

**UNIVERSIDADE EDUARDO MONDLANE
FACULDADE DE ECONOMIA
CURSO DE ECONOMIA**

TRABALHO DE LICENCIATURA

**A CONTRIBUIÇÃO DOS INSTRUMENTOS INDIRECTOS NA CONDUÇÃO DA
POLÍTICA MONETÁRIA EM MOÇAMBIQUE ENTRE 1998-2008**

Elaborado por: Tomás Araújo Chale

Maputo, 01 de Outubro de 2010

DECLARAÇÃO

Declaro que esta dissertação nunca foi apresentada na sua essência para a obtenção de qualquer grau acadêmico. Ela constitui resultado da minha pesquisa pessoal, estando indicado no texto e na Bibliografia todas as fontes que utilizei.

.....
(Tomás Araújo Chale)

Aprovação do Júri

Este trabalho foi aprovado com.....valores no dia..... de de 2010, por nós, membros do Júri examinador da Universidade Eduardo Mondlane.

Membros do Júri Examinador

.....
(O Presidente do Júri)

.....
(O Arguente)

.....
(O Supervisor)

DEDICATÓRIA

Aos meus pais,

O vosso desejo se realizou, e o vosso esforço já deu frutos.

AGRADECIMENTOS

Agradeço em primeiro lugar a Deus, pois só com a sua graça é que se tornou possível a realização dos meus objectivos, independentemente dos infortúnios que vão e foram ocorrendo ao longo do curso e igualmente ter permitido a elaboração do presente trabalho.

Meus sinceros agradecimentos para aqueles que cederam o material, escasso, que precisei na elaboração da tese e a minha esposa Cecília que soube tolerar as minhas ausências durante o curso e em especial pelo encorajamento para seguir sempre em frente não obstante as circunstâncias. A minha irmã Celina que ajudou-me a colher parte do material de pesquisa, meus pais Araújo Domingos (em memória) e Tereza Nhantumbo. Muito obrigado por terem estado e estarem comigo sempre que precisei.

Um agradecimento especial ao meu supervisor Dr. Manoela Sylvestre pela orientação deste trabalho apesar da distância e ao longo de todo curso.

Aos colegas da turma de economia em especial ao meu grupo de estudo: Machonisse, Obadias, Angelo, Duvane e Cuna uma vez termos relações extra-académicas que acredito terão uma duração infinita.

Em geral um, muito obrigado para todos que directa ou indirectamente apoiaram-me ao longo do curso e na elaboração deste trabalho.

RESUMO

O presente trabalho visa analisar a contribuição que os instrumentos de controlo indirecto, trouxeram, para condução da política monetária em Moçambique. A política monetária no pós independência, onde a orientação económica era socialista, era feita com base em controlos directos, fixando-se taxas de juros e de câmbio centralmente. O Banco de Moçambique, como consequência do programa de reabilitação económica e social, que muda a orientação económica para capitalista, inicia um processo de reformas na sua forma de actuação, pautando por instrumentos de controlo indirecto implicando cada vez maior intervenção nos Mercados Monetário, por intermédio de operações de mercado aberto. No entanto o desenvolvimento do Sistema Financeiro nacional e crescimento da rede bancária e com o objectivo de tornar as políticas monetárias mais eficazes, se tem verificado ao longo do tempo, em especial na última década, a qual se pretende centrar a pesquisa, à introdução, inovação e intensificação de uso de instrumentos indirectos com ênfase nas operações de mercado aberto. O objectivo principal da política monetária em Moçambique é de manter a inflação em níveis baixos e estáveis, com o intuito de que, de entre outras razões a manutenção do poder de compra dos cidadãos, ser importante no processo de combate à pobreza no país. A pesquisa permitiu concluir que a evolução dos instrumentos indirectos levou à modernização do próprio sistema financeiro, criando condições para um maior número de instituições financeiras actuarem no mercado financeiro moçambicano - bancarização da economia; o Banco de Moçambique passa a ter uma maior capacidade de esterilização de moeda, facto que contribui significativamente na manutenção da inflação ao nível da meta e maior eficiência na formação das taxas de juros, criando condições para expansão do crédito à economia, catalisador do investimento, conducente ao crescimento do PIB (*Ceteris Paribus*). Em suma esses instrumentos indirectos transaccionados tem contribuído positivamente na gestão da política monetária do Banco de Moçambique.

LISTA DE ABREVIATURAS

BaM, Base Monetária
BC, Banco Central
BM, Banco de Moçambique
BTø, Bilhetes de Tesouro
DME, Depósitos em Moeda Estrangeira
DMN, Depósitos em Moeda Nacional
AILs, Activos Internos líquidos
DO, Depósitos a Ordem
FPC, Facilidade Permanente de Cedência
FPD, Facilidade Permanente de Depósito
ICø, Instituições de Crédito
M, Massa Monetária
MCI, Mercado Cambial Interbancário
MMI, Mercado Monetário Interbancário
MAIBOR, Maputo Interbanking Offered Rate
MSC, Mercado Secundário de Câmbios
NMC, Notas e Moedas em Circulação
PARPA, Plano de Acção Para Redução da Pobreza
PES, Plano Económico e Social
PIB, Produto Interno Bruto
PM, Política Monetária
PRE, Programa de Reabilitação Económica
PRES, Programa de Reabilitação Económica e Social
RL, Reservas Livres
RO, Reservas Obrigatórias
SFø, Sociedades Financeiras
TAMø, Títulos de Autoridade Monetária

ÍNDICE

DECLARAÇÃO	i
DEDICATÓRIA	ii
AGRADECIMENTOS	iii
RESUMO.....	iv
LISTA DE ABREVIATURAS	v
1. INTRODUÇÃO.....	1
1.1 Relevância.....	2
1.2 Problema	2
1.3 Hipóteses.....	2
1.4 Objectivos	3
1.4.1 Objectivo Geral	3
1.4.2 Objectivo Específico.....	3
1.5 Metodologia.....	3
1.5.1 Limitações.....	4
1.6 Estrutura.....	4
2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO	5
2.1 Conceitos básicos	5
2.2 Política Monetária.....	7
2.2.1 Objectivos da Política Monetária	7
2.2.2 Mecanismos de Transmissão da Política Monetária	8
2.2.2.1 Visão keynesiana	8
2.2.2.2 Visão Clássica.....	10
2.2.3 As condicionantes à condução da política monetária.....	10
2.2.4 O controlo da Política Monetária	11
2.2.5 Instrumentos de Política Monetária.....	14
2.2.5.1 As reservas legais.....	14
2.2.5.2 Redesconto.....	15
2.2.5.3 Operações de Mercado Aberto	15
2.2.6 Experiencia dos outros países	16
3. POLÍTICA MONETÁRIA EM MOÇAMBIQUE	16
3.1 Breve historial	16

3.2	Cronologia da evolução do Sistema Financeiro moçambicano	18
3.3	Objectivos específicos da política monetária em Moçambique	21
3.4	Agregados Monetários em Moçambique	21
3.5	Instrumentos indirectos de Política Monetária em Moçambique	25
3.5.1	Reservas Obrigatórias	25
3.5.2	Redesconto	26
3.5.3	Operações de Mercado Aberto	27
3.5.3.1	Bilhetes de Tesouro e Títulos de Autoridade Monetária	29
3.5.3.2	Facilidades Permanentes	31
3.5.3.3	Repo/Reverse Repo	33
3.5.4	Impacto dos instrumentos indirectos de política monetária	34
3.5.4.1	Expansão e Modernização do sistema financeiro	36
3.5.4.2	Crescimento económico	36
3.5.4.3	Estabilidade da Inflação	38
4.	CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÃO	40
5.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	42

ANEXOS

ESQUEMAS

Esquema 1: Fluxo de informação no Sistema Financeiro	6
Esquema 2: Esquema de Transmissão da PM em Moçambique.....	23

GRÁFICOS

Gráfico 1: Modelo IS-LM.....	9
Gráfico 2: Modelo de repressão financeira de Shaw-Mackinnon.....	12
Gráfico 3: Evolução do número de Instituições de crédito.....	18
Gráfico 4: Evolução das taxas de redesconto	27
Gráfico 5: Evolução das taxas dos BT's	30
Gráfico 6: Evolução da FPC e taxas de juro do Mercado.....	33
Gráfico 7: Evolução da BaM	36
Gráfico 8: Crédito à Economia, taxas de juro e o PIB.....	37
Gráfico 9: Inflação e Massa Monetária.....	38

QUADROS

Quadro 1: Vantagens e Desvantagens dos controlos directo e indirecto	13
Quadro 2: Agregados Monetários.....	22
Quadro 3: Evolução dos coeficientes de RO α s	26
Quadro 4: Instrumentos transaccionados no MMI no período 1997-2008	28
Quadro 5: Liquidez Esterilizada	29
Quadro 6: Principais metas do programa monetário	34

ANEXOS

Anexo I: Estrutura dos Mercados Financeiros	
Anexo II: Listagem de instrumentos de Política monetária	
Anexo III: Evolução do número de Instituições de crédito	
Anexo IV: Parte Literal Programa Do Governo 2005 ó 2009	
Anexo V: Contas Monetárias do BM, IC's e a Síntese Monetária	
Anexo VI: Evolução das taxas de redesconto	
Anexo VII: Evolução das taxas dos BT's	
Anexo VIII: Evolução da FPC e taxas de juro do Mercado	
Anexo IX: Crédito à Economia, taxas de juro e o PIB	
Anexo X: Inflação e Massa Monetária	

1. INTRODUÇÃO

A Política Monetária em Moçambique persegue objectivos finais consagrados na política económica do Governo, destacando-se a estabilidade dos níveis gerais de preço e crescimento do produto interno bruto como primordiais. Para condução destas políticas o Banco de Moçambique socorre-se de *ferramentas de comando* designadas instrumentos de política monetária. De entre esses instrumentos destacam-se as reservas obrigatórias, redescontos e operações de mercado aberto, decorrentes no Mercado Monetário Interbancário.

Após a independência, período marcado pela planificação centralizada da economia, o Banco de Moçambique actuava de uma forma directa na economia fixando taxas de juro e limitando o nível de crédito a economia, facto que alterou-se em 1994 após o início da implementação do Programa de Reabilitação Económica (PRE) em 1987, que ditou a mudança da orientação económica para um sistema capitalista. O Banco de Moçambique inicia um processo de reformas na sua forma de actuação, pautando por instrumentos de controlo indirecto implicando cada vez maior intervenção nos Mercados Monetário e Cambiais Interbancários, emitindo títulos e comprando e vendendo divisas, respectivamente.

É neste novo contexto macroeconómico e com o desenvolvimento do Sistema Financeiro nacional e crescimento da rede bancária que o com o objectivo de tornar as políticas monetárias mais eficazes, medida pelo grau de alcance dos resultados projectados, se tem verificado ao longo do tempo, em especial na última década, a qual se pretende centrar a pesquisa, à introdução e inovação de operações de mercado aberto.

Os instrumentos indirectos, reflectem-se sobre a base monetária, sendo que esta sendo uma variável operacional irá se repercutir sobre diferentes variáveis intermédias, sendo no panorama moçambicano de destaque a Massa Monetária, as Reservas Internacionais Líquidas e Activos Internos Líquidos, que por sua vez estas determinam o alcance do objectivo final preconizado pelo Banco de Moçambique e em sintonia com o Plano Económico e Social (PES).

1.1 Relevância

Conforme a teoria e a evidência prática da maioria dos países que adoptam uma orientação económica capitalista, o controlo indirecto por parte dos Bancos Centrais feito essencialmente por via de políticas de mercado aberto, é que levam a economia ao ponto de optimização de recursos. Por outro lado verifica-se um processo de mutação na forma do Banco de Moçambique intervir na economia que deixou de ser de uma forma directa passando a actuar de forma indirecta. Assim, uma vez que se tem acompanhado ao longo dos tempos o Banco de Moçambique efectuar reformas no sistema financeiro como um todo e em especial nos Mercado Interbancários, introduzindo novos instrumentos de gestão da sua política monetária, com especial ênfase com a criação do Mercado Monetário Interbancário em 1997, surge a necessidade de analisar o grau de contribuição que esses novos instrumentos tem dado na condução da política monetária. O período em estudo começa em 1998 e vai até 2008, pois é nesse período que inicia-se com a introdução, modernização e intensificação do uso dos instrumentos transacionado nesse Mercado.

1.2 Problema

É dever do Banco Central conduzir a política monetária, porém esta gestão é sujeita ao regime económico adoptado pelo poder político desse País e ainda o estágio de desenvolvimento do sistema financeiro. É nesse contexto que o Banco Central na qualidade de *fazedor de politica*, deve adoptar em face desses condicionalismos os instrumentos que irão permitir alcançar os objectivos pré-estabelecidos. Assim, desde 1997, com a criação do Mercado Monetário Interbancário tem-se estado a assistir a introdução de cada vez novos instrumentos indirectos de política monetária. Eles são introduzidos com o intuito duplo de responder a dinâmica e evolução do Sistema Financeiro e ao mesmo tempo contribuir na gestão da Política Monetário. De que forma essa inovação tem-se repercutido ou contribuído na gestão da Política Monetária levada a cabo pelo Banco de Moçambique?

1.3 Hipóteses

Como ponto de partida para as conclusões do trabalho e baseando-se na teoria económica avança-se as seguintes hipóteses:

H_0 : A adopção de instrumentos indirectos veio melhorar a gestão da política Monetária do Banco de Moçambique.

H_1 : A adopção de instrumentos indirectos não veio melhorar a gestão da política Monetária do Banco de Moçambique.

1.4 Objectivos

1.4.1 Objectivo Geral

A presente pesquisa visa analisar, a contribuição trazida pela adopção de instrumentos indirectos na condução da política monetária levada a cabo pelo Banco Central, destacando-se os instrumentos transaccionados no Mercado Monetário interbancário, no período entre 1998 a 2008.

Baseando-se nos conhecimentos teóricos obtidos nas cadeiras ao longo do curso, com destaque para Macroeconomia e Economia Monetária, proceder uma avaliação da contribuição que esses instrumentos tiveram no alcance dos objectivos pré-determinados, nesse período.

1.4.2 Objectivo Específico

- Identificar os instrumentos de política monetária usados ao longo do período em estudo;
- Analisar como esses instrumentos impactam sobre a base monetária (BaM) e por conseguinte a Massa Monetária;
- Analisar a relação entre introdução de novos instrumentos de política monetária e o nível de alcance da programação monetária;
- Avaliar até que ponto esses novos instrumentos contribuem na gestão da Política Monetária do Banco de Moçambique.

