

ECO

129

ECO - 129

As Reservas Obrigatórias e a Gestão da Política Monetária em Moçambique

Implementação e Reformas no Contexto da Transição ao Controlo Monetário Indirecto

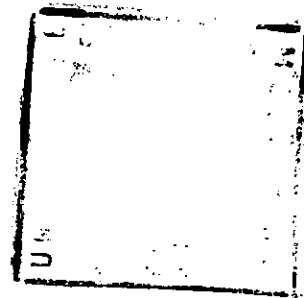
Fáusio Jafar Mussá

Junho de 2000

Tese de Licenciatura em Economia
Faculdade de Economia
Universidade Eduardo Mondlane
Maputo, Moçambique

U. E. M. - ECONOMIA	
N. E.	27676
DATA	24/05/01
AQUISICIONADO POR	C. Fontes
COTA	

330.23:336.74
MUS 125



Declaração do Autor

Este trabalho foi por mim produzido e resulta da minha investigação. Esta é a primeira vez que o submeto para obter um grau académico numa instituição de educação.

Fáusio Jafar Mussá

Fáusio Jafar Mussá

Este trabalho foi aprovado com 17 valores no dia 22 de Junho de 2000 por nós, membros do júri examinador da Universidade Eduardo Mondlane:

[Signature]
[Signature]
Leandro Silva

A Jafar e Isabel, meus pais
A Kátia e Yasser, meus irmãos
A Aurita, minha noiva

Índice

Agradecimentos	v
Sumário	vi
Lista de Abreviaturas	ix
Introdução	1
A Reserva Obrigatória e a Política Monetária	8
Reservas Obrigatórias: Definição e Breve Historial, 8	
Instrumentos versus Objectivos da Política Monetária, 10	
Funções das Reservas Obrigatórias, 18	
<i>Função de Garantia de Liquidez, 18</i>	
<i>Função de Gestão de Liquidez, 20</i>	
<i>Função de Controlo Monetário, 25</i>	
<i>Função Tributária (Seignioragem), 31</i>	
Modelação do Controlo Monetário via Reserva Obrigatória, 33	
<i>Formalização do Modelo, 34</i>	
<i>Funcionamento do Modelo, 37</i>	
As Reservas Obrigatórias e a Estabilização das Taxas de Juro, 38	
Questões Técnicas da Implementação das Reservas Obrigatórias	45
Instituições Sujeitas à Constituição de Reservas Obrigatórias, 46	
Base de Incidência das Reservas Obrigatórias, 49	
Coeficiente das Reservas Obrigatórias, 56	
Forma de Constituição das Reservas Obrigatórias, 65	
Período de Contabilização e de Constituição das Reservas Obrigatórias, 71	
Regime de Manutenção das Reservas Obrigatórias, 75	
Remuneração das Reservas Obrigatórias, 78	
Penalização pelo incumprimento das Reservas Obrigatórias, 79	
Conclusões	84
Notas	86
Anexo I. Base de Dados para Estimação da Regressão	88
Anexo II. Resultados da Regressão	89
Anexo III. Questionário aos Bancos	90
Anexo IV. Resumo da Legislação Sobre Reservas Obrigatórias	93
Referências	96

Agradecimentos

A todos aqueles que contribuíram, directa ou indirectamente para a realização deste trabalho, vão os meus sinceros agradecimentos, em especial para o Dr. Salvatore Coscioni e o Dr. Leonardo Dita, que fizeram a supervisão do trabalho e contribuíram com valiosas sugestões. Agradeço também aos meus colegas de serviço (S. de Abreu, A. Bila, H. Chambisse, M. Gameiro e V. Mepula) e aos entrevistados dos bancos pela paciência e tempo que me dedicaram e pelas valiosas informações que me disponibilizaram.

Sumário

O presente trabalho estuda as reservas obrigatórias, do ponto de vista das suas funções bem como das questões técnicas relacionadas com a sua implementação. Analisam-se as reformas introduzidas ao nível deste instrumento indirecto de política monetária, com ênfase para o caso concreto da economia moçambicana, através de uma revisão de bibliografia, da consulta de documentos e da realização de entrevistas.

Ao nível do enquadramento teórico do tema procura-se compreender como é implementada a política monetária, orientando a discussão para os quadros estratégico e operacional da política monetária, onde se identificam por um lado os objectivos finais e intermédios e por outro, os instrumentos de política e os objectivos operacionais. A estabilidade de preços é sem dúvida, o principal objectivo da política monetária. No caso dos países em vias de desenvolvimento, os agregados monetários como por exemplo, a massa monetária, a base monetária têm sido eleitos como objectivos intermédios da política, enquanto no caso dos países industrializados, a escolha recai geralmente sobre as taxas de juro. Conclui-se que no contexto do controlo monetário indirecto, a política monetária tende a ser mais flexível, com a actuação das autoridades monetárias centrada no mercado, sendo através da influência sobre as condições de oferta e procura no mercado de reservas bancárias, que reside o poder dos bancos centrais para alcançar em última instância os objectivos finais da estabilidade de preços e do crescimento do *output* na economia.

As reservas obrigatórias podem desempenhar funções distintas, nomeadamente a função de garantia de liquidez (considerada função prudencial), a função de gestão de liquidez, a função de controlo monetário, a função de estabilização das taxas de juro e a função tributária. Registe-se que estas funções não são mutuamente exclusivas. Em face da contínua redução das reservas obrigatórias, num contexto em que a liquidez tende a aumentar à medida que se desenvolve o sistema financeiro, aliado ao surgimento do seguro de depósitos e

ao desenvolvimento da supervisão bancária, o papel prudencial das reservas obrigatórias tem-se reduzido. A sua utilização como um instrumento fiscal tem sido desaconselhada, na sequência das distorções que introduz no sistema financeiro.

Para efeitos de controlo monetário, as reservas obrigatórias são consideradas um instrumento poderoso de política monetária, mas num contexto de controlo monetário indirecto, as variações no coeficiente de reservas visando o controlo monetário, criam geralmente distorções no mercado. Pequenas variações no coeficiente originam geralmente grandes ajustamentos ao *portfólio* dos bancos e criam problemas de eficiência, dado o seu carácter administrativo.

O modelo de controlo monetário com base nas reservas obrigatórias desenvolvido por Hardy (1997), sugere que não é necessário um elevado coeficiente de reservas para efeitos de controlo monetário, e que uma vez alcançado o nível óptimo de reservas obrigatórias, que depende dos parâmetros de cada economia, as autoridades monetárias não deverão alterá-las, a menos que se verifiquem mudanças estruturais no sistema financeiro, podendo alcançar os seus objectivos de política com recurso a instrumentos mais flexíveis e baseados no mercado, como por exemplo as operações de mercado aberto.

A gestão de liquidez e a estabilização das taxas de juro, também beneficiam da presença de um sistema de reservas obrigatórias, que pode contribuir para estabilizar a procura de reservas bancárias ao longo do período de constituição estabilizando deste modo as taxas de juro e poderá permitir também melhorias ao nível da previsão dos factores de variação de reservas, possibilitando uma intervenção mais correcta das autoridades monetária com base nos restantes instrumentos indirectos de política monetária. Registe-se que a variação das reservas obrigatórias para gerir a liquidez no sistema financeiro é considerada uma forma ineficiente e ineficaz de gerir a liquidez, pelo que em condições normais a liquidez é gerida através das operações de mercado aberto, utilizando-se as reservas obrigatórias para efeitos de criação de uma situação de défice estrutural de reservas no mercado e desta forma aumentar o poder de actuação do banco central no mercado.

A análise da implementação e reformas das reservas obrigatórias é efectuada no capítulo dedicado às questões técnicas da implementação das reservas obrigatórias, onde se procura compreender como têm sido implementadas as reservas obrigatórias a nível internacional, assim como em Moçambique, bem como as reformas introduzidas. Ao nível internacional as mudanças nas reservas obrigatórias caracterizam-se pela redução do coeficiente de reservas, pelo alargamento da base de incidência, pela remuneração parcial ou total das reservas obrigatórias, pela introdução de regimes contemporâneos e semi-contemporâneos, aliados à introdução da constituição de reservas com base no saldo médio das posições diária ao longo do período de constituição.

As reformas visam essencialmente a redução dos custos das instituições com a constituição das reservas, a redução do efeito fiscal e a adequação deste instrumento ao controlo monetário indirecto. Em Moçambique, as reformas introduzidas resumem-se no alargamento do leque de instituições sujeitas à constituição das reservas obrigatórias, na redução do coeficiente e alargamento da base de incidência, na introdução de um regime de constituição semi-contemporâneo, na introdução da possibilidade da constituição de reservas com base no saldo médio ao longo do período de constituição, no alargamento dos activos elegíveis à constituição das reservas. Registe-se porém que as reservas obrigatórias não são remuneradas, constituindo assim um imposto ao processo de intermediação financeira.

A pesquisa conclui que as reformas introduzidas no caso moçambicano são no geral, consistentes com a transição ao controlo monetário indirecto, e que por forma a evitar a criação de distorções no mercado as reservas obrigatórias só deverão ser alteradas caso se verifiquem mudanças estruturais no nosso sistema financeiro. Assim, o Banco de Moçambique deverá desenvolver os instrumentos de política baseados no mercado, evitando a variação das reservas obrigatórias para efeitos de controlo da massa monetária.

Lista de Abreviaturas

AEL's	Activos Externos Líquidos
AIL's	Activos Internos Líquidos
BaM	Base Monetária
BI	Base de Incidência das Reservas Obrigatórias
BM	Banco de Moçambique
BT's	Bilhetes do Tesouro
FMI	Fundo Monetário internacional
FPA	Facilidade Permanente de Absorção
FPC	Facilidade Permanente de Cedência
FUH	Facilidade de Última Hora
IC's	Instituições de Crédito
m	Multiplicador monetário
M ou M2	Massa Monetária
MMI	Mercado Monetário Interbancário
NMC's	Notas e Moedas em Circulação
OAPL's	Outros Activos e Passivos Líquidos
r	Coeficiente de reservas obrigatórias
RB's	Reservas Bancárias
RE's	Reservas Excedentárias
RO's	Reservas Obrigatórias
TAM's	Títulos da Autoridade Monetária

I. Introdução

As reservas obrigatórias¹ foram inicialmente introduzidas pelas autoridades monetárias, como instrumento prudencial, visando assegurar que os bancos tivessem liquidez suficiente, para fazer face a situações inesperadas de corrida aos depósitos. Posteriormente, constatou-se que as variações no coeficiente das reservas obrigatórias podiam ser utilizadas para controlar indirectamente a oferta monetária através da sua influência sobre a capacidade de expansão do crédito pelas instituições financeiras, enfatizando assim, o seu papel de instrumento indirecto de política monetária.

A literatura defende que não obstante as reservas obrigatórias (RO's) serem consideradas como sendo um instrumento poderoso para afectar em última instância a massa monetária, a sua manipulação frequente visando o controlo monetário introduz distorções no mercado financeiro e obriga os bancos comerciais a realizarem grandes ajustamentos ao seu portfólio, com implicações negativas sobre o processo de intermediação financeira e conseqüente, sobre a eficiência da alocação da poupança e do crédito na economia.

O processo de liberalização financeira aliado à transição ao controlo monetário indirecto e às mudanças nos procedimentos operacionais da política monetária no sentido de torná-la mais flexível e baseada no mercado, encetaram um conjunto de reformas ao nível das RO's no sentido de reduzir as distorções no mercado relacionadas com a sua implementação. As mudanças consistiram basicamente na redução do seu coeficiente, no alargamento da base de incidência, na sua remuneração total ou parcial, na possibilidade da sua constituição com base no saldo médio, na introdução de regimes de constituição mais contemporâneos e na flexibilização da forma de constituição.

Em face do carácter administrativo das RO's e da existência de consenso na literatura de que os instrumentos indirectos de política monetária baseados no mercado (as operações de mercado aberto por exemplo) são mais vantajosos do que as RO's, do ponto de vista da eficiência², importa questionar, porquê as

autoridades monetárias mantêm este instrumento, mesmo nos países que completaram a transição ao controlo monetário indirecto.

Segundo Duarte e Abreu (1999), as autoridades monetárias, pretendem através das RO's (i) garantir uma maior estabilidade das taxas de juro dos mercados monetários; e (ii) criar, ou controlar uma situação de escassez estrutural de liquidez no mercado monetário, potenciando uma maior eficiência da gestão da política monetária através dos restantes instrumentos indirectos de política monetária. Como e em que contexto estes objectivos poderão ser alcançados?

Após o enquadramento teórico, com vista a responder estas questões, analisa-se a implementação das reservas obrigatórias em Moçambique desde 1990³. Presentemente, a condução da política monetária pelo Banco de Moçambique (banco central), é caracterizada pela utilização apenas de instrumentos indirectos, tendo sido totalmente abandonados os instrumentos directos em Janeiro de 2000. Para o presente ano, o Banco de Moçambique não impôs ao sistema bancário, nenhum limite de Activos Internos Líquidos, único instrumento directo até então em vigor e que visava essencialmente o controlo directo do crédito. Neste cenário de controlo monetário indirecto em Moçambique, como implementar as RO's de forma consistente com os objectivos da estabilidade monetária e do desenvolvimento de um sistema financeiro eficiente?

O trabalho conclui que as reformas introduzidas no nosso país ao nível das reservas obrigatórias, são no geral compatíveis com a transição ao controlo monetário indirecto, embora persistam alguns aspectos que deverão ser equacionados, como é o caso da remuneração das reservas, da introdução da caixa dos bancos como activo elegível à constituição de reservas, da possibilidade de constituição parcial de reservas em moeda externa uma vez que os correspondentes depósitos em moeda externa fazem parte da base de incidência e da adopção de regimes de constituição mais contemporâneos.

Relevância do Tema

Existe consenso na literatura, que a longo prazo nas economias de mercado, os instrumentos de política monetária mais eficientes são aqueles que

complementam o funcionamento de um sistema de mercado, ou seja, os instrumentos indirectos. Como implementar as reservas obrigatórias de forma a não criar distorções no mercado monetário e ao mesmo tempo permitir um controlo monetário indirecto mais eficaz e eficiente?

A busca de repostas a esta questão e às que foram anteriormente levantadas motivou a escolha do tema, que procura também estudar as reformas introduzidas ao nível das RO's em Moçambique, na expectativa de contribuir de forma singela para o conhecimento sobre a gestão deste instrumento em particular e da política monetária no geral.

O estudo das reservas obrigatórias em Moçambique é uma missão importante, na medida em que permitirá avaliar os prós e os contras da manutenção do actual, *status quo*, no que diz respeito à implementação deste instrumento de política monetária, contribuindo assim para identificar, se for o caso, as melhorias que podem ser introduzidas no sistema de reservas obrigatórias em Moçambique.

Objectivos a Atingir

O presente trabalho está estruturado de modo a responder à seguinte premissa:

Dado o carácter administrativo das reservas obrigatórias e as distorções que a sua implementação pode criar no mercado monetário, como implementar as reservas obrigatórias de modo a maximizar os objectivos da política monetária e minimizar as distorções no mercado, no actual contexto da transição para o controlo monetário indirecto em Moçambique.

Está implícito na premissa acima apresentada, que o sistema de reservas obrigatórias poderá ser desenhado e implementado pelo banco central, de forma compatível com o controlo monetário indirecto e ao mesmo tempo, permitir a promoção de um sistema eficiente de alocação da poupança e do crédito na economia.

Objectivos Gerais:

1. Aplicar os conhecimentos adquiridos nas cadeiras ao longo do curso, com destaque para as cadeiras de economia monetária, macroeconomia, e política económica para o estudo das reservas obrigatórias em Moçambique;
2. Compreender com base na revisão de literatura relativa à experiência internacional da implementação das reservas obrigatórias, as alterações introduzidas nas reservas obrigatórias em Moçambique, desde a sua introdução em 1990, visando extrapolar conclusões sobre a evolução futura da utilização deste instrumento em Moçambique;
3. Contribuir de forma singela, para a definição de um sistema de reservas obrigatórias compatível com o desenvolvimento de um mercado monetário eficiente e com o controlo monetário indirecto em Moçambique.

Objectivos Específicos:

1. Identificar os objectivos das alterações registadas nas reservas obrigatórias em Moçambique, desde a sua implementação em 1990;
2. Avaliar em que medida as reservas obrigatórias contribuem para o desenvolvimento do mercado monetário interbancário em Moçambique, bem como para a estabilização das taxas de juro neste mercado;
3. Estudar os possíveis constrangimentos que as reservas obrigatórias poderão criar aos bancos sujeitos à sua constituição e ao processo de intermediação financeira em Moçambique.

Metodologia

Através de uma revisão de literatura, analisaram-se as questões teóricas e técnicas das RO's, e por meio de entrevistas e da consulta de documentos estudou-se o caso moçambicano. Assim, a metodologia deste estudo baseou-se numa pesquisa bibliográfica, consubstanciada pela consulta de fontes bibliográficas como livros e artigos científicos sobre as reservas obrigatórias e a política monetária no geral.

Procurou-se no decorrer do trabalho, seguir algumas das etapas propostas por Gil (1987:71-72) na realização deste tipo de pesquisas, que se resumem na procura de fontes bibliográficas como primeira etapa do trabalho. Após a selecção dos livros, artigos e documentos que versam sobre as reservas obrigatórias, passou-se na segunda etapa da pesquisa, para uma leitura selectiva, com o objectivo de reter os aspectos fundamentais para o prosseguimento do trabalho. Em seguida foram elaborados breves resumos dos artigos ou parágrafos relevantes, tendo sido posteriormente ordenados segundo o seu conteúdo. Na última etapa foram elaboradas as conclusões e recomendações da pesquisa.

As entrevistas foram realizadas a partir de uma relação fixa de perguntas apresentadas no anexo III ao presente trabalho, com o objectivo de colher informações sobre os possíveis constrangimentos que as instituições enfrentam no cumprimento das reservas obrigatórias, bem como o impacto das reservas obrigatórias sobre o *spread* das taxas de juro. Estas entrevistas são classificadas como sendo entrevistas estruturadas. Não foi possível entrevistar todos os bancos, tendo sido realizadas entrevistas a quadros seniores de alguns dos maiores bancos no mercado. Segundo Gil (1987:118-120), este tipo de entrevistas é também designado como questionário apresentado oralmente, uma vez que se desenvolve a partir de uma relação fixa de perguntas.

Visando fortalecer a análise, foi estimado um modelo econométrico, apresentado no anexo II, cuja metodologia obedeceu aos seguintes passos:

1. Definição das hipóteses, com base na teoria económica;
2. Elaboração do modelo matemático;

3. Especificação do modelo econométrico;
4. Recolha de dados;
5. Estimação dos parâmetros do modelo econométrico escolhido;
6. Teste das hipóteses do modelo;
7. análise e interpretação dos resultados e previsão (Gujarati 1992:3-11).

Estrutura do Trabalho

O trabalho está dividido em dois capítulos principais, o do enquadramento teórico e o das questões técnicas da implementação das RO's, onde também se estuda o caso moçambicano. Estes capítulos estão divididos em secções e subsecções. É no capítulo sobre as RO's e a política monetária (enquadramento teórico do tema), que se apresenta o conceito da reserva obrigatória e um breve historial. Segue-se a análise do quadro geral da política monetária, na segunda secção, focalizando o nível dos procedimentos operacionais ou seja, da implementação da política monetária, por forma a evidenciar as principais alterações que se registaram nos últimos anos no contexto da liberalização financeira e identificar o modelo de actuação dos bancos centrais no âmbito do controlo monetário indirecto. A terceira secção analisa as funções das reservas obrigatórias, com ênfase para as funções prudencial, de gestão de liquidez, de política monetária e a função tributária das RO's, onde se procura compreender como estes diferentes papeis das RO's podem ser desempenhados e quais as suas implicações. Discute-se também o modelo de controlo monetário com base na reserva obrigatória desenvolvido por Hardy (1997), procurando compreender o papel da reserva obrigatória no controlo monetário. A última secção deste capítulo analisa o papel das reservas obrigatórias na estabilização das taxas de juro.

A análise das questões técnicas relacionadas com a implementação das reservas obrigatórias está reservada ao capítulo seguinte, que também analisa o caso moçambicano. Procura-se compreender como as autoridades monetárias desenham um sistema de reservas obrigatórias, e quais as implicações de uma determinada opção, em termos das funções que se pretende que as reservas

obrigatórias venham a desempenhar, assim como as implicações sobre as instituições sujeitas à constituição das RO's, em termos de custos e do *spread* das taxas de juro. Analisam-se também as reformas introduzidas ao nível das reservas obrigatórias nos principais países industrializados. No que diz respeito ao caso moçambicano, analisa-se a implementação das RO's desde 1900, altura da sua introdução pelo Banco de Moçambique, bem como as reformas introduzidas desde então. Após este capítulo, são apresentadas as conclusões do trabalho.

II. A Reserva Obrigatória e a Política Monetária

O presente capítulo visa o enquadramento teórico do tema, apresentado-se na primeira secção o conceito das reservas obrigatórias e um breve historial do seu surgimento. A secção seguinte faz uma abordagem geral da política monetária visando identificar como ela é concebida ao nível estratégico e como é implementada ao nível operacional. Assim, identificam-se os objectivos finais e intermédios bem como o tipo de instrumentos de poderão ser utilizados para alcançá-los. Procura-se também identificar as mudanças nos procedimentos operacionais da política monetária, no contexto da liberalização financeira e da actuação dos bancos centrais com base no mercado. Esta incursão sobre os procedimentos operacionais da política monetária estabelece as bases para a discussão das funções das reservas obrigatórias, efectuada na terceira secção. O papel da reserva obrigatória no controlo monetário é analisado com algum detalhe com base no modelo de Hardy (1997), discutindo-se na última secção do presente capítulo, o papel das RO's na estabilização das taxas de juro.

Reservas Obrigatórias: Definição e Breve Historial

As reservas obrigatórias são um requisito segundo o qual as instituições financeiras são obrigadas a manter dinheiro em caixa ou depósitos junto do banco central, como reservas, numa determinada percentagem (coeficiente de reservas determinado pelas autoridades monetárias) dos seus passivos⁴. O sistema de reservas obrigatórias pode ser utilizado para diferentes propósitos, o que implica a existência de diferenças no seu desenho entre os países e ao longo do tempo (Bank of Japan 1995:54).

As componentes e o desenho de um sistema de reservas obrigatórias serão objecto de análise do próximo capítulo, concentremo-nos por enquanto, no quadro geral da política monetária e nas funções das RO's.

Historicamente, as reservas obrigatórias foram introduzidas no século XIX, altura em que surgiu nos EUA a primeira legislação sobre as reservas obrigatórias, com o objectivo de proteger o dinheiro dos depositantes, assegurando a existência de liquidez no sistema bancário, isto é, reservas que pudessem ser rapidamente convertíveis em numerário, caso houvesse necessidade (*ibidem*).

Com o advento das crises financeiras internacionais no século XX, esta função precaucional (ou de garantia de liquidez), deixou de ser o principal argumento para a imposição de RO's. Tornou-se evidente no decorrer da crise dos anos 1930/33 nos EUA, que as RO's eram impotentes para garantir liquidez suficiente em caso de corrida aos depósitos, e evitar a falência dos bancos. O surgimento das instituições de seguro de depósitos, com a função de protecção dos depósitos, garantindo aos depositantes o acesso imediato aos seus fundos assegurados em caso de falência dos bancos, contribuiu também para enfraquecer o argumento da protecção dos depósitos através da imposição das RO's (Helfer 1999:2).

Outrossim, a literatura sobre a actividade bancária permite demonstrar que, de modo a alcançar-se a estabilidade do sistema financeiro, não se deve enfatizar somente a liquidez, mas acima de tudo, o equilíbrio entre a liquidez, a solvabilidade e lucratividade das instituições, o que levou os bancos centrais a desenvolverem o papel prudencial da supervisão bancária, através da imposição e controle de rácios e limites prudenciais a serem observados pelas instituições financeiras, visando o acompanhamento contínuo da "saúde" do sistema financeiro.

Na sequência do reconhecimento do papel das reservas obrigatórias em influenciar a capacidade de expansão de crédito pelas instituições financeiras⁵, elas passaram a ser utilizadas como instrumento de política monetária, mais do que um instrumento prudencial. Nos EUA, o sistema de reservas obrigatórias foi reformado em 1933, visando potenciar a utilização das RO's como um instrumento indirecto de política monetária. Após a segunda Guerra Mundial, o sistema de RO's desenvolvido nos EUA, foi adoptado como instrumento de política monetária

por outros países como a Itália em 1947, a Alemanha Ocidental em 1948, e o Japão em 1957, para dar alguns exemplos (Bank of Japan 1995:54-55).

