

A DÍVIDA PÚBLICA INTERNA MOBILIÁRIA EM MOÇAMBIQUE (1999-2007):
EVOLUÇÃO, ESTRUTURA E IMPLICAÇÕES ECONÓMICAS

Fernanda Ailina Pedro Massarongo

Trabalho de Licenciatura
Faculdade de Economia
Universidade Eduardo Mondlane
Janeiro 2010

DECLARAÇÃO

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

Fernanda Ailina Pedro Massarongo

Maputo, aos _____ de _____ de 2010

Aprovação do Júri

Este trabalho foi aprovado no dia ____ de _____ de 2009 por nós, membros do júri examinador da Universidade Eduardo Mondlane.

O Presidente da mesa de Júri

O Arguente

O Supervisor

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho primeiramente a Deus, por ser a minha eterna fonte de inspiração e por todas as bênçãos que me proporcionou. À minha mãe, Eva Narciso Semende Pedro, por ter me imprimido a importância da dedicação naquilo que pretende conquistar, pelas lições em adiantado e por ter sido a melhor mãe do mundo. À minha tia Cafrinha, que durante o tempo que estive presente sempre torceu para que eu estudasse muito. E aos meus tios, aos quais devo, não apenas tudo o que tenho neste momento, mas, acima de tudo, tudo aquilo que sou.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus tios, Arnaldo Vicente Ferrão Bimbe e Suzete Helena Bimbe, por tudo aquilo que fazem e fizeram por mim, e principalmente por serem “*substitutos quase perfeitos*” dos meus pais.

À todos os meus professores, aos meus colegas e todos aqueles que contribuíram directa e indirectamente para a minha formação, que foi a coisa mais importante que até hoje fiz.

Ao Professor Doutor Carlos Nuno Castelo-branco, meu supervisor e director do Instituto de Estudos Sociais e Económicos (IESE), pela ajuda, oportunidade, e pela inspiração que pude retirar da sua admirável personalidade.

Ao IESE, pelo ambiente de trabalho e pelo estágio concedido para a prossecução deste trabalho e a todos os investigadores do IESE, em especial para a Nelsa Massingue, Rogério Ossemame, Rosimina Ali, Sofia Amarcy e Zaqueo Sande, bem como ao Bruno Darsam e ao Alfredo Uamusse, obrigadíssima pelo apoio.

Aos meus irmãos, aos meus primos e amigos, com enfoque especial para o Valério, que tem sido o melhor de todos.

À Direcção Nacional do Tesouro, especialmente á Dr. Anabela Pinho, por ter sido tão atenciosa na disponibilização e clarificação dos dados, ao Dr. Amilcar Tivane que me deu o seu contacto.

À Sra.Emília, da Direcção Nacional do Orçamento, ao Dr.Pedro Cossa, da Bolsa de valores de Moçambique; este país deveria ter mais pessoas como vocês: “a favor do conhecimento”.

Ao dr.Uilson, ao dr.Agostinho, à dr.Zita e todos os que prestaram ajuda à realização do presente trabalho, sem vocês não teria chegado aqui.

Lista de Abreviaturas e Acrónimos

BaCen - Banco Central

BM - Banco de Moçambique

BT's – Bilhetes do Tesouro

BVM - A Bolsa de valores de Moçambique

CGE - A Conta Geral do Estado

CPI – Centro de Promoção de Investimentos

DND - Departamento Nacional da Dívida

DNT - A Direcção Nacional do Tesouro

DP – Despesa Pública

DPE – Dívida Pública Externo

DPI – Dívida Pública Interna

DPIM - Dívida Pública Interna Mobiliária

DRI – Debt Relief International

IMF/FMI – International Monetary Fund/Fundo Monetário Internacional

INE – Instituto Nacional de Estatística

IPC – Índice de Preços ao Consumidor

Maibor – Maputo Interbank Rate

MF – Ministério das Finanças

OE – Orçamento do Estado

OP's – Obrigações Privadas

OT's – Obrigações do Tesouro

PIB – Produto Interno Bruto

PM - Política Monetária

RP – Receitas Públicas

RPCGE - Relatório e Parecer da Conta Geral do Estado

SISTAFE – Sistema de Administração Financeira do Estado

Resumo

O presente trabalho estuda o segmento mobiliário da Dívida Pública Interna em Moçambique no período decorrente entre 1999 e 2007. Especificamente, argumenta a necessidade de uma análise aprofundada sobre o surgimento e crescimento da Dívida Pública Interna Mobiliária, com enfoque especial à sua estrutura, algumas implicações e custos que vêm sendo sentidos pela economia em resultado da existência desta dívida.

