de McKinnon-Shaw de que, partindo de uma situação de RF, com TJ's reprimidas para a de LF, situação em que a determinação das variáveis é em função das condições de mercado, melhor controle da inflação levaria a que as TJ's tornassem-se positivas em termos reais e consequentemente contribuíssem para a recuperação da PF do país. Mas como se pôde fazer menção o mesmo não é significativo, abrindo-se espaço desse modo para questionamento do parâmetro estimado.

Perante estas constatações, não há evidências para não rejeitar a hipótese  $H_0$  de que a liberalização da TJ em Moçambique em Junho de 1994 tenha contribuído para o crescimento crescente da PF, no período 1994-2006.

Portanto, a assumpção de McKinnon-Shaw, não se verifica para o caso moçambicano tal como em alguns países acima citados, cuja relação entre TJRP e taxa de poupança é negativa, facto que é corroborado (por apesar do grau de ajuste do modelo ( $R^2$ )) - indicador que mostra, até que ponto a

variável dependente é explicada pelas independentes que pode estar a ser influenciado pela presença da taxa de crescimento no modelo ser relativamente alto pelo baixo nível significância do coeficiente relativo a TJPR, em que só é significativo a níveis superiores a aproximadamente 22.8%.

Este sinal contrário, mostra que a TJPR não é determinante do comportamento crescente da PF em Moçambique, no período 1994-2006 mas sim que é influenciada pela crescente taxa de crescimento do PIBR, cuja relação é positiva.

O resultado encontrado para o caso Moçambicano, não representa uma situação inédita, igual situação foi constatada por Mina Balamoune-Lutz, citada por Mavrotas (2006) no capítulo 7 do livro “ *Domestic Resource Mobilization and Financial Development*” aquando da exploração das dinâmicas de curto e longo prazos das ligações entre a reforma financeira e a mobilização da poupança doméstica em Marrocos. Balamoune-Lutz, verificou que as melhorias financeiras (definidas como o volume de intermediação), contribuíram para o aumento da poupança privada, enquanto que aumentos na TJ real teve um impacto negativo. A autora argumenta que o desenvolvimento da intermediação financeira não tem um efeito directo na poupança, mas tem uma influência significativa no volume de intermediação. No longo prazo, a poupança possui uma relação estável com a reforma financeira mas a influência da TJ permanece negativa, implicando que o efeito renda é também dominante no longo prazo.

Uremadu (2007), num artigo sobre os principais determinantes da PF na Nigéria, também constatou que para o caso Nigeriano, a TJ tinha uma influência negativa na PF, facto que corrobora com alguns autores por ele citado, nomeadamente Williamson(1968), Boskin (1978), Juster e Taylor (1975), Howard (1978) e Uremadu (2007).

Por seu turno, num estudo sobre as poupanças de particulares em PED Ajayi(1978), *apud* Uremadu(2007), concluiu que a TJ para os depósitos sob o regime de liberalização não é importante na explicação da procura por PF.

Neste contexto constata-se que o comportamento da PF no caso Moçambicano, é determinada pela conjuntura económica, da qual se destaca:

- A bancarização da economia, em que um dos resultados é a actual forma de pagamento de salários tanto de funcionários do sector público, como do privado, via sistema bancário<sup>25</sup>, o que tem faz com os funcionários “obrigatoriamente” tenham pelo menos uma conta em algum banco. Esta situação para além de ser um estímulo para que o funcionários passarem a manter uma parte do seu salário sob forma de poupança, permite que os mesmos se habituem a ideia de usar os serviços bancário e até procurar conhecer outros serviços oferecidos pelo banco em causa.
- A actual proliferação de bancos de Micro-finanças, que tem contribuído para a incorporação de pequenos agentes (particularmente do sector informal) que pelas suas características (manuseio de pequenos montantes monetários, baixo nível de escolaridade) não tinha acesso aos serviços bancários. E considerando que a maioria da população moçambicana auferir rendimentos baixos<sup>26</sup>; e segundo Uremadu (2007), as poupanças de particulares são relativamente menos caras e mais estáveis que as do governo que são muito voláteis e caras, tal situação tem contribuindo sim, para o comportamento crescente da PF em Moçambique.

A não se verificar uma relação de longo prazo entre a TJPR e PFR, a questão que se coloca é será que o cenário, persiste no curto prazo?

Neste sentido regressou-se modelo de diferenças das variáveis,

$$\Delta \ln PFR = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln PIBr + \beta_2 \Delta TJPR + \beta_3 \mu_{t-1} \quad (5)$$

do qual obteve-se a seguinte equação<sup>27</sup>:

$$\Delta \ln PFR = 0.13 - 1.012 \Delta \ln PIBR + 0.018 \Delta TJRP - 0.23 \mu_{t-1}$$

---

<sup>25</sup> Pelo menos onde existe uma agência de um determinado banco.

<sup>26</sup> Segundo o FMI (2006), o PIB per capita estimado de Moçambique, em 2006 rondava em US\$ 337,70

<sup>27</sup> Panilha completa, Vide anexo C, panilha V

Tabela 4: Coeficientes da regressão diferencial da PF em Moçambique

Variáveis	coeficiente	Significância (P-Value)	T-Ratio
$\Delta \text{Ln PFR}$	0.13	[0.016]	2.51
$\Delta \text{TJPR}$	0.018	[0.18]	1.36
$\Delta \text{Ln PIBR}$	-1.012	[0.534]	-0.63
$\mu_{t-1}$	-0.23	[0.010]	-2.70

R(quadrado) = 0.20       $F_{est(3, 47)} = 3.90$   
 P-Value [0.014]

R(quadrado, ajust) = 0.15

D-W=1.79

A regressão em diferenças da indicação de que no curto prazo existe uma relação positiva entre as variações da TJRP e PFR. No entanto a relação não é significativa, para os níveis de significância convencional de 1%, 5% e 10%.

Este resultado permite verificar, que no curto prazo actua o *efeito substituição*, isto é, mudança na TJ faz com que substituam o consumo presente pelo futuro (poupança), facto este, que tinha sido mencionado por [De Abreu, S. 1993], de que para o caso dos PED a evidência empírica sugere que o efeito substituição, segundo o qual o consumo futuro torna-se menos dispendioso que o presente dada uma subida nas TJ, é mais importante que o efeito rendimento, o qual levaria a uma redução da poupança nominal necessária para manter o nível de aforro existentes antes do aumento da TJ.