Com a transição ao controlo monetário indirecto, processo iniciado na década de 1970 pelos países industrializados, posteriormente adoptado pelos restantes países desde a década de 1980 até aos nossos dias, e com as transformações verificadas nos mercados financeiros, ocorreram várias alterações ao nível das RO's. Estas alterações visavam a redução das perdas de eficiência no sistema financeiro decorrentes da imposição de níveis elevados de RO's. Por outro lado, para além das funções iniciais de garantia de liquidez (função precaucional) e de controlo monetário, as RO's passaram a desempenhar as funções de gestão de liquidez, de estabilização das taxas de juro e de imposto ao sistema financeiro.

Antes da discussão sobre as funções das RO's, faremos uma breve apresentação do esquema geral da política monetária, orientando a discussão para a distinção entre o nível estratégico e o nível operacional da política monetária. É neste último – nível operacional — que se procura compreender como é implementada a política monetária. Assim, as questões discutidas ao nível operacional, ou dos procedimentos operacionais da política monetária, dizem respeito à escolha dos instrumentos da política monetária e dos objectivos operacionais, enquanto ao nível estratégico a discussão é orientada para a escolha dos objectivos finais e intermédios a prosseguir.

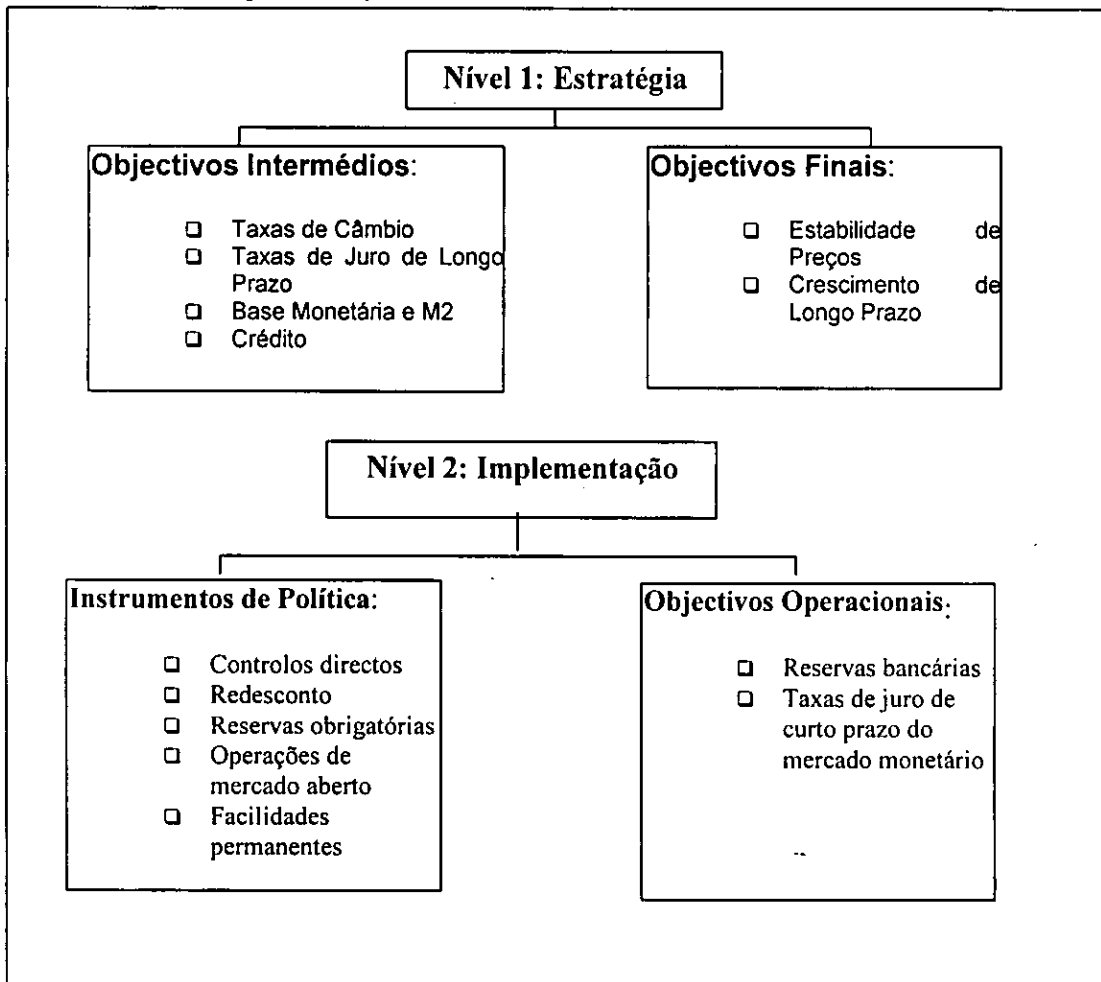
Objectivos versus Instrumentos da Política Monetária

Segundo Marques (1998:397), o principal objectivo da política monetária para a maioria dos bancos centrais é a estabilidade monetária ou seja, a preservação do valor interno e externo da moeda nacional, que na economia doméstica significa uma inflação baixa e estável. Gray e Hoggarth (1996:5) argumentam que num sistema financeiro liberalizado, a inflação não pode ser controlada directamente.

Os bancos centrais tentam controlá-la através de instrumentos indirectos, afectando as taxas de juro, a moeda e o crédito na economia.

Esta secção analisa como os bancos centrais, relacionam os objectivos com os instrumentos da política monetária. De acordo com Borio (1997a:12-13), é possível identificar dois níveis da política monetária, conforme ilustra a figura 1. O primeiro nível, o da *estratégia da política monetária*, diz respeito à escolha dos objectivos finais e dos objectivos intermédios da política monetária. O segundo nível — *implementação da política monetária* — prende-se por um lado com a escolha dos objectivos operacionais, e por outro com os instrumentos de política a serem utilizados pelas autoridades monetárias.

Figura 1. Esquema geral da política monetária



Fonte: Adaptado de Borio (1997a:13)

Visando o alcance do objectivo final da política monetária, as autoridades monetárias (os bancos centrais) decidem em primeiro lugar, sobre a estratégia a ser implementada, para em seguida serem definidas as questões relacionadas com a implementação da política, ou seja, os procedimentos operacionais e os instrumentos de política a serem utilizados.

Entende-se por **estratégia monetária**, o conjunto de acções desenvolvidas pelo banco central visando alcançar os objectivos finais da política monetária. São exemplos de estratégias monetárias, a do objectivo monetário, onde o banco central anuncia publicamente o seu objectivo intermédio (massa monetária, por exemplo), ou então a estratégia do objectivo directo de inflação, na qual o banco central anuncia ao público um objectivo explícito de inflação — quantificado (Swank e Velden 1997:1).

É ao nível da estratégia da política monetária que as autoridades monetárias escolhem o **regime cambial**, e identificam os **objectivos intermédios**, para além dos **mecanismos de previsão** do comportamento das variáveis relevantes, de modo a permitir ajustamentos ao longo do percurso. De acordo com Borio (1997a:12), as variáveis importantes ao nível da estratégia (a moeda, o crédito ou os preços dos activos, por exemplo) não estão em geral sob o controlo directo das autoridades monetárias e as decisões de política a ela associadas pertencem geralmente a horizontes temporais relativamente longos como por exemplo o trimestre, o semestre ou o ano.

Em vários países industriais, bem como em países em vias de desenvolvimento (PVD's), a estabilidade de preços é o principal, senão o único objectivo da política monetária. A estabilidade externa também reveste-se de particular importância, o que implica em muitos países, o alcance de uma posição viável ou de equilíbrio da balança de pagamentos (Turner e Dack 1996:28).

Ao nível da escolha dos objectivo(s) intermédio(s) da política monetária, existem várias opções, conforme ilustra a figura 1. Em alguns países industrializados, a taxa de câmbio é o principal objectivo intermédio da política monetária e a sua importância tende a crescer à medida que aumenta a liberalização e abertura ao exterior do sistema financeiro e a livre circulação de

capitais. Noutros, e de acordo com Turner e Dack (1996:30-31), os bancos centrais actuam visando influenciar as taxas de juro (seu principal objectivo intermédio), sendo o mecanismo de transmissão da política monetária por via das taxas de juro bastante forte.

No caso dos PVD's, a importância dos agregados monetários (como por exemplo a base monetária) como objectivo intermédio da política monetária tem aumentado, devido em parte, aos programas financeiros que estes países estabelecem com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Esta importância decorre principalmente do facto dos programas com o FMI envolverem geralmente o compromisso das autoridades monetárias em alcançar certos objectivos quantitativos para alguns agregados monetários. Outra razão prende-se com a debilidade do mecanismo de transmissão da política monetária por via das taxas de juro (Turner e Dack 1996:30-31).

No contexto da transição ao controlo monetário indirecto, o FMI tem enfatizado os agregados monetários definidos ao nível do banco central, e não do sistema bancário como um todo. A base monetária (BaM) tem sido o objectivo intermédio eleito, sempre acompanhado por um objectivo de activos externos líquidos do banco central (*ibidem*).

De salientar que de acordo com Turner e Dack (1996:31), nos PVD's, a ligação entre os agregados monetários como por exemplo a base monetária, e a moeda em sentido lato (M2) e o crédito tem sido incerta, devido à presença de factores como a volatilidade dos influxos de capital do exterior, e da desregulamentação que cria incerteza em relação à ligação entre o crédito do banco central e o crédito agregado. Deste modo, tem sido usual a adopção em simultâneo de objectivos intermédios de política baseados no balanço do banco central e outros objectivos.

Após a adopção de uma determinada estratégia, segue-se o segundo nível da política monetária, o dos **procedimentos operacionais**, ou **implementação**, que diferentemente da estratégia, tal como ilustra a figura 1, tem a ver com a implementação diária da política monetária, ou seja, refere-se por um lado, à escolha dos **objectivos operacionais** da política monetária, que podem ser as

taxas de juro de curto prazo do mercado monetário ou as reservas bancárias, e por outro lado, a escolha dos **instrumentos de política** monetária a serem utilizados, que cobrem uma vasta gama, desde os directos aos indirectos (Borio 1997a:12).

Ao nível dos procedimentos operacionais da política monetária, ou seja ao nível da implementação da política monetária, várias reformas têm sido introduzidas, procurando acompanhar a evolução dos sistemas financeiros. Estas mudanças caracterizam-se em termos gerais pela (1) transição ao controlo monetário indirecto; (2) por uma maior ênfase na gestão de liquidez; (3) pela adopção das taxas de juro como objectivo operacional da política monetária; (4) por uma maior importância que os factores de previsão de liquidez (reservas) assumem; (5) pela redução das reservas obrigatórias; e (6) pelo aumento da transparência na condução da política monetária através da transmissão de sinais de política aos agentes do mercado (South African Reserve Bank 1997:7-14).

Quanto aos instrumentos de política utilizados, as mudanças caracterizam-se pela **transição ao controlo monetário indirecto**, ié, a busca de um modelo de actuação da política monetária que seja mais flexível e sobretudo, centrado no mercado, consubstanciado pela eliminação dos controlos directos (quantitativos) do crédito e das taxas de juro.

De acordo com Bisignano (1996:3), na maioria dos países industriais com sistemas bastante desenvolvidos, a eliminação dos controlos quantitativos do crédito, e a remoção das barreiras institucionais aos movimentos internacionais de capitais⁶, aumentaram o potencial para a arbitragem das taxas de juro nos mercados financeiros doméstico e estrangeiro, condicionando a própria condução da política monetária, que passou a ser implementada mais no sentido de "guiar" os movimentos das taxas de juro, do que controlá-las estritamente, ou centrar-se no controlo de um determinado nível de reservas, moeda ou crédito.

É importante notar que numa fase inicial do controlo monetário indirecto e do desenvolvimento dos sistemas financeiros, como é o caso da maioria dos PVD's, a política monetária é conduzida visando alcançar objectivos explícitos

para as taxas de juro ou reservas bancárias ou ainda a base monetária. A transição ao controlo monetário indirecto envolve geralmente os seguintes passos:

- (i) A adopção da *base monetária* como principal objectivo intermédio de controlo monetário;
- (ii) O foco na componente de *reservas bancárias* da base monetária como principal objectivo operacional e de controlo mais activo;
- (iii) A *estimação/previsão* regular (diária) da oferta de reservas bancárias⁷ na ausência de intervenções de política e comparar esta oferta com a procura de reservas bancárias;
- (iv) A identificação e utilização activa de alguns instrumentos indirectos de política monetária (as operações de mercado aberto por exemplo), para alterar o resultado de (iii) de forma a torná-lo consistente com os objectivos finais da política monetária (Roe e Sowa 1994:15-16).

Argumenta-se que no longo prazo, os instrumentos mais eficientes são aqueles que melhor complementam o funcionamento do mercado, ou seja, os instrumentos indirectos de política monetária baseados no mercado. Contrariamente à actuação dos instrumentos directos, os instrumentos indirectos, nomeadamente, as reservas obrigatórias, o redesconto, as operações de mercado aberto e as facilidades permanentes de absorção e de cedência de liquidez do banco central (geralmente denominadas facilidades permanentes - FP) actuam afectando inicialmente o próprio balanço do banco central. O banco central, controlando o preço ou o volume de oferta dos seus próprios passivos — a base monetária — pode afectar as taxas de juro e a quantidade de moeda e de crédito em todo o sistema bancário (Gray e Hoggarth 1996:7).

As mudanças nos procedimentos operacionais da política monetária, caracterizam-se também pela importância cada vez maior que os bancos centrais atribuem à **gestão de liquidez** (gestão das reservas bancárias), que se traduz na tomada de medidas por parte do banco central no sentido de ajustar a oferta à

procura de reservas no mercado monetário interbancário, permitida pela sua posição de fornecedor monopolístico⁸ de reservas neste mercado. Nesta perspectiva, os mercados monetários interbancários tornam-se o foco da actuação dos bancos centrais visando a implementação da política monetária através de instrumentos indirectos.

Segundo Akhtar (1997:3), nos sistemas financeiros desenvolvidos, a ligação básica entre a política monetária e a economia funciona através do mercado das reservas bancárias (geralmente conhecido por mercado monetário interbancário), daí a importância do mercado na implementação da política monetária. Neste mercado, os bancos comerciais e outras instituições autorizadas pelo banco central, transaccionam os seus saldos de reservas detidos no banco central, efectuando operações a determinados prazos. As acções de política do banco central têm efeitos imediatos sobre as taxas de juro deste mercado, iniciando uma sequência de reacções que transmitem os efeitos da política monetária para o resto da economia, afectando os preços, o emprego e o *output*.

Nos países que completaram e consolidaram a transição ao controlo monetário indirecto, as **taxas de juro são o principal objectivo operacional da política monetária**, permitindo que o montante de reservas seja determinado passivamente como função da procura de reservas, a um preço pré-determinado. Tal escolha decorre da grande volatilidade da procura de moeda e do desejo dos bancos centrais de evitarem a tomada de medidas que desestabilizem os mercados (South African Reserve Bank 1997:8).

Finalmente, a mudança dos procedimentos operacionais da política monetária aponta para a remoção das *dead-weight losses* (perdas de eficiência) no sistema financeiro, através da **reforma e redução das reservas obrigatórias** e pela importância da capacidade de **senalização** ié, a transmissão de sinais de política ao mercado, uma vez que a tendência para a arbitragem universal limita a habilidade dos bancos centrais de influenciar as taxas de juro de curto prazo do mercado monetário directamente, e indirectamente os preços de outros activos financeiros, através da intervenção no mercado monetário.

Assumindo que as autoridades monetárias adoptam uma política doméstica independente, e deste modo, permitem a flutuação livre da taxa de câmbio, ainda assim, o banco central confronta-se com a escolha entre um objectivo de taxa de juros ou um objectivo de base monetária, uma vez que não pode definir ambos. Apenas em situações de mercados financeiros imperfeitos e com controlos administrativos seria possível temporariamente a prossecução de uma política monetária com um objectivo doméstico (agregado monetário ou taxa de juros) e um objectivo de taxa de câmbio, simultaneamente (Gray e Hoggarth 1996:7).

Esta breve incursão sobre a política monetária no geral, procurou identificar o modelo de actuação dos bancos centrais, no que diz respeito aos quadros estratégico e operacional da política monetária e evidenciou as mudanças nos procedimentos operacionais da política monetária, no contexto da liberalização financeira e da transição ao controlo monetário indirecto. Nota-se claramente que o objectivo final da política monetária tem sido a estabilidade dos preços, e que a tendência dominante é a condução da política monetária com base numa lógica de mercado, através de instrumentos indirectos procurando influenciar as expectativas dos agentes no mercado.

Conclui-se que os mercados interbancários (o mercado de reservas bancárias em particular) passam a ser cada vez mais importantes ao nível da implementação da política monetária, o que explica em parte, o porquê da não eliminação das reservas obrigatórias nos países que já efectuaram a transição ao controlo monetário indirecto, uma vez que as RO's determinam em grande medida a procura de reservas bancárias, e possibilitam uma melhor gestão de liquidez por parte dos bancos centrais, através dos restantes instrumentos indirectos. Para melhor compreensão do papel das RO's, faremos uma discussão exaustiva das suas funções na secção que se segue.

Funções das Reservas Obrigatórias

Como referido anteriormente, as reservas obrigatórias foram inicialmente introduzidas com a função de garantir a existência de um nível adequado de liquidez no sistema bancário para acudir a situações de corrida aos depósitos e evitar a instalação de pânico no sistema bancário (função de garantia de liquidez). Posteriormente, elas passaram a ser utilizadas como instrumento de política monetária, onde se distinguem as funções de gestão de liquidez; controlo monetário; e estabilização das taxas de juro. Outra função das RO's, embora cada vez menos utilizada, é a de imposto ao sistema bancário. Em muitos casos, algumas destas funções, são desempenhadas em simultâneo (Borio 1997b:312).

Função de Garantia de Liquidez

A função de garantia de liquidez das RO's, considerada prudencial, decorre da implementação das RO's para assegurar a existência de um determinado nível de liquidez (reservas) no sistema bancário visando a protecção dos depositantes contra a possibilidade de uma descida dos activos líquidos dos bancos, relativamente às suas responsabilidades de curto prazo, na sequência por exemplo, de políticas de crédito imprudentes (Banco de Portugal 1991).

Uma questão que se coloca é, se os bancos seriam tão imprudentes ao ponto de não constituírem livremente reservas para satisfazer a levantamentos normais de depósitos. De acordo com Leite e Nascimento (1995:19), os bancos são prudentes, e sabem que, caso não estivessem em condições de satisfazer a retiradas normais de depósitos, perderiam a confiança dos seus clientes, o que teria consequências desastrosas sobre a sua actividade.

Não obstante a prudência dos bancos em constituírem reservas, Hardy (1997:53-54), adianta que dada a existência de um custo de oportunidade na detenção de activos líquidos, os bancos tendem a detê-los a níveis abaixo do óptimo socialmente desejável, daí o papel das RO's em permitir a detenção de um

determinado nível de activos líquidos, contribuindo deste modo para minimizar o risco sistémico, uma externalidade criada pela natureza das relações financeiras. Equacionando as posições apresentadas por estes dois autores, conclui-se que mesmo que os bancos comerciais sejam prudentes, a presença do risco sistémico constitui um argumento válido para o papel prudencial das reservas obrigatórias.

De acordo com Marques (1998:116-121), a actividade do banqueiro (emprestar dinheiro alheio, sujeito a levantamentos imediatos desse dinheiro) coloca-o num dilema entre a rentabilidade (lucratividade) e equilíbrio, ou seja, a conciliação de três objectivos antagónicos: (i) a solvência; (ii) a liquidez e (iii) a rentabilidade. Visando a manutenção da estabilidade do sistema financeiro e a minimização do risco sistémico anteriormente referido, as autoridades monetárias seleccionam dois dos três objectivos do banqueiro (a liquidez e a solvência), e procuram assegurar o seu nível mínimo através da imposição de rácios e limites prudenciais pela supervisão bancária, deixando o terceiro (lucratividade), ao cuidado do banqueiro.

Com o desenvolvimento dos sistemas financeiros e da supervisão bancária, o papel da liquidez como indicador da saúde do sistema financeiro foi-se reduzindo, passando a enfatizar-se a informação contida nos rácios de solvabilidade, e outros rácios prudenciais impostos ao sistema financeiro, reduzindo-se assim o papel prudencial das reservas obrigatórias.

Outrossim, o surgimento do seguro de depósitos, e o desenvolvimento das funções de instrumento de política monetária das RO's, têm contribuído para a redução do seu papel precaucional das RO's. A perda de importância das RO's como instrumento prudencial prende-se também com (i) as constantes reduções no nível das reservas obrigatórias, num contexto em que a liquidez tende a aumentar com o desenvolvimento do mercado financeiro; (ii) o carácter obrigatório das RO's, que impede a sua utilização para satisfazer a retiradas de depósitos, na medida em que, somente a parcela das RO's que é "libertada" pela queda dos depósitos (depósitos que fazem parte da base de incidência das RO's) pode ser usada para atender a uma retirada de depósitos, a outra parcela de liquidez necessária, deverá ser conseguida de outras fontes (Leite e Nascimento 1995:19).

Note-se porém que, durante a fase de transição ao controlo monetário indirecto e da consolidação da supervisão bancária, o papel prudencial das reservas obrigatórias poderá ser importante, na medida em que nesta fase de adaptação das instituições à lógica de funcionamento do mercado, o risco implícito das suas operações no mercado poderá ser subestimado, levando ao surgimento de problemas de liquidez. De acordo com Turner e Dack (1996:58-59), a razão da sub estimação do risco prende-se com o facto das instituições não estarem habituadas a tomar decisões sozinhas, na medida em que durante o período anterior (controlo monetário directo), a intervenção do banco central cria geralmente um elevado grau de dependência ao nível da tomada de decisões e as instituições habitam-se a esperar que as autoridades monetárias decidam por elas.

A relevância do papel prudencial está inversamente relacionada com a redução do nível das reservas obrigatórias que é uma tendência dominante a nível mundial. A existência de uma supervisão bancária forte e desenvolvida torna cada vez menos importante o papel prudencial das reservas obrigatórias. Do ponto de vista da protecção do dinheiro dos depositantes, tal como Sachs e Larrain (1995:302), a introdução do seguro de depósitos reduz o risco de corrida aos depósitos motivada pelo pânico. Estas considerações levam a concluir que o papel prudencial pode ser importante nos sistemas financeiros pouco desenvolvidos, onde a supervisão bancária é fraca e o seguro de depósitos é inexistente ou pouco credível e desenvolvido e sobretudo quando o sistema financeiro atravessa mudanças estruturais fortes, induzidas por exemplo pela transição ao controlo monetário indirecto.

Função de Gestão de Liquidez

A função de gestão de liquidez das RO's decorre do pressuposto segundo o qual, a procura de reservas bancárias é em grande medida determinada pela necessidade de constituição de RO's. Sendo assim, de acordo com Borio

(1997b:312), as RO's contribuem para compensar a oferta de liquidez gerada por factores autónomos, como por exemplo, a variação das contas do tesouro no banco central. Para uma melhor compreensão desta função das RO's, analisemos o processo de gestão de liquidez pelas autoridades monetárias, com recurso ao balanço simplificado de um banco central apresentado na figura 2.

Os principais activos do banco central que constituem as fontes de oferta (ou a criação) da base monetária (BaM) são os activos externos líquidos (AEL's), o crédito líquido ao governo (CLG, os empréstimos do banco central ao governo, menos os depósitos do governo junto do banco central), e o crédito líquido aos bancos comerciais (CB). Temos ainda uma componente de carácter residual, o item, outros activos e passivos Líquidos (OAPL's)⁹. Do lado do passivo do balanço temos a utilização da base monetária (BaM), definida como sendo as notas e moedas em circulação fora do banco central (NMC's, ié, emissão monetária menos caixa do banco central), mais as reservas bancárias (RB's, a soma das reservas excedentárias, RE's e das reservas obrigatórias, RO's).

Figura 2. Balanço simplificado de um banco central.

ACTIVO (criação da BaM)	PASSIVO (utilização da BaM)
AEL's	NMC's
CLG	RE's
CB	RO's
OAPL's	

Para efeitos de análise, de acordo com Escrivá e Fagan (1996:2-3), é útil dividir o balanço acima apresentado em três componentes. A componente constituída pelos **factores autónomos** de variação de liquidez que são os AEL's, o CLG, os OAPL's e as NMC's, a componente constituída pelas **reservas bancárias** (RB's = RO's+RE's), e a componente constituída pelo **crédito líquido aos bancos** (CB, ou oferta líquida de liquidez, ou de reservas).

A componente autónoma dá-nos a posição estrutural de liquidez do mercado monetário (estrutural no sentido de conduzir a uma variação da oferta de reservas na mesma direcção ao longo de um determinado período do tempo), também designada, *posição autónoma de liquidez*, representada pela seguinte expressão, com o símbolo " Δ ", denotando variação:

$$(1) \quad \text{Posição Autónoma de Liquidez}^{10} = \Delta \text{AEL's} + \Delta \text{CLG} + \Delta \text{OAPL's} - \Delta \text{NMC's}$$

Considera-se que existe um *excedente autónomo de liquidez*, se as fontes autónomas de variação da BaM (como por exemplo, a variação do CLG, ou dos AEL's) levam a um aumento da liquidez no mercado. No caso da variação dos factores autónomos resultarem numa redução da liquidez, está-se em presença de um *défice autónomo de liquidez*.