1.5 Metodologia

Em primeiro lugar faz-se uma revisão de literatura com vista a referenciar alguns conceitos básicos e matérias do domínio teórico considerados pertinentes para a percepção do tema em epígrafe. A pesquisa passa em seguida a um campo documental recorrendo a diferentes publicações oficiais sobre o assunto, com ênfase nos relatórios anuais do Banco de Moçambique ao longo do período em análise e sua legislação. Por

outro lado a pesquisa será Bibliográfica, recorrendo a obras de autores que retratem questões ligadas à Moeda, Política Monetária e Instituições e Mercados Financeiros.

1.5.1 Limitações

Os trabalhos de investigação científica enfrentam alguns constrangimentos e, a presente pesquisa não foi excepção. Para a verificação dos dois últimos pontos dos objectivos específicos, havia necessidade de isolar, e quantificar, o efeito que cada instrumento de forma individualizada teve ao longo do período sobre a base monetária, pese embora o facto de que de uma forma agregada foi possível tirar essa conclusão. E esse constrangimento surge como consequência dos dados estatísticos disponíveis não permitirem proceder com essa quantificação de forma isolada.

1.6 Estrutura

Assim o trabalho apresenta em primeiro lugar a introdução, onde é apresentado o tema em estudo. Ainda na parte introdutória indica-se a relevância do tema, e faz-se uma descrição do problema em causa onde estão patentes os condicionamentos que levarão o Banco de Moçambique a migrar do controlo directo para indirecto. Em seguida avançam-se as hipóteses que podem ser esperadas da pesquisa e os objectivos gerais e específicos da mesma e por fim a metodologia e estrutura do trabalho.

Na segunda parte entra-se para o enquadramento teórico, onde de forma resumida procura-se referenciar alguns conceitos básicos relacionados com política monetária e seus instrumentos, para além de conceitos ligados ao sistema financeiro, uma vez ser aí onde as políticas são em primeira instância manifestadas sendo que os seus efeitos se propagam pela economia como um todo.

Na terceira parte analisa-se o caso concreto de Moçambique, partindo de um breve historial que nos mostra como era feito o controlo directo em Moçambique e a forma como estava constituído, em seguida apresenta-se uma cronologia de evolução do Sistema Financeiro que nos mostra os passos que foram sendo dados em direcção ao controlo indirecto e aperfeiçoamento e introdução e melhoramento dos instrumentos indirectos transaccionados e se dá ênfase aos Mercados Interbancários.

Na quarta parte apresentam-se as conclusões e recomendações resultantes da pesquisa realizada e por fim a bibliografia usada na realização do trabalho.

2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO

Para prossecução do objectivo em vista no presente estudo passa em primeiro lugar pela apresentação de alguns conceitos teóricos que serão abordados ao longo da pesquisa.

2.1 Conceitos básicos

- Segundo Hillbrecht (1999) **moeda** é o meio através do qual são efectuadas as transacções monetárias, é todo activo que constitui forma imediata de solvência, contendo como características a divisibilidade, durabilidade, aceitabilidade geral, difícil falsificação e fácil transporte. Este é um conceito partilhado pelos diversos autores consultados que falam sobre o assunto e sobretudo temas ligados a economia monetária. A moeda assume diferentes formas, e que vão evoluindo ao longo do tempo. Na abordagem do presente tema deve ser visto como: (i) o dinheiro propriamente dito, que constitui as notas e moedas metálicas; (ii) a moeda bancária ou escritural, admitidas em circulação, cheques por exemplo e, (iii) a moeda no sentido mais amplo, que engloba não só o dinheiro em circulação, mas também o valor dos depósitos ó Massa Monetária. A moeda tem como funções principais:
 - Unidade de Conta ó unidade comum utilizada na determinação de preços;
 - Meio de pagamento; e
 - Reserva de valor ó Meio de armazenar riqueza na forma líquida;

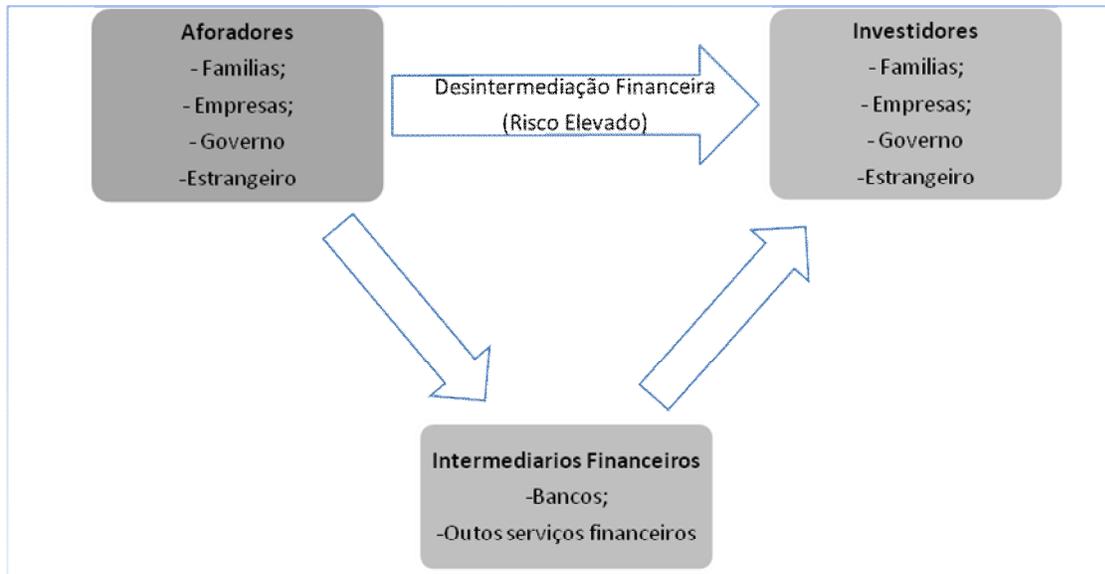
- **Taxas de Juro** é o preço cobrado pela utilização do capital alheio. É uma taxa que incide sobre o empréstimo concedido. As taxas de juros podem ser nominais ou efectivas, sendo que as primeiras usam um prazo de referência diferente do prazo de capitalização enquanto que na segunda há uma coincidência entre o período da taxa e de capitalização. Importa salientar que as taxas nominais são geralmente reportadas a períodos anuais.

- **Liquidez**, segundo Debastiane (2008), é a facilidade com que um activo pode ser convertido num meio de troca, ou seja, é a facilidade com que o activo pode ser convertido em dinheiro. O grau de agilidade de conversão de um investimento sem perda significativa de seu valor mede sua liquidez. Um activo é tanto mais líquido

quanto mais fácil for transformá-lo em dinheiro, ou seja, a liquidez pode ser entendida como a medida de interesse que o mercado tem em negociar esse activo.

- **Inflação** refere-se a uma subida generalizada dos preços dos bens, resultando numa desvalorização da moeda, ou seja, na perda do poder aquisitivo.
- **Sistema Financeiro**, segundo Cruz (1996) refere-se ao conjunto formado por mercados financeiros, intermediários financeiros e instrumentos financeiros e que põe em contacto agentes superavitários e deficitários, permitindo a transferência de fundos entre os primeiros e segundos. Tem como papel a mobilização de recursos e promoção de eficiência económica, uma vez que permite transferência de recursos reduzindo assim a ociosidade, e ainda serve de fonte de fonte de financiamento tanto para investimentos bem como para consumo. Baseando-se no Esquema 1 abaixo, o mercado financeiro seria:

Esquema 1: Fluxo de informação no Sistema Financeiro



Fonte: Adaptado pelo auto, com base em (Cruz, 1996)

O diagrama mostra a importância da intermediação, na redução do risco. A outra questão importante ilustrada no diagrama, é que o Banco Central sendo o regulador do sistema

financeiro tem informação sobre as transacções que ocorrem na intermediação financeira, não ocorrendo o mesmo no caso da desintermediação. Em

Anexo I mostra-se a forma como está estruturado um sistema financeiro.

- **Banco Central (BC)** é a autoridade monetária de qualquer país ou região é a entidade responsável pela gestão da política monetária e regulador do sistema financeiro. É por excelência o Banqueiro do Estado e dos Bancos comerciais e fiel depositário das reservas internacionais.
- **Gestão Monetária** refere-se ao controlo do nível da Massa Monetária de acordo com o objectivo pretendido.
- **Instituições de Crédito (IC's)** é um intermediário financeiro que tem como principal actividade a captação de Depósitos e concessão de crédito. São criadores de moeda, portanto tem a actividade regulada pelo Banco Central.

2.2 Política Monetária

É a actuação das autoridades monetárias sobre a quantidade de moeda em circulação, de crédito e das taxas de juros com vista a controlar a liquidez global do sistema económico (Marques, 1990). A Política Monetária age directamente sobre o controle da quantidade de moeda em circulação, através da manipulação de instrumentos de política monetária, com o objectivo primordial de controlo da inflação.

2.2.1 Objectivos da Política Monetária

As autoridades Monetárias como foi referido actuam sob forma instrumental e se encontram distanciadas das variáveis cujo comportamento tentam influenciar, o que leva com que as mesmas elejam metas com as quais possa haver uma relação de causalidade (relação de causa e efeito). Assim os objectivos da PM são estratificadas em níveis, consoante a influencia que sobre eles pode ser exercida pelos BC:

Objectivos finais, os mais distanciados da esfera de actuação das autoridades monetárias, caracterizam-se por tratar-se de objectivos cuja consecução é, no plano económico e

social. De uma forma resumida, pode-se dizer que a política Monetária visa alcançar os seguintes objectivos:

- Estabilidade geral dos preços;
 - Elevado nível de emprego;
 - Elevadas taxas de crescimento Económico;
 - Estabilidade Cambial;
 - Estabilidade das taxas de juro e do sistema financeiro.
- Objectivos intermédios resultam do seu posicionamento intermédio entre as duas categorias externas, também chamado de *Metaö*;
 - Objectivos imediatos, designados igualmente por objectivos operacionais, são aqueles que estão sujeitos a um elevado grau de influência das autoridades e com uma velocidade de reacção rápida às decisões de política monetária.

2.2.2 Mecanismos de Transmissão da Política Monetária

É o processo por meio do qual as decisões de política monetária são assimiladas e se reflectem na actividade económica, isto é como o sector financeiro interage com o sector real. Na teoria económica, estes mecanismos operacionalizam-se de formas diferentes obedecendo a visão que as correntes keynesianas e monetarista mantêm sobre o papel e a eficácia da política monetária.

2.2.2.1 Visão keynesiana

A questão central é que os agentes económicos são racionais e continuarão a endividar-se para investir, enquanto a taxa de remuneração do capital (ajustada dos riscos) exceder a taxa de juro (Marques, 1990).

As teses keynesianas assumem que outras variáveis, além da taxa de juro, podem ser envolvidas no processo de ajustamento como o caso das expectativas de lucro. E apresentam a priori um cepticismo em relação à eficácia da Política Monetária, chegando mesmo a admitir uma situação extrema em que a PM é totalmente ineficaz, quando se está perante uma armadilha de liquidez, isto é, as taxas de juro são bastante baixas que ainda que está seja alterada os agentes económicos são insensíveis.

A transmissão da PM é feita partindo do pressuposto de que a moeda é um substituto perfeito dos activos financeiros (Títulos), o que traz a *öribaltaö* a teoria da carteira

o portfólio, ou seja os agentes económicos tem em seu poder moeda e/ou títulos. Assim uma política monetária expansiva irá decorrer da compra de títulos pelo Banco Central, o que provocará um excedente de moeda na carteira das famílias (um desequilíbrio nos seus portfólios). Assim as famílias irão comprar activos financeiros como forma de restabelecer o equilíbrio, essa procura de títulos irá encarecer o seu preço baixando as taxas de juro; as empresas por sua vez estarão a emitir títulos para venda as famílias e usam o produto da venda para actividades de investimento produtivo (compra de equipamentos por exemplo). Daí que o efeito real inicial ocorre sobre as despesas de investimento, crescendo as despesas de consumo apenas quando o rendimento é afectado.

É esta análise que determina movimentos de um ponto de equilíbrio para outro no modelo IS-LM¹, demonstrado no Gráfico 1 abaixo. Isto é, um aumento da massa monetária M desloca a curva LM para a direita (LM_1 para LM_2), e isso baixa as taxas de juro i (i_1 para i_2) e induz um movimento ao longo da curva IS, através, inicialmente, de novas despesas de investimento e, depois, através das despesas de consumo, via multiplicador keynesiano.

Gráfico 1: Modelo IS-LM



Legenda:

- i Taxa de juro
- Y Rendimento
- i_1 Taxa de juro de equilíbrio
- i_2 Nova taxa de juro de equilíbrio
- Y_1 Rendimento de equilíbrio
- Y_2 Novo rendimento de equilíbrio

Fonte: Adaptado, a partir de (Branson, 1979)

¹ O modelo IS-LM resume os pontos de equilíbrio conjunto do lado monetário (LM, procura e oferta de moeda) e do lado real (IS, investimentos & poupança) da economia, entre a taxa de juros e o nível de renda.

2.2.2.2 Visão Clássica

A visão clássica assenta na célebre equação de trocas $MV = PY$ e o cerne desta óptica é o pressuposto da razoável estabilidade da velocidade de circulação ou da procura da moeda (V). Se o produto em valor nominal, representado por PY , sobe e sendo V bastante estável, terá M de subir proporcionalmente para se obter o equilíbrio enunciado acima.

Os clássicos consideram que uma alteração em M causa uma alteração proporcional do produto. E no longo prazo o Y tende a fixar-se no nível de pleno emprego o que equivale dizer que qualquer variação de M reflecte-se no P e igualmente rápidas variações no M irão afectar a inflação e portanto a curto prazo uma alteração em M pode afectar tanto P como o Y e indicam que uma queda de M pode causar o início de uma recessão².

Perturbações do equilíbrio monetário tendem a causar uma instabilidade da procura agregada e a provocar ciclos económicos, se M for estável numa economia de mercado, está será bastante estável e por consequência a principal obrigação dos BC é providenciar uma estável oferta monetária (Marques, 1990). A regra monetária será a de manter uma taxa de crescimento de M que vá de acordo com o crescimento do produto, supondo preços estáveis (Já se referiu acima que o pressuposto geral é de V constante).