Notar, que este resultado, vem corroborar com a constatação empírica de que maioria dos autores, actualmente, deposita pouca confiança na validade da relação TJ – P.F admitindo que:

*“A avaliação da evidencia econométrica indica que os rácios de poupanças nacionais podem ser afectados positivamente pela TJ real dos depósitos. Continuando, quando o efeito é estatisticamente significativo, então a sua magnitude não é grande o suficiente para justificar uma verdadeira significância política.”*[Fry;1995:453] *apud* Hermann(2003)

## **Capítulo V : Conclusões e Recomendações**

O processo de liberalização foi caracterizado essencialmente por três aspectos fundamentais, (i) liberalização das TJ, (ii) na alocação do crédito, e na entrada de operadores estrangeiros no mercado doméstico.

Entre a segunda metade da década 80 e meados da década 90, Moçambique implementou o programa de liberalização como esforço para melhorar a mobilização de recursos domésticos e a qualidade do investimento.

O processo de reforma financeira em Moçambique, compreendeu três fases importantes:

- 1975 – 1992 : Período de Repressão Financeira;
- 1993 -1996: Período de Reformas;
- 1994 – 2006: Período de Liberalização Financeira.

A passagem do sistema de RF para o de LF, contribuiu para o desenvolvimento do SF, na medida em que os assistiu-se a introdução de novos produtos e operadores no sistema bancário, aumento da competição, criação do BC que é responsável pela regulamentação do SF com base em instrumentos indirectos.

As reformas implementadas em Moçambique levaram ao crescimento da PF nominal e um relativo desenvolvimento do SFM, mas nada de concreto foi feito durante o processo de liberalização com vista a promoção da PF.

Contudo, a sua influência na PRF é muito limitada e ambígua, pois a evidência empírica não forneceu bases suficientes para afirmar que a Liberalização das TJ tenha contribuído para o aumento da PF no longo prazo, embora uma análise de curto prazo tenha mostrado que as variações nas TJ têm justificado variações positivas da PF. Portanto a PF em Moçambique é determinada pela taxa de crescimento do PIBR, isto é, pela conjuntura económica.

Esta conclusão leva a argumentar que a manipulação da TJR não é um instrumento fiável para influenciar a mobilização de PF no contexto moçambicano.

A experiência da liberalização financeira nos PED, em alguns casos na correcta direcção, mostrou que a transformação da estrutura financeira de uma economia representa um processo complexo que necessita dum profundo entendimento da interacção das ferramentas que estabelecem a ligação entre o sector financeiro e a economia.

Não se pode negar o esforço feito pelas autoridades monetárias no sentido de desenvolver o SF e garantir condições para a mobilização e canalização de recursos domésticos com a promoção do investimento .

É igualmente justo argumentar que até muito recentemente, a construção de um SF doméstico com vista a mobilização de recursos domésticos tem sido negligenciado como uma potencial fonte de financiamento ao crescimento e desenvolvimento de uma economia.

A actual política da LF revela-se adequada para a realidade Moçambicana, pois o desenvolvimento do SFM é visível.

Entretanto, existe um substancial potencial que se for realizado que poderá ajudar a melhorar a capacidade de mobilizar recursos domésticos.

### **Recomendações**

- Criar condições para o aumento do PIB per capita de Moçambique através da redução da taxa de desemprego do país, de modo que se possa acelerar o crescimento e consequentemente da poupança;
- A manutenção da inflação em níveis moderados (pelo menos de um dígito), permitirá que se reduza o impacto negativo sobre as TJRP, estimular os resultados do processo de liberalização, e consequentemente permitir que variações positivas das TJRP influenciem positivamente a variação da taxa de PF;
- A mudança de atitude por parte dos Bacom's em relação aos pequenos poupadores, pois, apesar de os montantes que cada individualmente deposita, ser reduzidos, se criarem condições para que os mesmos sejam os maiores possíveis, o somatório desses pequenos montantes, poderá fazer uma grande diferença.

- Criação de um ambiente conducente ao investimento, boa reputação dos emprestadores pois incentivos ao investimento são mais importante que incentivos a poupanças.

## **Capítulo VI : Referências Bibliográficas**

- BM; Bancarização da Economia – Extensão dos serviços financeiros as zonas Rurais (XXXI Conselho Consultivo); Janeiro de 2007 Nampula.
- BM; Boletins Estatísticos; (1984 – 2006); Maputo.
- BM; Relatórios Anuais (RA's); (1986-2005); Centro de Documentação e Informação.
- Banco Mundial, (2004) no Limiar do século XXI, Relatório de Desenvolvimento Mundial 1999/2000.
- Boletim da República – suplemento, Lei nº 5/77 de 31 de Dezembro
- Caiado, Jorge; (2008) ; Prémio Nobel de Economia: o desenvolvimento de métodos estatísticos para análise de séries temporais económicas e financeiras; disponível em Jcaiado-esce.ips.pt, acesso á 30/03/08
- De Abreu, António Pinto; (2005) Moçambique: SF nos últimos 20 anos – realidades e perspectivas; Tópicos para uma conversa com gestores bancários e diferentes agentes económicos no IFBM;. Disponível em <http://www.portaldogoverno.gov.mz/noticias>; acesso á 25/04/07
- De Abreu, Silvina, A. (1993) o Papel das TJ's em Programas de Ajustamento Macroeconómico com restrições creditícias e Mercado financeiro em Processo de Reforma: Caso Moçambicano; Trabalho de Licenciatura;
- Dicionário de Economia; (1998) Centre d'Entrainemen à l'Economie, Ceneco; Rés editora.
- Gujarati,Damodar; Econometria Básica, Tradução da 4ª edição, editora Campus, 2006.
- Hermann ,Jennifer;( 2001) A experiência argentina de liberalização financeira nos anos 1990.; disponível em [www.ie.ufri.br/moeda/pdfs/a\\_experiencia\\_argentina\\_de\\_liberalizacao.pdf](http://www.ie.ufri.br/moeda/pdfs/a_experiencia_argentina_de_liberalizacao.pdf) acesso á 03/01/08