Com base nas três componentes apresentadas, é possível representar o balanço apresentado na figura 2, com base na seguinte expressão¹¹:

$$(2.a) \quad \Delta \text{RB's} = \text{Posição de Liquidez Autónoma} + \text{Oferta Líquida de Liquidez}$$

A expressão (2.a) indica-nos que numa base *ex-post*, a variação de reservas bancárias num dado momento no tempo ($\Delta \text{RB's} = \text{RB}_t - \text{RB}_{t-1}$) é resultado da variação autónoma da liquidez e da intervenção do banco central (oferta líquida de liquidez através por exemplo da realização de operações de mercado aberto).

Vimos anteriormente que um dos passos necessários à transição ao controlo monetário indirecto, é a criação de capacidade pelo banco central de previsão dos factores de variação de reservas numa base diária (FVR). De acordo com Borio (1997a:292), para efeitos de previsão e de gestão de liquidez, é útil definir a expressão (2.a), em termos *ex-ante*, substituindo $\Delta \text{RB's}$, pela quantidade procurada de reservas bancárias (ΔRB^d , implicitamente a uma taxa de juros desejada). Assim, rearranjando os termos da expressão (2.a), temos:

$$(2.b) \quad \text{Oferta Líquida de Liquidez} = \text{Posição de Liquidez Autónoma} + \Delta \text{RB}^d$$

Segundo Borio (1997a:292), a Oferta Líquida de Liquidez pode ser vista como sendo o montante de reservas que o banco central teria que injectar, de modo a equilibrar o mercado monetário, em caso de escassez de reservas bancárias (quando a quantidade oferecida de reservas é inferior à quantidade procurada), ou enxugar, ié retirar do mercado, no caso contrário, quando se regista um excesso de reservas.

Registe-se que com base na equação (2.b), o instrumento à disposição do banco central para ajustar a quantidade de reservas é a variação do crédito líquido ao sector bancário (ΔCB , por via das operações de mercado aberto ou das facilidades permanentes), por forma a equilibrar o mercado à taxa de juro desejada.

Tal como ilustra a figura 2, as reservas bancárias podem ser divididas em duas componentes, as reservas obrigatórias e as reservas excedentárias. No mercado de reservas bancárias¹², a *procura de reservas bancárias* depende da necessidade das instituições financeiras deterem junto do banco central, saldos positivos para transacções ou pagamentos¹³, e da necessidade de detenção de saldos para o cumprimento das reservas obrigatórias. Do lado da *oferta de reservas bancárias*, o banco central actua como anteriormente referido, como fornecedor monopolístico, com poder para afectar a procura. O banco central afecta a procura de reservas ao definir um sistema de RO's, ou ao participar no desenho das características e funcionamento do sistema de pagamentos interbancários. O seu poder de intervenção no mercado permite-o, regular a oferta de reservas bancárias (aumentando-a ou reduzindo-a), visando alcançar o seu objectivo operacional de política monetária (Borio 1997a:14).

A presença de um regime de reservas obrigatórias, determina em grande medida a procura marginal de reservas bancárias (a procura acima do necessário para cumprir com as RO's, ou seja a procura de reservas excedentárias), contudo, para que tal se verifique, é necessário que sejam satisfeitas duas condições. Em primeiro lugar, é necessário que as instituições possam utilizar para transacções, os saldos detidos para efeitos de constituição das RO's. Em segundo lugar, o

montante de reservas bancárias necessário para cumprir com as RO's, deverá ser superior ao montante de reservas necessário para transacções (*ibidem*).

Por outro lado, a presença de um regime de RO's com base no saldo médio ao longo do período de constituição e com a possibilidade das instituições sujeitas às RO's, utilizarem os saldos diários para efeitos de transacções, reduz a frequência das intervenções do banco central visando a gestão de liquidez, na medida em que não obstante as oscilações diárias nas reservas, o saldo médio tende a manter-se estável.

De acordo com Borio (1997a:20), os bancos centrais preferem operar em situações de défice estrutural de liquidez (escassez de reservas no mercado), actuando como credores líquidos no mercado, e não como devedores, uma vez que o seu poder de intervenção e de influenciar o mercado na direcção desejada aumenta. Não obstante, existem casos em que a posição estrutural de liquidez do mercado monetário é excedentária, levando as autoridades monetárias a actuarem como devedores (i.é, enxugando liquidez no mercado).

Caso o mercado seja estruturalmente deficitário, o equilíbrio no mercado será alcançado, com o banco central, a actuar como fornecedor líquido de liquidez, neste caso, para além da oferta de liquidez com recurso a instrumentos como as operações de mercado aberto (compra de títulos), ou operações REPO¹⁴, o banco central poderá reduzir o nível de RO's, visando libertar liquidez para o mercado. No caso contrário, quando prevalece uma situação de excesso estrutural de liquidez no mercado, situação esta que pode advir de uma baixa procura de notas e moedas, ou um elevado nível de activos externos, ou ainda um alto nível de CLG, o banco central tem duas opções de actuação. Primeiro, pode actuar no mercado utilizando instrumentos para enxugar liquidez, como por exemplo, operações reverse-repo¹⁵, e operações de mercado aberto (venda de títulos). Alternativamente, o banco central poderá criar uma situação de défice estrutural de liquidez, através do aumento das reservas obrigatórias (Escrivá e Fagan 1996:3).

Ao nível dos instrumentos de actuação das autoridades monetárias visando a gestão de liquidez, considera-se a variação das RO's como sendo uma forma

ineficaz e ineficiente de gerir a liquidez do mercado, a curto prazo (numa base diária, semanal ou mensal)¹⁶, pelo que em princípio, elas são alteradas, apenas quando se pretende proceder a alterações estruturais de liquidez no mercado. Deste modo, numa base mais regular (diariamente por exemplo), a liquidez poderá ser ajustada, como anteriormente referido, através de operações à discricção das autoridades monetárias (como por exemplo as operações de mercado aberto) ou através das facilidades permanentes do banco central (que são operações accionadas por iniciativa das instituições participantes).

Do exposto, conclui-se que: (i) uma componente fundamental da gestão de liquidez, é a previsão dos factores de variação das reservas bancárias (FVR¹⁷), que permite às autoridades, numa base ex-ante, prever a oferta líquida de liquidez (equação 2.b, anteriormente apresentada); (ii) as reservas obrigatórias são importantes ao nível da gestão de liquidez, não como um instrumento para injectar ou enxugar reservas no mercado, mas sim para estabilizar a procura de reservas bancárias ao longo do período de constituição bem como as taxas de juro como veremos na última secção deste capítulo, e criar, caso seja necessário, uma situação de défice estrutural de liquidez no mercado possibilitando uma maior eficácia e eficiência das intervenções do banco central no mercado através das operações de mercado aberto (realizadas à sua discricção) ou das facilidades permanentes (embora o banco central privilegie mais as operações de mercado aberto, para permitir que as facilidades, também designadas, política de acomodação, actuem mais como uma "válvula de escape", uma vez que são accionadas por iniciativa das instituições de crédito).

Função de Controlo Monetário

A presente secção analisa a função de controlo das reservas obrigatórias sob o ponto de vista do impacto das variações do coeficiente das RO's sobre o multiplicador monetário, o crédito e em última instância sobre a massa monetária (M2). Analisa-se também o impacto das reservas obrigatórias sobre o porfólio dos

bancos comerciais, concluindo-se que mesmo no caso de pequenos aumentos nas RO's, os ajustamentos provocados ao portfólio dos bancos são custos e criam ineficiências no sistema financeiro.

Como veremos, estas considerações sugerem que não obstante as RO's serem um forte instrumento indirecto de controlo monetário, por questões relacionadas com as ineficiências que introduzem no mercado monetário elas devem ser fixadas a um nível considerado óptimo, que depende dos parâmetros de cada economia e a sua alteração deverá ser condicionada a mudanças estruturais na economia. Na acepção de Borio (1997b:312), a função de controlo monetário das RO's, diz respeito ao uso deste instrumento de política monetária para controlar os agregados monetários.

Para uma melhor compreensão do processo pelo qual as reservas obrigatórias podem ser utilizadas para efeitos de controlo monetário, revisitemos o processo pelo qual a moeda é criada. O banco central cria moeda primária, a base monetária (BaM), apresentada anteriormente na figura 2 como sendo o passivo do banco central. A criação secundária de moeda pelos bancos de 2º nível (bancos comerciais e outras instituições financeiras autorizadas), processa-se através da multiplicação dos recursos à sua guarda (depósitos), através do crédito, que regressa aos bancos sob a forma de novos depósitos, e por sua vez podem ser novamente utilizados para empréstimos. A distinção entre a criação primária de moeda pelo banco central, e a criação secundária pelos bancos de 2º nível pode ser apresentada sob a forma de produto da BaM e do "multiplicador monetário" (m).

$$(3) \quad M = m \cdot \text{BaM}$$

O multiplicador monetário (m), é definido como sendo o rácio entre a oferta monetária em sentido lato (M^s , ou $M2$) e a base monetária (BaM). Este rácio pode ser apresentado na forma da equação (4) abaixo:

$$(4) \quad m = \frac{M^s}{BaM},$$

onde o numerador da equação (4), a oferta monetária M^s é a soma das notas e moedas em circulação (NMC's), mais os depósitos totais (DT) que por sua vez se subdividem em depósitos à ordem e depósitos à prazo:

$$(5) \quad M^s = NMC's + DT.$$

O denominador da equação (4), é a base monetária BaM, definida como sendo a soma das NMC's mais as reservas bancárias (a soma das reservas obrigatórias - RO's - e das reservas excedentárias - RE's), conforme anteriormente apresentada na figura 2, como sendo o passivo do banco central:

$$(6) \quad BaM = NMC's + RO's + RE's.$$

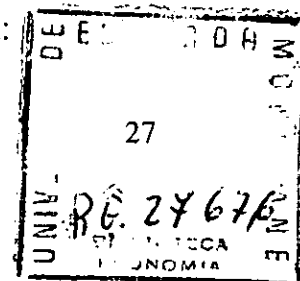
Considerando as definições da M^s e da BaM, é possível derivar o multiplicador monetário apresentado na equação (4), da seguinte forma:

$$(7) \quad m = \frac{NMC's + DT}{NMC's + RO's + RE's},$$

dividindo ambos, o numerador e o denominador pelos depósitos totais (DT), temos:

$$(8) \quad m = \frac{\frac{NMC's}{DT} + 1}{\frac{NMC's}{DT} + \frac{RO's}{DT} + \frac{RE's}{DT}}$$

Para simplificar representemos o rácio $NMC's/DT$ por c ; o rácio $RO's/DT$ por r (coeficiente de reservas obrigatórias); e o rácio $RE's/DT$ por re . Deste modo, o multiplicador monetário acima, pode ser expresso na seguinte forma:



$$(9) \quad m = \frac{c+1}{c+r+re}$$

Reescrevendo a equação (3), e incorporando este desenvolvimento do multiplicador monetário temos:

$$(10) \quad M^s = \frac{c+1}{c+r+re} * BaM$$

Enquanto a BaM é criada e controlada pela autoridade monetária¹⁸, tal não acontece com o multiplicador monetário. Importa realçar que este é influenciado por três factores, os rácios *c*, *r*, e *re* acima apresentados. A relação entre a moeda fora do banco central (NMC's) e os depósitos totais (DT), representada pelo símbolo (*c*), depende do comportamento do público. A razão entre as RO's e os depósitos totais (coeficiente de reservas obrigatórias, *r*), é determinada pelo banco central, finalmente, a razão entre as reservas excedentárias e os depósitos totais depende do comportamento dos bancos de 2º nível.

Se o banco central decide aumentar o coeficiente de reservas obrigatórias, *ceteris paribus*, isto provocará uma redução do multiplicador monetário (*m*), e consequentemente uma redução da oferta monetária *M^s*. No caso de redução do coeficiente de RO's, o efeito será contrário. Registe-se que os rácios *c* e *re* nem sempre são estáveis, sobretudo em períodos de alta inflação, ou de mudanças estruturais no sistema financeiro, afectando deste modo a estabilidade do multiplicador monetário.

De acordo com BoG.Fed (1999:14), as reservas obrigatórias determinam o potencial para a criação de moeda na economia. O sistema bancário pode aumentar o volume do crédito (e consequentemente a oferta monetária), a um nível não superior ao produto entre as reservas excedentárias e o multiplicador monetário.

Vários autores consideram, que a variação das reservas obrigatórias para afectar a oferta monetária agregada (*M^s*) é uma forma ineficiente de implementar

a política monetária¹⁹. Com recurso ao balanço simplificado de uma instituição de crédito, apresentado na figura 3, analisemos os efeitos da variação do coeficiente de RO's, sobre a liquidez dos bancos e conseqüentemente sobre a sua capacidade de concessão de crédito.

Segundo Reynolds (1982:137), o objectivo da maximização do lucro, faz com que os bancos comerciais mantenham os seus recursos plenamente investidos e operam próximo do nível de reservas obrigatórias. Neste sentido, em caso de aumento do coeficiente de RO's, se não existirem inicialmente suficientes reservas excedentárias (RE's) para satisfazer o novo coeficiente, os bancos terão de vender alguns dos seus activos líquidos no mercado (como por exemplo os títulos que detêm em carteira), ou obter crédito junto do banco central (crédito fornecido pelo banco central) de modo a cumprir com o novo nível de RO's.

Figura 3. Balanço simplificado de uma instituição de crédito.

ACTIVO	PASSIVO
Caixa	Depósitos:
Depósitos no Banco Central:	□ À ordem;
□ RE's;	□ à prazo;
□ RO's.	□ outros.
Crédito Concedido	Empréstimos (crédito fornecido pelo
Títulos	banco central)
Investimentos	Capitais
Outros	Lucros não distribuídos

Fonte: Adaptado de Marques (1998:120)

Assim, um aumento do coeficiente de RO's obriga os bancos a aprovisionarem-se temporariamente de liquidez (comprando-a provavelmente ao banco central) e a reduzirem a concessão de crédito, baixando também os depósitos do público, o que provoca um aumento dos seus custos e pode causar distorções no sistema financeiro, reduzindo a intermediação financeira. Hardy (1997:49) considera que mesmo no caso de pequenas alterações no coeficiente

de RO's, os ajustamentos necessários ao portfólio dos bancos são complexos e custosos. No caso de uma redução do coeficiente de reservas obrigatórias, segundo Reynolds (1982:137), os bancos geralmente expandem imediatamente os seus activos que rendem juros (o crédito por exemplo) e deste modo, aumentam os seus passivos (os depósitos).

Um dos objectivos da variação das reservas obrigatórias visando afectar a massa monetária, é o de compensar o efeito das flutuações de curto prazo na procura de moeda, mas geralmente esta política é ineficaz, por um lado, devido ao lapso de tempo que geralmente separa o período de cálculo da base de incidência das RO's, e o período de constituição das mesmas. Por outro lado, geralmente decorre algum tempo entre a intervenção do banco central e o impacto sobre o agregado que se pretende influenciar. Outra fonte de ineficácia da política reside no facto das alterações frequentes nas RO's tornarem o multiplicador monetário menos sensível às variações do coeficiente de RO's, na medida em que tais variações poderão induzir os bancos a deterem níveis elevados de reservas excedentárias e a inventarem substitutos para os depósitos que fazem parte da base de incidência, de modo a precaverem-se do impacto de alterações inesperadas nas RO's (Hardy 1997:50).

Tem sido consensual que as variações no coeficiente de reservas obrigatórias para implementar a política monetária devem ser consideradas como um *second best*²⁰, ou seja, devem ser implementadas apenas em última instância caso não existam outros instrumentos ou caso sejam mais custos, digamos por exemplo, devido à ausência de um mercado de títulos para a realização de operações de mercado aberto (*ibidem*).

Da discussão acima conclui-se que as reservas obrigatórias deverão ser fixadas a um nível considerado óptimo, que depende eventualmente dos parâmetros da economia e que uma vez alcançado esse nível, as autoridades monetárias não deverão efectuar alterações ao coeficiente de reservas obrigatórias, a menos que ocorram ou que se pretendam mudanças estruturais na economia. Em muitos países, as reservas obrigatórias têm sido fixadas a níveis

elevados para gerar receitas para o governo ou o banco central (seignioragem), função das RO's que será discutida na próxima secção.

Função Tributária (Seignioragem)

Esta secção analisa como as reservas obrigatórias podem ser utilizadas para gerar rendimentos para o banco central²¹, ou para o Estado — *função de imposto ou seignioragem*²². Segundo Fry *et al* (1996:32), a emissão de moeda e a oferta de reservas não remuneradas na forma de depósitos junto do banco central é uma actividade monetária de todos os bancos centrais. Contudo reconhece-se que este monopólio sobre a emissão monetária é uma fonte de receitas para o governo e que os objectivos do controlo monetário são conflitantes com qualquer objectivo fiscal que requeira a emissão da base monetária acima do necessário para a estabilidade monetária²³.

Existem duas diferenças entre a receita de seignioragem obtida através da emissão monetária e a obtida por via das reservas bancárias: (i) as reservas bancárias detidas sob a forma de depósitos no banco central envolvem custos de manutenção reduzidos (infinitésimos) por parte do banco central, quando comparados com os custos de emissão de moeda; e (ii) o banco central pode pagar juros sobre os depósitos (reservas bancárias) reduzindo desta forma o imposto de seignioragem (Fry *et al* 1996:34).

Do ponto de vista dos bancos comerciais, as reservas obrigatórias constituem a aquisição forçada de um activo no qual o juro é taxado (caso as RO's não sejam remuneradas, ou se forem remuneradas abaixo do seu custo de oportunidade). Em condições de concorrência, os bancos comerciais repassam o imposto das reservas obrigatórias para os seus clientes, a incidência depende das elasticidades da procura dos depósitos ou do crédito, na forma de baixas taxas de juro dos depósitos e altas taxas de juro dos créditos (ou seja um elevado *spread* das taxas de juro). Num país pequeno onde os agentes económicos podem obter crédito de bancos no exterior, a taxas de juro mundiais; por outras palavras, a

procura de reservas bancárias é perfeitamente elástica ao juro. Neste caso, a incidência do imposto das reservas obrigatórias recai inteiramente sobre os depositantes²⁴ podendo gerar desintermediação financeira ou até repressão financeira (*ibidem*).

Politicamente, o imposto gerado pelas RO's, tem a vantagem de ser um imposto de fácil administração e bastante camuflado, não necessitando de aprovação parlamentar (como é o caso dos impostos previstos no orçamento do Estado, em regimes políticos democráticos). A sua utilização como fonte de receita para o banco central, é importante sob o ponto de vista da independência do banco central. Contudo, a lucratividade do banco central estará negativamente relacionada com o nível de RO's, se o banco central tiver que emitir os seus próprios títulos para absorver liquidez, uma vez que quanto maior o nível de RO's, maior o montante de títulos necessário para absorver um determinado montante de liquidez, e consequentemente maior será o juro que o banco central estará disposto a pagar pelos títulos colocar grandes volumes de títulos no mercado (Hardy 1997:51-52).

Além da questão da seignioragem, de acordo com Bisignano (1996:14), elevados coeficientes de reservas obrigatórias podem também ser utilizados para esterilizar automaticamente a base monetária, quando ela é emitida para financiar o défice orçamental do governo. O aumento do coeficiente de RO's para esterilização da BaM cria os problemas já mencionados de ajustamento ao portfólio dos bancos comerciais, pode gerar também aumentos nos custos de transacção no sistema financeiro e reduzir a intermediação financeira formal, gerando segmentos informais no mercado financeiro, para além do perigo da emissão monetária ser altamente inflacionária e gerar repressão financeira. Segundo Fry *et al* (1996:112), o trabalho analítico sobre a repressão financeira nos PVD's, elaborado por Ronald Mackinon (1973) e Edward Shaw (1973) sugere que a repressão financeira reduz a taxa de crescimento real e o tamanho do sistema financeiro relativamente às magnitudes não financeiras, retardando o processo de desenvolvimento das economias. A sua prescrição é a remoção das distorções no sistema financeiro impostas por muitos governos nos PVD's. Assim,

conclui-se que as reservas obrigatórias são um mau instrumento fiscal, dadas as distorções que podem criar no sistema financeiro.

Dado o reconhecimento de que o efeito fiscal das RO's, cria distorções no funcionamento dos mercados financeiros, colocando em desvantagem as instituições sujeitas à sua constituição, relativamente às instituições que não cumprem RO's (distorce a concorrência), e encoraja a desintermediação financeira, que por sua vez enfraquece a ligação entre os objectivos intermédios e finais da política monetária, existe uma tendência generalizada para a redução deste efeito, que assenta na redução do nível das RO's, na sua remuneração e na flexibilização da sua constituição através da introdução de regimes de saldo médio como veremos no próximo capítulo (Hardy 1997:52).

Modelação do Controlo Monetário via Reserva Obrigatória²⁵

A presente secção visa apresentar e discutir o modelo de controlo monetário através das reservas obrigatórias, desenvolvido por Hardy (1997)²⁶. O modelo permite identificar o papel das reservas obrigatórias no controlo da oferta monetária em sentido lato (M), sendo defendida a tese segundo a qual, as RO's permitem melhorar a capacidade dos bancos centrais ao nível do controlo da moeda.

Outrossim, partindo do pressuposto de que as reservas obrigatórias determinam em grande medida a procura da moeda em sentido restrito (procura da base monetária), elas permitem aos bancos centrais, uma melhor previsão da liquidez dos bancos comerciais, necessária para as operações de mercado aberto e mesmo tempo ajudam a estabilizar o multiplicador monetário. Argumenta-se também, que as reservas obrigatórias tornam os restantes instrumentos indirectos de política monetária mais robustos e permitem decisões de política mais correctas por parte das autoridades monetárias.

Conclui-se que, para efeitos de controlo monetário, não é necessário que o coeficiente de reservas obrigatórias seja elevado, uma vez que mesmo com um

baixo coeficiente de reservas obrigatórias, o banco central pode actuar no mercado, através dos restantes instrumentos indirectos de política monetária e alcançar desta forma os seus objectivos de política.

No anexo II ao presente trabalho, apresento um modelo econométrico inspirado no modelo que à seguir se apresenta, tentando captar o impacto da implementação das reservas obrigatórias no controlo monetário em Moçambique. Os resultados da regressão atestam o facto de ser difícil avaliar no caso moçambicano, o impacto das RO's no controlo monetário, na medida em que o modelo ignora as Notas e Moedas em Circulação (NMC's), que em Moçambique representam em média mais de 60% da base monetária. Por outro lado, o controlo da massa monetária em Moçambique, até Dezembro de 1999, era conduzido basicamente através da implementação de limites de crédito (vulgarmente conhecidos por AIL's), cabendo aos instrumentos indirectos de política monetária (reservas obrigatórias, operações e mercado aberto, e outros), um papel secundário, o que torna difícil separar o impacto das reservas obrigatórias sobre a política monetária, do impacto dos restantes instrumentos, designadamente, os AIL's.

Adicionalmente, o fraco desenvolvimento do mercado monetário interbancário em Moçambique, que implica a inexistência de um forte mecanismo de transmissão da política monetária, que opere através das taxas de juro, aliado ao facto de existir um número de observações relativamente pequeno de operações de mercado aberto, explicam o baixo coeficiente de determinação da regressão apresentada no anexo II. Registe-se que as dificuldades em explicar o papel das reservas obrigatórias em Moçambique com base no modelo de Hardy, não retiram o mérito do modelo em identificar como as RO's podem ser implementadas para efeitos de controlo monetário e aumento da robustez dos restantes instrumentos de política monetária, num contexto de controlo monetário indirecto.

Formalização do Modelo

O modelo apresentado por Hardy (1997:42-43), analisa o papel das RO's no controlo da moeda em sentido lato (M). O pressuposto básico do modelo é que a procura da base monetária (BaM^d), é determinada em grande medida, pela necessidade de constituição de reservas obrigatórias. O modelo ignora as notas e moedas em circulação (NMC's), assumindo que esta componente da BaM está incluída nas reservas excedentárias (RE's). Deste modo, a procura da base monetária (BaM^d), representada pela equação (11) abaixo é constituída por uma componente de reservas obrigatórias ($r*M$, onde r é o coeficiente de RO's, e M é um amplo agregado financeiro, que constitui a base de incidência das RO's, os depósitos totais), e uma componente de demanda de reservas excedentárias ($RE's^d$):

$$(11) \quad BaM^d = r*M + RE's^d.$$

Assume-se que as reservas excedentárias estão negativamente relacionadas com as taxas de juro do mercado monetário interbancário (*taxa overnight*)²⁷, o que pode ser representado pela equação (12):

$$(12) \quad RE's^d = a_1*M - a_2*i + e_1,$$

Onde, i é a taxa de juros, e e_1 é o termo do erro estocástico, com média zero.