2.2.3 As condicionantes à condução da política monetária

A eficácia da política monetária é medida pelo grau de proximidade com que as variáveis-objectivo se aproximam ao longo dos períodos, dos resultados projectados. Neste contexto a actuação as autoridades monetárias a conflitualidade entre objectivos, o desconhecimento dos elos do mecanismo de transmissão, a duvida quanto ao que efectivamente se encontra sob comando da autoridade monetária, não as permite concluir que uma experiencia ocorrido num determinado período t , sob determinadas circunstâncias irá se repetir novamente num momento $t+1$ (Hillbrecht, 1999). Existem, condicionantes de diversa ordem à condução da política monetária, que em alguns casos, serão impostas pelo poder político, noutros advêm da necessidade de compatibilização de

² A recessão é um período em que ocorre um grande declínio na taxa de crescimento económico de uma determinada região ou país.

vários objectivos procurados pelas autoridades monetárias, abaixo estão listados os mais frequentes:

- A articulação entre as políticas monetária e orçamental;
- A compatibilização entre objectivos de política cambial e política monetária;
- O relacionamento institucional entre o banco central e o poder político;
- A gestão da dívida pública e sua articulação com a política monetária.

Há necessidade de compatibilizar todas as condicionantes uma vez elas visarem os mesmos objectivos finais que os da política monetária, e em especial pelo facto de que um não entrosamento entre eles pode inviabilizar o alcance dos objectivos fundamentais preconizados por ambas. Pode-se tomar por exemplo uma situação em que o BC na condução de uma política monetária restritiva com intuito de manter o nível de inflação estável, e ao mesmo tempo o Governo expandisse significativamente a sua despesa pública ó nenhuma das políticas seria eficaz, uma vez que a segunda despoleta inflação. A conciliação dos tempos e objectivos de política monetária e orçamental é, em si uma condicionante.

2.2.4 O controlo da Política Monetária

A política monetária pode ser desencadeada por duas vias distintas. Controlo monetário indirecto ó quando os objectivos fixados para as taxas de juros e para o nível de liquidez são procurados, actuando indirectamente sobre os factores de criação de liquidez, através de instrumentos específicos como as operações de mercado aberto, o redesconto e as reservas mínima; ou, em alternativa, em controlo monetário directo ó quando a actuação das autoridades se abate directamente sobre um ou mais factores de criação de liquidez, ou se baseia no uso de instrumentos com vista à consecução de objectivos específicos. Métodos frequentemente citados são os limites a expansão do crédito concedido por cada banco e a fixação administrativa de taxas de juro (Cruz, 1996).

A aplicabilidade de qualquer dos métodos de controlo monetário depende de questões relacionadas com o grau de desenvolvimento dos mercados financeiros. Tipicamente, em países com estrutura financeira incipientes ou que enfrentem especiais dificuldades vigoram controlos directos e em caso inverso controlos indirectos.

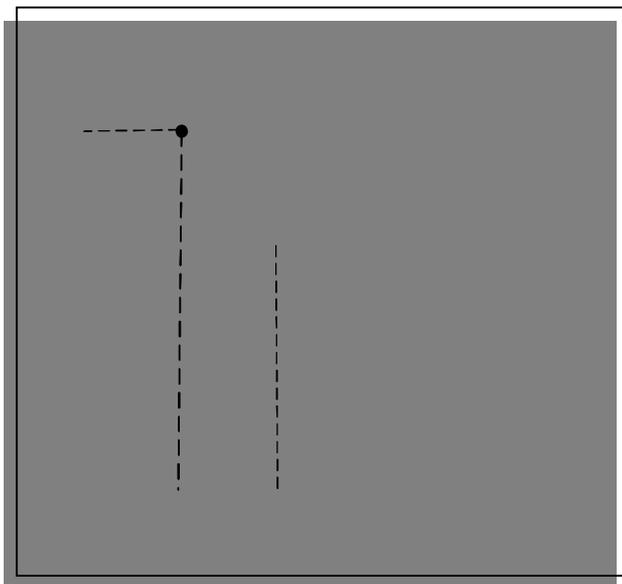
Em regra, o controlo monetário indirecto é visto como uma forma mais aperfeiçoada e mais eficaz de conduzir a política monetária. As regras do mercado tornam a afectação de recursos financeiros mais eficiente.

O controlo directo da liquidez e das taxas de juro caracterizam aquilo que seria um BC intervencionista. No entanto pode-se em algumas situações particulares, optar pela adopção de uma metodologia de controlo directo em casos de debilidades estruturais na balança de pagamentos, que criem vulnerabilidade cambial.

Socorrendo-se do Modelo de Shaw-McKinnon de repressão financeira, podemos verificar a ineficiência causada pelo controlo directo da política monetária, partindo dos pressupostos que suportam o seu modelo e analisando o Gráfico 2:

- Poupança (S) e investimentos (I) são elementos importantes para o crescimento económico;
- S e I são sensíveis ao nível de taxa de juro; e
- Investimento implica crédito bancário, neste caso taxa de juro e disponibilidade de fundos para empréstimo

Gráfico 2: Modelo de repressão financeira de Shaw-Mackinnon



Legenda:

- i Taxa de juro
- I Investimento
- S Poupança
- i_2 Taxa de juro imposta pelo BC
- I_2 Nível de investimento desejável
- S_1 Nível de Poupança Desejável
- I_1 Nível de investimento após imposição
- i^* Taxa de juro em equilíbrio
- S^* Poupança em equilíbrio
- I^* Investimento de equilíbrio

Fonte: Adaptado pelo autor, a partir de (Das Neves, 2003)

Suponhamos que o BC fixe a taxa de juros em i_2 , a este nível de taxa de juros os aforadores estão somente interessados em poupar em S_1 , o que significa existir disponibilidade de crédito limitada em S_1 . Por sua vez os investidores estão dispostos em investir o nível I_2 , no entanto não existe disponibilidade de crédito e só poderão investir ao nível igual a S_1 . Posta esta situação de desequilíbrio, verifica-se aquilo que é ineficiência causa pela intervenção directa de fixação das taxas de juro, uma vez que para esse nível de taxa de juro o Investimento estaria situado em I_2 , que equivale também dizer que a esse nível de Investimento estariam dispostos a pagar uma taxa de juro i_2 . A diferença entre I_1 e S_1 , representa um défice de recursos que não existiria caso o mercado fosse livre uma vez que o ponto de equilíbrio seria em $S^*=I^*$ e i^* - Ponto de eficiência.

No entanto cada uma das formas de controlo, tem as suas vantagens e desvantagens e em algumas circunstâncias ditam a sua aplicabilidade, conforme se apresenta no quadro abaixo:

Quadro 1: Vantagens e Desvantagens dos controlos directo e indirecto

Controlo Monetário Directo	Controlo Monetário indirecto
Vantagens & Desvantagens do controlo indirecto: <ul style="list-style-type: none">• Fiabilidade de resultados;• É de fácil e rápida implantação;• O custo fiscal derivado da adopção, é controlado pelas autoridades;• Simplifica o desenho e a execução da programação monetária;• Os canais de concessão de crédito podem ser lubrificados de modo a endereçar o crédito para aplicações preferenciais;• Constitui talvez a única solução exequível em países com estruturas financeiras atrofiadas, como a larga maioria dos países em vias de desenvolvimento, sobre tudo pelo elevado custo de adopção;• Pode ser adicionado em fases de instabilidade originada por rupturas do sistema financeiro.	Vantagens e desvantagens do controlo directo: <ul style="list-style-type: none">• Não estar sujeito ao desgaste que tende a afectar irremediavelmente o controlo directo, pelo intransigente esforço dos agentes em contornar regras e limitações.• É, tendencialmente, neutral do ponto de vista da repartição dos fluxos financeiros pelos circuitos da intermediação e da desintermediação.• Os instrumentos de controlo indirecto são mais flexíveis, podendo ser mais frequentemente utilizados, em dosagens variáveis, permitindo às autoridades corrigir atempadamente choques exógenos.• Despolitiza a concessão de crédito, facultando a sua repartição de acordo com as regras do mercado. Os bancos ficam habilitados a promover uma adequada segmentação da clientela e a ajustar as taxas de juro em função de cada operação e de cada cliente.• Permite o desenvolvimento mais saudável dos mercados financeiros, sem a ajuda da õbengalãõ proteccionista. Os mercados têm um desenvolvimento natural, veiculando sinais relevantes para a tomada de decisões pelos agentes. E as próprias autoridades monetárias passam a confiar menos na presunção instintiva de entenderem e anteciparem sempre a movimentação dos mercados.

Fonte: Adaptado pelo autor, a partir de (Cruz, 1996)

É de notar que o quadro simplesmente mostra as vantagens que cada tipo de controlo tem, e essa mesma vantagem significa desvantagem para o outro tipo de controlo.

2.2.5 Instrumentos de Política Monetária

Já se referiu inicialmente que instrumentos de política monetária são *ferramentas* em poder do BC que permitam conduzir a sua política. Estes instrumentos podem ser, consoante o tipo de controlo exercido pela autoridade monetária directos ou indirectos.

- **Os instrumentos directos** traduzem-se sempre na fixação, como objectivo, de um preço, taxa de juro ou de câmbio ou de uma quantidade, o volume de crédito a conceder globalmente pelo sistema bancário e operam por via regulamentar. Assim, tem um impacto directo e intencional sobre o balanço dos Bancos Comerciais.
- **Os instrumentos indirectos**, não sendo por via de uma fixação administrativa, ainda que o seu uso esteja enquadrado por regulamentação das autoridades monetárias, actuam sobre as variáveis que se pretende influenciar. E não tem impactos directos sobre os balanços das IC's, mas sim sobre a base monetária (BaM)³ dos BC. Os instrumentos indirectos de PM mais frequentes são: Reservas legais, Operações de mercado aberto e política de redesconto, os quais trataremos em detalhe nas secções que se seguem.

2.2.5.1 As reservas legais

As reservas legais ou também reservas obrigatórias (RO), é um coeficiente ou percentagem fixada unilateralmente pelos BC, que incide sobre uma ou várias categorias de passivos⁴ dos bancos Comerciais. O valor pode ser detido sob varias formas, sendo a mais comum, Depósitos a ordem mantidos em BC pelos Bancos Comerciais. As reservas mínimas legais são um instrumento de vocação geral, abrangendo em igualdade de circunstâncias todas as instituições bancárias em forma e intensidade equivalentes (Cruz, 1996). As RO tem a função de indução nas variações das reservas livres dos bancos Comerciais ó e, assim, na composição da base monetária.

³ Refere-se ao total das Notas e Moedas em circulação e as Reservas Bancárias.

⁴ Os passivos dos Bancos Comerciais são compostos maioritariamente por Depositos de clientes.

2.2.5.2 Redesconto

Operação de concessão de um empréstimo por parte de um Banco Central a um Banco Comercial, para resolver situações de dificuldades de tesouraria. Esse empréstimo é remunerado à designada taxa de redesconto (Das Neves, 2003). É geralmente uma taxa de juro proibitiva de modo a desincentivar o seu uso. A taxa de redesconto serve de sinalizador para os Bancos Comerciais das intenções do BC em termos de política monetária, uma vez que parte-se do princípio que os BC tem mais informação sobre a previsibilidade da inflação.

2.2.5.3 Operações de Mercado Aberto

Na literatura sobre o tema, as operações de mercado aberto são enunciados como o principal instrumento de controlo monetário indirecto. E assim é na generalidade dos países dotados de estruturas financeiras desenvolvidas, aliás conforme enunciado acima é um dos determinantes para o uso de instrumentos indirectos.

Assenta na intervenção directa do BC nos mercados financeiros, tendo por contrapartes negociais os demais às instituições bancárias e a outras instituições financeiras. O mercado aberto abrange as operações de aquisição e venda de títulos pelo BC, em regra tendo por contraparte instituições financeiras. O impacto das operações de mercado aberto será de injeção, quer na absorção de liquidez através de compra ou venda de títulos, portanto estas operações tem em vista influenciar a oferta da moeda. Da-se destaque aos Bilhetes de Tesouros que são títulos de dívida pública a curto prazo⁵, estes títulos têm uma elevada liquidez e a sua colocação é feita no mercado interbancário de títulos (Das Neves, 2003). Segundo Hillbrecht (1999) os BC actuam sob títulos do Governo uma vez estes terem um mercado relativamente grande, e poder conduzir operações de mercado em volume bastante elevado, sem provocar, no entanto, grandes flutuações de preços de títulos e das taxas de juros.

As transacções neste Mercado podem ter carácter de transferência definitiva da titularidade dos valores envolvidos operações ðoutrightö, ou operações que envolvem a transferência da titularidade dos activos apenas temporariamente, já que o respectivo

⁵ Seja entendido, prazos inferiores a 1 ano, por exemplo emitidos pelos prazos de 91, 182 ou 364 dias.

vendedor se obriga à sua recompra e o comprador originário se vincula à revenda e a designação de operações de acordo de recompra ou ãRepoö.

Em Anexo II faz-se uma listagem de instrumentos de política monetária em poder dos BCs.

2.2.6 Experiencia dos outros países

Em geral o uso de instrumentos indirectos tem sido prática na maioria dos países, com destaque àqueles dotados de estruturas financeiras desenvolvidas, sendo as operações de mercado aberto o principal instrumento.

A título de exemplo, toma-se o Brazil. O Brazil transcorreu em diferentes ambientes políticos, no regime ditatorial e na época de redemocratização e em diferentes situações economicas ao longo dos anos. Em 1964 cria-se o Banco Central, e inicia-se o processo de reforma financeira. Inicialmente o Banco Central actuava em base de instrumentos directos, porém logo no inicio da decada 70 são iniciadas as operações de mercado aberto. Portanto volvidos somente 6 anos de criação da autoridade monetária pauta-se pela adoção de intrumentos indirectos de gestão de politica monetária, o que serve de indicação da reactiva eficácia dos mesmos.

3. POLÍTICA MONETÁRIA EM MOÇAMBIQUE

A autoridade monetária moçambicana é o Banco de Moçambique (BM) e através dos instrumentos de política monetária em seu dispor, manipula em primeira instância o sistema financeiro de modo que os seus objectivos se reflectam no sistema económico como um todo.

3.1 Breve historial

Com a independência colonial, Moçambique adoptou um regime económico socialista assente numa economia planificada, sendo o estado o maior detentor dos meios de produção. Cabia ao Estado o papel de principal proporcionador do desenvolvimento económico. Com as nacionalizações o sistema financeiro, tornou-se reduzido a três bancos, nomeadamente:

- Banco de Moçambique;
- Banco Popular de Desenvolvimento;
- Banco Standard Totta (que não resultou de nacionalização).

O BM criado a 17 de Maio de 1975⁶, passou a actuar como, regulador, supervisor, consultor do Governo e ainda tinha a função Comercial. O Banco Popular de Desenvolvimento operava como banco de desenvolvimento do estado, concedendo créditos para investimentos, à taxas de juros baixas, fixadas centralmente e priorizando a componente social.