- Hermann, Jennifer; (2004); Liberalização Financeira e “Crises Gémeas”: uma interpretação pós – keynesiana; São Paulo. disponível em [www.econ.fea.usp.br/seminarios/artigos/jennifer\\_crises\\_gemeas1.pdf](http://www.econ.fea.usp.br/seminarios/artigos/jennifer_crises_gemeas1.pdf) ; acesso á 03/01/08
- Hermann, Jennifer;(2003); O modelo de Liberalização Financeira dos anos 1990:“restatement” ou autocrítica?; disponível em [www.face.ufmg.br/novaeconomia/sumarios/v13n2/hermann.pdf](http://www.face.ufmg.br/novaeconomia/sumarios/v13n2/hermann.pdf) acesso á 22/08/07
- Hussain, N. Mohammed; Mohammed, Nadir e Kamer M. Elwathig ; (2002); Chapter 11 - Resource Mobilization, Financial Liberalization, and Investment: The Case of Some African Countries, International Development Research Centre. Disponível em [www.idrc.ca/en/ev-56351-201-1-DO\\_TOPIC.html](http://www.idrc.ca/en/ev-56351-201-1-DO_TOPIC.html). acesso a 05/04/08
- Inanga, L. Eno e Ekpenyong B. David; Chapter 12- Finance Liberalization in Africa: Legal and Institutional Framework and Lessons from Other Less developed countries; disponível em [www.idrc.ca/en/ev-56351-201-1-DO\\_TOPIC.html](http://www.idrc.ca/en/ev-56351-201-1-DO_TOPIC.html). acesso a 05/04/08
- Kladroba, Andreas; (2005) The Temporal Disaggregation of Time Series; Universitat Duisburg – Essen; Campus Essen.
- Maleiane, A. Adriano; (1997); MOÇAMBIQUE: As etapas da Programa do Crédito no Contexto do Programa de Reabilitação Economia e Social, BM, Departamento de Estudos Económicos e Estatística, *staff paper n° 6*.
- Mavrotas, George; (2006); Domestic Resource Mobilization and Financial Development; disponível em [WWW.palgrave.com/products/title.aspx?PID=286164](http://WWW.palgrave.com/products/title.aspx?PID=286164); acesso a 15/03/08.
- Miskin, Frederic J.; Moeda, Bancos e Mercados Financeiros (1998), 5ª edição, Rio de Janeiro; Publicações Harper Collins.
- Navalha, Felisberto Dinis;(2007); Sistema Financeiro; apresentação a estudantes do curso sobre Micro finanças e Desenvolvimento rural em Moçambique, na Faculdade de Economia da Universidade Eduardo Mondlane; Maputo.

## Apêndice 1

### Breve Referência ao método de Desagregação de dados do PIB anual em trimestrais o método de Lisman e Sandee (1964)

Muitos dados económicos são reportados trimestralmente ou anualmente. Mas as vezes acontece que para um determinado estudo, queiramos dados trimestrais e existam somente os anuais e vice-versa. É neste sentido que surgem as diferentes prespectivas de desagregação de dados anuais em trimestrais.

Um dos métodos para desagregar dados anuais em trimestrais é o desenvolvido por Lisman e Sandee (1964). Lisman e Sandee desenvolveram um método específico para gerar dados trimestrais que sejam consistentes com os anuais, na ausência dos trimestrais.

Portanto, segundo Lisman e Sandee, (1964), citados por Kladroba (2005), quando se pretende valores trimestrais, enquanto somente existem os anuais, e , nada se sabe sobre os valores trimestrais, não podendo se considerar uma sazonalidade ou actual flutuação dos mesmos, postularam:

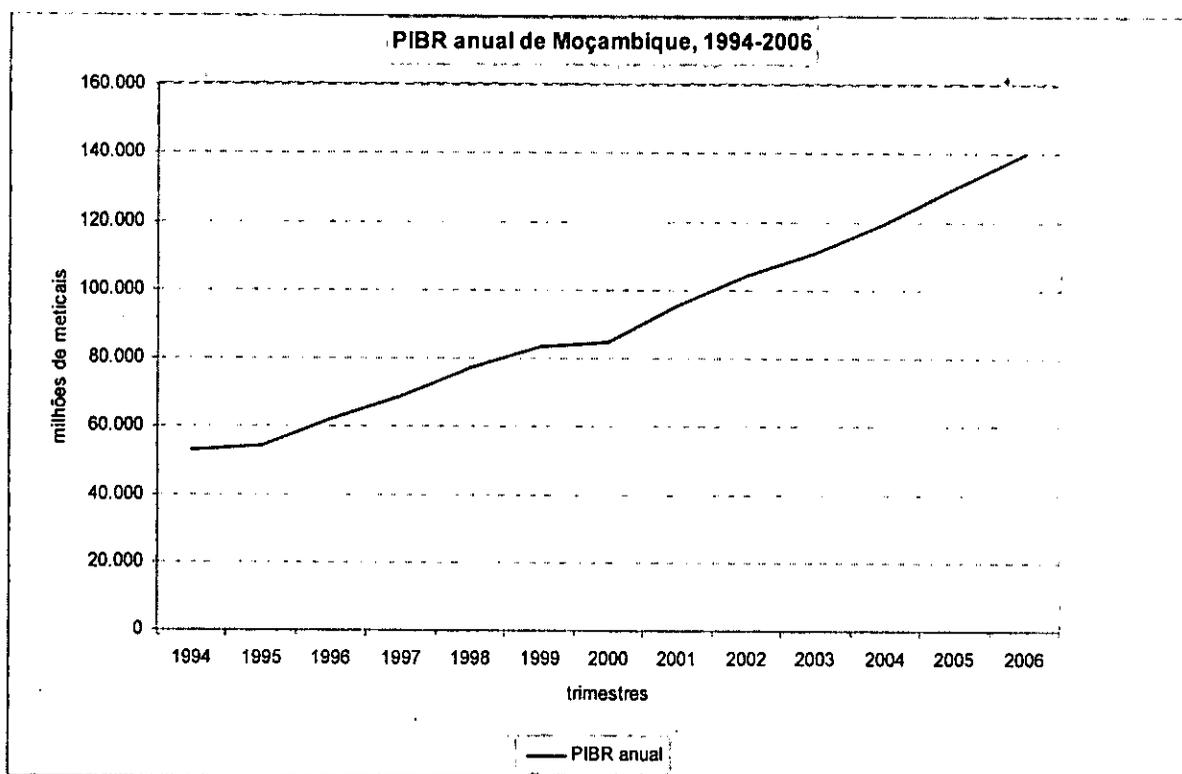
Assumido os valores trimestrais ,  $\chi_1, \chi_2, \chi_3$  e  $\chi_4$ , dependem do fluxo dos 3 anos consecutivos -os fluxos do ano anterior  $Y_{t-1}$ , do ano corrente  $Y_t$  e do ano seguinte  $Y_{t+1}$  pode-se proceder a seguinte transformação linear:

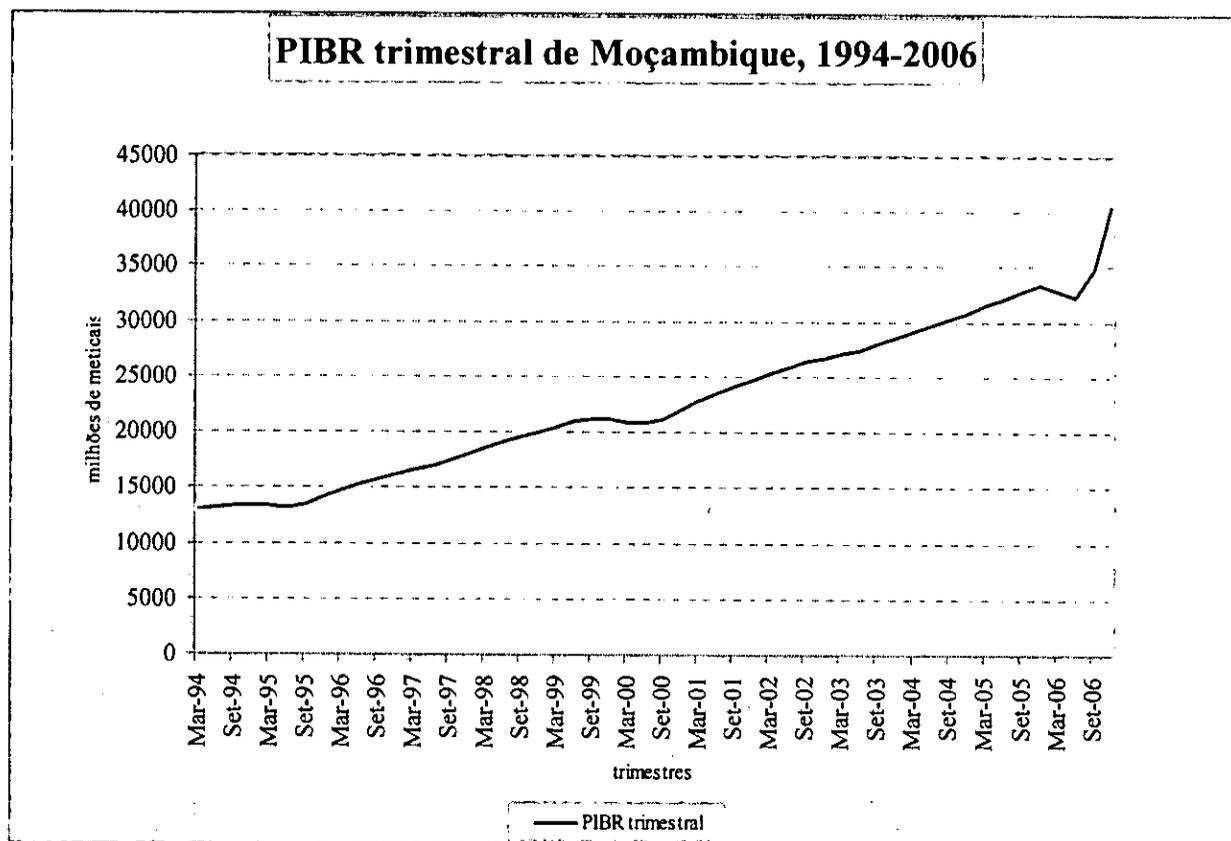
$$\begin{bmatrix} Y_{t-1} \\ Y_t \\ Y_{t+1} \end{bmatrix} = \frac{1}{4}(A) = \begin{bmatrix} \chi_1 \\ \chi_2 \\ \chi_3 \\ \chi_4 \end{bmatrix} ; \text{ onde } A = \begin{bmatrix} 0,291 & 0,793 & -0,084 \\ -0,041 & 1,207 & -0,166 \\ -0,166, & 1,027 & -0,041 \\ -0,084 & 0,793 & 0,291 \end{bmatrix}$$

No entanto, reconhece-se que este método possui limitações uma vez que, que não permite obter os valores trimestrais do primeiro e último anos da série em análise.

Uma alternativa para colmatar esta limitação na dedução de dados trimestrais é incorporar o ano anterior e seguinte do período em análise, por forma a obter os valores trimestrais de todos os anos do período em análise. Esta foi a estratégia usada para obter os dados trimestrais do período em análise (1994-2006), ao considerar nos cálculos os valores do PIB anual de 1993 e 2006.

Aplicado este método aos dados da série anual do PIB Moçambicano, obteve-se a respectiva série trimestral, que como se pode constatar, pela análise gráfica, que a mesma é representativa da série anual, uma vez que apresentam o mesmo comportamento.