A oferta da base monetária (BaM^s) pelo banco central, é representada pela equação (13):

$$(13) \quad BaM^s = P + e_2,$$

Onde P representa a intenção de intervenção do banco central (como por exemplo a realização de operações de mercado aberto). O distúrbio e_2 na oferta da BaM

pode advir de variações autónomas da BaM, como por exemplo, alterações do crédito líquido ao governo (CLG), ou de erros de tomada de decisão.

O modelo assume uma função de procura de moeda em sentido lato a curto prazo, negativamente sensível à taxa de juros, que inclui um termo de erro, e_3 , conforme abaixo se apresenta:

$$(14) \quad M = -b*i + e_3.$$

Importa notar que se assume que a base de incidência das reservas obrigatórias (M , constituída pelos depósitos totais, DT), é um amplo agregado financeiro, comprável à moeda em sentido lato (recorde-se que moeda em sentido lato é a soma das notas e moedas em circulação mais os depósitos totais, $M = NMC's + DT$), assim, a procura de M representa uma aproximação da procura de moeda em sentido lato²⁸.

Combinando as equações acima, partindo da condição de equilíbrio $BaM^d = BaM^s$, e considerando a equação (14), chega-se ao seguinte sistema de duas equações a duas incógnitas, M e i :

$$(15) \quad \begin{cases} r*M + a_1*M - a_2*i + e_1 = P + e_3 \\ M = -b*i + e_3 \end{cases} \iff \begin{cases} M(r + a_1) - a_2*i = P + e_3 - e_1 \\ M + b*i = e_3 \end{cases}$$

Resolvendo o sistema em ordem a M , e em ordem a i , obtêm-se as seguintes equações:

$$(16a) \quad M = \frac{1}{b(r + a_1) + a_2} * [b(P + e_2 - e_1) + a_2 e_3]$$

$$(16b) \quad i = \frac{1}{b(r + a_1) + a_2} * [-(P + e_2 - e_1) + (r + a_1)e_3]$$

Funcionamento do Modelo

De acordo com Hardy (1997:43), é possível demonstrar, com base na equação (16a), que quanto maior o coeficiente de reservas obrigatórias (r), menor será a variância de M devido a flutuações na procura das reservas excedentárias ($RE's^d$), ou da procura de moeda em sentido lato. Com um elevado requisito de RO's, os distúrbios e intervenções no mercado da base monetária, têm um impacto menor sobre a moeda em sentido lato e os distúrbios na procura de moeda em sentido lato poderão ser suavizados através de flutuações na procura de reservas excedentárias²⁹. À medida que r , aumenta, os bancos irão deter menos RE's, o rácio de RE's, relativamente a M (a_1), e a sensibilidade das RE's à taxa de juros (a_2) irão diminuir, até a oferta monetária e a BaM coincidirem, no caso extremo quando $r=100\%$.

De acordo com a equação (16b) do modelo apresentado, o nível de RO's irá afectar a variância da taxa de juros. Um alto coeficiente de RO's aumentará a sensibilidade da taxa de juros aos distúrbios na procura agregada da moeda (b) e reduzirá a variância causada por distúrbios no mercado da BaM. Deste modo, maior o rácio r , menor é a variância da procura da BaM.

Contudo, o modelo elementar apresentado mostra que um requisito de RO's não é necessário para o controlo monetário no caso da existência de uma procura estável para deter voluntariamente reservas, ou seja um volume de reservas livres estável. Se os bancos têm necessidade de deter saldos junto do banco central para efeitos de transacções, e se esta procura de reservas for estável, mesmo com $RO's=0$, o banco central pode intervir efectivamente no mercado da BaM e deste modo afectar as taxas de juro, e conseqüentemente, a massa monetária e a procura agregada. Se o banco central conhece os parâmetros do sistema, observa os vários distúrbios, e tem instrumentos disponíveis para uma intervenção rápida e correcta, pode eliminar as flutuações não desejadas na massa monetária. Mais ainda, a forma hiperbólica da equação (16a) implica que o ganho marginal no controlo monetário pelo aumento das reservas obrigatórias, diminui rapidamente, à medida que o coeficiente r aumenta.

Um alto requisito de reservas, que implica um multiplicador monetário relativamente pequeno, pode ser desvantajoso na medida em que serão necessárias grandes operações de *open market*, e conseqüentemente grandes mudanças nas taxas de juro, para alcançar qualquer mudança num agregado monetário. Por outras palavras, passa a ser custoso, injectar ou extrair liquidez. Neste caso, seria desejável um grande multiplicador monetário, isto é, um baixo coeficiente de RO's.

Quanto maior o nível das RO's, maior as distorções que cria, e maior o perigo de erosão da ligação entre o(s) objectivo(s) intermédio(s) e o(s) objectivo(s) final(ais) da política monetária, e caso as reservas não sejam adequadamente remuneradas, poderá desenvolver-se o processo de desintermediação financeira.

As equações 16(a) e 16(b), indicam que existe um *trade-off* entre a moeda e as taxas e juro de curto prazo, de modo que a minimização a variância de um, maximiza a variância de outro. O desenho do sistema de RO's poderá afectar os incentivos para deter RE's, ou alterar a sua sensibilidade à taxa de juros. De acordo com as equações (16a) e (16b), menor o rácio de RE's em relação à moeda em sentido lato (um baixo parâmetro a_1), ou ,menor a elasticidade das taxas de juro à procura de RE's (um baixo parâmetro a_2), maior será a sensibilidade da moeda (M) e da taxa de juros (i), à oferta ou procura da BaM. Um parâmetro a_1 baixo reduz, a variância de i, causada por flutuações na BaM^d, e aumenta a variância de M. Um parâmetro a_2 baixo tem, o efeito contrário.

Para além de permitirem melhorias na condução da política monetária com base nos restantes instrumentos indirectos de política monetária, quando o seu coeficiente não é muito elevado, as reservas obrigatórias podem desempenhar a função de estabilização das taxas de juro, que será analisada a seguir.

Reservas Obrigatórias e a Estabilização das Taxas de Juro

Como referido anteriormente quando se analisaram as mudanças nos procedimentos operacionais da política monetária, com a liberalização financeira,

as taxas de juro de curto prazo do mercado monetário passaram a ser o principal objectivo operacional das autoridades monetárias no controlo monetário indirecto. De acordo com Gray e Hoggarth (1996:8), a razão desta escolha prende-se por um lado com o facto de os bancos centrais considerarem que a instabilidade das taxas de juro é mais desestabilizadora sobre a economia do que a volatilidade da quantidade da base monetária. Por outro lado, com a liberalização financeira os multiplicadores monetários tornam-se instáveis e imprevisíveis, de modo que os bancos centrais passam a focalizar o mecanismo de transmissão por via das taxas de juro, cujo ponto de partida é a taxa de juros *overnight*.

Assim, os bancos centrais tentam controlar a base monetária excedentária (i.e., as reservas bancárias excedentárias), uma vez que esta componente marginal da base monetária é aquela que afecta a taxa de juros *overnight*, que conforme a equação 12 do modelo de Hardy, está inversamente relacionada com a taxa de juros.

A quantidade de reservas excedentárias que os bancos comerciais procuram depende de questões técnicas, bem como de incentivos. O incentivo é a penalização a que eles estão sujeitos a sofrer se não tiverem reservas suficientes para cumprir com as RO's e satisfazer a pagamentos diversos (resultantes por exemplo da compensação de valores). Quanto maior a penalização, maior será o incentivo para os bancos comerciais deterem RE's. A procura de RE's também será maior quanto menos eficiente for o sistema de pagamentos, quanto menos eficiente for a gestão dos bancos comerciais da sua própria liquidez, quanto menos eficiente for o mercado monetário e quanto mais deficiente for a capacidade do governo gerir os seus fluxos de tesouraria.

Geralmente o banco central não paga juros sobre as reservas bancárias, de modo que os bancos procuram minimizar as suas detenções de RE's. A quantidade de RE's está sob controlo do banco central uma vez que ele é o fornecedor monopolístico de fundos para transacções na forma de depósitos no seu balanço. Através de uma correcta previsão dos factores autónomos de variação de reservas (equação 1 anteriormente apresentada, que reflecte as transacções que afectam as reservas bancárias mas que não são da sua

iniciativa), o banco central pode iniciar as suas próprias transacções (oferta líquida de liquidez da equação 2.b) através de instrumentos como as operações de mercado aberto, e manter as RE's a um nível desejado.

Para que as RO's determinem em grande medida a procura de RE's e actuem desta forma como estabilizador automático das taxas de juro, reduzindo a necessidade de intervenção activa do banco central para equilibrar o mercado de reservas bancárias, é necessário que o desenho do regime de RO's obedeça a alguns requisitos. Em primeiro lugar, as reservas obrigatórias devem ser constituídas em termos de saldos médios, mantidos no banco central, com a possibilidade e utilização desses saldos por parte dos bancos comerciais para efectuarem transacções e pagamentos diversos (regime de saldo médio). Em segundo lugar, o montante de reservas bancárias necessário para cumprir com as RO's deverá ser, superior aos saldos necessários para transacções (RE's). De acordo com Borio (1997b:289), estas condições só poderão ser satisfeitas se o regime de saldo médio permitir aos bancos compensar as deficiências de reservas em determinados dias, com excessos de reservas noutros dias ao longo do período de constituição de RO's, possibilitando o cumprimento das RO's e ao mesmo tempo a realização de pagamentos e transacções.

Satisfeitas as condições acima apresentadas, sobretudo no que diz respeito à possibilidade de utilização diária para transacções, dos saldos de depósito à ordem que as instituições detêm junto do banco central para efeitos de RO's, as flutuações diárias na procura de reservas poderão ser automaticamente compensadas, permitindo a redução diária da flutuação das taxas de juro, causada pela variação das reservas³⁰. Caso, a flexibilidade introduzida pelo regime de saldo médio não seja suficiente para cobrir as flutuações diárias na procura de reservas, ela contribuirá pelo menos para reduzir as flutuações sazonais das taxas de juro. Registe-se que esta função de estabilização das taxas de juro, não é influenciada pela remuneração ou não das reservas obrigatórias (Gray e Hoggarth 1996:18).

As alterações no nível das RO's poderão ser utilizadas para afectar o montante de reservas excedentárias dos bancos, e dada a sensibilidade da

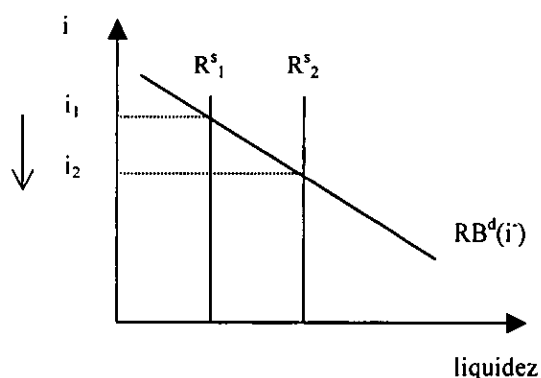
procura de RE's à taxa de juros, tais alterações irão afectar as taxas de juro. Para ilustrar o processo, consideremos, o modelo simplificado do mercado monetário apresentado no gráfico 4. No eixo vertical temos as taxas de juro a um dia (designada taxa de juro *overnight* na literatura inglesa, que é geralmente a taxa de juros para o prazo mais curto que existe no mercado monetário interbancário), no eixo horizontal temos as reservas bancárias.

O modelo é composto por uma função de procura de reservas, $RB^d(i)$ das instituições sujeitas às RO's, e assume-se que esta função depende negativamente da taxa de juros *overnight* (o custo de oportunidade de deter reservas). Outra componente do modelo é a curva de oferta de reservas pelo banco central, RB^s , que se assume ser inelástica à taxa de juros.

Na ausência de intervenção do banco central, variações nos itens autónomos de liquidez, apresentados anteriormente na equação (1), provocam deslocações da curva RB^s , para a esquerda, ou para a direita, consoante, as variações nos componentes autónomos gerem uma redução ou um aumento das reservas bancárias.

No gráfico 1 a seguir, ilustra-se por exemplo, o efeito de um aumento de liquidez resultante do aumento do crédito líquido ao governo (CLG), financiado por uma redução dos seus depósitos junto do banco central. Neste caso, a curva de oferta de reservas desloca-se para a direita, de R^s_1 para R^s_2 . Ceteris paribus, o aumento na liquidez resultará num aumento das reservas excedentárias, e dada a sua sensibilidade às taxas de juro, verificar-se-à um declínio das taxas de juro, representado no gráfico 1, pela queda da taxa de juro *overnight* de i_1 para i_2 (Escrivá e Fagan 1996:4).

Gráfico 1. Modelo simplificado do mercado monetário



Similarmente, reduções na oferta de liquidez resultam numa subida das taxas de juro do mercado monetário.

Conforme ilustra o gráfico, na ausência de intervenção do banco central, quanto maiores, os choques provocados pelos itens autónomos, maior a oscilação das taxas de juro. Por outro lado, quanto menos elástica for a procura de reservas bancárias em relação à taxa de juros, maior será a oscilação das taxas de juro. Argumenta-se que a introdução de um regime de RO's com base em saldos médios, contribuirá para aumentar a elasticidade da procura de reservas durante a maior parte do período de constituição de RO's, reduzindo, *ceteris paribus* a volatilidade da taxa de juros (*ibidem*).

A procura de RB's será menos elástica à taxa de juros se os bancos comerciais tiverem que satisfazer o requisito de RO's e a realização de transacções numa base diária. Esta situação representa o máximo de exigência (restritividade) do sistema de reservas obrigatórias, mas estimula aos bancos comerciais uma gestão mais activa da sua liquidez. Registe-se que os bancos terão que satisfazer ambas, a necessidade de realização de transacções e RO's numa base diária, quando: (i) não existem reservas obrigatórias, de modo que os bancos têm que deter saldos (reservas) para satisfazer a pagamentos diariamente; (ii) existe o requisito de RO's, mas deve ser satisfeito (cumprido) diariamente.

No caso da possibilidade de constituir RO's em períodos de constituição mais longos, na base do saldo médio, a elasticidade da procura de reservas bancárias à taxa de juros aumenta (a curva da procura de reservas no gráfico 1 $RB^{d(-)}$ torna-se menos inclinada, ié, mas plana). Neste situação, os bancos podem efectuar a arbitragem das suas necessidades de reservas, ao longo do período de constituição, tornando a procura diária de reservas mais flexível e a taxa de juros menos sensível a mudanças diárias no nível de reservas excedentárias, reduzindo assim a necessidade de intervenção do banco central para satisfazer a um determinada procura de RE's por forma a evitar oscilações nas taxas de juro *overnigth*.

Uma vez mais conclui-se que as RO's não deverão ser alteradas para compensar o impacto da variação dos factores autónomos sobre as reservas no mercado. Para esse efeito, o banco central geralmente efectua operações de mercado aberto, e tem *janelas* disponíveis no mercado (as facilidades permanentes). Se a flexibilidade introduzida pela constituição das RO's na base de saldo médio, com os saldos diários disponíveis para transacções for suficiente para cobrir as flutuações diárias na procura de RE's, a necessidade de intervenção do banco central para estabilizar as taxas de juro reduz-se, e as RO's actuam como um estabilizador automático das taxas de juro.

A análise nesta secção do papel das RO's na estabilização das taxas de juro do mercado monetário, encerra o presente capítulo que teve como objectivo a identificação do modo de actuação dos bancos centrais no contexto da liberalização financeira e do controlo monetário indirecto e permitiu estabelecer o quadro analítico para o estudo das funções das reservas obrigatórias efectuado, permitindo assim compreender o papel das RO's na gestão da política monetária.

Conclui-se que o papel prudencial da RO's pode ser importante durante o processo de transição ao controlo monetário indirecto, mas tende a ser menos relevante à medida que se fortalece a supervisão bancária e se introduzem outras medidas de protecção aos depósitos (o seguro de depósitos), uma vez que estas medidas contribuem para minimizar o risco de uma corrida aos depósitos.

Ao nível da gestão de liquidez conclui-se que as RO's são um instrumento ineficaz para gerir liquidez a curto prazo mas podem ser utilizadas para criar uma situação de défice estrutural de liquidez e deste modo potenciar uma maior eficácia e eficiência da política monetária com base nos restantes instrumentos indirectos para além de permitirem estabilizar a procura de reservas e aprimorar a previsão dos FVR para uma intervenção do banco central no mercado, mais correcta e oportuna.

Como instrumento de política monetária, as RO's têm um enorme poder para afectar o crédito e a massa monetária, mas de acordo com Hardy, não é necessário que o seu coeficiente seja elevado para efeitos de controlo monetário, num contexto de controlo indirecto. Variações frequentes no coeficiente de RO's tornam o multiplicador monetário menos estável, criam distorções ao portfólio dos bancos e dificultam a própria gestão monetária.

Do ponto de vista fiscal, as RO's são consideradas uma forma ineficiente de gerar receitas dados os seus custos em termos de distorções à intermediação financeira. O capítulo que se segue analisa as reservas obrigatórias do ponto de vista das questões técnicas ligadas à sua implementação e ao desenho de um sistema de reservas obrigatórias, permitindo estudar a implementação das RO's no caso moçambicano, bem como as reformas introduzidas e perspectivar a sua evolução.

III. Questões Técnicas da Implementação das Reservas Obrigatórias

A implementação das reservas obrigatórias pelas autoridades monetárias – os bancos centrais – requer que sejam definidos um conjunto de elementos constituem o sistema de reservas obrigatórias, que seguidamente serão discutidos em pormenor. Assim, tecnicamente, a implementação das reservas obrigatórias, envolve a resposta às seguintes questões, por parte das autoridades monetárias:

- Quais são as instituições que devem constituir reservas obrigatórias?
- Quais são os passivos ou activos das instituições sujeitas às RO's, que deverão fazer parte do agregado financeiro sobre o qual incide o coeficiente de RO's (base de incidência das RO's)?
- Qual deverá ser o coeficiente de RO's?
- Quais são os tipos de activos elegíveis à constituição das RO's (forma de constituição das RO's)? É necessário também definir se as RO's podem ser constituídas moeda externa (divisas).
- Qual será o esquema de contabilização e constituição (manutenção) das RO's? Esta questão diz respeito à definição do período de cálculo das RO's, e do período de constituição das mesmas.
- Qual será o regime ou a metodologia de manutenção das RO's? Aqui é necessário decidir se o saldo correspondente ao valor das RO's deve ser mantido diariamente ao longo do período de constituição, ou então, se considera o saldo médio das posições diárias ao longo do referido período (regime de saldo médio), desde que o saldo médio não seja inferior ao valor das RO's.
- As RO's deverão ou não ser remuneradas?
- Em caso de incumprimento das RO's, que tipo de medidas deverão ser tomadas? Haverá lugar a penalização? Que tipo de penalização?

A forma como os bancos centrais respondem a estas questões, ié desenham o sistema de reservas obrigatórias, é extremamente importante do ponto de vista das funções que se pretende que as RO's venham a desempenhar com a sua implementação.

Neste capítulo, faz-se uma abordagem do caso moçambicano, procurando compreender como está desenhado o sistema de RO's em Moçambique, qual o seu papel e como evoluiu, num contexto de aperfeiçoamento dos mercados monetários interbancários e de condução da política monetária através de instrumentos indirectos.

Instituições Sujeitas à Constituição das Reservas Obrigatórias

As instituições sujeitas à constituição das reservas obrigatórias são geralmente as instituições financeiras monetárias, excluindo o banco central³¹. Inicialmente, a obrigatoriedade de constituição de RO's, era imposta somente aos bancos. Com o desenvolvimento dos sistemas financeiros, surgiram várias instituições, que não sendo bancos, fazem parte do subsector monetário, oferecendo produtos e prestando serviços financeiros concorrentes aos fornecidos pelos bancos. Deste modo, com o objectivo de evitar situações de concorrência desleal, tem-se optado pelo alargamento do leque de instituições sujeitas à constituição de RO's (Bank of Japan 1995:56-57).

Não obstante o desejo da criação de um ambiente concorrencial, algumas instituições têm sido isentas da constituição de RO's, quando a sua actividade não constitui concorrência activa às instituições sujeitas às RO's, ou quando se pretende incentivar o surgimento e desenvolvimento de certos tipos de instituições financeiras, como por exemplo, as associações de ajuda mútua, as cooperativas de crédito, ou as instituições de ajuda ao desenvolvimento regional ou internacional (European Central Bank 1998:52).

No caso moçambicano, aquando da introdução das RO's, ao abrigo da ordem de serviço nº19/90 do Governador do Banco de Moçambique (GBM) de 8

de Dezembro, foi determinado que estavam sujeitas à constituição de RO's, todas as instituições bancárias. O sistema bancário na altura era composto por três bancos, o Banco de Moçambique (BM, banco central e emissor, que para além das funções de banco central, exercia funções comerciais, e deste modo, a parte comercial do BM estava sujeita à constituição de RO's), o Banco Popular de Desenvolvimento (BPD) e o Banco Standard Totta de Moçambique (BSTM, único banco privado na altura).

A aprovação da Lei nº28/91 (Lei das Instituições de Crédito, de 31 de Dezembro) permitiu, o estabelecimento de um quadro jurídico-legal mais adequado ao surgimento e desenvolvimento das instituições financeiras no país, à luz das reformas económicas introduzidas ao abrigo do Programa de Reabilitação Económica em 1997 (PRE). Por outro lado, verificou-se a separação de funções no BM, cabendo a este o papel de banco central e emissor (Lei 1/92 de 3 de Janeiro – Lei Orgânica do BM), tendo sido criado o Banco Comercial de Moçambique (BCM) como um banco estatal, com funções meramente comerciais.

Neste contexto, o Aviso nº14/GGBM/95, passou a estipular que estavam sujeitas à constituição de RO's, todas as instituições de crédito abrangidas pela Lei 28/91, exceptuando as Cooperativas de Crédito, Montepios ou Associações de Socorros Mútuos, Mutualidades e Caixas Económicas. De salientar que, perante a Lei 28/91, eram consideradas instituições de crédito, os institutos de crédito do Estado, os bancos comerciais, e as instituições especiais de crédito. Crê-se que esta excepção visava sobretudo, incentivar o surgimento e desenvolvimento de instituições de crédito que promovessem a captação de pequenas poupanças, como é o caso das cooperativas de crédito.

Posteriormente, em 1998, a isenção acima mencionada foi eliminada através do Aviso de RO's nº01/GBM/98 de 2 de Março, passando a estar sujeitas à constituição de RO's, todas as instituições de crédito abrangidas pela Lei 28/91. Esta medida foi acompanhada pela introdução de um período de isenção de seis meses, à partir da data de início de actividade das instituições. Mais recentemente, foi aprovada uma nova classificação das instituições ao abrigo da Lei 15/99, de 1 de Novembro, que regula o exercício da actividade das instituições

de crédito e das sociedades financeiras, onde são consideradas instituições de crédito, as empresas cuja actividade consiste em receber do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis, a fim de os aplicarem por conta própria mediante concessão de crédito.

Presentemente, o sistema bancário em Moçambique é constituído por 14 instituições, incluindo o Banco de Moçambique. A tabela1 abaixo, que exclui o BM, apresenta as instituições de crédito que constituem RO's e as que estão em período de isenção.

Tabela1. O sistema bancário moçambicano

Instituições Sujeitas à Constituição de Reservas Obrigatórias	Constitui RO's	Em período de isenção
Banco Austral	X	
Banco Comercial de Moçambique (BCM)	X	
Banco Comercial e de Investimentos (BCI)	X	
Banco de Fomento (BF)	X	
Banco Internacional de Comércio (ICB)	X	
Banco Internacional de Moçambique (BIM)	X	
Banco Standard Totta de Moçambique (BSTM)	X	
BIM – Investimentos	X	
BNP-Nedbank (Moçambique)		X
Cooperativa de Poupança e Crédito (CPC)		X
Credicoop		X
ULC – Moçambique (Leasing)	X	
União Comercial de Bancos (UCB)	X	

Nota: Situação Reportada a Maio de 2000.

No caso moçambicano, tudo indica que as mudanças no sentido da abrangência de todas as instituições de crédito na constituição de RO's, tiveram por objectivo adequar o requisito de RO's aos desenvolvimentos que se têm registado no nosso sistema financeiro, no que respeita ao número e tipo de instituições financeiras que foram surgindo desde a introdução das RO's e evitar assim, o surgimento de distorções à concorrência no sistema bancário.

A experiência internacional mostra que existem poucas mudanças quanto ao tipo de instituições financeiras sujeitas à constituição das reservas obrigatórias. Não obstante, a gama de instituições sujeitas ao cumprimento das RO's tem

aumentado, sempre que as autoridades monetárias julguem necessário. Nos EUA por exemplo, em 1980, o sistema de RO's foi revisto para aplicar-se a todas as instituições captadoras de depósitos, mesmo aquelas que não faziam parte do *Federal Reserve System*. Esta mudança estava relacionada com o facto de durante o período de elevada inflação nos EUA (1960/70) as instituições que estavam inicialmente sujeitas às RO's, evadiam-se do seu cumprimento, através de arranjos com as instituições que não faziam parte do *Federal Reserve System*, e que portanto não estava sujeitas à constituição de RO's (Bank of Japan 1995:56-57).