O regime económico, conjugado com o sistema financeiro vigente ditava que o BM, actuasse no mercado pautando por instrumentos de política monetária directos, que conforme visto acima tinham um carácter compulsório.

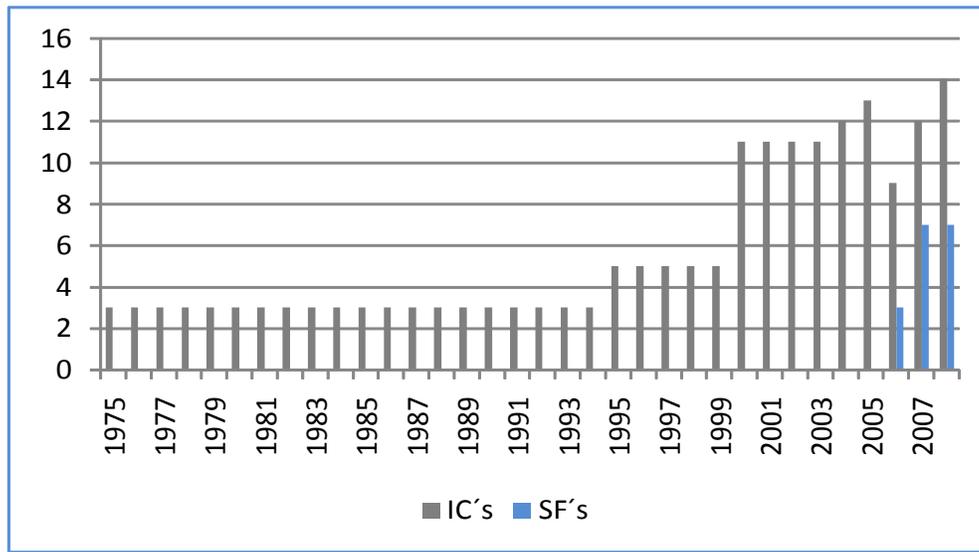
Por volta dos anos 87, por imposição do PRE, inicia a reforma do sistema Financeiro, aliás como consequência do início da mudança da própria orientação económica que passa a ser capitalista. A partir de 1992⁷, passa a exercer funções exclusivas de Banco Central do País, deixando as funções comerciais para um banco comercial, denominado Banco Comercial de Moçambique, e lhe são conferidos poderes bastantes para actuação autónoma (Implementação de políticas). É assim que a partir de então começa-se a assistir ao surgimento de novas instituições financeiras, criando aquilo que seria evolução do sistema financeiro em geral.

O Gráfico 3 abaixo mostra a evolução do número de Instituições de crédito (ICs) e Sociedades Financeiras (SFs) no período entre 1975 ó 2008 como consequência das reformas dos sistema financeiro levado a cabo pelo BM.

⁶ Pelo, Decreto n° 2/75, de 17 de Maio

⁷ Ao abrigo da Lei n°. 01/92 de 03 de Janeiro

Gráfico 3: Evolução do número de Instuições de crédito



Fonte: elaborado pelo autor, com base nos relatórios anuais do BM

Pode-se notar que desde a independência nacional, até por volta dos anos 1993 o número de IC's e SF's mantém-se o mesmo, como consequência do regime Económico vigente (vimos que as reformas iniciam em 1987 com o PRE). Ver Anexo III para visualização de dados tabelados.

3.2 Cronologia da evolução do Sistema Financeiro moçambicano

Conforme o historial descrito acima o sistema financeiro moçambicano entrou num processo de reformas. Segundo Abreu (2005) o sistema financeiro observou a seguinte cronologia:

1985 – 1987 Período do Sistema Financeiro de Economia Centralmente Planificada

- Banco Central e Emissor com funções de principal banco comercial do país;
- Banca integrada e monopólios do Estado sobre a actividade e as instituições de intermediação financeira doméstica e com o exterior;
- Limitada ou inexistente diversificação de instituições e de produtos financeiros;
- Subordinação da intermediação financeira ao Plano Estatal Central de cada ano;
- Taxas de juro e de câmbio, preços e comissões, fixos, determinados pelas autoridades governamentais ó repressão financeira.

No enquadramento teórico, página 11 quando nos referimos ao modelo de Shawn-Mackinnon faz-se menção a ineficiência causada pela repressão financeira.

1987 – 1990 Período de Reforma do Sistema Financeiro no contexto do PRE

- Ajustamento das taxas de câmbio;
- Ajustamento das taxas de juro;
- Controlo quantitativo e selectivo do crédito;
- Criação do Mercado Secundário de Câmbios (MSC);
- Estabelecimento do quadro normativo do exercício da actividade de intermediação financeira.

1991 – 1998 Período de reforma do Sistema Financeiro no contexto do PRES⁸

- Reforma jurídico-legal:
 - Lei 28/91 ó regula a constituição e o funcionamento das ICø ó licenciamento e encerramento decididos pelo Governo (abertura do sector à iniciativa privada, nacional e estrangeira)
 - Lei 1/92 ó define a natureza, os objectivos e as funções do BM como banco (exclusivamente) central do país;
 - Lei 3/96 ó Lei cambial, define regras sobre operações cambiais e o comércio de câmbios, reforçando o papel do BM como Autoridade Cambial ;
- Reforma de instrumentos de política:
 - 1 de Abril de 1992 ó unificação entre as taxas de câmbio do mercado oficial e do MSC, liberalização das taxas de câmbio;
 - Aviso 6/GGBM/93 ó determina taxas de juro máximas e mínimas fixadas administrativamente;
 - Aviso 9/GGBM/94 ó liberaliza as taxas de juro activas e passivas;
 - Aviso 4/GGBM/96 ó formaliza o Mercado Cambial Interbancário (MCI);
 - Aviso 12/GGBM/97 ó cria o Mercado Monetário Interbancário (MMI);
 - Controlo quantitativo do crédito através de limites de Activos Internos Líquidos (AIL)⁹;

⁸ Programa de Reabilitação Económica e Social

1999 – 2005 Período de reforma do Sistema Financeiro no contexto do PARPA

- Reforma jurídico-legal:
 - Lei 15/99 ó Regula o estabelecimento e o exercício da actividade das instituições de crédito e das sociedades financeiras ó preconiza a constituição do fundo de garantia de reembolso de depósitos;
 - Lei 09/2004 ó revê algumas das disposições da Lei 15/99, nomeadamente dando poderes ao BM para licenciar e mandar fechar ICs e SFs e permitindo a criação de novos tipos de instituições financeiras;
 - Decreto 56/2004 ó regula o funcionamento das instituições microfinanceiras e da actividade de microfinanças;

É neste contexto que conforme o Gráfico 3 acima, verifica-se entrada de cada vez instituições de IC's e SFs no mercado financeiro moçambicano.

- Reforma de instrumentos de política:
 - 2000 ó controlo da oferta monetária deixa de ser exercido através de limites quantitativos e passa a ser feito por via das operações de MMI;
 - 2005 ó introduz-se o sistema multilateral de determinação das taxas de câmbio do MCI e de leilões de divisas;
 - 2005 ó controlo da oferta monetária passa a ser feito através da combinação entre operações do MMI e as do MCI

Desde 2005 até ao ano 2008, continua a consolidação do Sistema financeiro nacional, quer por via de entrada de novas instituições no mercado financeiro, quer pela introdução e modernização dos instrumentos de política monetária (indirectos) e ainda, a partir de 2007¹⁰ o Governo apela as ICs e SFs a extensão dos seus serviços às Zonas Rurais, e o BM como forma de incentivo abre balcões 5 novos balcões nas províncias (Passando a de

⁹ AIL é composto por crédito líquido ao Governo, mais crédito à economia (Síntese Monetária Global, Anexo 3)

¹⁰ Janeiro de 2007 ó realização do XXXI Conselho Consultivo do BM em Nampula, que abordou a questão da Bancarização da Economia ó extensão dos serviços financeiros às zonas rurais.

3 para 8 o número de balcões) para além de em Maio de 2007 ó aprovação do Aviso nº 10/2007 (que prevê incentivos para abertura de agências bancárias nas zonas rurais).

3.3 Objectivos específicos da política monetária em Moçambique

O objectivo principal da política monetária em Moçambique é a inflação, isto é, manter a inflação em níveis baixos e estáveis. Segundo Navalha e Esmeralda (BM, 2010) as principais razões para que a inflação seja considerado um objectivo primordial na condução da política monetária, são os seguintes:

- Atracção de novos investimentos;
- Melhoria do ambiente de negócios;
- Eficiência na afectação de recursos;
- Melhoria na distribuição do rendimento;
- Incentivo à poupança;
- Manutenção do poder de compra dos Cidadãos. Importante no processo de combate à pobreza no país.

É de notar que embora, por natureza a estabilidade da moeda, está intrínseco nos objectivos do BM, a partir de 2002 (medido pela comparação com os relatórios anuais dos anos anteriores) é que o BM passa a colocar nas suas metas anuais o nível de inflação desejado/planeado. Nessa altura já havia sido criado o Mercado Monetário Interbancário (MMI), e portanto já tinha em sua disposição instrumentos para prática de operações de mercado aberto e que poderiam permitir o alcance do objectivo almejado.

Em Anexo IV: Parte Literal Programa Do Governo 2005 ó 2009, estão consagrados os objectivos da política monetária em Moçambique estando destacado a inflação.

3.4 Agregados Monetários em Moçambique

Antes de se debruçar sobre a evolução dos instrumentos indirectos e sua contribuição na condução da política monetária, abaixo faz-se a descrição dos principais agregados monetários vigentes em Moçambique. É importante salientar que de acordo com a teoria

económica a política monetária é feita por manipulação da massa monetária (M), no entanto cada economia determina a sua composição, sendo unânime a inclusão de notas e moedas em circulação no agregado mais líquido (M1). No caso concreto de Moçambique a composição é como se segue:

Quadro 2: Agregados Monetários

M1 = NMC + DOMN	Onde:
M2 = M1 + DP	NMC, notas e moedas em circulação
M3 = M2 + DME	DOMN, Depósitos a ordem Moeda Nacional (MN)
BaM = NMC + RB	DPMN, Depósitos a prazo Moeda Nacional
	DME, Depósitos em Moeda Estrangeira (ME)
	RB, Reservas bancárias composta por RO's e Reservas Livres (RL)

Fonte: www.bancomoc.mz

Sendo que a M2 representa os meios totais de pagamento denominado em moeda MN e M3 os meios totais de pagamento denominado em MN e ME (BM relatório, 2007). Portanto quando a massa monetária seria M3.

A BaM será neste caso a variável operacional, isto é, a variável sobre a qual irão recair os instrumentos indirectos de modo a alcançar o objectivo intermédio e por sua vez esta permitir alcançar o objectivo final. Ou seja a manipulação da BaM, não é em si um objectivo, mas sim visa alcançar um objectivo pré-estabelecido.

É preciso realçar, que a relação só é possível uma vez assumir-se uma interligação entre a BaM e M; $M = m \times BaM$, onde a m é o multiplicador monetário da economia calculado a partir da dedução da fórmula abaixo:

$$BaM = NMC + RB \Leftrightarrow BaM = NMC + RO + RL \Leftrightarrow \frac{BaM}{M} = \frac{NMC}{M} + \frac{RO}{M} + \frac{RL}{M} \Leftrightarrow$$
$$\frac{BaM}{M} = c + r + rl \Leftrightarrow M = \frac{1}{c + r + rl} BaM \Leftrightarrow M = m \times BaM$$

Onde introduziu-se c , r , rl como sendo respectivamente taxa de preferência por liquidez, taxa de reservas obrigatórias e taxa de reservas livres.

O Esquema 2 abaixo, descreve o processo pelo qual o BM utiliza os seus instrumentos indirectos, afectando a BaM, o qual se transmite pelos objectivos intermédios permitindo alcançar os objectivos finais.

Esquema 2: Esquema de Transmissão da PM em Moçambique



Fonte: Adaptado pelo autor, com base em (BM apresentação, 2009)

Voltando ao Gráfico 1: Modelo IS-LM, está patente o efeito de uma política monetária expansiva. Neste contexto, olhando para o esquema descrito acima; poderia-se constatar um movimento da LM para direita (que significa aumento de M), resultou de uma manipulação da variável operacional (BaM), por meio de utilização de um instrumento indirecto ó a título de exemplo poder-se-ia referir-se a uma operação REPO, em que o BM comprou títulos com acordo de revenda.

No entanto embora o esquema acima seja bastante restrito naquilo que são os factores que irão movimentar a BaM, será importante aqui ressaltar dois factores que também estão por detrás das alterações da BaM:

- **Reservas internacionais**

Conforme referido no enquadramento teórico, os Bancos Centrais são depositários oficiais das reservas internacionais, evidenciando-se a moeda estrangeira. Variações dessas reservas são decorrentes de operações de compra e venda de moeda estrangeira no Mercado Cambial Interbancário (MCI) afectando o volume de NMC ou reservas bancárias e sendo esses agregados componentes da BaM consequentemente esta irá sofrer uma redução ou elevação tratando-se de uma venda ou compra, respectivamente.

- **Défice do Governo**¹¹

Em uma situação de défice o Governo para fazer face as suas despesas ira recorrer ao público para se financiar, emitindo títulos de dívida pública (BTø), por intermédio do Banco Central. Esse processo de venda dos títulos ao público, uma vez enxugar a moeda em circulação, é ao mesmo tempo execução de uma política monetária restritiva. Portanto está a ser executada uma operações de mercado aberto conforme está repercutido no Esquema 2 acima.

Convertendo do Panorama teórico para o real, olhando para as sínteses monetárias de Moçambique, subdivididas em Contas monetárias do BM, das IC's e Síntese geral (Ver Anexo V). Pode-se verificar claramente nas contas monetárias do BM, que a BaM é constituída pelas rubricas enunciadas acima RB e NMC, a qual totalizavam 17,821.9 e 19,220.4 milhões de meticais em 2007 e 2008, respectivamente. Uma vez constarem do balanço do BM, significa que o BM tem poderes de manipulação na direcção pretendida. Os Depósitos totais da economia (DO, DPMN, DME) que conforme vimos acima, são parte integrante das Contas monetárias das IC's, portanto estes tem poder de manipulação; porém essas componentes são dependentes das taxas de juro e outros incentivos que o BM têm poder de influenciar. A título de exemplo, um sistema financeiro õsaudávelõ incentiva as pessoas a colocarem o seu dinheiro em guarda nas IC's (O que significa automaticamente, aumento dos DO), adicionalmente taxas de juro elevadas incentivam os DP. Analisando de uma forma agregada as contas monetárias do BM e das IC's, obtém-se a síntese monetária da economia Moçambicana, que voltando-se novamente para o Anexo V: Contas Monetárias do BM, IC's e a Síntese Monetária, pode-se obter o valor da Massa Monetária, agregado M3, que engloba as NMC e os Depósitos totais, cujo rubrica se designa Dinheiro e Quase-Dinheiro e observou saldos de 67,099.4 e 80,723.69 milhões de meticais em 2007 e 2008, respectivamente.