## ANEXO A

Gráfico 3 : Comportamento da TJPN, inflação e TJPR de Moçambique, 1987-2006

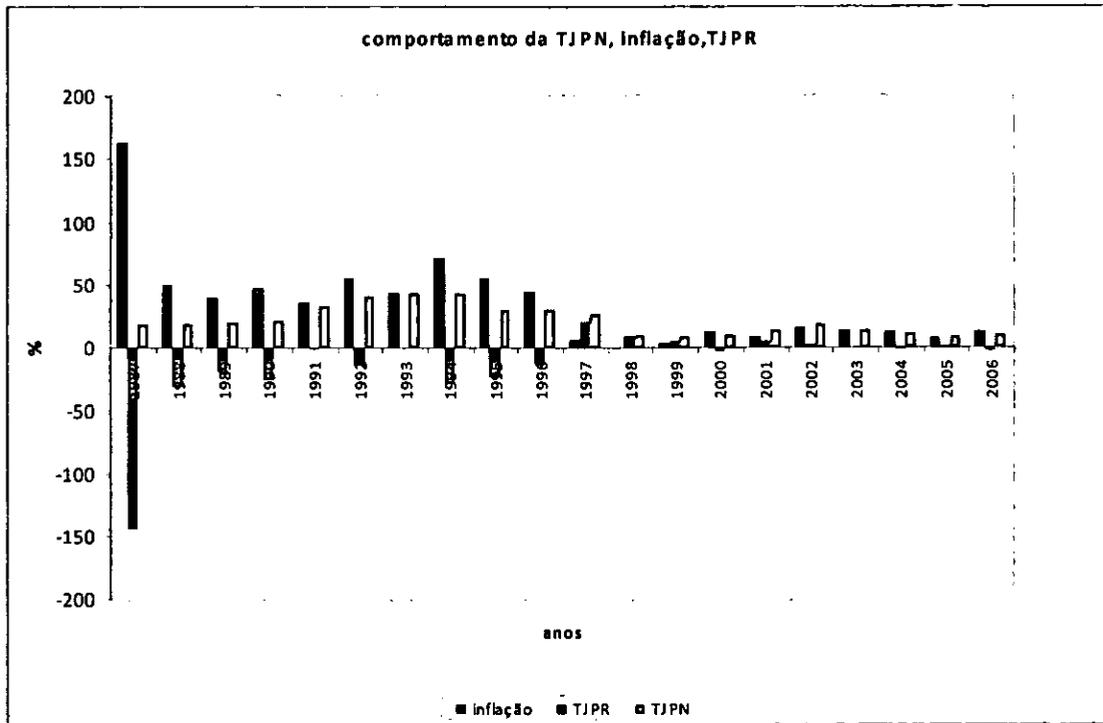


Gráfico 4 : Evolução do PIBR de Moçambique, 1994-2006

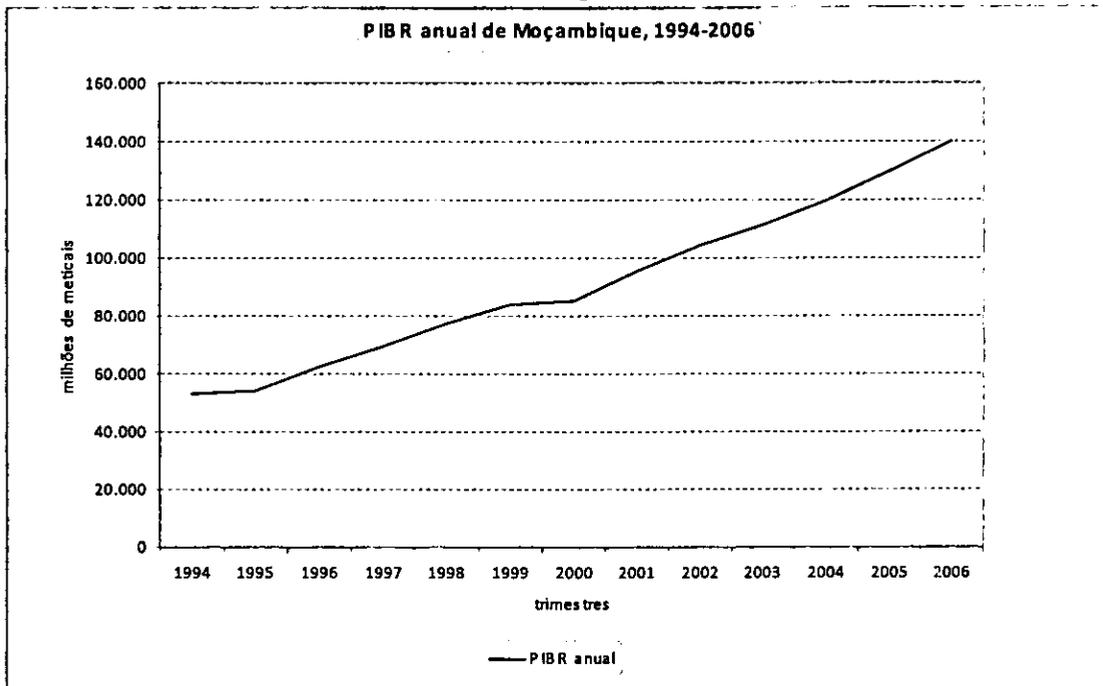


Gráfico 5: Comportamento das componentes da PF em Moçambique, 1984-2006

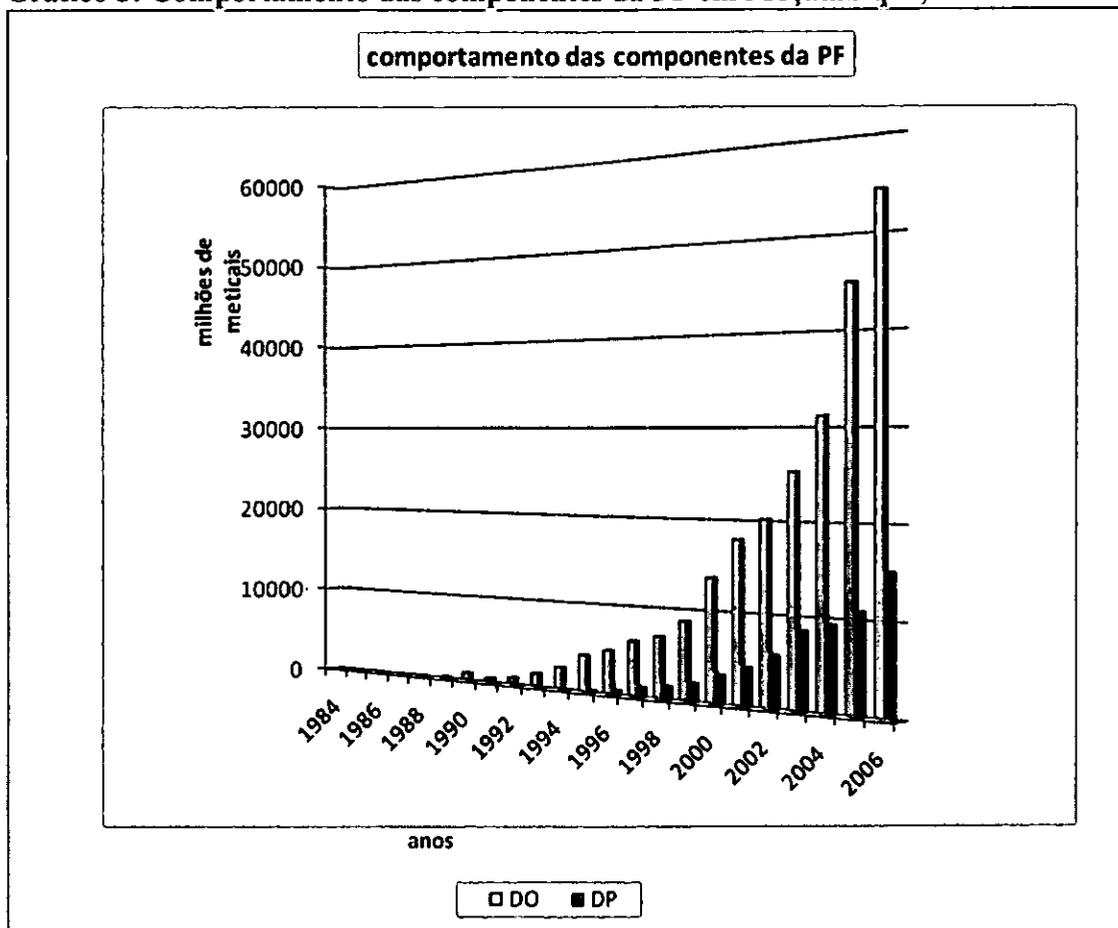


Tabela 5: Resumo da Legislação Financeira em Moçambique no período 1975-2006.