Caixa1. Contexto histórico da introdução das reservas obrigatórias em Moçambique

As reservas obrigatórias foram introduzidas em Moçambique, ao abrigo da ordem de serviço nº 19/90 do Governador do Banco de Moçambique (GBM), de 08 de Dezembro, onde se encontrava explícito que o objectivo das RO's, o "controlo da liquidez, visando manter os meios de pagamento compatíveis com os níveis programados do crescimento do produto, da inflação e do défice da balança de pagamentos" (objectivo de controlo monetário).

Assim, a introdução das RO's, enquadra-se no contexto da reforma do sector financeiro em curso, iniciada em 1987, com o Programa de Reabilitação Económica (PRE), que marcou o início da transição para uma economia de mercado em Moçambique.

A eficácia da implementação das RO's visando o controlo monetário, no início da sua implementação poderá ser questionada, na medida em que o Banco de Moçambique (BM), criado ao abrigo do Decreto-Lei 02/75 de 17 de Maio, desempenhava até 1992, além da função de banco central e emissor, funções de banco comercial.

Com a separação institucional das funções de banco central e comercial no BM, que culminou com a criação do Banco Comercial de Moçambique (BCM), passando o BM a funcionar exclusivamente como banco central e emissor, conforme preconizado na sua Lei Orgânica (Lei 1/92 de 3 de Janeiro), a política monetária em Moçambique ganhou um novo ímpeto. A Lei 1/92 define como objectivo do BM, "a preservação do valor interno e externo da moeda nacional", ou seja, inflação baixa e estável e estabilidade cambial.

Base de Incidência das Reservas Obrigatórias

A base de incidência das reservas obrigatórias (BI), é o agregado financeiro utilizado para calcular as reservas obrigatórias, ou seja, o agregado sobre o qual incide o coeficiente de RO's. Regra geral, a BI é definida em relação aos elementos relevantes do passivo do balanço das instituições sujeitas à constituição das RO's (os depósitos captados).

A definição da base de incidência das reservas obrigatórias como sendo o passivo das instituições, está de certa forma ligada à própria história do surgimento das RO's (protecção dos depósitos), mas visa sobretudo adequar a BI às funções que se pretende que as RO's desempenhem. Em geral esta definição da BI é compatível com todas as funções que as RO's podem desempenhar.

A base de incidência pode ser definida em termos do activo das instituições. Neste caso, a definição da BI está geralmente associada à política de crédito que as autoridades pretendem desenvolver, geralmente em regimes de controlo directo do crédito. A inclusão na BI de activos das instituições pretende-se com a implementação das RO's para conferir às autoridades monetárias maior poder de influência sobre a selectividade da alocação do crédito na economia, e deste modo incentivar a expansão de determinados tipos de crédito para sectores específicos da economia. De acordo com Marques (1998:427) nos sistemas de RO's em que a base de incidência incidia sobre alguns activos (conhecidos por sistema *corset*), uma das justificações para a sua implementação era a teoria segundo a qual, o crédito gera novos depósitos.

O arranjo acima descrito introduz distorções na alocação dos recursos na economia, o que em última instância poderá constituir um entrave ao desenvolvimento de um sector financeiro eficiente. Ademais, tal como Hardy (1997:54-55) argumenta, se o objectivo da implementação das RO's for o controlo monetário, a BI não deverá ser definida como o activo das instituições, uma vez que num mercado eficiente e sofisticado, os bancos poderão expandir o crédito através de outros meios que não os depósitos, de modo que as flutuações no crédito concedido, terão pouca ou nenhuma relação com o agregado monetário que se pretende controlar.

De acordo com Gray e Hoggarth (1996:20), de modo a permitir maior controlo sobre a oferta monetária, a definição da BI deverá ser similar à definição do agregado financeiro que se pretende controlar, o M2 por exemplo (assumindo que este agregado monetário é o objectivo intermédio da política monetária). De salientar que Hardy (1997:54), embora concorde que a BI deverá ser mais ampla possível, porque caso contrário, o objectivo monetário poderá variar de forma

independente da variação da BI, chama a atenção para a não inclusão das notas e moedas em circulação na definição da BI, uma vez que elas já constituem em si um passivo do banco central.

Uma questão que geralmente se coloca é, se os depósitos interbancários deverão ser incluídos na definição da BI. Tem-se argumentado que uma vez que a soma dos depósitos e empréstimos interbancários é zero, o controlo monetário não é afectado pela sua inclusão ou não na BI, pelo que em regra, exclui-se tais depósitos da BI (Hardy 1997:57). Por outro lado, a inclusão dos depósitos interbancários na BI, seria um elemento inibidor do desenvolvimento dos mercados monetários interbancários, na medida em que este elemento da base de depósitos seria contado duas vezes.

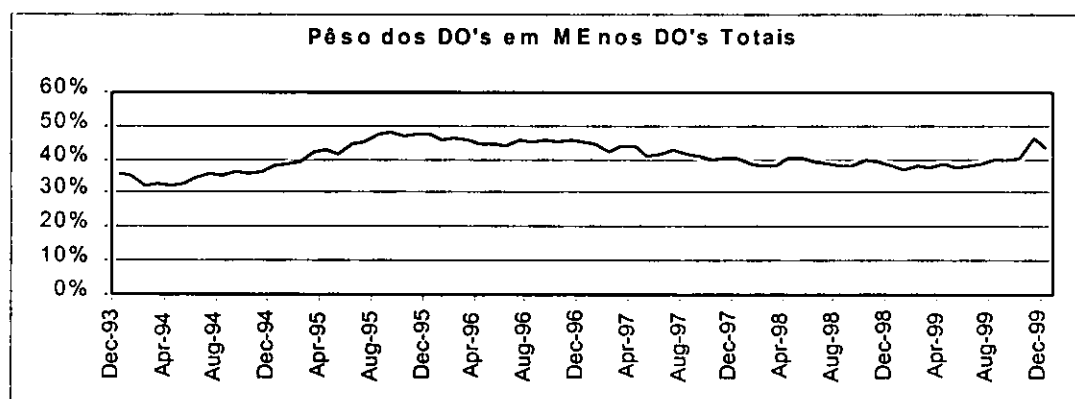
As mudanças ao nível internacional no que diz respeito aos passivos que fazem parte da base de incidência ocorreram, tanto na direcção do seu alargamento, como no estreitamento. O alargamento da BI através da inclusão na sua definição de todos os tipos de depósitos das instituições sujeitas às RO's, visava por uma lado, desencorajar a estratégia de fuga às RO's, que ocorria através do crescimento de depósitos que não faziam parte da BI, e por outro lado, acompanhar as reduções no coeficiente de RO's por forma a garantir a estabilidade do multiplicador. Nos casos em que se registaram reduções da BI, o objectivo era aliviar o ónus para os bancos decorrente da constituição das RO's, e aumentar a equidade no sistema financeiro, como é o caso da Itália, que excluiu da BI, os depósitos em moeda externa (mas não excluiu os depósitos em moeda externa detidos por residentes), com o objectivo de eliminar a concorrência desleal entre os bancos médios e pequenos, que não tinham sucursais no exterior, e os bancos grandes com várias estabelecimentos no exterior para onde canalizavam os depósitos como forma de se furtarem ao cumprimento de RO's (Bank of Japan 1997:59).

Em Moçambique, desde a implementação efectiva das RO's em 1991, várias alterações foram introduzidas ao nível da base de incidência, que consistiram basicamente no seu alargamento. A Ordem de Serviço nº19/90, do GBM, incluía na BI das RO's, os saldos dos depósitos à ordem, com pré-aviso e a

prazo, das instituições bancárias, em moeda nacional, excluindo os depósitos em moeda estrangeira, e os depósitos do Estado.

Acredita-se que a exclusão dos depósitos do Estado estava relacionada com as características do sistema financeiro moçambicano, dominado na altura pelos bancos do Estado. No que diz respeito à exclusão dos depósitos à ordem, com pré-aviso, e a prazo, *em moeda externa*, pressupõe-se que o BM não antecipou (previu) o crescimento que se veio a registar nos depósitos denominados em moeda externa (considerando que não pretendia incentivar a dolarização na economia). O gráfico 2 baixo mostra a evolução do rácio depósitos à ordem em moeda externa (DO's em ME) em relação ao total dos depósitos a ordem (DO's).

Gráfico 2



Em 1990 e 1991, os depósitos à ordem em moeda externa representavam 14,2% e 20,9%, respectivamente, do total dos depósitos à ordem. Registe-se que como ilustra o gráfico 2 acima, o peso dos DO's em ME aumentou significativamente, tendo atingido cerca de 50% em 1995. Crê-se que sua exclusão da BI das RO's terá contribuído para o crescimento registado.

Outrossim, a situação prevalecente no período próximo da introdução das RO's em Moçambique, poderá ter influenciado a opção do BM de excluir da BI os depósitos acima referidos. De acordo com Maleiane (1997:2), o BM detinha até 1988, o controlo maioritário do mercado financeiro, com 100% em termos de operações bancárias com o exterior, e 80% da quota do mercado creditício, e até

1989, detinha 90% do mercado na captação de depósitos das empresas (na maioria estatais).

A primeira alteração à base de incidência das RO's ocorreu volvidos cerca de quatro anos após a introdução das RO's. Com base no estipulado no Aviso de RO's nº14/GGBM/95, a BI foi alargada, passando a incluir os depósitos à ordem, com pré-aviso e à prazo de residentes, em moeda estrangeira, tendo sido excluídos, os depósitos de outras instituições de crédito. Foram também excluídos os depósitos à prazo, tanto em moeda nacional, como em moeda estrangeira, para prazos superiores a um ano. Embora os depósitos de não residentes em moeda externa nunca tivessem feito parte da BI, o aviso supracitado faz menção à sua exclusão. Continuaram ainda excluídos da BI, os depósitos do Estado.

Acredita-se que razões que se prendem com o fenómeno da dolarização da economia moçambicana, e o crescimento dos depósitos à ordem em moeda externa, terão levado o BM a incluir na BI os depósitos em moeda externa de residentes. De acordo com o Relatório Anual do BM (1994:35), em finais do primeiro semestre de 1994, verificou-se um efeito substituição de carteira dos agentes económicos, com um decréscimo dos depósitos à ordem (DO's) denominados em moeda nacional, relativamente aos DO's denominados em moeda externa, o que reflectia não só incerteza quanto ao futuro político do país (ano das primeiras eleições multipartidárias no país), mas também uma medida de precaução contra a inflação.

A teoria estabelece que, por forma a permitir maior controlo sobre o agregado monetário que se pretende influenciar com a implementação das RO's, a BI deverá ser similar a esse agregado. O aumento a ritmos mais acentuados do peso dos DO's em moeda estrangeira relativamente aos total dos DO's entre 1993 e 1995, como reporta o gráfico 2, anteriormente apresentado, terá certamente determinado a inclusão daqueles depósitos na BI, por forma a permitir um controlo monetário mais eficaz.

De acordo com o Relatório Anual do BM (1995:45) a evolução da relação entre DO's em moeda externa, e os DO's em moeda nacional, mesmo ponderando o efeito das variações cambiais continha um potencial de implicações

inflacionárias, tendo inspirado este primeiro alargamento da BI das RO's, ocorrido em finais de 1995.

A exclusão da base de incidência de depósitos a prazo superiores a um ano, poderá ser vista como uma tentativa por parte do BM de incentivar o crescimento destes depósitos. A preocupação do BM relativamente à evolução dos depósitos a prazo (DP's) estava patente no Relatório Anual de 1994 (1994:37), onde se reportava a alteração da tendência dos DP's de situarem no intervalo de 10 a 12% do M2 desde 1989, tendo-se notado desde Agosto de 1994, a redução do peso dos DP's, relativamente ao M2, em 100 pontos base. Esta ligeira redução do peso dos DP's no M2, reflectia a falta de incentivos à poupança, num cenário de elevada inflação e de taxas de juro reais muito baixas.

A terceira alteração da base de incidência das RO's ocorreu ao abrigo do Aviso de RO's nº1/GBM/98 de 2 de Março. Esta alteração consistiu basicamente na inclusão dos depósitos do Estado na BI. Embora os depósitos de outras instituições de crédito que decorressem de aplicações do Mercado Monetário interbancário (MMI) não tivessem sido incluídos anteriormente na BI, este Aviso tornava explícito que eles não seriam incluídos.

A inclusão dos depósitos do Estado na BI visava essencialmente, desincentivar a captação de depósitos do Estado pelas instituições de crédito e por meio destes, expandir o crédito. Por outro lado, acredita-se que se criava por esta via, condições para BM desempenhar melhor o seu papel de "banqueiro do Estado", conforme estabelecido na sua Lei Orgânica.

O MMI foi formalizado em Setembro de 1997 através do Aviso nº 12/GGBM/97. Inicialmente estavam previstas no MMI, a realização de operações de permuta de liquidez, e de operações de mercado aberto, consubstanciadas pela emissão de Títulos da Autoridade Monetária pelo BM (TAM's, sendo a taxa de juros fixada pelo BM, ou determinada em leilão, e os prazos, inferiores a um ano), e pela emissão de Bilhetes do Tesouro (BT's, emitidos pelo BM em nome do Tesouro), por prazos de 28, 63, 91, 182 e 364 dias, e colados no mercado primário a desconto). Posteriormente, foram introduzidas novas operações neste mercado, através do Aviso nº05/GBM/98, que introduziu a Facilidade Permanente de

Absorção de Liquidez (FPA, accionada por iniciativa das instituições de crédito para aplicarem os excessos de liquidez), a Facilidade Permanente de Cedência de Liquidez (FPC, accionada por iniciativa das instituições de crédito em caso de necessitarem de liquidez) e a Facilidade de Última Hora (disponível no último dia do período de constituição de RO's, e realizada ao prazo de um dia, ié *overnight*, para facilitar o cumprimento de RO's, caso necessário). Assim, diferentemente das operações de TAM's e BT's, realizadas por iniciativa do BM, as facilidades são accionadas por iniciativa das instituições de crédito participantes no mercado.

A última alteração à BI das RO's ocorreu em Maio de 1999, ao abrigo do Aviso nº7/GGBM/99, tendo sido alargada, passando a incluir os depósitos a prazo superiores a um ano, em moeda nacional e em moeda estrangeira de residentes. Ao abrigo deste Aviso, a BI passou a incluir a totalidade dos depósitos, assim, a BI comporta actualmente os seguintes passivos das instituições sujeitas à constituição de RO's:

- Depósitos a Ordem em moeda nacional;
- Depósitos com Pré-aviso, em moeda nacional;
- Depósitos a Prazo em moeda nacional;
- Depósitos a Ordem em moeda estrangeira, de residentes;
- Depósitos com Pré-aviso em moeda, estrangeira de residentes;
- Depósitos a Prazo em moeda estrangeira, de residentes;
- Depósitos do Estado;
- Depósitos de outras instituições de Crédito que não decorram de aplicações do MMI (Avisos nº7/GGBM/99 e 02/GGBM/2000).

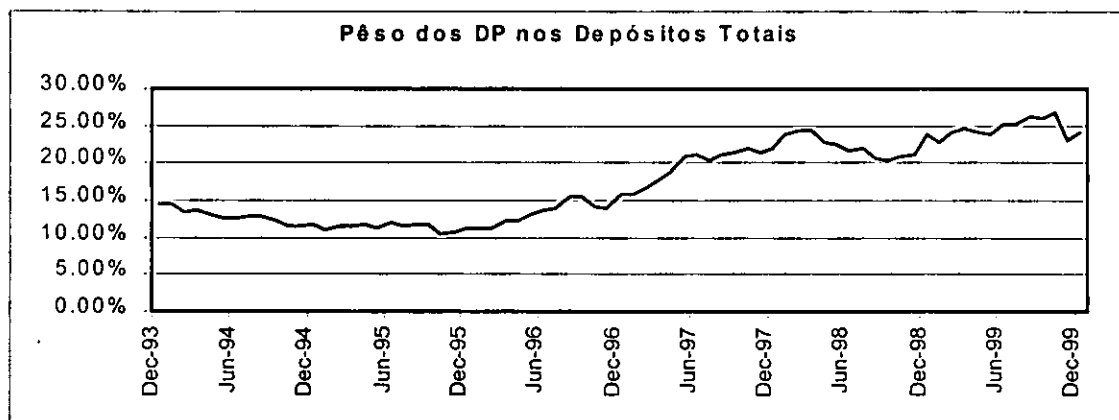
O alargamento da base de incidência das RO's para incluir a totalidade dos depósitos das instituições permitiu a eliminação dos coeficientes múltiplos de RO's, passando a existir um regime de RO's uniforme em toda a base de incidência.

No decorrer das entrevistas com as instituições sujeitas às RO's, um ponto comum levantado foi que a inclusão da totalidade dos depósitos a prazo é um

contra-senso, na medida em que o sistema financeiro moçambicano é escasso em termos de aforradores de longo prazo, o que dificulta a actividade dos bancos na concessão de créditos a longo prazo. As instituições de crédito acreditam que a exclusão dos DP's as estimularia a desenvolverem produtos financeiros para captar este tipo de depósitos.

O gráfico 3 abaixo ilustra o peso dos DP's no total dos depósitos. O seu crescimento contínuo desde finais de 1995 terá influenciado a decisão de BM de incluí-lo na BI. Acredita-se que razões relacionadas com o controlo monetário e eliminação dos coeficientes múltiplos de RO's terão determinado esta inclusão dos DP's superiores a um ano.

Gráfico 3:



O Coeficiente das Reservas Obrigatórias

Entende-se por coeficiente das reservas obrigatórias (r), o rácio entre as reservas obrigatórias (RO's) e a base de incidência (BI), como ilustra a relação (17) abaixo:

$$(17) \quad r = \frac{RO's}{BI}$$

O coeficiente de RO's poderá ser aplicado uniformemente à toda a BI, ou então, poderão ser aplicados coeficientes distintos, para as diferentes componentes da BI. Não obstante os argumentos a favor da uniformização da BI anteriormente apresentados, em algumas situações, as autoridades monetárias têm aplicado coeficientes diferentes para cada tipo de depósitos que fazem parte da BI (coeficientes múltiplos, que no caso moçambicano foram eliminados com o alargamento da base de incidência para incluir a totalidade dos depósitos, ao abrigo do penúltimo Aviso de RO's, nº7/GGBM/99).

Na prática, existem casos em que as reservas obrigatórias não são aplicadas uniformemente em toda a base de incidência. O principal argumento para a exclusão dos depósitos à prazo é, o incentivo à poupança. Não obstante, a diferenciação das reservas obrigatórias é propensa a complicar a gestão monetária, obscurecendo a ligação entre as variações nas reservas obrigatórias, e as variações nos agregados que compõem a BI.

Outra forma de diferenciação pode ser introduzida através da aplicação do coeficiente marginal de reservas obrigatórias, que segundo com Hardy (1997:55-56) tem sido recomendada para refrear o crescimento dos depósitos. Com base no coeficiente marginal, as reservas obrigatórias num determinado período no tempo (RO's_t) são assim definidas:

$$(18) \quad RO's_t = r_1 \cdot BI_t + r_2 \cdot (BI_t - BI_{t-1}),$$

onde:

- BI_t é a base de incidência das RO's no período t (depósitos totais em t);
- BI_{t-1} é a base de incidência no período anterior (t-1), ou seja os depósitos totais no período t-1;
- r_1 é o coeficiente de RO's aplicado ao saldo da BI no momento t, e
- r_2 é o coeficiente de RO's aplicado à variação do saldo da BI.

Contudo, a adopção do coeficiente marginal de RO's poderá reduzir a concorrência entre os bancos, porque o banco que tem maiores retornos e oferece

melhores serviços, e vê deste modo a sua BI crescer, apresenta portanto maior variação na sua base de incidência ($BI_t - BI_{t-1}$), e será penalizado, uma vez que terá que constituir um valor maior de RO's, relativamente ao(s) banco(s) cuja BI cresce menos.

Um forte argumento para a aplicação do sistema de coeficiente marginal surge quando o banco central deseja alterar substancialmente o nível de reservas obrigatórias, mas por qualquer razão não deseja ajustar o saldo da base monetária de forma brusca. O novo coeficiente de RO's seria aplicado às mudanças nos depósitos de cada banco depois de uma determinada data limite, e o antigo coeficiente de RO's seria aplicado ao saldo de depósitos naquela data. Neste caso, a concorrência interbancária não seria desencorajada uma vez que as reservas marginais são definidas relativamente a uma base fixa. No caso da equação 18, BI_{t-1} seria substituída pelo saldo dos depósitos (BI) na data limite definida, r_1 seria o antigo coeficiente de RO's, e r_2 seria igual ao novo coeficiente determinado pelas autoridades monetárias (r_3), menos o antigo (ou seja: $r_2 = r_3 - r_1$, com $r_3 > r_1$) (Hardy 1997:56-57).

As mudanças recentes nos coeficientes das RO's nos países industrializados resumem-se na sua contínua redução, e na redução e na simplificação dos coeficientes múltiplos, através da redução ou eliminação das diferenças nos coeficientes aplicados para as diferentes componentes da base de incidência das reservas obrigatórias. Na tabela 2 abaixo apresentam-se algumas das razões para as reduções nos coeficientes de RO's em alguns países industrializados (Bank of Japan 1995:65-66).

Tabela 2. Objectivos das alterações dos coeficientes das reservas obrigatórias nalguns países industrializados

Pais	Ano da mudança	Objectivos
EUA	Dez. 1990	Fortalecer a competitividade das instituições sujeitas às RO's e activar a actividade de crédito, reduzindo os custos dessas instituições.
	Abr. 1992	Activar a expansão do crédito.
França	Dez. 1991	Compensar o efeito da restritividade monetária, causada pelo aumento da taxa de juros de intervenção em Novembro de 1991 para defender Franco Francês.
	Maior 1992	Estimular a economia sem depender da baixa das taxas de juro, considerando o impacto sobre o mercado cambial.
Alemanha	Mar. 1992	Evitar a fuga de fundos domésticos para os mercados europeus, reduzindo o custo com a constituição de reservas.
	Mar. 1994	O referido acima

Fonte: Adaptado de Bank of Japan (1995:66).

Nota: Todas as alterações no coeficiente de RO's ocorreram no sentido da sua redução.

No que diz respeito ao efeito de facilitação do crédito das reduções no coeficiente de RO's em 1990 e 1992 nos EUA, o *Federal Reserve* (autoridade monetária dos EUA) explicou que esse efeito iria operar por via da redução dos custos das instituições financeiras com a constituição das RO's, e assim contribuir para a expansão do crédito. É importante notar que a filosofia da redução dos coeficientes de RO's era que elas contribuíam para o relaxamento monetário, através da redução dos custos para os bancos sujeitos à constituição de reservas, e não através de qualquer aumento directo dos depósitos ou nos seus volumes de crédito (Bank of Japan 1995:67).

De acordo com Bisignano (1996:14), o principal objectivo das reduções no coeficiente de RO's na maioria dos países industrializados era a redução das distorções e desigualdades das instituições sujeitas à constituição de RO's, e reduzir o efeito fiscal das RO's. Também considera que embora nalguns

países, esta redução visava reduzir a fuga de capitais domésticos (caso da Alemanha apresentado na tabela2), noutros países, a manutenção de elevados coeficientes visava esterilizar a criação da base monetária causada pela expansão dos activos externos, na sequência de grandes influxos de capitais.

A redução do coeficiente de reservas obrigatórias, reduz o saldo que as instituições sujeitas às RO's devem manter junto do banco central. Em muitos casos, estas reduções do coeficiente de RO's foram acompanhadas pela realização de operações de mercado aberto, através da venda de títulos pelo banco central, visando absorver a base monetária do mercado (esterilizar a liquidez libertada pela redução dos coeficientes de reservas obrigatórias), e evitar grandes mudanças nas taxas de juro.

Por outro lado, do ponto de vista das autoridades monetárias, é importante assegurar que as alterações do coeficiente das RO's não alterem a estabilidade do multiplicador monetário ao longo do tempo, daí que geralmente, as reduções nas RO's são acompanhadas por um alargamento da base de incidência (coeficiente baixo, base de incidência ampla).

No caso vertente da economia moçambicana, ocorreram seis alterações ao coeficiente de RO's ao longo da sua implementação, tendo ocorrido apenas duas alterações no sentido do agravamento do coeficiente, conforme a tabela 3.