¹¹ O governo está em déficite quando os gastos públicos excedem as receitas públicas.

3.5 Instrumentos indirectos de Política Monetária em Moçambique

A Política Monetária do BM, parte de uma programação Monetária que é desenhada tendo em conta os objectivos finais da política económica do Governo e pressupõe uma predeterminação do nível da BaM, conforme podemos ver no Esquema 2 acima. Portanto para alcance desses pré-objectivos e objectivos o BM serve-se de instrumentos.

Conforme foi enunciado no enquadramento teórico, os instrumentos de política monetária indirectos se subdividem em RO's, Mercados abertos e Redesconto. A transição para prática de operações de mercado aberto é por incumbência do aviso 12/GGBM/97 onde é criado o Mercado Monetário Interbancário (MMI).

O MMI foi criado, tendo em vista um instrumento de gestão de liquidez do sistema bancário pelo Banco Central e, por outro, visa agilizar a permuta de liquidez entre as instituições de crédito (BM relatório, 1997). É neste contexto que será analisado, como ao longo dos anos esses instrumentos foram contribuindo na Gestão da Política Monetária do BM.

3.5.1 Reservas Obrigatórias

As RO's são conforme definição uma taxa incidente sobre um total de passivos dos bancos comerciais e que devem ser detidos em forma líquida e em meticais no BM.

Entraram em vigor em Moçambique pela Ordem de Serviço 19/90 de 8 De Dezembro de 1990 onde é fixado o coeficiente em 18%, a incidir sobre os depósitos a ordem, com pré-aviso e a prazo, em moeda nacional, excluindo os depósitos do Estado. O montante dos depósitos obrigatórios passaram a ser mantidos numa conta bloqueada¹² junto do BM. Em 1997 houve redução do coeficiente, passando a 12% (até final do ano) e posterior introdução de um regime de constituição em base média, alternativa ao de conta bloqueada. Importa salientar que em Moçambique as RO's não são e em nenhum momento foram remuneradas e que o seu valor não altera somente em função do coeficiente mas também da base de incidência, isto é, o BM pode não só alterar o coeficiente como também os passivos sobre o qual essas taxas recaem.

¹² Significa que a conta não é de livre movimento (exceptuando à crédito ó entradas).

O quadro abaixo, mostra a evolução dos coeficientes de RO's no período em estudo:

Quadro 3: Evolução dos coeficientes de RO's

Anos	1997	1998*	1999	2000	2001	2002	2003	2004*	2005	2006	2007	2008
Coefficientes de RO	12.00%	9.00%	6.80%	7.95%	11.51%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	11.51%	10.15%	9.00%

* Alargamento da base de incidência

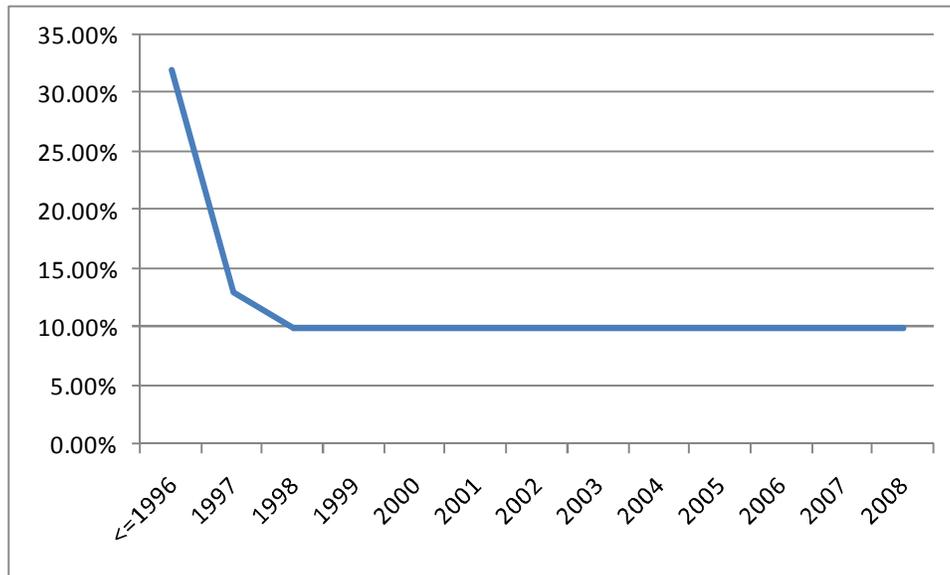
Fonte: elaborado pelo autor, com base nos relatórios anuais do BM

A evolução das RO's, mostra intervenções do BM ao longo do período, quer reduzindo ou aumentando, e/ou ainda alargando a base de incidência o que demonstra que este instrumento é considerado privilegiado na regulação da oferta monetária pelo BM (Relatório anual BM, 2001). Olhando para o Esquema 2, que demonstra a forma com é feita a transmissão da PM, sendo que as RO's retraem ou expandem as reservas livres, que são componente da BaM, naturalmente que este instrumento é preponderante na condução das políticas de mercado aberto ó as reservas livres é que são usadas pelos Bancos nas aplicações no Mercado Monetário.

3.5.2 Redesconto

A política de redesconto, é baseada efectivamente no conceito dado em 2.2.5.2, sendo que com o surgimento, modernização e evolução das políticas de Mercados Aberto deixa de ser um instrumento priorizado. Como sendo um instrumento indirecto de política monetária o BM reduziu estas taxas no sentido, de transmitir sinais sobre a expectativa de inflação baixa e e criar incentivos ao sistema bancário no sentido de redução das taxas de juro (Relatório Anual BM, 1997). No entanto importa salientar que com o surgimento do MMI cria-se uma espécie de alternativa ao redesconto (baseando-se no conceito de BM, financiador de última instância), materializados pelas facilidades de cedência e de última hora (FPC e FUH), que serão retratados com detalhe nas secções abaixo. O Gráfico 4 abaixo, apresenta aquilo que foi a evolução das taxas de redesconto ao longo do tempo da sua vigência.

Gráfico 4: Evolução das taxas de desconto



Fonte: elaborado pelo autor, com base nos relatórios anuais do BM

Está patente no gráfico acima que a partir de 1998, um ano após a criação do MMI, a taxa de desconto atinge o mínimo de 9.95%, que se mantém constante ao longo dos anos subsequentes - o que serve de evidência de que este instrumento deixa de ter um carácter preferencial. Ver Anexo VI para visualização de dados tabelados.

3.5.3 Operações de Mercado Aberto

A política de mercado aberto em Moçambique é feita no MMI, que é um segmento do mercado monetário do Metical, no qual as instituições autorizadas permutam fundos representados por saldos das suas contas de depósito à ordem no Banco de Moçambique ou valores mobiliários desmaterializados inscritos em contas-título no mesmo Banco, visando equilibrar os excedentes e necessidades de moeda primária entre as instituições monetárias. Neste mercado o Banco de Moçambique pode também intervir, absorvendo ou cedendo liquidez, sendo estas operações sempre realizadas através da compra, venda ou emissão de títulos (BM, Aviso nº 12/GGBM/97). De um modo geral, pode-se considerar este como sendo o ópalcoõ da evolução dos instrumentos indirectos, uma vez ser um dos instrumentos preferências do BM, sendo que é nele onde no período em análise foram verificados maiores mutações, no campo dos instrumentos introduzidos e inclusive em termos de utilização.

Inicialmente, com a introdução do MMI foram transaccionados Bilhetes de Tesouro (BT's), Títulos de autoridade Monetária (TAM's) e permuta de liquidez entre as Instituições de Crédito (Permutas), embora com o papel de instrumento de política monetária somente os dois primeiros. A posterior, conforme pode ser visto do quadro abaixo, foram introduzidos novos instrumentos e melhorados outros, no âmbito da modernização do MMI e conseqüente melhoramento da própria gestão da Política Monetária.

Quadro 4: Instrumentos transaccionados no MMI no período 1997-2008

1997	1998	1999 a 2004	2005	2006	2007 a 2008
BT's	BT's	BT's	BT's	BT's	BT's
TaM's	TaM's	TaM's	TaM's	(a)	(a)
Permutas	Permutas	Permutas	Permutas	Permutas	Permutas
	FPA	FPA	FPA	FPA/FPD	FPA/FPD
	FPC	FPC	FPC	FPC	FPC
	FUH	FUH	FUH	FUH	FUH
		MAIBOR	MAIBOR	MAIBOR	MAIBOR
			FPD		Repo e Reverse/Repo
* Não se trata de instrumento; (a) a TaM é descontinuada					
Onde:					
FPA	Facilidade Permanente de Absorção				
FPC	Facilidade Permanente de Cedência				
FUH	Facilidade de Última Hora				
FPD	Facilidade Permanente de Depósito				
MAIBOR	Maputo Interbank Offered Rate				

Fonte: elaborado pelo autor, com base nos relatórios anuais do BM

É importante realçar neste contexto o papel e importância dos Mercados Cambiais Interbancários (MCI), sendo fundamental na regulação de liquidez nos mercado monetário moçambicano; aliás é com este instrumento que o BM tem efectuado maior absorção de liquidez, conforme pode ser visto no quadro abaixo:

Quadro 5: Liquidez Esterilizada

Segmento de Mercado	2005		2006		2007		2008	
<i>Operações realizadas nos Mercados interbancarios</i>								
MMI								
BTs Emitidos (milhões de MT)	19,177		21,697		20,501		30,562	
BTs Reembolsados (milhões de MT)	14,906		22,175		15,708		26,248	
Repos Emitidos (milhões de MT)	NA		NA		360		6,651	
Repos Reembolsados (milhões de MT)	NA		NA		360		6,651	
MCI								
Divisas vendidas (milhões de USD)	394		459		416		668.2	
Divisas compradas (milhões de USD)	1.2		1		7.9		2.3	
<i>Liquidez esterilizada em milhões de MT</i>								
MMI (BTs e Repo)	1,096	11%	483	4%	2,706	21%	1,947	11%
MCI (Divisas)	8,461	89%	11,476	96%	10,493	79%	16,086	89%

Fonte: elaborado pelo autor, com base nos relatórios anuais do BM

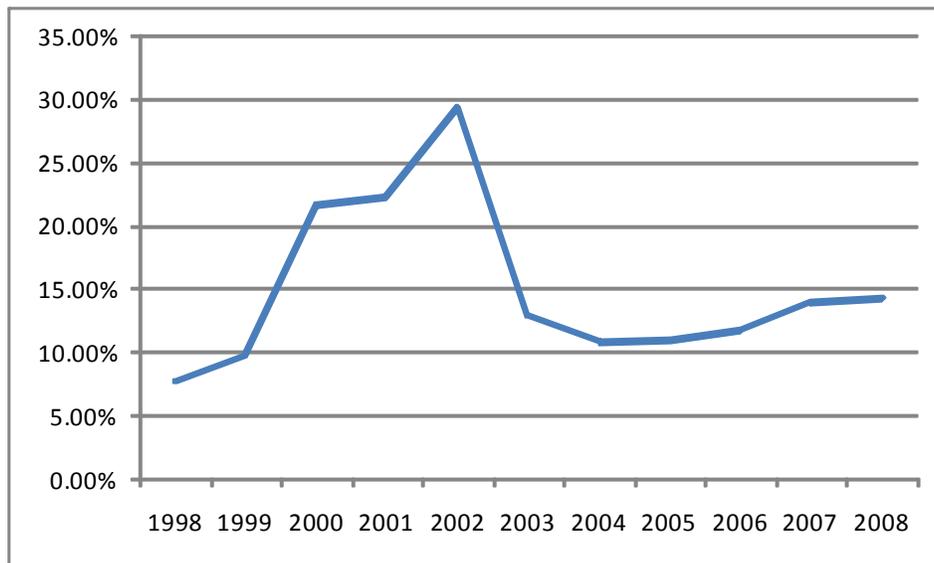
Está patente no quadro acima que nos últimos quatro anos o MCI tem contribuído na esterilização do metical à uma taxa comparativamente elevada em relação ao MMI, tendo alcançado um mínimo de 79% em 2007 e máximo de 96% em 2006. O presente comentário está de acordo com o enunciado acima, onde esta patente que a BaM é também movida pela componente reservas internacionais, e neste caso concreto de forma significativa. O quadro acima mostra claramente que as políticas cambiais é que tem sido mais eficazes na esterilização da moeda, embora com os efeitos que possa ter nas taxas de câmbio.

3.5.3.1 Bilhetes de Tesouro e Títulos de Autoridade Monetária

Os BT's são valores mobiliários escriturais representativos de empréstimos de curto prazo da República e Moçambique, denominados em moeda nacional e destinam-se ao financiamento do défice da tesouraria corrente do Estado e as intervenções do Banco de Moçambique no âmbito da política Monetária ó os BT's são vendidos em sistema de leilão aos operadores do mercado monetário (BM relatório, 2003). Conforme pode-se denotar, esta definição aplicada em Moçambique não se desenquadra daquela no âmbito teórico (pág. 15). Os prazos transaccionados são actualmente são de 91, 182 ou 364 dias, sendo que inicialmente foram transaccionados prazos de 28 e 63 dias. A maior apetência

destes títulos está no facto de terem alta liquidez uma vez serem títulos de dívida pública (garantia do Estado) o que significa *risk free*, ou seja assume-se que não existe nenhum risco associado, o pressuposto é de que o Estado é insolvente. É de realçar que conforme foi enunciado acima, inicialmente foram emitidos em conjunto com os TAM's, que eram títulos emitidos pelo BM somente com objectivo de fazer a política monetária, o que significa que os BT's nessa altura visavam somente fazer face as necessidades de tesouraria do Estado, facto que foi alterado a partir de 2004¹³. Importa realçar que estes dois instrumentos tem por característica, o facto de serem de carácter ocasional (ocorre num ou em determinados dias ou momentos) sendo da iniciativa do BM e visam criar efeito volume sobre a liquidez do sistema bancário e a manutenção das taxas de juro em níveis adequados. O Gráfico 5 abaixo mostra a evolução das BT's, nas diferentes Maturidades e das TaM's, ao Longo do período em análise.