LEGISLAÇÃO	SFM sob a política de Repressão Financeira (1987-1992)	Período de reforma do SFM (1993-1996)	SFM sob a política de liberalização Financeira (1997-2006)
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Decreto 2/75, de 17 de Maio – Lei orgânica do BM;</li> <li>Decreto 13/75, de 21 de Junho sobre a integração do Departamento de Moçambique do Banco Nacional Ultramarino(BNU) no BM;</li> <li>Aviso do banco de Moçambique, de 4 de Março de 1977, que define as bases para a fixação das taxas de câmbio;</li> <li>Lei 5/77 de 31 de Dezembro- sobre a integração da Casa Bancária de Moçambique (CBM), Banco de Crédito Comercial e Industrial(BCC) e do BCA( Banco comercial de Angola) no BM</li> <li>Lei 6/77, de 31 de Dezembro – cria o Banco Popular de Desenvolvimento (BPD)</li> <li>Lei 2/80, de 16 de Junho cria o Metical;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Lei 28/91 – regula a constituição e o funcionamento das Instituições comerciais (I.C's).</li> <li>Lei 1/92 – define a natureza dos objectivos e as funções do BM como banco central o País;</li> <li>Lei 24/91 – liberaliza a actividade seguradora e resseguradora;</li> <li>Decreto 3/92 – cria o Banco Comercial de Moçambique como resultado da separação de funções de BaCom e de BC do BM;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Decreto 45/94 – regula o contrato de locação financeira (<i>leasing</i>)</li> <li>Lei 15/99 de 1 de Novembro, que regula o estabelecimento e o exercício da actividade das instituições de crédito e das sociedades financeiras;</li> <li>Lei 09/2004 – Revê algumas das disposições da lei 15/99, especificamente, a concessão de poderes ao BM para licenciar e mandar fechar I.C's e SF's e permissão a criação de novos tipos de instituições financeiras (micro bancos).</li> </ul>
Quadro Jurídico - Institucional		<ul style="list-style-type: none"> <li>Decreto 54/99 – regula a constituição e o funcionamento dos fundos de investimento de capital de risco;</li> <li>Decreto 56/2004 – regula o funcionamento das instituições micro financeiras e da actividade de micro finanças.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Decreto 3/92 – cria o Banco Comercial de Moçambique como resultado da separação de funções</li> <li>Decreto 24/91 – liberaliza a actividade seguradora e resseguradora;</li> <li>Criação do mercado Monetário Interbancário (MMI), em que o controlo da oferta de monetária deixa de ser exercido através de limites quantitativos</li> </ul>

de BaCom e de BC do BM;

e passa a ser feito por via das operações de MMI.

- introdução em 1999 da MAIBOR (Maputo Interbank Offer Rate) - "uma taxa de juro directora calculada com base nas cotações *offer* das instituições de crédito,..."[RA,1999:46]
- Adopção do sistema multilateral de determinação das taxas de câmbio do Mercado Cambial Interbancário (MCI) e de leilões de divisas, em que "o controlo da oferta monetária passa a ser feito da combinação entre operações do MMI e as do MCI" [De Abreu, P.:2005].
- Lei 3/96 -Lei cambial. Define regras sobre operações cambiais e o comércio, reforçando o papel do BM como autoridade cambial;
- Lei 5/98 - Lei da valorização do uso do cheque com meio de pagamento;
- Criação da Bolsa de Valores através do "Decreto 49/98 - Cria a Bolsa de Valores de Moçambique".
- Decreto 47/98 - regula o exercício de funções de crédito por pessoas singulares ou colectivas( micro finanças)
- I de Abril de 1992- Unificação entre as taxas de câmbio do mercado oficial e do Mercado secundário cambial, procedendo-se desse modo a liberalização das taxas de câmbio,
- Aviso 12/GGBM/97 cria o mercado Monetário Interbancário (MMI)
- 2000-abandono dos instrumentos directos de controlo da oferta monetária, passando a ser feita por via das operações de MMI;
- Reforma de instrumentos e mecanismos de gestão das políticas financeiras;
- 2005-introdução do sistema multilateral de determinação das taxas de cambio do MCI e de leilões de Divisas;

Instrumentos  
de Política

- Privatização dos bancos do estado e eliminação dos monopólios nas áreas dos seguros, comércio de câmbios e operações com o exterior.
- 2005 – o controlo da oferta monetária passa a ser feito através da combinação entre operações do MMI e as do MCI.
- Semi-liberalização das T.J. ( em 1993) através da fixação de limites máximos para as operações de crédito e mínimo para os depósitos;
- Aviso 9/GGBM/94 –liberaliza as taxas de juro activas e passivas
- Aviso 4/GGBN/96 – formaliza o Mercado Cambial Interbancário (MCI)

**Tabela 6 : Cronologia da Liberalização Financeira em África**

País	Liberalização ou período de transição	Período de crise bancária
Benin	1989-93	1988-90
Botswana	1989-91	
Burkina Faso	1989-93	1988-94
Cote d'Ivoire	1989-93	1988-91
Gambia, The	1985-87	
Ghana	1987-90	1982-89
Guinea-Bissau	1989-93	1995-99
Kenya	1990-93	1985-89 1992-95
Madagascar	1988-90	
Malawi	1987-88	
Mali	1989-93	1987-89
Mauritius	1981-93	1996
Moçambique	1987-94	
Niger	1989-93	1983-88
Senegal	1989-93	1988-91
Tanzânia	1991-93	1987-95
Togo	1989-93	1993-95
Uganda	1992-94	1994-99
Zâmbia	1992-93	1995
Zimbabwe	1990-93	1995-99

Fonte: Adaptado de SeriuX (2008)

**Tabela 7 : Evolução do sistema financeiro Moçambicano, 1991-2005**

Instituição por Ano seleccionado	1991	1995	2000	2005
<b>Bancos comerciais</b>	03	05	11	12
<b>Bancos de Investimentos</b>	0	0	01	01
<b>Operadores de microfinanças</b>	0	0	45	47
<b>Cooperativas de crédito</b>	01	0	04	06
<b>Sociedades de Locação Financeira</b>	0	03	03	03
<b>Sociedades Admns. D Compras em Grupo</b>	0	01	01	01
<b>Sociedades de gestão de capitais de risco</b>	0	0	01	01
<b>Escritórios de representação de Inst. De Crédito com sede no estrangeiro</b>	0	0	02	02
<b>Casas de câmbio</b>	04	20	28	32
<b>Total</b>	<b>08</b>	<b>29</b>	<b>96</b>	<b>105</b>