Tabela 3. A evolução dos coeficientes das reservas obrigatórias em Moçambique

	Entrada em vigor	Coeficiente	Varição
Ordem de Serviço nº 19/GBM/90	01/01/91	18,00 %	
Ordem de Serviço nº 1/GBM/92	27/01/92	25,00 %	+ 7,00%
Aviso nº 14/GGBM/95	01/01/96	15,00 %	- 10,00%
Aviso nº 03/GGBM/97	21/04/97	12,00 %	- 3,00%
Aviso nº 01/GBM/98	16/05/98	9,00 %	- 3,00%
Aviso nº 07/GGBM/99	16/06/99	6,80 %	-2,20%
Aviso nº 02/GGBM/00	16/03/00	7,95 %	+1,15%

Após um coeficiente de RO's de 18% em 1991, instituído em Dezembro de 1990 pela ordem de serviço nº19/GGBM/90, verificou-se cerca de um ano depois, uma subida em sete pontos percentuais em Janeiro de 1992. Entretanto, no que diz respeito ao objectivo do aumento deste coeficiente, esta ordem de serviço é muito vaga, indicando apenas "a necessidade de adequar a taxa de depósitos obrigatórios à situação actual".

Em finais de 1991, conforme a tabela 4, o crédito bancário atingiu os 10 por cento do PIB, representando um crescimento de cerca de dois pontos percentuais, contrariamente à redução em quatro por cento registada em 1990. A evolução desta variável poderá ter justificado o aumento do coeficiente de RO's em 1992. O Relatório Anual do BM (1992:19) indica que em 1992, os AIL's do sistema bancário mantiveram-se a principal variável da programação monetária, bem como de controlo monetário periódico, e que o BM seguiu uma política monetária restritiva (o que é consistente com o aumento do coeficiente de RO's). O programa monetário previa uma variação nula de AEL's, uma expansão da massa monetária (M2) de 31.8%, permitindo um aumento para os AIL's do sistema bancário, até 44.2%. Não obstante, o fluxo de AEL's verificado foi positivo (170.1 milhões de dólares), o M2 registou uma expansão elevada (52.5%), e os AIL's (AIL's = M2-AEL's) cresceram cerca de 58%.

Tabela 4: Crédito à economia como percentagem do PIB

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Crédito à economia/PIB	8%	11%	12%	8%	10%	9%

Fonte: Relatório Anual do BM (1992:19)

O coeficiente de RO's em 1992 foi aumentado num contexto em que o método dos AIL's Centralizados (vigou de 1990 a 1993), o principal instrumento de política monetária do BM na altura, não permitia um controlo eficaz do crédito.

De acordo com Maleiane (1997:12), os AIL's eram calculados com base na seguinte fórmula:

$$(19) \text{ AIL's} = \text{CE} + \text{CLG} + \text{OAPL's}$$

Onde: CE representa o crédito à economia, CLG o crédito líquido ao governo, e OAPL's os outros activos e passivos líquidos, componente que deveria ter um carácter residual.

Os OAPL's começaram a evoluir de forma preocupante desde 1991, resultante da expansão do crédito informal dos bancos por esta via, com implicações sobre o crescimento do M2³². Na sequência das suas fraquezas, este método de AIL's foi abandonado, tendo sido implementado desde Junho de 1994, o método de AIL's descentralizados, onde cada banco, incluindo o próprio banco central passou a ter maior responsabilização na expansão dos agregados creditícios, assim os AIL's do sistema bancário passaram a ser definidos como sendo a soma dos AIL's do BM e dos bancos comerciais ($\text{AIL's}_{\text{sistema}} = \text{AIL's}_{\text{BM}} + \text{AIL's}_{\text{B.Com's}}$). Este método permitiu a liberalização das taxas de juro, em Junho daquele ano (Maleiane 1997:16-18).

Desde 1995 até 1999 (penúltimo aviso de RO's), as mudanças no coeficiente de RO's ocorreram no sentido da sua redução, conforme anteriormente apresentado na tabela 4. Verificou-se em 1995, com efeitos à partir de Janeiro de 1996, uma redução do coeficiente de reservas obrigatórias em 10 pontos percentuais, situando-se em 15%, após ter permanecido cerca de quatro anos em 25%. Esta redução, tinha por objectivo, de acordo com o Aviso do GBM, "adequar a taxa de RO's à situação actual de liquidez da economia".

Acredita-se que por razões relacionadas com a reforma do sistema financeiro no sentido do desenvolvimento dos mercados, e a redução dos custos das instituições com a constituição de RO's, bem como o relaxamento da restritividade monetária também tenham inspirado aquela redução do coeficiente, o que pode ser atestado pela redução da taxa de redesconto do BM em 12 pontos percentuais, ao passar de 69.7% em Novembro de 1994 para 57.7% em Novembro de 1995³³, pouco antes da redução do coeficiente de RO's. De acordo com o Relatório Anual do BM (1995:46), esta redução da taxa de redesconto, surgiu na perspectiva de acompanhar a redução da inflação. Foi também

introduzida uma taxa de referência para as operações de financiamento junto do BM ao abrigo de créditos especiais.

Volvidos pouco mais de um ano após a última redução do coeficiente de RO's, o BM reduziu novamente, na mesma magnitude (três pontos percentuais), ao passar para um coeficiente de 12%, conforme a tabela 3 anteriormente apresentada. O Aviso nº 03/GGBM/97 é omissivo quanto ao objectivo desta redução, mas acredita-se que ela prende-se com a estabilidade macroeconómica registada, e com as reformas em curso no sector financeiro visando a criação de um sector bancário mais competitivo. Neste sentido, foi concluído em 1997, o processo de privatização do Banco Popular de Desenvolvimento (BPD), dando origem a um banco privado, posteriormente denominado Banco Austral, e entrou em funcionamento uma nova instituição de crédito, o BCI.

De acordo com o Relatório Anual do BM (1997:52), esta redução do coeficiente de RO's, inseriu-se também num conjunto de medidas visando incentivar a poupança financeira, e teve implicações em termos de redução dos custos de captação de poupança pelos bancos. Refira-se que a taxa de crescimento dos depósitos a prazo em 1997 foi de 75%, tendo aumentado o seu peso em 5 pontos percentuais na estrutura do M2, comparativamente a Dezembro de 1996.

Em 1998 ocorreu mais uma redução do coeficiente de RO's. O coeficiente foi igualmente reduzido em três pontos percentuais, tendo o novo coeficiente de 9%, entrado em vigor no período de constituição de RO's de Maio (16/05/98 a 15/6/98). O objectivo explícito desta redução do coeficiente de RO's, patente no Aviso nº 01/GBM/98, era a introdução de uma maior flexibilização da reserva obrigatória.

Acredita-se que estas reduções inserem-se na busca de uma maior eficiência no sistema financeiro moçambicano, por outro lado, estarão ligadas aos objectivos da criação do MMI, onde, de acordo com o BM (Boletim nº1 do MMI) destacam-se a preparação de condições para a completa transição a mecanismos de controlo monetário indirecto, e a contribuição para que as instituições possam cumprir o requisito de reservas obrigatórias com recurso aos fundos disponíveis

no mercado, com ênfase para a sua obtenção por via das operações de permuta de liquidez entre as instituições.

A penúltima alteração ao coeficiente de RO's ocorreu em Maio de 1999, redução em 2.2 pontos percentuais, tendo colocado o coeficiente em 6.8%, com efeitos à partir do período de constituição de Junho (16/06/99 a 15/07/99). Esta redução do coeficiente, de acordo com o Aviso 7/GGBM/99, enquadra-se na filosofia da adequação ao estágio de desenvolvimento do sistema financeiro moçambicano.

Finalmente, em Fevereiro de 2000, o BM procedeu a uma nova alteração do coeficiente de RO's, desta vez no sentido da subida, ao passar de 6,8% para 7,95% (aumento de 1,15 pontos percentuais), com efeitos à partir do período de constituição de Março (16/03/00 a 15/04/00). O Aviso 02/GGBM/2000 que introduz esta alteração ao coeficiente de RO's, é omissivo quanto ao objectivo desta subida, não obstante, constitui um sinal de restritividade monetária.

Registe-se que os AIL's impostos ao sistema bancário foram totalmente abandonados, com efeitos à partir do presente ano, pelo que presentemente a política monetária é conduzida apenas com recurso a instrumentos indirectos. De acordo com Turner e Dack (1996:58-59), tem sido comum nos casos de relaxamento dos limites de crédito, que as autoridades monetárias enfatizem medidas quantitativas que operem através dos preços. Uma delas é o aumento das reservas obrigatórias limitando desta forma indirectamente, o volume de crédito que os bancos comerciais poderão conceder³⁴. Estas medidas funcionam também para conter o risco de explosão do crédito, à medida que os controlos directos são eliminados. Estas considerações, aliadas ao facto de se ter registado um choque de oferta originado pelas cheias que assolaram o nosso país, com um potencial inflacionário, poderão explicar o aumento registado no coeficiente de RO's no princípio do ano.

Outra razão para o aumento do coeficiente de RO's, poderá ser a necessidade do BM criar no MMI, uma situação de escassez estrutural de liquidez, por forma a aumentar a eficácia dos restantes instrumentos indirectos de política monetária, como por exemplo as operações de mercado aberto.

As entrevistas aos bancos permitiram constatar a existência de posições antagónicas no MMI no que diz respeito à liquidez, onde por um lado é caracterizado por instituições tomadoras líquidas de liquidez, e com défices estruturais de reservas, e por outro lado, por instituições cedentes líquidas, geralmente as instituições mais eficientes e dinâmicas no mercado.

Dada a quase inexistência de colaterais (títulos) no mercado, as instituições cedentes operam em condições de risco elevado, ao efectuarem permutas de liquidez sem garantia, daí que acreditam que as sucessivas reduções do coeficiente de RO's poderão reduzir o efeito precaucional das reservas obrigatórias e aumentar o risco sistémico. Não obstante estas considerações, a maioria das instituições argumenta que o coeficiente de RO's é elevado e que a não remuneração das reservas aumenta os seus custos.

Forma de Constituição das Reservas Obrigatórias

A forma de constituição das reservas obrigatórias diz respeito aos tipos de activos que as instituições sujeitas às RO's poderão utilizar, para efeitos do cumprimento do requisito de RO's. Os principais activos elegíveis à constituição das RO's são os depósitos à ordem junto do banco central, o numerário em caixa ou no cofre das instituições sujeitas à constituição das RO's, alguns títulos emitidos pelo Governo e outros títulos elegíveis.

Em geral, as autoridades monetárias aceitam como principal activo elegível à constituição de RO's, os depósitos das instituições junto do banco central. Não obstante a grande preferência do banco central por esta forma de constituição das RO's, ela apresenta-se desvantajosa do ponto de vista das instituições sujeitas à constituição das RO's, sobretudo se o montante de reservas excedentárias que elas detêm junto do banco central para efeitos de transacções for bastante inferior ao montante de RO's que devem constituir, na medida em que elas incorrerão num custo de imobilização do seu activo, que se torna mais

perceptível se o banco central não remunerar os saldos detidos para constituição das RO's.

Regra geral, as reservas obrigatórias não são remuneradas. Em caso de remuneração, ela é feita a taxas de juro abaixo das taxas do mercado, o que é penalizante para as instituições na medida em que se traduz num custo de oportunidade (o seu custo de oportunidade é o juro perdido pela não aplicação do seus activos no mercado a taxas mais atractivas). Por esta razão, do ponto de vista das instituições sujeitas à constituição das RO's, é menos custosa, e consequentemente mais vantajosa a forma de constituição de RO's com base no numerário detido em sua caixa, ou activos que rendem juros, como por exemplo os títulos do governo.

As razões para a inclusão de numerário em caixa nos activos elegíveis à constituição das RO's são: (1) reduz os problemas de competitividade entre as instituições; (2) permite a redução do custo de transporte do numerário, e do risco de segurança inerente; e (3) reduz o montante dos saldos não remunerados detidos no banco central, contribuindo para a redução dos custos dos bancos na constituição das RO's (Bank of Japan 1995:58-60).

O argumento contra a elegibilidade da caixa como activo para a constituição de RO's decorre de questões relacionadas com a definição de um procedimento correcto para a medição do numerário em caixa das instituições, que geralmente é um processo moroso e custoso (*Ibidem*).

Em 1995, as autoridades monetárias de países como os EUA, Alemanha e a França, consideravam o numerário em caixa das instituições como um dos activos elegíveis à constituição de reservas obrigatórias, embora houvessem diferenças nestes países quanto ao tratamento dado à elegibilidade da caixa. No caso dos EUA, desde 1959 que a caixa dos bancos passou a ser elegível. Na Alemanha, o *Bundesbank* permitiu desde 1978 a inclusão dos saldos em caixa das instituições para efeitos de constituição das reservas obrigatórias. Na França, a caixa foi incluída nos activos das reservas em 1990, visando tornar o sistema de RO's consistente com o dos outros países. Em todos estes casos, as razões para a inclusão do numerário em caixa como um activo elegível à constituição de RO's

prendem-se com a redução do custo das instituições com a constituição das RO's, com o desejo de aumentar a competitividade entre as instituições e reduzir os custos de transporte do dinheiro bem como o risco envolvido no transporte do mesmo (Bank of Japan 1995:59-60).

Contudo, é importante notar que as mudanças nos países industrializados no que diz respeito à inclusão da caixa das instituições como activo elegível à constituição de RO's têm ocorrido tanto no sentido da sua inclusão, como no sentido da exclusão. As razões adiantadas para a manutenção da elegibilidade prendem-se com a redução dos custos de transporte e questões de segurança. Quanto às razões para a exclusão, tem-se argumentado que a inclusão do numerário em caixa está ligada à deterioração das notas e moedas devido ao uso prolongado. No caso do Japão, devido a questões técnicas, não foi aprovada em 1971, a elegibilidade da caixa. As razões adiantadas foram: (1) o facto do processo de apuramento dos valores mantidos em caixa pelas próprias instituições ser demorado, por forma a que se obtenham valores precisos dos saldos em caixa, (2) o elevado custo para o banco central de monitorar no local o apuramento do valor em caixa dos bancos (*Ibidem*).

No caso moçambicano, o dinheiro em caixa mantido nos bancos nunca foi elegível como activo para a constituição das RO's. Registe-se que o seu peso é significativo devido a questões que se prendem com a característica estrutural do sistema financeiro moçambicano, onde a preferência do público por moeda é muito elevada, obrigando os bancos a manterem em caixa, elevados montantes.

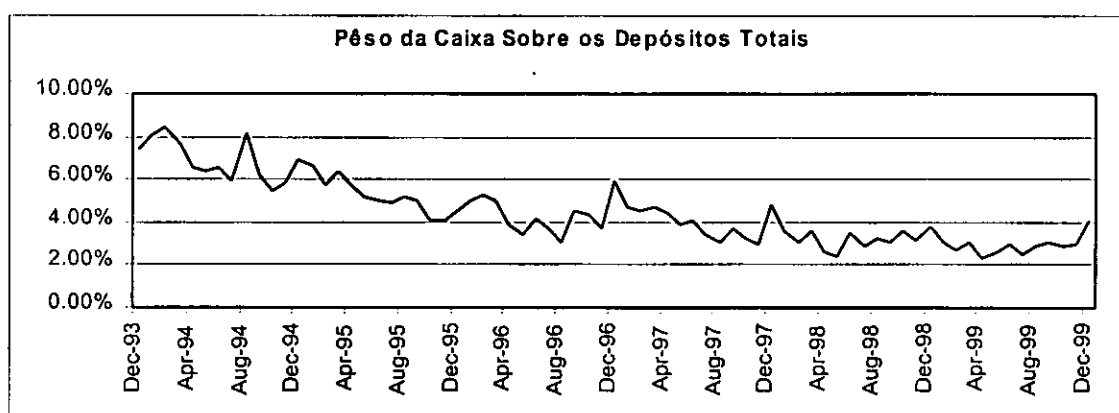
O facto de o BM não estar presente fisicamente em várias áreas do território nacional para permitir que os bancos depositem o numerário que detêm em caixa nas suas dependências, faz com que estes detenham elevados valores em caixa. Para minimizar esta situação, existe um acordo institucional entre o BM e o BCM, no sentido deste banco comercial representar o BM em alguns locais onde o BM não está presente.

Acredita-se que dificuldades técnicas relacionadas com o apuramento dos valores em caixa e o reporte da informação que pressupõe a existência de uma contabilidade organizada e auditada, estejam por detrás da não inclusão da caixa

dos bancos como activo elegível à constituição de reservas, no caso moçambicano.

O gráfico 4 a seguir, ilustra a evolução do peso da caixa dos bancos comerciais no total dos depósitos bancários.

Gráfico 4:



Conforme o gráfico acima, não obstante a redução ao longo do tempo, e da tendência para a estabilidade à medida que o sistema financeiro moçambicano se vai desenvolvendo, o peso da caixa dos bancos em relação ao total dos depósitos totais captados é significativo (cerca de 3,6% em termos médios desde Dez-96 até Dez-99). O peso é portanto significativo em termos de custo de imobilização dos activos dos bancos. Não se pretende que os bancos reduzam os seus valores em caixa, porque acredita-se que os valores que mantêm actualmente são compatíveis com as características da nossa economia, mas a sua inclusão poderia estimular o desenvolvimento de uma mercado mais concorrencial no sector bancário.

Em Moçambique, a não inclusão do numerário em caixa no caso específico dos bancos que detêm um maior número de balcões dispersos pelo país e desempenham deste modo um "papel social" importante nas regiões remotas e isoladas do interior (facilitam a comercialização agrícola, permitem uma maior monetarização da economia e o aumento da poupança) é penalizante na medida em que o peso do numerário em caixa (activo não remunerado) no total dos

activos do banco é elevado, comparativamente àquelas instituições com um pequeno número de balcões, criando deste modo, problemas de competitividade.

Vários autores têm argumentado a favor da inclusão dos títulos do governo (ou outros títulos afins) como activo elegível à constituição das RO's, decorrente do seu carácter líquido, e do facto de serem remunerados, o que reduz os custos das instituições na constituição das RO's. Outro argumento para a inclusão dos títulos do governo (os Bilhetes do Tesouro por exemplo) prende-se, com o facto desta forma de dívida pública constituir geralmente uma fonte de financiamento de baixo custo para a construção de infra-estruturas públicas (estradas, pontes etc.), contribuindo para o desenvolvimento das economias nacionais.

Leite e Nascimento (1995) têm uma opinião contrária à inclusão dos títulos como activos elegíveis à constituição de RO's. Estes autores defendem que, para que as reservas obrigatórias funcionem efectivamente como instrumento de controlo monetário, os activos elegíveis à sua constituição devem ser definidos em termos de agregados cuja oferta esteja sob controlo do banco central (saldos detidos no banco central).

Argumenta-se também que a inclusão de títulos dificultaria a gestão monetária, na medida as instituições poderiam expandir os seus passivos (depósitos captados), independentemente dos movimentos da base monetária (Hardy 1997:65).

No caso moçambicano nunca foi ensaiada a inclusão de títulos como activo elegível, provavelmente devido ao fraco desenvolvimento do mercado de títulos e da escassez de bilhetes do tesouro (BT's) em circulação, reportada nos boletins do MMI. Do ponto de vista das instituições sujeitas à constituição de RO's, a sua inclusão como activo elegível à constituição de reservas, reduziria o seu ónus com a constituição de RO's, na medida em que os títulos são remunerados, o que não acontece com nenhum dos activos actualmente elegíveis à constituição de reservas obrigatórias.

Quando os depósitos em moeda estrangeira fazem parte da base de incidência das reservas obrigatórias, levanta-se a questão de os correspondentes activos para a constituição das RO's, poderem ou não ser denominados em

moeda estrangeira. De acordo com Hardy (1997:55), a elegibilidade dos depósitos denominados em moeda externa como activo para a constituição das RO's tem a vantagem limitar a exposição ao risco cambial, quando a depreciação da moeda aumenta os depósitos das instituições sujeitas às RO's. Porém, a denominação das reservas em moeda estrangeira significa que a BaM pode variar independentemente das acções do banco central, à medida que a taxa de câmbio varia. Qualquer depreciação causaria uma expansão dos depósitos no banco central (em termos de moeda doméstica). Por esta razão, e para evitar a dolarização da economia, os bancos centrais não permitem em geral que as RO's possam ser constituídas em moeda externa.

As mudanças ao nível da forma de constituição das reservas obrigatórias em Moçambique, ocorreram no sentido de se acomodarem os desenvolvimentos registados nos meios de pagamento no país. Inicialmente, aquando do início da implementação das RO's em 1991, os activos elegíveis eram: (1) o numerário, e a (2) transferência de conta. Acredita-se que a não inclusão de cheques das próprias instituições, e de outros activos passíveis de integrar o sistema de compensação de valores, estava associada, à ausência de uma câmara de compensação de valores eficiente.

A primeira alteração na forma de constituição das RO's surgiu ao abrigo do Aviso nº14/GGBM/95, onde foram incluídos os cheques das próprias instituições sacados sobre outras instituições de crédito, e outros activos financeiros passíveis de integrar o sistema de compensação.

Ao abrigo do Aviso nº1/GBM/98, procedeu-se à segunda e última alteração, até à data, tendo sido expressamente excluídos dos activos elegíveis à constituição de RO's, os saldos das contas de depósitos à ordem em moeda estrangeira dos bancos, detidos junto do BM. Registe-se porém que na prática, estes saldos nunca foram utilizados para efeitos de constituição de RO's.

Do ponto de vista das instituições sujeitas à constituição de RO's, a exclusão dos seus depósitos em moeda externa dos activos elegíveis é desvantajosa, na medida em que os saldos em moeda externa por elas detidos junto do BM são significativos, em termos de valor. Porém, do ponto de vista do

BM, acredita-se que considerações que se prendem com o risco cambial, e o controlo monetário para além de precauções em relação à dolarização da economia estejam por detrás desta exclusão.

Presentemente, a forma de constituição das reservas obrigatórias integra os seguintes activos das instituições sujeitas às RO's:

- Numerário;
- Cheques das próprias instituições sacados sobre outras instituições de crédito nacionais;
- Transferência de conta;
- Outros activos passíveis de integrar o sistema de compensação, excluindo os depósitos a ordem em moeda estrangeira das instituições de crédito junto do BM (Aviso 7/GGBM/99).

Período de Contabilização e de Constituição das Reservas Obrigatórias

O cumprimento do requisito de RO's, pressupõe que ao longo do período de manutenção (constituição), as instituições detenham um determinado montante de activos elegíveis às RO's, compatíveis com o montante apurado da base de incidência. Neste sentido, é útil definir dois elementos: 1) o *período de cálculo* das reservas obrigatórias, que se refere ao tempo (número de dias) tomado em consideração para o cálculo da BI; e 2) o *período de constituição* das reservas obrigatórias, que se refere ao tempo durante o qual as reservas devem ser detidas junto do banco central (Borio 1997b:313).

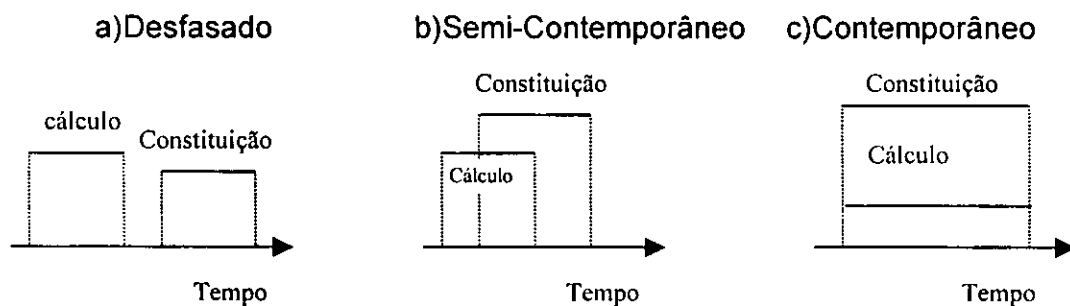
Dependendo do grau de sobreposição entre o período de cálculo e o período de constituição, podem identificar-se três regimes de reservas obrigatórias:

- *regime desfasado*: quando o período de cálculo precede o período de constituição (gráfico 5a);
- *regime semi-contemporâneo*: quando o período de cálculo se sobrepõe parcialmente ao período de constituição (gráfico 5b);
- *regime contemporâneo*: quando o período de cálculo e o período de constituição coincidem (gráfico 5c) (Borio 1997b:313).

O gráfico 5, ilustra as três classificações acima apresentadas. De acordo com Hardy (1997:57), os regimes contemporâneos são típicos de países com mercados financeiros desenvolvidos. Este tipo de regime tem a vantagem de permitir uma maior ligação entre a base de incidência das RO's e a base monetária, e assegura que as RO's (activos dos bancos) variem mais em consonância com os seus passivos.

Num regime contemporâneo, até ao fim do período de constituição, que coincide com o período de contabilização, os bancos não conhecem o montante de RO's que deverão constituir. Esta situação não constitui problema se os bancos fizerem previsões correctas da evolução da sua base de incidência bem como das reservas que deverão constituir. Adicionalmente, se a política de acomodação do banco central, permitir uma resposta a situações de escassez temporária de reservas, as instituições poderão através do recurso à "janela" da Facilidade de Cedência de Liquidez, ou outra similar, obter o montante de reservas necessário para o cumprimento das RO's. Alternativamente, as instituições poderão obter fundos no mercado monetário interbancário, que geralmente é eficiente e dinâmico nos países desenvolvidos, onde prevalece este tipo de regime de RO's.