Gráfico 5: Evolução das taxas dos BT's



Fonte: elaborado pelo autor, com base nos relatórios anuais do BM

As taxas dos BT's são voláteis ao longo do período. Uma vez os BT's serem vendidos em leilão e portanto taxas de juro determinadas pelos próprios Bancos, demonstram a que

¹³ No âmbito da coordenação das políticas fiscal e monetária, ao abrigo do decreto nº 22/2004, o Banco de passou, a partir de Setembro de 2004, a emitir BT's tanto para financiamento do défice temporário de tesouraria do Estado como para fins de Política Monetária (Relatoria Anual BM, 2004)

custo os Bancos estão dispostos a ceder os seus excedentes de liquidez pelos períodos de vigência dos títulos (28, 63, 90, 180 e 360 dias). Ver Anexo VII para visualização de dados tabelados. Taxas mais altas indicam claramente alguma escassez de liquidez e o contrário excesso de liquidez. Importa salientar que embora em leilão o BM possa impor taxas de corte, o que significa que alguns níveis de taxas são censuradas, tendo em conta o objectivo pré estabelecido. É de realçar o facto de em 2001, as taxas dos BTø terem atingido o nível de 30%, como consequência do incremento da FPC de 25.65% para 34% (BM, 2001) em resposta a tendência crescente da inflação que em Dezembro do mesmo ano situou-se ao nível dos 21.9%.

É necessário realçar ainda que o pressuposto é de que os Bancos em nenhum momento irão remunerar os seus depósitos a uma taxa superior a dos BTø, uma vez que essas mesmas poupanças são rentabilizadas sem risco pelas taxas dos BTø.

3.5.3.2 Facilidades Permanentes

Em 1998, um ano após a criação do MMI, são introduzidos neste mercado, alargando o leque e instrumentos, a Facilidades Permanente de Absorção (FPA), Facilidade Permanente de Cedência (FPC) e as Facilidades de Última Hora (FUH), mais tarde em 2005 são introduzidas a Facilidade Permanente de Cedência FPD, que vieram substituir as FPA.

- A FPA/FPD refere-se a depósitos efectuados pelas IC's que se encontram em situação de excesso temporário de liquidez, em moeda nacional mediante uma taxa pré-estabelecida pelo BM. O prazo destas operações é de um dia útil.
- FPC refere-se a cedências de liquidez que o BM faz as IC's que se encontram em situações de escassez temporária, mediante pagamento de juros à taxa de juros pré-fixadas, pelo prazo de um dia útil.
- FUH refere-se a cedência de liquidez efectuada pelo BM às IC's que necessitem de fundos para cumprir com o requisito de reservas obrigatórias no último dia do período de constituição.

Estas facilidades contrariamente as anteriores (BT e TAM), não são ocasionais, são da iniciativa das próprias IC's e visam fundamentalmente, solver eventuais situações de escassez ou excesso temporário de liquidez ó uma vez serem instrumentos com prazos de maturidade curtissima (dias).

Importa referenciar que nos casos em que o BM cede liquidez as IC's, quer no âmbito das FPC ou FUH as operações ocorrem em contrapartida dos BT's ou TaM's (a servirem de colateral) e, o que vem mostrar uma vez mais que serve somente para suprir situações de escassez temporária.

As taxas de juro para todas as facilidades são pré-determinadas pelo BM, o que pressupõe que sendo o BM o banqueiro das IC's teremos os seguintes cenários:

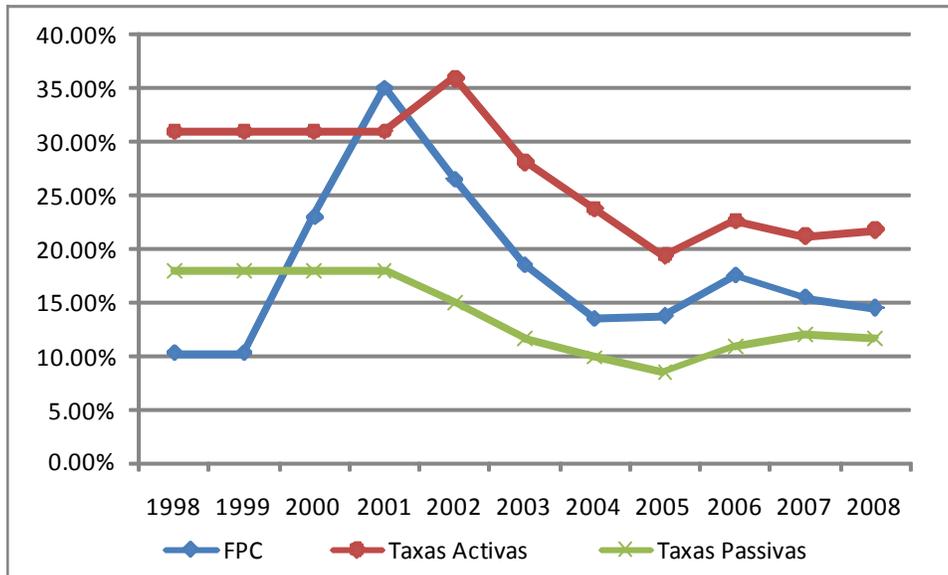
- FPC, esta é a taxa em que a IC obterá liquidez em casos de escassez; portanto não estará interessado em receber liquidez à taxas de juro inferiores a FPC;
- FPD, esta é a taxa em que IC obterá ao ceder sua liquidez ao BM; portanto estará disponível em aceitar ceder a sua liquidez a taxas a de juro maiores que a FPD;

Assim espera-se que a δ FPC e FPD prevalecem como corredor das taxas de juro do MMI, constituindo o tecto e o chão, respectivamente (DM-BM, 2008)ö. Com isso pretende-se dizer que espera-se que as taxas de juro transaccionadas no MMI estarão no intervalo FPD a FPC, e a partir destas vão se constituindo as diferentes taxas no Sistema Financeiro, que irão naturalmente englobar as componentes como risco, margem, inflação, e outros.

O Gráfico 6 abaixo mostra a evolução das facilidades permanentes de cedência no período em estudo e as taxas de juro activas e passivas do mercado¹⁴.

¹⁴ Taxas activas e passivas, são as taxas usadas pelos Bancos na concessão de crédito e remuneração dos depósitos dos clientes, respectivamente.

Gráfico 6: Evolução da FPC e taxas de juro do Mercado



Fonte: elaborado pelo autor, com base nos relatórios anuais do BM

O gráfico mostra claramente que a FPC, é uma taxa directora, uma vez que é o *tecto* para as operações passivas dos Bancos e o mínimo para as operações activas (com excepção de 2001 para trás). A movimentação desta taxa ao longo do tempo foi no sentido de sinalizar os Bancos sobre as intenções do Banco Central, sendo neste caso taxas mais baixas expansão do crédito e taxas mais baixas a retracção de crédito, por via das taxas de juro do mercado ó sem descorar do objectivo final **inflação** (conforme visto acima). É preciso realçar que em 2000 como forma de trazer o alinhamento lógico da FPC em relação as taxas a retalho (activas e passivas), o BM foi aumentando gradualmente esta taxa (BM Relatório anual, 2000). Ver Anexo VIII para visualização de dados tabelados.

3.5.3.3 Repo/Reverse Repo

Foram introduzidas em 2007, por incumbência do Aviso nº11/GBM/2007 que aprova o regulamento sobre as operações com acordo de recompra e revenda de títulos de renda fixa, decorrentes no MMI. Em linha com o referido no campo teórico referem-se a transações que tem carácter de transferência da titularidade apenas temporariamente.

Este instrumento tem ao par dos BTs, um grande poder de esterilização de moeda pelo facto de ser curtíssimo prazo (durante o período em análise os prazos vigentes foram de 1 a 63 dias) e por conseguinte deterem um alto grau de liquidez. Representa mais um passo

importante no processo modernização do MMI, e de alguma forma pode induzir a uma maior procura dos BTø, uma vez existir a possibilidade de revenda antes da maturidade em casos de alguma necessidade de liquidez. Embora no primeiro ano tenham sido emitidos títulos em quantidade relativamente baixa, no valor de 360 milhões de MT, comparativamente ao ano subsequente, que se verifica uma maior emissão e colocação dos mesmos totalizando 6,651 milhões de MT.

O Quadro 5 acima mostra as quantidades transaccionadas e a moeda esterilizada (embora não isole a esterilização resultante dos BTø e dos Repos). É importante realçar que todos Repos emitidos venceram no mesmo ano de emissão.

3.5.4 Impacto dos instrumentos indirectos de política monetária

Esta patente ao longo da dissertação, que a política monetária do BM tem como objectivo primordial a manutenção em níveis baixos e estáveis a inflação, sem descorar o crescimento económico. Porém para esse alcance há necessidade de manipular a BaM, que conforme enunciado é uma variável operacional. Daí que essa variável operacional permitirá o alcance de um objectivo intermédio, que definimos como sendo a massa monetária (M), daí que em função do comportamento da M esta por sua vez é que permitiria alcançar os objectivos finais pretendidos. Ficou igualmente patente que a BaM é movimentada a partir dos instrumentos em poder do Banco de Moçambique, que com a criação do MMI passam a ser privilegiadas as operações de mercado aberto (Esquema 2).

O quadro abaixo mostra os principais elementos da programação monetária para alcance dos objectivos pré-estabelecidos de política monetária.

Quadro 6: Principais metas do programa monetário

	1998		1999		2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008	
Agregado	Meta	Real																				
Obrigatorio																						
AIL (mdc)	723	350	3994	4480	5827	4039	4567	4292	5313	2660	3316	1309	10721	14581	13218	16671						
BaM (mdc)																	14038	14736	17404	17822	19220	19622
Indicativo																						
BaM (Δ%)	30.0%	83.0%	8.5%	15.8%	34.0%	26.0%	34.4%	53.7%	19.2%	20.1%	23.0%	22.0%	19.0%	20.2%	17.0%	16.5%	20.9%	15.1%	18.1%	20.9%	10.1%	7.8%
M (Δ%)	17.0%	17.6%	16.5%	34.4%	34.0%	42.0%	19.0%	29.7%	23.0%	17.8%	12.5%	18.7%	15.0%	5.9%	16.4%	22.1%	5.8%	13.2%	20.9%	25.3%	20.2%	20.0%
IPC - Maputo %											10.8%	13.8%	11.0%	9.1%	8.0%	14.0%	7.0%	9.4%	9.9%	8.2%	9.9%	6.2%

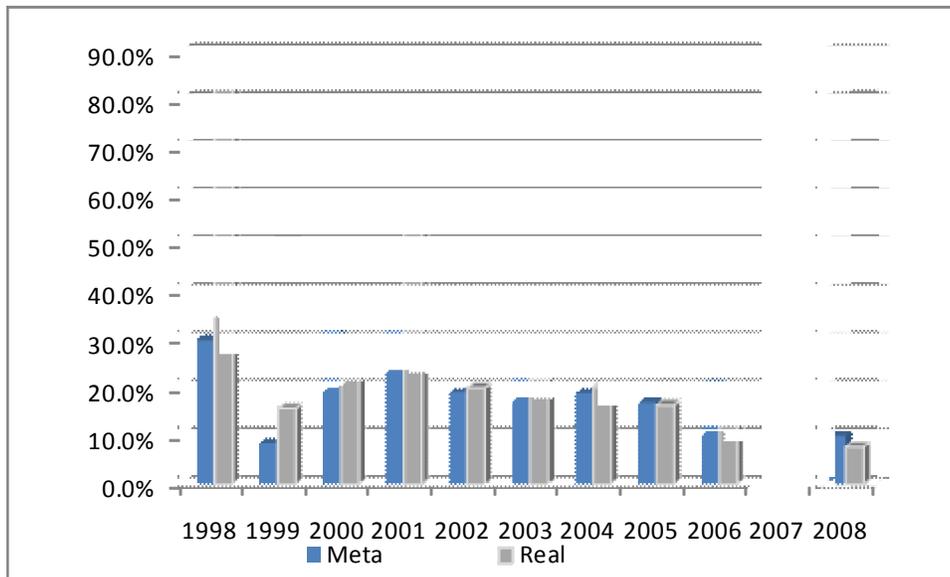
Fonte: elaborado pelo autor, com base nos relatórios anuais do BM

Os AIL (activos internos líquidos) que conforme pode-se ver em Anexo V, síntese monetária global, incorpora em maior proporção o crédito a economia, que segundo enunciado em **3.5.4.2** é um dos determinantes do PIB, por intermédio dos investimentos. Por outro lado a M é determinante da inflação conforme descrito em **3.5.4.3**, e esta está patente também na síntese monetária designada por ödinheiro e quase Dinheiroö. A BaM por sua vez está somente reflectida nas contas do Banco de Moçambique, do mesmo Anexo V, para indicar que as suas componentes estão sob controlo do BM, e este na qualidade de fazedor de política, os manipula na direcção que irá permitir alcançar os objectivos pretendidos.

Note-se que a partir de 2006, tendo em conta a relação funcional entre a BaM e inflação, objectivo final da política monetária do BM, aquele agregado monetário passou a ser, a variável operacional da PM em Moçambique, em substituição dos AIL, que vinham sendo desde princípios de 2000 com a opção pelos instrumentos indirectos de execução da PM (BM relatório, 2006) . A BaM deixa de ser uma meta indicativa, passando a ser obrigatório e por sua vez os AIL deixando de ser uma meta obrigatória no âmbito da programação monetária e igualmente passa-se a incluir o IPC ó Maputo como parte integrante das principais metas do programa monetária em 2003.

A medir pelo grau de alcance dos objectivos pretendidos, demonstrada pelo grau de aproximação entre a BaM estimado e realizado, pode-se claramente ver que a partir dos anos 2002 há elevada aproximação entre as metas e o realizado, o que denota uma maior eficácia dos novos instrumentos transaccionados para alcançar esses objectivos. Importa salientar que embora a variável operacional a partir dessa altura começa a comportar-se quase que em linha com o plano, nem sempre ocorre o mesmo em relação ao objectivo inflação, uma vez que este é influenciado também por outras varias exóginas (fora do alcance das políticas monetárias do Banco de Moçambique) e toma-se a título de exemplo a inflação importada. O gráfico abaixo mostra a evolução ao longo dos anos do grau de aproximação entre as metas do BaM e sua realização. Igualmente pode-se verificar os dados tabelados relativos a evolução da BaM, no Quadro 6: Principais metas do programa monetário.