De uma forma geral, trata-se de um estudo de caso sobre Moçambique, com alicerces numa pesquisa bibliográfica aprofundada, seguindo-se a colecta de dados quantitativos publicados e uma detalhada pesquisa documental, complementadas pelo uso de estatística descritiva.

Da análise constatou-se que a evolução da Dívida Pública Interna Mobiliária, vem se registando apenas em termos quantitativos, tendo sido ocasionada por factores que são de certa forma esporádicos, exógenos, e não estruturais; adicionalmente, a dívida mostra certa volatilidade, e alguma ligação e interdependência com a política monetária. Nota-se também que os custos derivados da contracção desta dívida tem se mostrado significativos nos encargos públicos, especificamente sobre o serviço em termos de juros a pagar, cujas taxas elevadas podem estar ligadas ao facto de os credores da dívida serem apenas os bancos comerciais, e em número reduzido, o que pode lhes conferir certo poder de monopólio. Além do mais, em alguns anos, esta tem absorvido uma proporção significativa dos recursos financeiros disponíveis. Positivamente, uma estratégia de gestão da dívida prudente e um papel estimulador da dívida podem ser sugeridos, dada a ausência de concentração do período de maturidade e ao facto de os títulos derivados desta dívida serem os principais transaccionados a nível do mercado mobiliário.

Palavras-chave: *Dívida Pública Interna Mobiliária, Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro*

ÍNDICE

Lista de Abreviaturas e Acrónimos.....	iv
Resumo	v
Índice de Tabelas	vii
Índice de Gráficos	vii
Índice de Figuras.....	viii
Índice de Anexos.....	viii
1. INTRODUÇÃO	1
1.1 Objectivos do Estudo	2
1.2 Justificativa do Estudo	2
1.3 Questões de Pesquisa	4
1.4 Metodologia	4
1.5 Estrutura do Trabalho	7
2. REVISÃO DE LITERATURA.....	9
2.1 Conceito da Dívida Pública Interna Mobiliária	9
2.2 Porquê Analisar a Estrutura da Dívida Pública?.....	11
2.3 O Debate Teórico sobre Implicações do Endividamento Interno Mobiliário Público	14
3. A DÍVIDA PÚBLICA INTERNA MOBILIÁRIA EM MOÇAMBIQUE (1999-2007): EVOLUÇÃO, ESTRUTURA E IMPLICAÇÕES ECONÓMICAS	19
3.1 O quadro da DPIM em Moçambique.....	19
3.2 A Evolução da DPIM em Moçambique.....	22
3.3 Determinantes da Evolução da DPIM em Moçambique.....	26
3.4 Estrutura da DPIM em Moçambique	33
3.5 Algumas Implicações da DPIM para o caso de Moçambique	40
4. CONCLUSÕES	45
4.1 CONSIDERAÇÕES GERAIS	47
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	48
ANEXOS	54