Gráfico 5. Regimes de contabilização e de constituição das reservas obrigatórias:



Os gráficos 5 (a,b,c) permitem constatar que, somente no caso do regime desfasado, gráfico (5a), os bancos têm a possibilidade de conhecer o montante exacto de RO's que devem constituir, logo no início do período de constituição. Nos casos dos regimes representados nos gráficos (5b), e (5c), as instituições não conhecem no início do período de constituição, o montante exacto de reservas a constituir, uma vez que ainda decorre o período de apuramento ou cálculo da base de incidência, conforme referido anteriormente. A previsão do montante de reservas a constituir passa a ser importante, o que adiciona um factor de incerteza à gestão de liquidez, mas ao mesmo tempo estimula o seu aprimoramento (Borio 1997b:313).

Em 1995, prevalecia nos países industrializados, um regime semi-contemporâneo de reservas obrigatórias, onde o período de manutenção termina alguns dias ou semanas, após o fim do período de contabilização da base de incidência. Na Alemanha, Japão, França o cálculo e a manutenção das RO's era separado por duas semanas. No caso da Itália esta separação entre os períodos era maior (um mês e meio), por forma a permitir às instituições, tempo suficiente para ajustarem os seus saldos de reservas. Nos EUA, o desfasamento era de dois dias (Bank of Japan 1995:61-62).

Tem-se argumentado que o regime desfasado de RO's complica a dinâmica das relações entre a base de incidência e a BaM, contudo, existe a possibilidade de ajustamentos, em casos de intervenção de política. Se a informação sobre a posição dos saldos dos bancos, for disponível somente com alguma demora, é mais eficiente nestes casos, que se adopte um regime desfasado ou semi-contemporâneo. Um regime não contemporâneo de RO's permite ao banco central, planear o volume e momento da implementação da sua política, facilitando a previsão da procura de reservas e da base monetária (Hardy 1997:57).

Em Moçambique, registou-se uma evolução ao longo dos anos da implementação das RO's, tendo-se passado de um regime desfasado com um período de desfasamento de um mês, para um regime semi-contemporâneo introduzido no contexto do surgimento do MMI, onde o período de constituição ou manutenção das RO's termina 15 dias após o término do período de cálculo.

A tabela 6, resume as alterações ao esquema de manutenção das RO's desde a sua implementação em 1991. De notar que a base de incidência das reservas obrigatórias sempre foi calculada com base na média móvel dos passivos das instituições (depósitos que fazem parte da BI) dos últimos três meses. Com esta medida, pretendia-se reduzir impacto das variações recentes da BI, sobre as RO's que as instituições devem constituir.

De acordo com a tabela 5, ocorreram duas alterações ao período de manutenção das RO's desde a sua implementação. A primeira alteração surtiu efeitos à partir do período de constituição de RO's de Janeiro de 1996. A segunda alteração foi introduzida em 1997, com efeitos à partir do período de constituição de RO's de Outubro de 1997.

Tabela 5. Alterações ao período de contabilização e de constituição das reservas obrigatórias em Moçambique.

	Período de Cálculo	Período de Constituição
Ordem de Serviço nº19/GGBM/90	Inicia no dia 1 de cada mês, e termina no fim do mês (dura um mês)	Inicia um mês após o apuramento da BI, (dura um mês, com desfasamento de um mês)
Aviso nº14/GGBM/95	O mesmo que acima	Inicia 15 dias após o fim do período de cálculo da BI (dura um mês, com desfasamento de 15 dias)
Aviso nº 11/GBM/97	O mesmo que acima	Inicia no dia 16 de cada mês e termina no dia 15 do mês seguinte (dura um mês, com desfasamento de 15 dias)

Acredita-se que quanto mais contemporâneo for o regime de constituição de reservas, maior o incentivo aos bancos para procederem a uma gestão de liquidez mais activa. Uma das condições para a maior contemporaneidade do regime de RO's é a existência e uma contabilizada organizada e desenvolvida, que permita

aos bancos conhecerem oportunamente a sua base de incidência para efeitos do cálculo da RO's a constituir e reporte ao banco central.

Acredita-se que no caso moçambicano, uma redução do desfasamento entre o período de cálculo e o período de constituição teria o efeito positivo de estimular o desenvolvimento de uma gestão de liquidez mais correcta por parte dos bancos.

Nas entrevistas realizadas aos bancos, a maioria dos bancos entrevistados é a favor da manutenção do actual regime. A razão prende-se com o facto dos 15 dias posteriores ao período de cálculo da BI, permitirem repor as reservas desgastadas pelo impacto do pagamento dos impostos que geralmente ocorre no fim de cada mês de calendário. Na opinião dos bancos, o Estado deveria rever o calendário de cobrança de impostos, fazendo uma distribuição dos dias de cobrança ao longo do mês, permitindo assim a redução do seu impacto sobre as reservas bancárias, concentrado no fim de cada mês, permitindo também uma melhor gestão de tesouraria por parte dos bancos.

Regime de Manutenção das Reservas Obrigatórias

O regime de manutenção das reservas obrigatórias, ou simplesmente, metodologia de manutenção, refere-se por um lado à possibilidade ou não da constituição de RO's, com base na média dos saldos diários detidos ao longo do período de constituição (regime de saldo médio), e por outro lado, à possibilidade de utilização dos saldos mantidos para efeitos de constituição das RO's (utilização pelas instituições sujeitas às RO's, para a realização de pagamentos ao longo do período de constituição).

De acordo com Hardy (1997:59), a desvantagem de um regime de constituição diária de RO's, onde não é permitida a utilização dos saldos para a realização de pagamentos (regime de saldo diário ou bloqueado), reside na detenção de níveis elevados de reservas excedentárias, para a realização de

transacções. Por outro lado, aumentam os custos para os bancos com a detenção de saldos para constituição das RO's.

A maioria dos autores defende que a constituição das RO's numa base média dos saldos detidos ao longo do período de constituição de RO's (regime de saldo médio) e a possibilidade de utilização desses saldos para efectuar pagamentos diários e transacções diversas, contribui para: (i) a redução das flutuações das taxas de juro do mercado monetário, (ii) o desenvolvimento dos mercados monetários e; (iii) permite às instituições, a escolha de uma estratégia que otimiza a detenção de reservas excedentárias. Por outro lado, a flexibilidade introduzida na constituição das RO's poderá contribuir para a redução dos custos dos bancos com a manutenção das RO's, e conseqüentemente, para a redução do spread das taxas de juro por eles praticadas.

Contudo, de acordo com Hardy (1997:60) o regime de saldo médio na constituição das RO's, poderá levar a fortes variações nas taxas de juro no fim do período de constituição, quando se torna perceptível a existência de uma situação de escassez ou excesso de reservas.

Em Moçambique, desde a implementação das RO's até Setembro de 1997, vigorou um regime de saldo bloqueado. Na altura em que vigorou o regime de saldo cativo ou bloqueado, as instituições sujeitas à constituição de RO's mantinham duas contas de depósitos a ordem junto do BM. Uma delas, a conta bloqueada era utilizada para a manutenção do saldo requerido de RO's durante o período de constituição e estava vedada a utilização destes saldos para a realização de transacções (daí que se denomine conta bloqueada, na medida em que os saldos eram mantidos cativos no BM), a outra conta era de livre movimentação, e os seus saldos (as reservas livres) podiam ser utilizados para a realização de transacções diversas.

Do ponto de vista dos bancos, o regime de conta bloqueada era oneroso, na medida em que, o custo de oportunidade da detenção de reservas obrigatórias era elevado. Este regime tinha a desvantagem de não incentivar o desenvolvimento de uma gestão criteriosa de tesouraria por parte dos bancos.

O regime de constituição de RO's com base no saldo médio foi introduzido em 1997, ao abrigo do aviso nº17/GGBM/97, com efeitos à partir do período de constituição de Outubro. Este regime era opcional, e portanto, as instituições poderiam manter o anterior regime de conta bloqueada se assim o desejassem, o que implicou a existência de um regime múltiplo de RO's. À partir do período de constituição de Maio de 1998, por decisão do BM, o regime foi uniformizado, passando a vigorar apenas o regime de saldo médio (conta única), calculado com base na seguinte fórmula:

$$(20) \quad SM = \frac{\sum_{i=1}^N DO's_i}{N},$$

onde $DO's_i$ é o saldo diário dos depósitos à ordem, em moeda nacional, que as instituições detêm junto do BM ao longo do período de constituição, e N é o número de dias que comporta o período de constituição de RO's, que como anteriormente referido, tem início no dia 16 de cada mês, e termina no dia 15 do mês seguinte.

O Banco de Moçambique tem apontado as seguintes vantagens deste regime de saldo médio:

- favorece os bancos por permitir maior flexibilidade e disponibilidade dos fundos, reduzindo os custos operacionais (permitiu a redução dos custos de imobilização dos activos das instituições);
- exige maior eficácia na gestão de carteira, e sobretudo de tesouraria;
- este regime, aliado ao desenvolvimento do MMI, contribuíram para a redução dos custos de transacção no sector financeiro;
- incentiva uma maior agressividade na captação de poupanças (Relatórios Anuais do BM de 1997 e 1998).

Remuneração das Reservas Obrigatórias

Em geral as autoridades monetárias não remuneram as reservas obrigatórias, ou então, remuneraram-nas abaixo do seu custo de oportunidade. Consequentemente, elas constituem um imposto ao processo de intermediação financeira, afectando a lucratividade das instituições, cujo efeito é geralmente repassado aos clientes, através do *spread* das taxas de juro (Bisignano 1996:14).

Não obstante os efeitos negativos da não remuneração das RO's, os seguintes argumentos são apresentados a favor da não remuneração das mesmas: (1) o banco central presta ao sector financeiro, vários serviços abaixo do seu preço de custo, ou subsidiados. (2) a remuneração das reservas poderá reduzir a elasticidade das taxas de juro, relativamente à procura de reservas excedentárias, o que poderá enfraquecer o controlo monetário e aumentar a volatilidade das taxas de juro. (3) em vários casos, o nível de RO's é tão baixo, ao ponto de ser igual ao nível médio de reservas que os bancos iriam deter voluntariamente, caso não existissem RO's, daí que não existem razões para remunerar as RO's neste caso (Hardy 1997:61-62).

A não remuneração das reservas obrigatórias tem efeitos negativos sobre as instituições sujeitas à constituição de RO's, ela pode causar a longo prazo, perdas de competitividade ao sistema bancário, e tende a resultar num elevado *spread* entre as taxas de juro das operações activas e passivas dos bancos comerciais, fazendo com que surjam operadores (intermediários informais) não regulados no sistema financeiro, complicando o controlo monetário por parte das autoridades monetárias (Leite e Nascimento 1995:20).

Na prática, em alguns países, os bancos centrais pagam juros sobre os saldos detidos no banco central como activo elegível para a constituição de RO's, como é o caso da Itália. Nos EUA porém, a proposta de remuneração das RO's, baseada no argumento do aumento da eficiência da intermediação financeira e da redução dos custos das instituições com a constituição das RO's foi rejeitada (Bank of Japan 1995:60).

Em Moçambique as reservas obrigatórias não são remuneradas, o que poderá explicar em parte o elevado *spread* das taxas de juro das operações activas e passivas praticadas pelas instituições de crédito. Nas entrevistas os bancos, foram unânimes em argumentar que o *spread* das taxas de juro a cobrança de diversas comissões aos seus clientes, serviam para compensar parcialmente o seu custo de oportunidade na constituição das RO's (o juro perdido pela detenção de saldos junto do BM para efeitos de constituição de RO's).

Penalização pelo incumprimento das Reservas Obrigatórias

De acordo com Hardy (1997:65-66), o banco central, através da persuasão moral poderá elevar o grau de cumprimento das ROs pelas instituições sujeitas a este requisito. Contudo adverte que penalizações explícitas aumentam, a transparência na actuação do banco central e pressionam as instituições sujeitas à constituição de RO's, a aprimorarem as suas estratégias de gestão de liquidez (gestão de reservas).

Para que as penalizações sejam efectivas, é necessário que a taxa de penalização seja suficientemente alta para desincentivar o incumprimento das RO's. De acordo com Leite e Nascimento (1995:22), os bancos que não cumprem com o requisito de RO's, devem ser penalizados de forma proporcional ao volume do incumprimento. Regra geral, a taxa utilizada para efeitos de penalização pelo "défice" de RO's, é a taxa mais alta do sistema bancário. Ela é aplicada ao montante do empréstimo que o banco teria que solicitar ao banco central, para evitar o incumprimento (insuficiência de reservas) que causou a penalização.

A penalização das RO's esteve desde sempre prevista nas normas que regulam a implementação das RO's em Moçambique. A Ordem de Serviço nº19/90 impunha uma taxa de penalização que era calculada multiplicando-se por 5 por cento, o número de meses de atraso no envio dos balancetes, por sua vez multiplicado por 18 por cento, conforme a fórmula abaixo:

$$(21) \quad tp = 5\% \cdot n \cdot 18\%$$

o valor da penalização (vp) era obtido fazendo incidir a taxa da penalização (tp) sobre a base de incidência das RO's (BI), conforme a fórmula abaixo:

$$(22) \quad vp = tp \cdot BI$$

Esta penalização pelo atraso dos bancos no envio dos balancetes para efeitos de cálculo das RO's, visava essencialmente, pressionar os bancos a reduzirem os atrasos no envio de informação ao banco central e a manterem a sua contabilidade organizada, por forma permitir o cálculo do valor das RO's no período estipulado.

O método de AIL's descentralizados introduzido em 1994, para além da penalização pelo incumprimento dos AIL's, também contemplava uma penalização pelo atraso do envio da informação contabilística pelos bancos, e pelo défice de RO's, o que atesta que o atraso na contabilidade dos bancos era um problema sério na altura, e criava dificuldades a uma implementação correcta dos principais instrumentos de política monetária utilizados (AIL's e RO's).

Ao nível da implementação da penalização, o Relatório Anual do BM (1994:33) salientava que tinham sido realizadas penalizações aos bancos comerciais pela não observância dos AIL's distribuídos trimestralmente, e do requisito de RO's. Também reportava a conversão em crédito dos descobertos em conta, com oneração à taxa de redesconto do banco central. Por outro lado, de acordo com o Relatório Anual de 1995, foi operacionalizada ao longo daquele ano, a penalização financeira pela não observância das reservas obrigatórias.

A primeira alteração à penalização do défice de RO's surge com o Aviso nº 14/GGBM/95, que introduziu uma penalização pecuniária. O valor da penalização (vp) era calculado sobre o défice da reserva obrigatória (DR), à taxa de redesconto do banco central (tr), acrescida de dois pontos percentuais, conforme a fórmula 23:

$$(23) \quad vp = (tr + 2\%) * DR$$

Esta forma de penalização foi aplicada ao longo de 1996. O Relatório Anual do BM (1996:34) salientava o reforço da supervisão prudencial do sistema financeiro através de medidas disciplinares tomadas sobre os défices de RO's e descobertos em conta das instituições de crédito, inclusive no quadro da gestão dos AIL's.

Em Setembro de 1997, ocorreu outra alteração à fórmula de penalização pelos défices de RO's, ao abrigo do aviso nº11/GGBM/97. Com a adopção do regime de saldo médio, a fórmula do valor da penalização (vp) passou a ser:

$$(24) \quad vp = \frac{|SM - RO's| * tp * N}{36000}$$

Onde $|SM - RO's|$, é o valor absoluto do défice de RO's, que ocorre quando o saldo médio das contas de depósito à ordem das instituições junto do BM no final de cada período de constituição de RO's (SM) é inferior ao valor de RO's que a instituição deveria constituir (note-se que $RO's = r * BI$), ou seja, quando $(SM - RO's) < 0$. A taxa de penalização pelo défice de RO's (tp) é a taxa mais alta das operações activas da instituição que incorreu em défice, acrescida de dois pontos percentuais, conforme o Aviso nº9/GGBM/97 de 21 de Julho. N é o número de dias do período de constituição de RO's em causa.

De acordo com o relatório anual do BM (1997:55), as instituições foram naquele ano penalizadas pelos descobertos em conta, e pelos défices de reserva obrigatória, a níveis da taxa de juro mais alta das operações activas da instituição em falta. Conclui-se que em Moçambique, tal como noutros países, a penalização visa essencialmente desencorajar o incumprimento das RO's e ao mesmo tempo aumentar a eficácia deste instrumento.

O presente capítulo teve como objectivo identificar e analisar as questões técnicas relacionadas com o desenho e a implementação das reservas obrigatórias e compreender as reformas introduzidas ao nível das RO's no contexto da transição ao controlo monetário indirecto em Moçambique. A resposta

a cada uma das questões relacionadas com a implementação das reservas obrigatórias depende do nível de desenvolvimento do sistema financeiro e dos objectivos das autoridades com a implementação das RO's, ou seja, das funções que se pretende que as RO's venham a desempenhar.

No que diz respeito às instituições sujeitas à constituição das reservas obrigatórias, tal como referido anteriormente, a tendência dominante é a inclusão de todas instituições financeiras monetárias. O objectivo é assegurar a promoção da concorrência no sector financeiro. No caso moçambicano, tal como noutros países, inicialmente as reservas obrigatórias eram impostas apenas aos bancos comerciais, mas com a evolução do sector financeiro e o surgimento de novas instituições, passaram a estar vinculadas à constituição de RO's a totalidade das instituições de crédito.

Ao nível da base de incidência das reservas obrigatórias, a teoria estabelece que de modo a alcançar-se um controlo monetário mais eficaz, ela deve ser similar ao agregado monetário que se pretende controlar. A definição da BI como sendo o passivo das instituições é compatível com todas as funções que as RO's podem desempenhar analisadas no capítulo anterior, daí que os depósitos das instituições de crédito sejam o agregado monetário eleito, assumindo que o objectivo da imposição das RO's é em última instância o controlo da expansão da massa monetária. Em Moçambique, as alterações ao nível da BI das RO's, ocorreram no sentido do seu alargamento, por forma a eliminar os coeficiente múltiplos de RO's, resultantes da exclusão de algumas componentes dos depósitos da BI, e evitar o crescimento excessivo dos depósitos que não fizessem parte da BI como estratégia de fuga às RO's. O alargamento da BI é também consistente com as sucessivas reduções no coeficiente de RO's registadas, visando desta forma garantir a estabilidade do multiplicador monetário.

As reduções no coeficiente de RO's registadas em Moçambique, visavam essencialmente a redução dos custos das instituições com a constituição das RO's, e a criação de condições para o desenvolvimento do MMI, perspectivando-se transição estável para o controlo monetário indirecto. Registe-se que as alterações registadas na maioria das componentes do sistema de RO's foram no

sentido de permitir a flexibilização do cumprimento da reserva obrigatória, o que é consistente com o objectivo do desenvolvimento do MMI visando a implementação da política monetária com base em instrumentos indirectos. Neste contexto, além do regime de saldo médio, foi também introduzido um regime de RO's semi-contemporâneo com um desfasamento de 15 dias, permitindo às instituições aplicarem os seus excedentes de reservas no MMI nas operações de permuta de liquidez e noutros produtos disponíveis no MMI. A conclusão a que se chega é que as reformas introduzidas ao nível das reservas obrigatórias são compatíveis com a transição ao controlo monetário indirecto em Moçambique.

IV. Conclusões

Foi objectivo do presente trabalho identificar como as reservas obrigatórias são implementadas e o qual seu papel na condução da política monetária, à luz das transformações evolutivas que se têm registado nos sistemas financeiros e que induzem a mudanças no modo de actuação dos bancos centrais através da política monetária.

No âmbito da transição ao controlo monetário indirecto, os bancos centrais passaram a implementar a política monetária através dos mercados, com base em instrumentos indirectos. O mercado de reservas bancárias passou assim a ser o canal privilegiado para a condução da política monetária, visto ser através da influência sobre as condições de oferta e procura de reservas bancárias, com base em instrumentos indirectos, que reside o poder das autoridades monetárias, para afectar em última instância os preços e o output na economia e garantir assim a estabilidade monetária.

A reforma das reservas obrigatórias, no sentido da sua redução e flexibilização da constituição, visava essencialmente adequar este instrumento ao objectivo do desenvolvimento de um sistema financeiro eficiente e concorrencial. À semelhança das alterações introduzidas a nível internacional, o Banco de Moçambique efectuou um conjunto de alterações nas reservas obrigatórias, que se resumem na redução do coeficiente e alargamento da base de incidência, na flexibilização da sua constituição ao introduzir o regime de saldo médio, no alargamento do número e tipo de instituições sujeitas à sua constituição e na introdução de um regime semi-contemporâneo.

As medidas introduzidas visavam essencialmente permitir (i) o desenvolvimento do mercado monetário interbancário; (ii) a redução das distorções que as RO's criam no mercado; (iii) a redução dos custos das instituições com constituição das RO's; (iii) tornar as reservas obrigatórias mais compatíveis com o controlo monetário indirecto, potenciando o seu papel de estabilizador das taxas de juro do MMI; (iv) estimular a gestão de tesouraria por parte dos bancos comerciais.

Não obstante as transformações introduzidas, os bancos sujeitos à constituição das reservas obrigatórias reclamam que a não remuneração das reservas obrigatórias é um custo ao processo de intermediação financeira, com impacto negativo sobre a sua lucratividade e eficiência.

Outrossim, o peso significativo da caixa dos bancos no total dos seus activos, decorrente da elevada preferência por liquidez do público, aliado ao facto de o numerário em caixa não ser considerado para efeitos de constituição de RO's constitui um encargo adicional para os bancos. Estas considerações sugerem que uma das fontes para a existência de um elevado spread entre as taxas de juro activas e passivas dos bancos podem ser os custos dos bancos com a constituição de RO's.

Notas

1 Definidas como sendo activos das instituições financeiras (bancos em geral) que são detidos obrigatoriamente junto do banco central, na forma de depósitos, como percentagem dos passivos daquelas instituições (depósitos captados ao público).

2 Os instrumentos indirectos de política monetária baseados no mercado são aqueles que resultam de transacções no mercado (voluntárias), como sejam as operações de mercado aberto (realizadas por iniciativa das autoridades monetárias) ou as facilidades permanentes (accionadas por iniciativa das instituições de crédito), diferentemente da reserva obrigatória, que embora seja um instrumento indirecto, não é baseado no mercado devido ao seu carácter administrativo (são uma imposição das autoridades monetárias) (Gray e Hoggarth 1996:1).

³ O período de análise (1990-200) reporta-se à implementação das RO's após a sua introdução ao abrigo da Ordem de Serviço nº 19/90 do Governador do Banco de Moçambique, de 8/12. Registe-se antes deste período, os bancos já constituíam reservas no BM, mas não com carácter obrigatório. Não obstante, a primeira Lei Orgânica do BM (artigo 27) já previa a implementação das RO's. No que diz respeito ao período colonial, a legislação sobre o "Sistema de Crédito e Estrutura Bancária", decreto nº45 296 de 8 de Outubro de 1963 (secção iv) estabelecia que as disponibilidades de caixa dos bancos comerciais (constituídas por dinheiro em cofre e depósitos a ordem) deveriam ser equivalentes a 20% das suas responsabilidades à vista em moeda nacional com curso legal na província.

4 É importante não confundir o requisito de reservas obrigatórias com o requisito de activos líquidos. Este último diz respeito à obrigação dos bancos deterem uma percentagem dos seu portfólio em activos líquidos, tais como depósitos de reserva e títulos do Estado (Hardy 1997:41).

5 O termo refere-se às instituições financeiras monetárias (IM, os bancos, e outras afins), aquelas que captam depósitos e criam moeda através da concessão de crédito, contrariamente às instituições financeiras não monetárias (IFNM) (Marques 1998:61).

6 Estes desenvolvimentos expressam a insatisfação dos bancos centrais com as *dead-weight losses* (perdas de eficiência) nos sistema financeiro resultantes de várias restrições aos fluxos financeiros e aos preços. Contudo, as recentes crises financeiras, motivadas em parte por movimentos internacionais de capitais especulativos (caso asiático), têm levado os governos a reintroduzirem controlos à circulação de capitais internacionais.

7 Esta oferta depende parcialmente de parâmetros de política (como por exemplo a intervenção no mercado de divisas por parte do banco central e a quantidade de receitas do Governo), bem como de parâmetros comportamentais que determinam, por exemplo o desejo do sector privado de comprar títulos do governo (Roe e Sowa 1994:15).

8 Assume-se que o banco central é por definição o único fornecedor (legal) da base monetária e consequentemente das reservas bancárias, que são uma componente da base monetária.

9 O item OAPL's geralmente inclui variações no capital e reservas (sinal negativo), flutuações cambiais, alterações na valorização dos activos, para além das transferências interbancárias.

10 Registe-se que não se trata de uma identidade, mas sim da selecção dos elementos do balanço do banco central, que contribuem para a variação de reservas, excluindo as próprias reservas bancárias (RB's) e a intervenção do banco central (CB).