Gráfico 7: Evolução da BaM



Fonte: elaborado pelo autor, com base nos relatórios anuais do BM

3.5.4.1 Expansão e Modernização do sistema financeiro

- A evolução dos instrumentos indirectos levou à modernização do próprio sistema financeiro, criando condições para um maior número de instituições financeiras actuarem no mercado financeiro moçambicano conforme pode ser visto no Gráfico 3, que mostra a evolução das instituições crédito onde a ênfase vai para a partir do ano 2005. Repare-se que com o início das reformas, e no caso em apreço introdução e modernização dos instrumentos de actuação do BM, foi-se criando um ambiente favorável à operação de novas instituições de crédito e sociedades financeiras, em sua maioria de capitais estrangeiros. Estas novas entradas também vem contribuir para aquilo que seria o aperfeiçoamento desses mesmos instrumentos transaccionados, emprestando ao mercado financeiro moçambicano aquilo que era a sua experiencia nos mercados financeiros estrangeiros onde actuam. Portanto a evolução da forma como BM passa a actuar, pautando por mecanismos indirectos, é em si um factor que contribuiu para expansão do sistema financeiro, isto é da rede bancária.

3.5.4.2 Crescimento económico

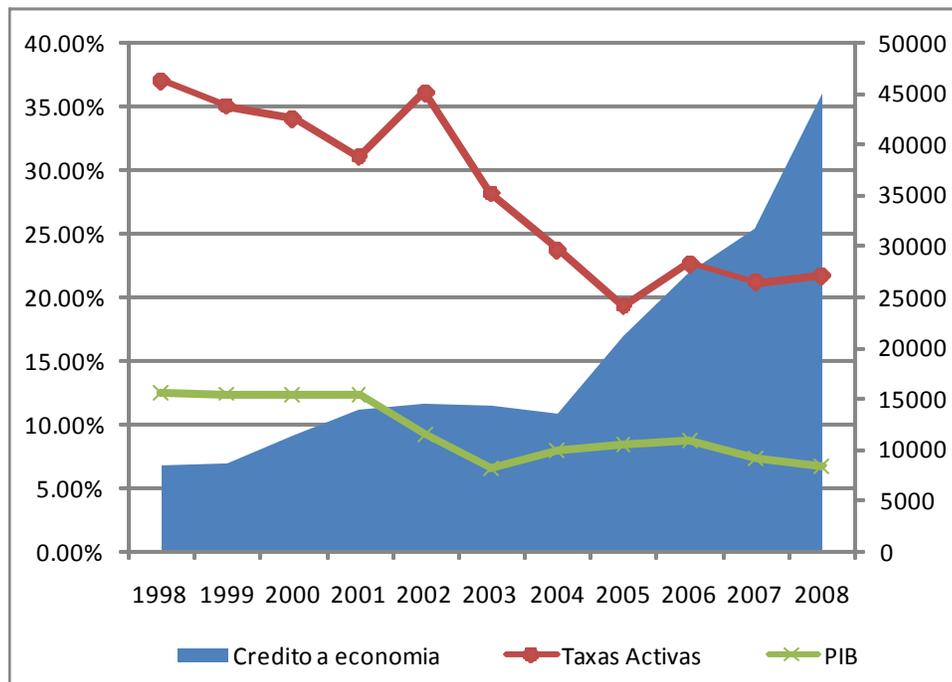
- Com o leilamento dos BTs o BM passa a ter sensibilidade sobre as expectativas reais da taxa de juro de mercado; que eram comparativamente superiores às que eram

aplicadas anteriormente ó aliás que iam em linha com as taxas de redesconto (ver Gráfico 4). De igual modo a permuta de liquidez entre os Bancos Comerciais, veio trazer eficiência ao sistema, uma vez os Bancos passam a suprir a sua escassez sem recorrer ao BM e taxas comparativamente baixas que as FPC (caso contrario iriam ao próprio BM) para além das operações com acordo de recompra que vieram trazer uma outra dinâmica no MMI. Conforme pode-se ver no Gráfico 6, as taxas de juro de mercado tendem a baixar, criando condições para expansão do crédito à economia, que de acordo com o postulado teórico é um catalisador do investimento, conducente ao crescimento do PIB (Céteris Paribus). O quadro abaixo demonstra a relação acabada de enunciar:

Sendo que $PiB = C + I + G + NX$, e partindo do pressuposto que $I = Cr$ portanto se $\uparrow Cr$ então $\uparrow I$ resultando em $\uparrow PiB$. Onde:
 $C \Rightarrow$ consumo; $I \Rightarrow$ Investimento; $Cr \Rightarrow$ crédito a economia, função inversa de taxa de juro;
 $G \Rightarrow$ Gastos do Governo e $NX \Rightarrow$ Exportações líquidas

O gráfico abaixo mostra a relação entre a evolução do crédito a economia, taxa de juros e o PIB.

Gráfico 8: Crédito à Economia, taxas de juro e o PIB



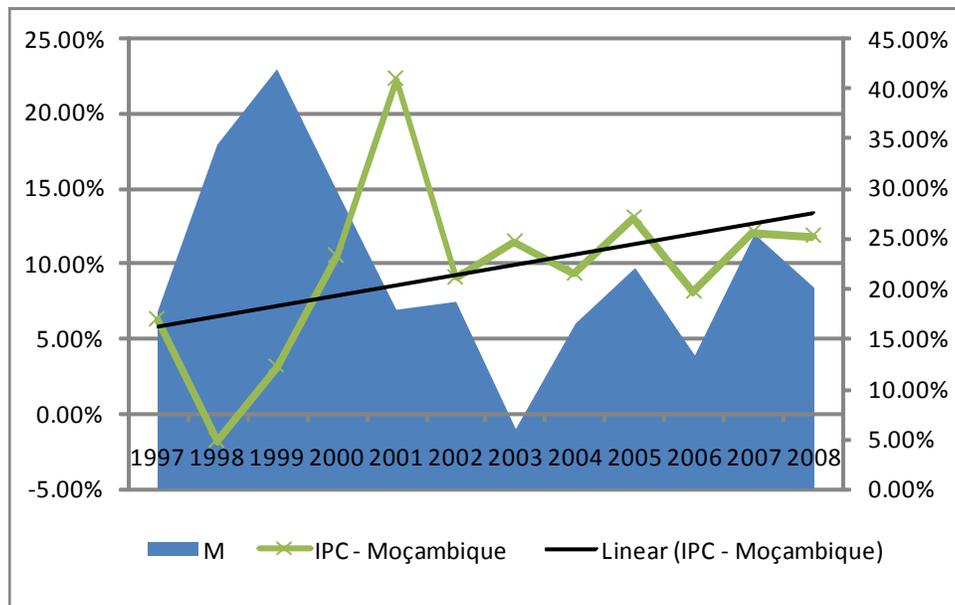
Fonte: elaborado pelo autor, com base nos relatórios anuais do BM

O gráfico mostra claramente a relação entre a taxa de juro, crédito a economia uma vez existir uma relação inversa entre as duas grandezas. Esta igualmente patente o facto de ao longo do período a economia apresentar uma taxa de crescimento do produto que também esta de acordo com o postulado teórico. Ver Anexo IX para visualização de dados tabelados.

3.5.4.3 Estabilidade da Inflação

- O BM com as políticas de mercado aberto passa a ter uma maior capacidade de esterilização de moeda, conforme pode-se ver no Quadro 5, liquidez esterilizada, reconhecendo embora maior capacidade de esterilização pelo MCI, dado o grau de *dolarização* da economia¹⁵. Isto tem contribuído significativamente para manutenção da inflação ao nível da meta de 1 dígito ($\leq 9.99\%$), embora a tendência linear mostra-se crescente com uma inclinação relativamente baixa. O gráfico abaixo mostra uma tendência da inflação ao longo do período e do nível do crescimento do M.

Gráfico 9: Inflação e Massa Monetária



Fonte: elaborado pelo autor, com base nos relatórios anuais do BM

¹⁵ Dolarização de economia ó conceito dado a economias em que o dolar tem um alto poder de troca. E portanto os agentes tem uma alta preferência pela moeda. Típico de países com altos niveis de inflação.

O gráfico mostra-nos claramente a relação variação de M e acréscimo e ou redução de inflação, com principal ênfase a partir de 2004. Ver Anexo X para visualização de dados tabelados.

É preciso clarificar que o BM, tem em seus objectivos um binómio concorrentes entre si: enquanto deve tender a reduzir as taxas de juros de mercado para relançar a economia, deve manter a inflação a níveis baixos/estáveis. Porém a promoção do crédito por meio de taxas de juros baixos é ao mesmo tempo um multiplicador de Depósitos que acaba se reflectindo em aumento da M. Portanto o BM tem ãdoseadoö as suas intervenções no sentido das suas acções não comprometerem nenhum dos objectivos finais pretendidos.

4. CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÃO

Conforme apresentado ao longo da pesquisa pôde-se constatar que numa primeira fase, pôs independência Moçambique optou por um regime económico socialista que ditava que o Banco Central actuasse no mercado financeiro de forma directa. Forma de actuar que trazia ineficiência na forma como os recursos se redistribuíam entre os aforadores e investidores, principalmente na componente crédito, taxas de juro e de câmbio que era decidido centralmente. Viu-se igualmente que de alguma forma a adopção de controlos directos foi devido a inexistência na altura de condições adequadas à institucionalização dos métodos de controlo indirecto, visto que este segundo é bastante oneroso do ponto de vista de capital humano e financeiro.

No entanto por imposição da nova orientação económica, que passa a ser capitalista o Banco de Moçambique entra num processo de reformas, em que o PRES é apontado como o marco, e torna-se autónomo. Deixa de acumular a função comercial, contribuindo positivamente para o desenvolvimento e expansão do sistema financeiro, em primeira instância por permitir a entrada de novos Bancos Comerciais e a concorrência entre eles como resultado da sua desintegração da função comercial. Do ponto de vista de fazedor de política monetária, procede com a liberalização das taxas de juro e de câmbio e prima pela utilização de instrumentos indirectos, culminando com a criação do Mercado Cambial Interbancário e o Mercado Monetário Interbancário e promovendo a eficiência nos mercados financeiros.

Por sua vez é no MMI, onde são efectuadas operações de mercado aberto, que passam a ser as privilegiadas no leque dos instrumentos ao dispor do Banco de Moçambique, e são introduzidos diferentes instrumentos de política monetária, com destaque para os BT e as facilidades permanentes, que com a modernização e aperfeiçoamento da sua utilização, vem dar um contributo significativo na condução da política monetária e consequente alcance dos objectivos pré-estabelecidos com ênfase na inflação.

Em virtude disso, e das análises feitas ao longo da pesquisa, entre a evolução dos instrumentos indirectos de política monetárias, e o nível de alcance das metas pré-estabelecidas da própria programação monetária, e consequente objectivos finais, pode-se

concluir que esses instrumentos indirectos transaccionados têm contribuído positivamente na gestão da política monetária do Banco de Moçambique.

Recomendação

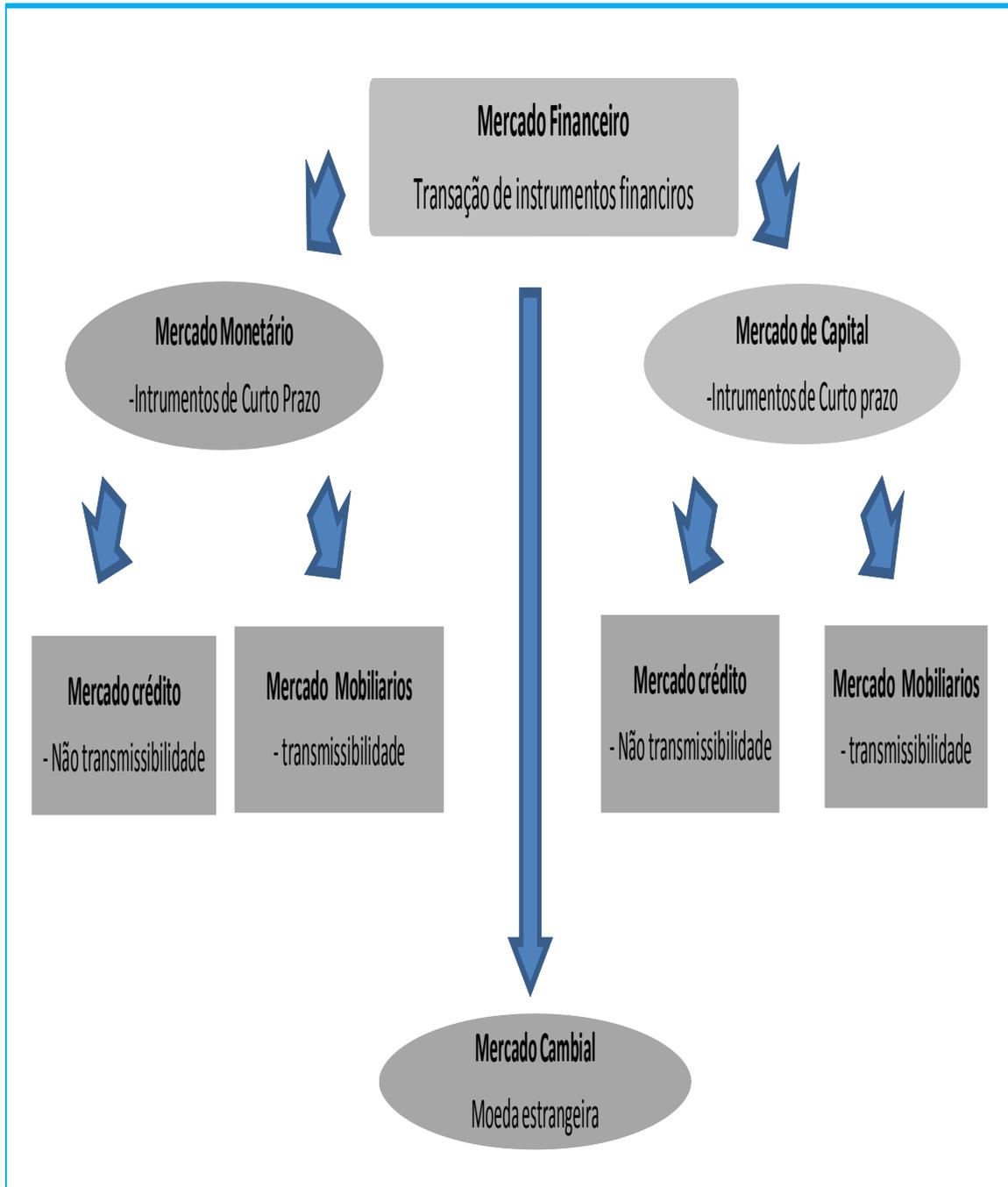
Reconhecido o grande poder de esterilização do metical por parte do MCI, e consequente manutenção da estabilidade Macroeconómica (inflação baixa e estável), que fosse aumentado o esforço de modernização do MMI no sentido de aumentar a eficácia da PM, uma vez ser este instrumento tem maior poder de influência da massa monetária, por intermédio da BaM sem afectar a taxa de câmbio (efeito adverso).