Fonte: BM

**Tabela 8 :Valores críticos de McKinnon**

significância	Regressão com constante e tendência	Regressão com constante sem tendência	Regressão sem tendência e constante(passeio aleatório puro)
1%	-4,31	-3,68	-2,65
5%	-3,57	-2,97	-1,95
10%	-3,22	-2,62	-1,62

Fonte:Gujarati (2006)

## ANEXO C

### PANILHA DE RESULTADOS I : ESTIMAÇÃO DO MODELO DA PF EM FUNÇÃO DA TJPR E PIBR DE MOÇAMBIQUE NO PERÍODO 1994-2006.

#### Ordinary Least Squares Estimation

Dependent variable is LNPFR

52 observations used for estimation from 1994Q1 to 2006Q4

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
C	-24.5131	3.5162	-6.9715[.000]
LNPIBR	3.3869	.33841	10.0083[.000]
TJPR	-.011879	.0097294	-1.2210[.228]

R-Squared	.87278	R-Bar-Squared	.86759
S.E. of Regression	.45493	F-stat. F( 2, 49)	168.0793[.000]
Mean of Dependent Variable	9.1039	S.D. of Dependent Variable	1.2502
Residual Sum of Squares	10.1411	Equation Log-likelihood	-31.2840
Akaike Info. Criterion	-34.2840	Schwarz Bayesian Criterion	-37.2109
DW-statistic	.54499		

### PANILHA DE RESULTADOS II.a : ANÁLISE E TESTE DA ESTACIONARIDADE DA LNPFR - TESTE DF

#### Ordinary Least Squares Estimation

Dependent variable is VARLNPFR

51 observations used for estimation from 1994Q2 to 2006Q4

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
C	2.2507	.64250	3.5031[.001]
T	.020911	.0076122	2.7470[.008]
LNPFR(-1)	-.30016	.091639	-3.2755[.002]

R-Squared	.19604	R-Bar-Squared	.16255
S.E. of Regression	.27112	F-stat. F( 2, 48)	5.8524[.005]
Mean of Dependent Variable	.093534	S.D. of Dependent Variable	.29626
Residual Sum of Squares	3.5282	Equation Log-likelihood	-4.2547
Akaike Info. Criterion	-7.2547	Schwarz Bayesian Criterion	-10.1524
DW-statistic	1.8544		

### PANILHA DE REULTADOS II.b : ANÁLISE E TESTE DA ESTACIONARIDADE DA LNPFR - TESTE DFA

#### Ordinary Least Squares Estimation

Dependent variable is VARLNPFR

50 observations used for estimation from 1994Q3 to 2006Q4

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
C	2.8403	.69923	4.0621[.000]
T	.026421	.0080848	3.2680[.002]
LNPFR(-1)	-.38183	.099522	-3.8367[.000]
VARLNPFR(-1)	.13024	.13382	.97323[.336]

R-Squared	.25750	R-Bar-Squared	.20907
S.E. of Regression	.26601	F-stat. F( 3, 46)	5.3176[.003]
Mean of Dependent Variable	.094877	S.D. of Dependent Variable	.29911
Residual Sum of Squares	3.2551	Equation Log-likelihood	-2.6522
Akaike Info. Criterion	-6.6522	Schwarz Bayesian Criterion	-10.4762
DW-statistic	2.1055	Durbin's h-statistic	-1.1530[.249]

Unit root tests for residuals

```

*****
Based on OLS regression of VARLNPFPR on:
C          T          LNPFPR(-1)          VARLNPFPR(-1)
50 observations used for estimation from 1994Q3 to 2006Q4
*****
      Test Statistic      LL          AIC          SBC          HQC
DF          -9.0757        2.9174        1.9174        .98177        1.5638
ADF(1)      -7.0354        3.5476        1.5476        -.32365        .84042
*****
95% critical value for the Dickey-Fuller statistic = -4.3755
LL = Maximized log-likelihood      AIC = Akaike Information Criterion
SBC = Schwarz Bayesian Criterion    HQC = Hannan-Quinn Criterion

```

PANILHA DE RESULTADOS III.a ANÁLISE E TESTE DA ESTACIONARIDADE DA LNPIBR - TESTE DF

Ordinary Least Squares Estimation

```

*****
Dependent variable is VARLNPIBR
51 observations used for estimation from 1994Q2 to 2006Q4
*****
Regressor      Coefficient      Standard Error      T-Ratio[Prob]
C              1.7959          .99294              1.8087[.077]
T              .0040921         .0021540           1.8998[.063]
LNPIBR(-1)    -.18890          .10535             -1.7931[.079]
*****
R-Squared      .084387          R-Bar-Squared      .046237
S.E. of Regression .024057        F-stat.  F( 2, 48)  2.2119[.121]
Mean of Dependent Variable .022244      S.D. of Dependent Variable .024633
Residual Sum of Squares .027779      Equation Log-likelihood 119.2741
Akaike Info. Criterion 116.2741     Schwarz Bayesian Criterion 113.3764
DW-statistic   .70583
*****

```

Unit root tests for residuals

```

*****
Based on OLS regression of VARLNPIBR on:
C          T          LNPIBR(-1)
51 observations used for estimation from 1994Q2 to 2006Q4
*****
      Test Statistic      LL          AIC          SBC          HQC
DF          -1.2202        125.8982        124.8982        123.9422        124.5342
*****
95% critical value for the Dickey-Fuller statistic = -3.9753
LL = Maximized log-likelihood      AIC = Akaike Information Criterion
SBC = Schwarz Bayesian Criterion    HQC = Hannan-Quinn Criterion

```

PANILHA DE RESULTADOS III.b : ANÁLISE E TESTE DA ESTACIONARIDADE DA LNPIBR - TESTE DFA

Ordinary Least Squares Estimation

```

*****
Dependent variable is VARLNPIBR
50 observations used for estimation from 1994Q3 to 2006Q4
*****
Regressor      Coefficient      Standard Error      T-Ratio[Prob]
CONS          3.1732          .71155              4.4596[.000]
T             .0071796         .0015486           4.6362[.000]
LNPIBR(-1)    -.33754          .075585            -4.4657[.000]
VARLNPIBR(-1) 1.1084          .15028              7.3754[.000]
*****
R-Squared      .58031          R-Bar-Squared      .55294
S.E. of Regression .016631        F-stat.  F( 3, 46)  21.2019[.000]
Mean of Dependent Variable .022337      S.D. of Dependent Variable .024874
Residual Sum of Squares .012724      Equation Log-likelihood 135.9606
Akaike Info. Criterion 131.9606     Schwarz Bayesian Criterion 128.1366
DW-statistic   .85631          Durbin's h-statistic *NONE*
*****