11 Trata-se de uma identidade do balanço do banco central.

12 É um mercado especial pois o banco central actua como monopolista na oferta de reservas, o que lhe permite afectar a procura de reservas bancárias. Argumenta-se que este mercado é uma fonte importante de poder do banco central para influenciar a actividade económica. Por outro lado, é neste mercado onde se formam as taxas de juro do mercado monetário interbancário (Borio 1997b: 287).

13 Geralmente, devido a arranjos institucionais, os bancos devem deter saldos junto do banco central para satisfazer aos pagamentos dos serviços prestados pelo banco central, bem como para pagamentos aos outros bancos na sequência dos resultados da compensação de valores, e para as operações do mercados monetários interbancários.

14 REPO é uma operação de cedência de liquidez pelo banco central utilizando títulos como garantia, com acordo de recompra, ié, a instituição entrega títulos ao banco central, em troca de liquidez, e no prazo de vencimento, ocorre o reverso da operação.

15 O contrário de uma operação repo.

16 Registe-se que além das distorções que poderão ser introduzidas no mercado pelas variações frequentes nas RO's, existe o problema do impacto da variação das RO's ser muito mais lento do que uma intervenção com recurso a instrumentos baseados no mercado, como por exemplo as operações de mercado aberto que têm um impacto imediato sobre a liquidez (reservas bancárias).

17 De acordo com Borio (1997b:322), dado o papel das RO's na procura de reservas bancárias, e consequentemente da base monetária, uma previsão correcta dos FVR se realiza, tomando em consideração o horizonte temporal do período de constituição de reservas obrigatórias.

18 Na prática, existe alguma exogeniedade na determinação da BaM.

19 A ineficiência decorre das distorções que a variação das RO's criam no sistema financeiro. Segundo BoG.Fed (1999:24), a reserva obrigatória é provavelmente o instrumento de política monetária mais poderoso, mas é raramente alterado devido ao grande impacto sobre a oferta monetária.

20 O coeficiente de RO's é geralmente entendido como sendo um instrumento estrutural de controlo monetário (Banco de Portugal 1991).

21 O Reino Unido fornece um exemplo de como as RO's podem gerar rendimentos para o banco central. O seu sistema de reservas obrigatórias tem duas componentes. Uma denominada Cash Ratio Deposits, não remunerada, desenhada para gerar rendimentos para o Banco da Inglaterra, e outra componente, denominada Special Deposits, remunerada e estabelecida para efeitos de política monetária (Bank of Japan 1995:55).

22 De acordo com Sachs e Larrain (1995:379), seignioragem é a receita recolhida pelo Governo como resultado do seu monopólio na impressão de dinheiro. A impressão de dinheiro tem um custo reduzido e as notas e moedas podem ser trocadas por bens e serviços. A seignioragem pode ser medida como o poder de

$$\frac{(M_t - M_{t-1})}{M_t} * \left(\frac{M_t}{P_t} \right)$$

compra do dinheiro colocado em circulação num determinado período: $S =$

²³ A reforma fiscal como parte de um programa de estabilização pode tentar reduzir ou eliminar este conflito.

²⁴ Registe-se que elevadas taxas de inflação e baixas taxas de juro nominais são sintomas de repressão financeira (Fry *et al* 1996:36).

²⁵ Esta secção baseia-se em Hardy (1997).

²⁶ De acordo com Hardy (1997:42), o seu modelo é similar aos modelos desenvolvidos por Froyen e kopecky (1983) e Kaminow (1977).

²⁷ Trata-se da taxa de juros a 1 dia, ié, o prazo mais curto do mercado monetário interbancário. É uma taxa de juros especial, porque se assume que é uma taxa de juros sem risco, e as taxas de juro para os restantes prazos formam-se à partir desta taxa.

²⁸ Importa realçar que está implícito aqui um forte pressuposto, o da insignificância das notas e moedas em circulação.

²⁹ Assume-se que o banco central não pode compensar todos os distúrbios e que o controlo da moeda em sentido lato é o seu único objectivo.

³⁰ Geralmente num regime de saldo médio para constituição de reservas obrigatórias, os bancos passam a deter uma conta única de depósitos à ordem no banco central, e o saldo dessa conta pode ser utilizado pelos bancos comerciais para efectuarem pagamentos diários, desde que o saldo médio no final do período de constituição de RO's seja compatível com o valor das RO's que o banco deve constituir, deste modo, as reservas excedentárias que são sensíveis à taxa de juros, passam a ser insignificantes.

³¹ Segundo Marques (1998:65-66), o sector financeiro de uma economia se subdivide em dois subsectores, o subsector monetário e o subsector não monetário. Fazem parte do subsector monetário, as instituições financeiras monetárias (como por exemplo os bancos, as cooperativas de crédito, etc.), ié, aquelas que criam moeda, com base em depósitos captados. O subsector não monetário, é constituído pelas instituições financeiras não monetárias, que embora não recebam depósitos, procedem à intermediação de recursos próprios e outros recursos obtidos por empréstimo, não criando deste modo moeda através de depósitos.

³² De acordo com Maleiane (1997:15), os bancos utilizavam ajustes por fora, na ausência de justificativos dos débitos dos correspondentes, o que constituía um crédito registado em OAPL's, com implicações sobre o M2.

³³ Os dados foram extraídos do Boletim Estatístico do BM nº10.

³⁴ Se as reservas obrigatórias não forem remuneradas ou se forem remuneradas abaixo do preço de mercado, o aumento do coeficiente de RO's terá um impacto sobre o spread das taxas de juro praticas pelos bancos comerciais, tornando o crédito mais caro.

Anexo I

OBS.	M2	D	INTER
1993M12	2019.0	8860.0	1.0000
1994M1	2075.0	8832.0	1.0000
1994M2	2219.0	9072.0	1.0000
1994M3	2280.0	8795.0	1.0000
1994M4	2352.0	9210.0	1.0000
1994M5	2478.0	9434.0	1.0000
1994M6	2594.0	9835.0	1.0000
1994M7	2604.0	10071.0	1.0000
1994M8	2716.0	10399.0	1.0000
1994M9	2826.0	11119.0	1.0000
1994M10	3032.0	11722.0	1.0000
1994M11	3144.0	0.00	1.0000
1994M12	3181.0	0.00	1.0000
1995M1	3365.0	0.00	1.0000
1995M2	3401.0	0.00	1.0000
1995M3	3446.0	0.00	1.0000
1995M4	3553.0	0.00	1.0000
1995M5	3743.0	0.00	1.0000
1995M6	3863.0	0.00	1.0000
1995M7	4089.0	0.00	1.0000
1995M8	4265.0	0.00	1.0000
1995M9	4485.0	0.00	1.0000
1995M10	4638.0	0.00	1.0000
1995M11	4701.0	0.00	1.0000
1995M12	4920.0	0.00	1.0000
1996M1	5037.0	0.00	1.0000
1996M2	5100.0	0.00	1.0000
1996M3	4991.0	0.00	1.0000
1996M4	5164.0	0.00	1.0000
1996M5	5146.0	0.00	1.0000
1996M6	5134.0	0.00	1.0000
1996M7	5214.0	0.00	1.0000
1996M8	5296.0	0.00	1.0000
1996M9	5395.0	0.00	1.0000
1996M10	5578.0	0.00	1.0000
1996M11	5863.0	0.00	1.0000
1996M12	5959.0	1.0000	1.0000
1997M1	6049.0	0.00	1.0000
1997M2	6199.0	0.00	1.0000
1997M3	6178.0	0.00	1.0000
1997M4	6291.0	0.00	1.0000
1997M5	6336.0	0.00	1.0000
1997M6	6614.0	0.00	1.0000
1997M7	6880.0	0.00	1.0000
1997M8	6917.0	0.00	1.0000
1997M9	7105.0	0.00	1.0000
1997M10	7229.0	0.00	1.0000
1997M11	7361.0	0.00	1.0000
1997M12	7413.0	0.00	1.0000
1998M1	7534.0	0.00	1.0000
1998M2	7572.0	0.00	1.0000
1998M3	7410.0	0.00	1.0000
1998M4	7451.0	1.0000	1.0000
1998M5	7622.0	0.00	1.0000
1998M6	7711.0	0.00	1.0000
1998M7	7774.0	0.00	1.0000
1998M8	8074.0	0.00	1.0000
1998M9	8241.0	0.00	1.0000
1998M10	8179.0	0.00	1.0000
1998M11	8293.0	0.00	1.0000
1998M12	8736.0	0.00	1.0000
1999M1	8938.0	0.00	1.0000

Anexo II

Ordinary Least Squares Estimation

```

*****
Dependent variable is M2
62 observations used for estimation from 1993M12 to 1999M1
*****
Regressor          Coefficient          Standard Error          T-Ratio[Prob]
D                  -.34764                .051424                 -6.7602[.000]
INTER             5924.1                212.3580                27.8966[.000]
*****
R-Squared          .43236                R-Bar-Squared          .42290
S.E. of Regression 1518.0                F-stat. F( 1, 60)     45.7008[.000]
Mean of Dependent Variable 5322.1                S.D. of Dependent Variable 1998.3
Residual Sum of Squares 1.38E+08                Equation Log-likelihood -541.1183
Akaike Info. Criterion -543.1183                Schwarz Bayesian Criterion -545.2454
DW-statistic       .12666
*****

```

Diagnostic Tests

```

*****
* Test Statistics *          LM Version          *          F Version
*****
* A:Serial Correlation*CHSQ( 12)= 54.4427[.000]*F( 12, 48)= 28.8158[.000]
*
* B:Functional Form *CHSQ( 1)= 1.8534[.173]*F( 1, 59)= 1.8181[.183]
*
* C:Normality *CHSQ( 2)= 1.7825[.410]*          Not applicable
*
* D:Heteroscedasticity*CHSQ( 1)= 7.6769[.006]*F( 1, 60)= 8.4791[.005]
*****
A:Lagrange multiplier test of residual serial correlation
B:Ramsey's RESET test using the square of the fitted values
C:Based on a test of skewness and kurtosis of residuals
D:Based on the regression of squared residuals on squared fitted values

```

Anexo III

Universidade Eduardo Mondlane

Faculdade de Economia

QUESTIONÁRIO

Este Questionário insere-se num estudo académico sobre as reservas obrigatórias, e visa colher informação e opiniões sobre os constrangimentos que as instituições enfrentam no cumprimento do requisito de reservas obrigatórias, bem como as implicações sobre os seus custos operacionais, e sobre o *spread* das taxas de juro praticadas.

As opiniões e respostas são confidenciais e servirão apenas de suporte empírico para o estudo acima mencionado.

Data: _ / _ / _

Instituição: _____

Cargo: _____

1. Quando é que a instituição iniciou a sua actividade? E quando começou a constituir RO's?

2. Que dificuldades enfrentou no início?

3. Actualmente, quais as dificuldades relacionadas com o cumprimento das RO's?

4. Já registou algum défice de RO's? Se sim, indique as razões?

5. O que pensa sobre a legislação sobre as RO's em vigor?

6. O que tem a dizer sobre os activos elegíveis à constituição de RO's?

7. Indique a sua opinião em relação à duração do período de constituição de RO's (assinale com um "x" a sua opção):

Longo
Curto
Adequado

Justifique a sua escolha

8. Em sua opinião o regime de saldo médio é preferível ao regime de conta bloqueada? Justifique a sua resposta.

9. Concorda com a penalização imposta pelo BM, pelo incumprimento de RO's? Justifique a sua resposta.

10. A constituição de RO's cria problemas de gestão na sua instituição? Que tipo de problemas? Porquê?

11. Qual a sua opinião sobre o actual coeficiente de RO's?

12. Em sua opinião, as RO's deveriam ser remuneradas? À que taxa? Justifique.

13. O que acha que deveria ser alterado no actual regime de RO's?

14. Qual é o *spread* médio entre as taxas de juro das operações activas e passivas que a vossa instituição pratica? Existe alguma relação entre o *spread* e as RO's?

15. A criação do MMI teve implicações em termos de facilitação da constituição das RO's? Justifique.

ANEXO IV: Resumo da Legislação Sobre as Reservas Obrigatórias Em Moçambique

Legislação	Objectivo explícito na legislação	Coefficiente	Componentes da Base de Incidência	Forma de Constituição	Metodologia de constituição
O. S. n.º 19/90, de 8 de Dez. (entrada em vigor 01/01/91)	Controlo da liquidez, visando compatibilizar os meios de pagamento com os níveis programados de crescimento do produto, taxa de inflação e do déficit da balança de pagamentos.	18%	Depósitos a ordem, com pré-aviso e à prazo, em moeda nacional, excluindo os depósitos do Estado	<input type="checkbox"/> Numerário <input type="checkbox"/> Transferência de conta	<input type="checkbox"/> Aplica-se a todas as instituições bancárias <input type="checkbox"/> Fundos cativos no BM <input type="checkbox"/> Montante de depósito=18%*taxa de penalização pelo atraso no envio da informação*média móvel de depósitos dos últimos 3 meses <input type="checkbox"/> Taxa de penalização= nº de meses de atraso no envio da informação*5%*18% <input type="checkbox"/> Depósitos recolhidos mensalmente até ao dia 30 do mês subsequente ao período de cálculo da Base de Incidência. <input type="checkbox"/> O 1º recolhimento de depósitos será feito até 30/01/91, reportando-se à média dos saldos dos bancos de Out, Nov. e Dez/90. <input type="checkbox"/> Para os restantes períodos aplicar-se-à a média móvel dos últimos 3 meses, incluindo o período de incidência.
O.S. n.º 01/92, de 27/01/92 (entrou imediatamente em vigor)	<input type="checkbox"/> Ajustamento da taxa de RO's <input type="checkbox"/> Adequar o circuito de expediente.	25%			
Aviso n.º 14/JCGBM/95, de 29/12/95 (entrou em vigor em 01/01/96)	<input type="checkbox"/> Integrar a universalidade das instituições financeiras <input type="checkbox"/> Adequar a taxa de ROs à situação de liquidez da economia	15%	<input type="checkbox"/> Depósitos à ordem em moeda nacional <input type="checkbox"/> Depósitos com pré-aviso em moeda nacional <input type="checkbox"/> Depósitos a prazo igual ou inferior a 1 ano, em moeda nacional <input type="checkbox"/> Depósitos à ordem, em moeda externa, de residentes <input type="checkbox"/> Depósitos a prazo igual ou inferior a 1 ano, em moeda externa, de	<input type="checkbox"/> Numerário <input type="checkbox"/> Cheques das próprias instituições sacadas sobre outras instituições de crédito nacionais <input type="checkbox"/> Transferência de conta <input type="checkbox"/> Outros activos finan-	<input type="checkbox"/> Aplica-se a todas as instituições de crédito abrangidas na Lei 28/91 de 31/12, detentoras dos passivos apresentados na BI <input type="checkbox"/> As cooperativas de crédito, Montepios ou Associações de Socorros Mútuos, Mutualidades e Caixas Económicas estão isentas. <input type="checkbox"/> Montante de ROs=calculado com base no saldo médio dos últ. 3 meses da BI <input type="checkbox"/> A reserva obrigatória é constituída em moeda nacional <input type="checkbox"/> As instituições de crédito deverão enviar até ao dia 15 de cada mês, reportados ao mês anterior, o mapa de cálculo das RO's <input type="checkbox"/> Penalização=déficit de ROs*(taxa de redescuento do BM+2%/pelo período em atraso)

	residentes	ceiros passíveis de integrar o sistema de compensação		residentes	ceiros passíveis de integrar o sistema de compensação		residentes	ceiros passíveis de integrar o sistema de compensação
Aviso nº 03/GGBM/97, de 21/04/97	Alteração da taxa de RO's	12%		Nota: excluem-se os depósitos do Estado e de outras instituições de crédito				
Aviso nº 11/GGBM/97, de 15/9/97 (produz efeitos à partir do período de constit. de Out/97)	Adequar o regime de RO's visando a criação MMI							<input type="checkbox"/> Constituição de reservas em base média <input type="checkbox"/> Saldo médio=soma dos depósitos diários/nº de dias do período de constituição <input type="checkbox"/> Período de constituição: início no dia 16 de cada mês, e terminos no dia 15 do mês seguinte <input type="checkbox"/> O saldo médio não deverá ser inferior ao montante de reserva calculado nos termos dos artigos 1,2 e 3 do Aviso 14/GGBM/95. <input type="checkbox"/> A taxa de penalização é a prevista no aviso 9/GGBM/97, de 21 de Julho.
Aviso nº 01/GGBM/98, de 02/03/98 (produz efeitos à partir do período de constit. de Maio, i.é, 16/5 a 15/6.	Imprimir maior flexibilidade da reserva obrigatória, através da revisão da forma de constituição, da BI e da taxa	9%		<input type="checkbox"/> Depósitos a ordem em moeda nacional <input type="checkbox"/> Depósitos com pré-aviso em moeda nacional <input type="checkbox"/> Depósitos a prazo em moeda nacional, com prazo inferior ou igual a 1 ano. <input type="checkbox"/> Depósitos a ordem em moeda estrangeira de residentes <input type="checkbox"/> Depósitos a prazo em moeda estrangeira de residentes (prazo igual ou inferior a 1 ano) <input type="checkbox"/> Depósitos do Estado <input type="checkbox"/> Depósitos de outras	<input type="checkbox"/> Numerário <input type="checkbox"/> Cheques das próprias instituições sacadas sobre outras instituições de crédito nacionais <input type="checkbox"/> Outros activos financeiros passíveis de integrar o sistema de compensação, excluindo		<input type="checkbox"/> Constituição em base média. <input type="checkbox"/> A fórmula do saldo médio não se alterou. <input type="checkbox"/> O período de constituição manteve-se o mesmo. <input type="checkbox"/> A reserva obrigatória é constituída em moeda nacional. <input type="checkbox"/> Período de isenção ao cumprimento de RO's=abrange todas as instituições em fase de início de actividade por um período de 6 meses, a contar desde o início da sua actividade. <input type="checkbox"/> Os balancetes deverão ser remetidos ao BM até ao dia 15 de cada mês, reportados ao período anterior <input type="checkbox"/> Nova fórmula de penalização.	

					<p>deposítos em moeda estrangeira das instituições, junto do BM</p> <p><input type="checkbox"/> A forma de constituição não se alterou</p>	
<p>Aviso nº 07/GGBM /99, de 17/05/99 (produz efeitos a partir do período de constit. de Junho, ié, 16/6 a 15/7)</p>	<p>Actualização do regime, através da revisão da BI e da taxa de RO's</p>	<p>6.8%</p>		<p>instituições de crédito que não decorram das aplicações do MMI.</p> <p>(Passou a incluir a totalidade dos depósitos a prazo)</p> <p><input type="checkbox"/> DO, em moeda nacional</p> <p><input type="checkbox"/> Depósitos com pré-aviso em moeda nacional</p> <p><input type="checkbox"/> Depósitos a prazo em moeda nacional</p> <p><input type="checkbox"/> Depósitos a ordem em moeda estrangeira de residentes</p> <p><input type="checkbox"/> Depósitos com pré-aviso em moeda estrangeira de residentes</p> <p><input type="checkbox"/> Depósitos a prazo em moeda estrangeira de residentes</p> <p><input type="checkbox"/> Depósitos do Estado</p> <p><input type="checkbox"/> Depósitos de outras instituições de crédito que não decorram de aplicações do MMI</p> <p>Não se alteraram</p>	<p>Não se alterou</p>	
<p>Aviso nº 02/GGBM /2000, de 23/02/00 (C/ efeitos a partir de 16/3 a 15/04)</p>	<p>Alteração da taxa de ROs</p>	<p>7.95%</p>			<p>Não se alterou</p>	

Referências¹

- Akhtar, M. 1997. *Understanding Open Market Operations*. Federal Reserve Bank of New York, Public Information Department: Nova Iorque.
- Banco de Portugal. 1991. Programação e política macroeconómicas. Lisboa
- Bank of Japan. 1995. Reserve requirement systems and their recent reforms in major industrialized countries: a comparative perspective. *Quarterly Bulletin* (Maio).
- Bisignano, J. 1996. The trend in monetary operating procedures: reserve requirements and the structure of the interbank market. Capítulo 4 em *Varieties of Monetary Policy Procedures: Balancing with Market Efficiency*. Bank For International Settlements, Working Paper No.35.
- BoG.Fed (Board of Governors of the Federal Reserve System). 1999. Federal Reserve System: Purposes and Functions. 03 de Nov. <http://bog.frb.fed.us/pt/pt.htm>
- Borio, C. 1997a. The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey. Bank For International Settlements, Economic Department, Economic Papers No. 47.
- Borio, C. 1997b. Monetary policy operating procedures in industrial Countries. Em *Implementation and Tactics of Monetary Policy*, Bank For International Settlements, Monetary and Economic Department, Conference Papers Vol.3.
- Duarte, R. e Abreu, M. 1999. Economic Liberalization and Stabilization in Portugal Following the Accession to the European Community. Banco de Portugal, Departamento de Pesquisa.
- Escrivá, J.; e Fagan, G. 1996. Empirical Assessment of Monetary Policy Instruments and Procedures (MPIP) in EU Countries. European Monetary Institute, Staff Paper No.2

¹ A tradução das fontes originais em Inglês é minha.

- European Central Bank. 1998. Minimum reserves. Capítulo 7 em *The Single monetary Policy in Stage Three: General Documentation on ESCB monetary Policy Instruments and Procedures*.
- Fry, M.; Goodhart, C.; Almeida, A. 1996. *Central Banking in Developing Countries*. Londres: Routledge.
- Gil, A. 1989. *Métodos e Técnicas de Pesquisa Social*, 2 ed. São Paulo: Atlas.
- Gujarati, D. 1992. *Essentials of Econometrics*. Singapura: McGraw-Hill.
- Gray, S.; e Hoggarth, G. 1996. *Introduction to Monetary Operations*. Latter, T. Handbooks in Central Banking No. 10. London: Bank of England.
- Hardy, D. 1997. Reserve requirements and monetary management: an Introduction. Em *Instruments of Monetary Management: Issues and Country Experiences*, Baliño, T.; e Zamalloa, L. eds. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Helfer, R. What Deposit Insurance Can and Cannot Do. Finance and Development, Março, Vol 36, nº1. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/03/tigert.htm>
- Leite, S. e Nascimento, J. 1995. Considerações sobre a política e os instrumentos monetários de um sistema bancário de dois níveis. Estudo para o FMI, Portugal.
- Maleiane, A. 1997. Moçambique: as etapas da programação do crédito no contexto do Programa de Reabilitação Económica e Estrutural. Dept. de Estudos Económicos e Estatística, Banco de Moçambique, Staff Paper nº 6.
- Marques, W. 1998. *Moeda e Instituições Financeiras*, 2 ed. Lisboa: Dom Quixote.
- Reynolds, L. 1982. *Macroeconomics*, 4 ed. Ontario: Irwin.
- Roe, A. e Sowa, N. 1994. From direct to indirect monetary control in sub-Saharan Africa. Documento apresentado no seminário organizado pelo AERC, Nairobi, 3-8 de Dezembro.
- Sachs, J. e Larrain, B. 1995. *Macroeconomia*. São Paulo: Makron Books.
- South African Reserve Bank. 1997. Discussion paper on monetary policy

operational procedures. Pretoria.

Swank, J. e Velden, L. 1997. Instruments and strategies of monetary policy: an assessment of possible relationships for 21 OECD countries. Em *Implementation and Tactics of Monetary Policy*, Bank For International Settlements, Monetary and Economic Department, Conference Papers Vol.3

Turner, P.; e Van 't dack, J. 1996. Changing financial systems in open economies: an overview. Em *Chanaging Financial Systems in Samall Open Economies*, Bank For International Settlements, Monetary and Economic Department, Policy Papers No. 1.

Outros documentos consultados:

Moçambique. 1991. Lei nº 28/91. Boletim da República, I Série, nº52.

Moçambique. 1992. Lei nº 1/92. Boletim da República, I Série, nº 1.

Moçambique. 1999. Lei nº 15/99. Boletim da República, I Série, nº43.

Banco de Moçambique. 1990. Ordem de Serviço nº19/90, de 08/12.

Banco de Moçambique. 1995. Aviso nº 14/GGBM/95, de 29/12.

Banco de Moçambique. 1997. Aviso nº 03/GGBM/97, de 21/04.

Banco de Moçambique. 1997. Aviso nº 11/GGBM/97, de 15/9.

Banco de Moçambique. 1998. Aviso nº 01/GBM/98, de 02/03.

Banco de Moçambique. 1999. Aviso nº 07/GGBM/99, de 17/05.

Banco de Moçambique. 2000. Aviso nº 02/GGBM/00, de 23/02.

Banco de Moçambique. 1991-99. Relatórios Anuais do BM.

Banco de Moçambique. 1994-00. Boletins Estatísticos Nrs. 3 a 26. Maputo:
DEE.BM

Banco de Moçambique. 1998. Boletim do Mercado Monetário Interbancário.
Dept. de Operações de Crédito, Boletim nº1, Setembro.