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABREU, António Pinto de, *Tópicos para uma conversa com gestores bancários e diferentes agentes económicos no IFBM*, 28/10/2005, Maputo;
- BANCO DE MOÇAMBIQUE, *Apresentação sob tema Gestão da Política Monetária pelo BM: dos Instrumentos Directos aos Indirectos* (Por Felisberto Navalha e Esmeralda Fumo), 2009, Maputo;
- BANCO DE MOÇAMBIQUE, *Bancarização da Economia - Resultados Alcançados*, 20/03/2009, Maputo;
- BANCO DE MOÇAMBIQUE, *Boletim do Mercado Monetário e cambial interbancário*, Março/2008, Departamento de Mercados, Maputo;
- BANCO DE MOÇAMBIQUE, *Relatório Anual*, 1997, CDI, Maputo;
- BANCO DE MOÇAMBIQUE, *Relatório Anual*, 1998, CDI, Maputo;
- BANCO DE MOÇAMBIQUE, *Relatório Anual*, 1999, CDI, Maputo;
- BANCO DE MOÇAMBIQUE, *Relatório Anual*, 2000, CDI, Maputo;
- BANCO DE MOÇAMBIQUE, *Relatório Anual*, 2001, CDI, Maputo;
- BANCO DE MOÇAMBIQUE, *Relatório Anual*, 2002, CDI, Maputo;
- BANCO DE MOÇAMBIQUE, *Relatório Anual*, 2003, CDI, Maputo;
- BANCO DE MOÇAMBIQUE, *Relatório Anual*, 2004, CDI, Maputo;
- BANCO DE MOÇAMBIQUE, *Relatório Anual*, 2005, CDI, Maputo;
- BANCO DE MOÇAMBIQUE, *Relatório Anual*, 2006, CDI, Maputo;
- BANCO DE MOÇAMBIQUE, *Relatório Anual*, 2007, CDI, Maputo;
- BANCO DE MOÇAMBIQUE, *Relatório Anual*, 2008, CDI, Maputo;
- BRANSON, William E., (1979) *Macroeconomia Economia e Política – 2ª Edição*, Harper and Row editora, Nova York;
- CRUZ Ricardo, NASCIMENTO Álvaro e ALVES Carlos, (1996) *Instituições e Mercados Financeiros*, Porto;

- DAS NEVES, João Luís César, (2003) *Introdução à economia*, 6ª Edição, Editorial Verbo, Lisboa - São paulo;
- DEBASTIANI Carlos Alberto e RUSSO Felipe Augusto, (2008) *Avaliando Empresas, Investindo em Acções*, Novatec, São Paulo;
- HILLBRECHT, Ronald, *Economia Monetária*, (1999), São Paulo, Editora Atlas S.A., São Paulo;
- MARQUES, Walter, (1990) *Política Monetária*, 2ª Edição, Europa-América, Lisboa.

Anexo I: Estrutura dos Mercados Financeiros



Fonte: Adaptado pelo autor a partir de (Cruz, 1996)

Anexo II: Listagem de instrumentos de Política monetária

<i>Instrumentos gerais</i>	<i>Instrumentos selectivos</i>
<ul style="list-style-type: none"> • Reservas mínimas legais; • Redescuento de títulos de crédito junto do banco central; • Obtenção de crédito mediante descoberto junto do Banco Central; • Operações de Mercado Aberto - compra e venda de títulos entre o banco central e as instituições financeiras a título definitivo; • Operações de Mercado Aberto - cedência e absorção de liquidez pelo banco central às instituições financeiras mediante reporte de títulos; • Operações de compra e venda de divisas entre o Banco Central e as instituições financeiras, envolvendo; ou não um "swap"; • Fixação administrativa das taxas de juro por modalidades de operações financeiras (operações activas, operações passivas); • Estabelecimento de limites ao crédito concedido por cada instituição financeira; • Estabelecimento de "plafonds" no redescuento concedido a cada instituição financeira; • Fixação de rácios prudenciais relativos à composição dos activos e passivos das instituições financeiras; • Transferência de depósito do sector público entre o banco central e as instituições financeiras. 	<ul style="list-style-type: none"> • Crédito preferencial a determinados sectores de actividades (p.e; agricultura, industria...); • Crédito preferencial a determinadas operações (p.e. exportação, importação, investimento, aquisição de habitação); • Crédito ao consumo em regime especial (p.e.; limitação dos prazos e fixação de "entradas iniciais"); • Crédito à aquisição de activos financeiros em regime especial (p.e. estabelecimento de prazos máximos, fixação de "entradas iniciais" e constituições de garantias especiais) bonificações de juros a determinadas operações, sectores ou actividade económica (p.e. actividades agrícolas ou aquisição de habitação); • Dissuasão e persuasão moral.

Fonte: Elaborado a partir de (Cruz, 1996)

Anexo III: Evolução do número de Instiuições de crédito

Ano	IC's	SF's	Total
1975	3	0	3
1976	3	0	3
1977	3	0	3
1978	3	0	3
1979	3	0	3
1980	3	0	3
1981	3	0	3
1982	3	0	3
1983	3	0	3
1984	3	0	3
1985	3	0	3
1986	3	0	3
1987	3	0	3
1988	3	0	3
1989	3	0	3
1990	3	0	3
1991	3	0	3
1992	3	0	3
1993	3	0	3
1994	3	0	3
1995	5	0	5
1996	5	0	5
1997	5	0	5
1998	5	0	5
1999	5	0	5
2000	11	0	11
2001	11	0	11
2002	11	0	11
2003	11	0	11
2004	12	0	12
2005	13	0	13
2006	9	3	12
2007	12	7	19
2008	14	7	21

Fonte: elaborado pelo autor, com base nos relatórios anuais do BM

Anexo IV: Parte Literal Programa Do Governo 2005 – 2009

Componente: Gestão Macroeconómica

Política Monetária e Cambial

Gestão Macroeconómica

O Governo continuará a promover a aplicação de políticas fiscal e monetárias concertadas. A política orçamental continuará virada fundamentalmente ao desenvolvimento económico e social, através de investimento em áreas sociais e criação de infra-estrutura, enquanto que a política monetária continuara a priorizar a manutenção de níveis baixos de inflação.

Política Monetária e Cambial

Implementação de uma política monetária que contribua para:

- manutenção da inflação a níveis baixos e estáveis;
- manutenção duma taxa de câmbio estável e competitiva;
- manutenção das reservas internacionais a níveis adequados para assegurar os compromissos externos do país.

Reforma do Sistema Financeiro

Com objectivo de desenvolver um sistema financeiro moderno e adequado as necessidade da de crescimento da economia nacional, o Governo continuará com medidas para:

- Modernização e expansão do sistema financeiro;
- Reforço da regulamentação e supervisão do sistema financeiro, reduzindo as vulnerabilidades que possam afectar o sistema financeiro;
- Incentivar e promover a entrada de novas instituições financeiras, aumentando deste modo a concorrência e diversificação de produtos no mercado financeiro;
- Promover medidas para alargamento da rede bancária, para maior cobertura regional do país, com ênfase para as zonas rurais;
- Prosseguir com medidas que contribuam para aumento de da poupança nacional;
- Promover o surgimento de instituições de crédito vocacionadas a microfinanças;
- Aumentar o grau de monetarização da economia nacional;
- Adopção de práticas financeiras e contabilísticas internacionais;
- Expandir os serviços financeiros as zonas rurais;
- Desenvolver serviços financeiros acessíveis a pequenas e medias empresas e agregados familiares;
- Melhorar o sector de seguros e protecção social;

Fonte: Extraído do programa do governo 2005-2009

Anexo V: Contas Monetárias do BM, IC's e a Síntese Monetária

Contas Monetárias do Banco de Moçambique

(Em Milhões de Meticais)

	Dez-07	Dez-08
ACTIVOS EXTERNOS LÍQUIDO	36,948.2	41,841.6
Reservas internacionais líquidas	35,814.4	41,902.4
Activos externos	37,344.9	42,277.7
Reservas Brutas	36,210.8	42,337.7
Outros Activos Externos	1,134.1	-60.0
Passivos Externos de Curto Prazo	-396.5	-435.3
Créditos do FMI	-366.6	-402.6
Outros Passivos	-29.8	-32.7
Passivos Externos de Médio e longo Prazo	-0.2	-0.8
ACTIVOS INTERNOS LÍQUIDOS	-19,126.3	-22,621.2
Crédito Líquido ao Governo	-18,954.1	-23,897.9
Crédito ao Governo	4,500.0	4,608.7
Depósitos do Governo	-23,454.1	-28,506.6
Depósitos de Moatize	-833.7	0.0
dos quais Fundos Consignados	-420.4	-429.4
Em Moeda Estrangeira	-414.0	-423.1
Empréstimos às Instituições de Crédito	92.2	-1,199.6
dos quais: títulos do Banco Central(TAMs/Repos)	-197.2	-1,392.1
Crédito à Economia	307.9	390.8
Outros Activos e Passivos Líquidos	-572.3	2,085.5
RESULTADOS DO ANO CORRENTE (+LUCROS)	290.4	1,123.4
OUTROS ACTIVOS E PASSIVOS LÍQUIDOS	-557.4	770.1
BASE MONETÁRIA	17,821.9	19,220.4
Notas e Moedas em Circulação	10,942.2	11,995.9
Reservas Bancárias	6,879.8	7,224.5
Depósitos em Meticais	6,879.8	7,224.5

Contas Monetárias: Bancos Comerciais

(Em Milhões de Meticais)

	Dec-07	Dec-08
ACTIVOS EXTERNOS LÍQUIDOS	17,334.4	15,097.8
(em milhões de dólares)	727.7	592.1
Activos Externos	20,345.7	18,766.2
Passivos Externos	-3,011.3	-3,668.5
ACTIVOS INTERNOS LÍQUIDOS	40,214.0	55,368.9
Reservas Bancárias	8,751.2	10,226.7
Empréstimo ao Banco Central, líquido	-5.4	1,049.3
Crédito Líquido ao Governo	8,968.4	12,228.6
Crédito	16,038.0	20,253.8
Depósitos	-7,069.6	-7,653.0
Depósitos em Moeda Nacional	-6,278.5	-6,331.4
dos quais: Fundos Consignados	-2,552.1	-718.3
Depósitos em Moeda Estrangeira	-791.1	-1,693.8
(em milhões de dólares)	33.2	66.4
dos quais: Fundos Consignados	0.0	0.0
Crédito à Economia	30,569.9	44,652.3
Em Moeda Externa	7,532.4	14,117.1
(em milhões de dólares)	316.2	553.6
Outros Activos e Passivos Líquidos	-8,070.2	-12,788.0
dos quais :Ajustamento de Valores	16.9	139.5
DEPÓSITOS	57,548.3	70,466.7
Depósitos à Ordem	36,813.3	43,610.6
Em Moeda Nacional	21,078.7	26,262.3
Em Moeda Externa	15,734.6	17,348.3
Depósitos a Prazo	18,620.3	26,652.4
Em Moeda Nacional	10,029.1	17,165.3
Em Moeda Externa	8,591.3	9,487.1

Síntese Monetária Global

(Em Milhões de Meticais)

	Dez-07	Dez-08
Activos Externos Líquidos	54,282.6	56,939.38
Activos Externos	57,690.6	61,043.90
Passivos Externos	-3,408.0	-4,104.52
Activos Internos Líquidos	12,816.8	23,784.30
Crédito Interno	20,892.1	33,746.04
Crédito Líquido ao Governo	-9,985.6	-11,297.05
Crédito ao Governo	20,538.0	24,862.56
Depósitos do Governo	-30,523.7	-36,159.61
dos quais: Fundos Consignados	-2,972.5	-1,147.77
Em moeda Estrangeira	-414.0	-423.06
Crédito à Economia	30,877.8	45,043.09
Em moeda estrangeira	7,532.4	14,117.06
Outros Activos e Passivos Líquidos	-8,075.3	-9,961.73
Dinheiro e Quase-Dinheiro	67,099.4	80,723.69
Notas e Moeda em Circulação	8,950.4	9,586.69
Depósitos	58,149.1	71,136.99
dos quais: depósitos em moeda estrangeira	24,325.9	26,835.42

Fonte: resumido a partir das estatísticas monetárias do BM em www.bancomoc.mz

Anexo VI: Evolução das taxas de redesconto

Anos	Taxa Redesconto
<=1996	32.00%
1997	12.95%
1998	9.95%
1999	9.95%
2000	9.95%
2001	9.95%
2002	9.95%
2003	9.95%
2004	9.95%
2005	9.95%
2006	9.95%
2007	9.95%
2008	9.95%

Fonte: elaborado pelo autor, com base nos relatórios anuais do BM

Anexo VII: Evolução das taxas dos BT's

Anos	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
BTs*	7.68%	9.68%	21.71%	22.25%	29.37%	12.93%	10.90%	11.00%	11.80%	13.90%	14.25%

*taxa media ponderada, todos os prazos

Fonte: elaborado pelo autor, com base nos relatórios anuais do BM

Anexo VIII: Evolução da FPC e taxas de juro do Mercado

Anos	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
FPC	10.25%	10.25%	23.00%	35.04%	26.50%	18.50%	13.50%	13.75%	17.50%	15.50%	14.50%
Taxas Activas	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%	36.00%	28.10%	23.70%	19.24%	22.59%	21.18%	21.66%
Taxas Passivas	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	15.00%	11.60%	9.90%	8.44%	10.89%	11.96%	11.64%

Fonte: elaborado pelo autor, com base nos relatórios anuais do BM

Anexo IX: Crédito à Economia, taxas de juro e o PIB

Anos	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Credito a economia	8,516	8,655	11,338	13,946	14,526	14,367	13,513	21,215	27,414	31,610	45,039
Taxas Activas	37.00%	35.00%	34.00%	31.00%	36.00%	28.10%	23.70%	19.24%	22.59%	21.18%	21.66%
PIB	12.50%	12.40%	12.31%	12.30%	9.20%	6.50%	7.90%	8.40%	8.70%	7.30%	6.70%

Fonte: elaborado pelo autor, com base nos relatórios anuais do BM

Anexo X: Inflação e Massa Monetária

Ano	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
IPC - Moçambique	6.31%	-1.80%	3.16%	10.48%	22.29%	9.10%	11.44%	9.35%	13.07%	8.13%	12.10%	11.82%
M3 ?%	17.60%	34.40%	42.00%	29.70%	17.80%	18.70%	5.90%	16.40%	22.10%	13.20%	25.30%	20.03%

Fonte: elaborado pelo autor, com base nos relatórios anuais do BM