```

unit root tests for residuals

```

*****
Based on OLS regression of VARLNPIBR on:
CONS          T          LNPIBR(-1)      VARLNPIBR(-1)
50 observations used for estimation from 1994Q3 to 2006Q4
*****
      Test Statistic      LL          AIC          SBC          HQC
DF          -2.9771      137.4282      136.4282      135.4926      136.0747
ADF(1)     -5.3493      145.0159      143.0159      141.1447      142.3088
*****
95% critical value for the Dickey-Fuller statistic = -4.3755
LL = Maximized log-likelihood      AIC = Akaike Information Criterion
SBC = Schwarz Bayesian Criterion    HQC = Hannan-Quinn Criterion
    
```

PANILHA DE RESULTADOS IV.a ANÁLISE E TESTE DA ESTACIONARIDADE DATJPR - TESTE DF

Ordinary Least Squares Estimation

```

*****
Dependent variable is VARTJPR
51 observations used for estimation from 1994Q2 to 2006Q4
*****
Regressor      Coefficient      Standard Error      T-Ratio[Prob]
CONS           1.2350           2.0944              .58968[.558]
T              -.012825         .043097             -.29759[.767]
TJPR(-1)      -.081440         .058377             -1.3951[.169]
*****
R-Squared      .067602          R-Bar-Squared      .028752
S.E. of Regression  2.8647          F-stat.  F( 2, 48)  1.7401[.186]
Mean of Dependent Variable  -.53138          S.D. of Dependent Variable  2.9068
Residual Sum of Squares  393.9049          Equation Log-likelihood  -124.4951
Akaike Info. Criterion  -127.4951          Schwarz Bayesian Criterion  -130.3928
DW-statistic   1.9881
    
```

Unit root tests for residuals

```

*****
Based on OLS regression of VARTJPR on:
C              T              TJPR(-1)
51 observations used for estimation from 1994Q2 to 2006Q4
*****
      Test Statistic      LL          AIC          SBC          HQC
DF          -7.6288      -120.1566      -121.1566      -122.1126      -121.5206
*****
95% critical value for the Dickey-Fuller statistic = -3.9753
LL = Maximized log-likelihood      AIC = Akaike Information Criterion
SBC = Schwarz Bayesian Criterion    HQC = Hannan-Quinn Criterion
    
```

PANILHA DE RESULTADOS IV.b : ANÁLISE E TESTE DA ESTACIONARIDADE DA TJPR - TESTE DFA

Ordinary Least Squares Estimation

```

*****
Dependent variable is VARTJPR
50 observations used for estimation from 1994Q3 to 2006Q4
*****
Regressor      Coefficient      Standard Error      T-Ratio[Prob]
C              1.1622           2.1265              .54653[.587]
T              -.0057271        .043579             -.13142[.896]
TJPR(-1)      -.096367         .058564             -1.6455[.107]
VARTJPR(-1)  -.023958         .14075              -.17022[.866]
*****
R-Squared      .11538           R-Bar-Squared      .057687
S.E. of Regression  2.7769          F-stat.  F( 3, 46)  1.9999[.127]
Mean of Dependent Variable  -.62316          S.D. of Dependent Variable  2.8607
Residual Sum of Squares  354.7184          Equation Log-likelihood  -119.9295
Akaike Info. Criterion  -123.9295          Schwarz Bayesian Criterion  -127.7535
DW-statistic   1.9957          Durbin's h-statistic  .15642[.876]
    
```

Unit root tests for residuals

```

*****
Based on OLS regression of VARTJPR on:
C          T          TJPR(-1)          VARTJPR(-1)
50 observations used for estimation from 1994Q3 to 2006Q4
*****
      Test Statistic      LL          AIC          SBC          HQC
DF          -6.8411      -116.1110      -117.1110      -118.0466      -117.4646
ADF(1)      -4.2860      -115.8144      -117.8144      -119.6856      -118.5216
*****
95% critical value for the Dickey-Fuller statistic = -4.3755
LL = Maximized log-likelihood      AIC = Akaike Information Criterion
SBC = Schwarz Bayesian Criterion      HQC = Hannan-Quinn Criterion

```

PANILHA DE RESULTADOS V : ANÁLISE E TESTE DA ESTACIONARIDADE DOS RESÍDUOS

Ordinary Least Squares Estimation

```

*****
Dependent variable is VARRES
51 observations used for estimation from 1994Q2 to 2006Q4
*****
Regressor          Coefficient          Standard Error          T-Ratio[Prob]
C                  .020873              .046581                 .44811[.656]
RES(-1)           -.38685              .10524                  -3.6757[.001]
*****
R-Squared          .21614              R-Bar-Squared          .20014
S.E. of Regression .33221              F-stat. F( 1, 49)      13.5108[.001]
Mean of Dependent Variable .011961          S.D. of Dependent Variable .37145
Residual Sum of Squares 5.4077              Equation Log-likelihood -15.1438
Akaike Info. Criterion -17.1438          Schwarz Bayesian Criterion -19.0756
DW-statistic       1.9226
*****

```

PANILHA DE RESULTADOS VI: ESTIMAÇÃO DO MODELO EM DIFEENÇAS DA PF EM FUNÃO DA TJPR E PIBR DE MOÇAMBIQUE, 1994-2006

Ordinary Least Squares Estimation

```

*****
Dependent variable is VARLNPFPR
51 observations used for estimation from 1994Q2 to 2006Q4
*****
Regressor          Coefficient          Standard Error          T-Ratio[Prob]
C                  .13085              .052196                 2.5069[.016]
VARLNPIBR         -1.0122              1.6165                  -.62619[.534]
VARTJPR           .018303              .013457                 1.3601[.180]
RES(-1)           -.23116              .085496                 -2.7038[.010]
*****
R-Squared          .19924              R-Bar-Squared          .14813
S.E. of Regression .27344              F-stat. F( 3, 47)      3.8981[.014]
Mean of Dependent Variable .093534          S.D. of Dependent Variable .29626
Residual Sum of Squares 3.5142              Equation Log-likelihood -4.1531
Akaike Info. Criterion -8.1531              Schwarz Bayesian Criterion -12.0167
DW-statistic       1.7866
*****

```