Índice de Tabelas

Tabela 1: Total de OT's emitidas durante o período de 1999 a 2007 (em Milhões de meticaís)	24
Tabela 2: Evolução da Dívida Pública Externa, Interna e da DPIM (1999 – 2007)	25
Tabela 3: Evolução da DPIM por instrumentos de 1999 - 2007 (em milhões de meticaís)	25
Tabela 4: Evolução da DPIM por instrumentos de 1999 – 2007 (em percentagem)	25
Tabela 5: Determinantes por detrás da emissão de DPIM de 1999-2009 (em milhões de meticaís)	31
Tabela 6: Determinantes por detrás da emissão de DPIM de 1999 a 2009 (em percentagem)	32
Tabela 7: Período de vencimento da DPIM (1999 – 2007)	35
Tabela 8: Posição de Títulos por Banco (valores em milhões de meticaís)	39
Tabela 9: Despesa com juro da dívida e em sectores prioritários de 1999 a 2007 (em Milhões de meticaís)	41
Tabela 10: Despesa com juro da dívida pública e em sectores prioritários de 1999 a 2007 (em percentagem da despesa total)	42
Tabela 11: Evolução do peso da despesa com juros da DPI e da DPIM sobre as RP de 1999 a 2007	42
Tabela 12: Total de Crédito alocado ao mercado de valores mobiliários de 1999 – 2007 (em milhões de meticaís)	44
Tabela 13: Total de Crédito alocado ao mercado de valores mobiliários de 1999 a 2007 (em percentagem)	44
Tabela 14: Relação entre a DPIM emitida e a poupança financeira de 1999 a 2007 (valores em milhões de meticaís)	44

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Evolução da DPIM (1999 – 2007)	24
Gráfico 2: Evolução de Indicadores Orçamentais em proporção do PIB (1999 – 2007)	28
Gráfico 3: Evolução da Despesa Pública por Rubrica em proporção do PIB (1999 – 2007)	29
Gráfico 4: Estrutura da Dívida Pública em países africanos em 2006	33
Gráfico 5: A maturidade da DPIM em Moçambique (1999 -2007)	35
Gráfico 6: Indexantes do total de dívida emitida entre 1999 a 2009	37

Índice de Figuras

Figura 1: Esquema resumo do Conceito de DPIM	11
--	----

Índice de Anexos

Anexo 1: Tabela sobre Evolução detalhada da DPI e da DPIM (1999 -2007)	55
Anexo 2: Caixa dos Indicadores de sustentabilidade da DPI definidos pelo DRI.....	56
Anexo 3: Orçamento do Estado de 1998 a 2007 (em Milhões de meticais).....	57
Anexo 4: Série do PIB, RP e taxas de crescimento nominais (1999 – 2007)	58
Anexo 5: Evolução da taxa média de cupão dos títulos mobiliários (1999 -2007)	58
Anexo 6: Taxa de inflação (1999 – 2007)	58
Anexo 7: Caixa dos conceitos técnicos subjacentes à DPIM	59
Anexo 8: Proporção do financiamento total sobre a poupança financeira (1999 – 2007).....	61

1. INTRODUÇÃO

O Estado, aquando da realização da sua actividade financeira, é muitas vezes confrontado com défice de receitas em relação as despesas que pretende realizar. Para fazer face a esta situação, as autoridades tem recorrido a formas alternativas de financiamento, importando destacar as seguintes: a alienação do património do Estado, o financiamento monetário junto do Banco Central (BaCen), a ajuda ao orçamento e a contracção de Dívida Pública (DP), todas estas com implicações sobre a estrutura económica, segundo a teoria.

Os efeitos perniciosos à economia resultantes do financiamento monetário, o facto de a alienação de património ser uma solução de curto prazo, e a insuficiência e/ou incerteza da ajuda, leva a que o recurso à DP seja muitas vezes uma forma usual de financiamento aos défices orçamentais.

A contracção da DP pode ser feita junto de agentes residentes e/ou não residentes da economia em causa, o que implica que a DP poderá deste modo ser, interna ou externa, respectivamente. Em geral, dado o subdesenvolvimento do sector financeiro, o défice de poupança interna, a priorização do acesso ao crédito para o sector privado, bem como a ajuda externa recebida, dentre outras razões, fazem com que em alguns países em vias de desenvolvimento a Dívida Pública Interna (DPI) seja reduzida e que os estudos sejam direccionados para a Dívida Pública Externa (DPE).

Em Moçambique, a DPI é um fenómeno relativamente recente, tendo sido inicialmente contraída em 1999 segundo a Conta Geral do Estado (1999). Pese embora este facto, dados da Direcção Nacional do Tesouro (DNT)¹ indicam que a DPI tem experimentado, desde então, um rápido crescimento. De um *stock* de cerca de 60 milhões de meticais em Dezembro de 1999, atingiu cerca de 5.682,8 milhões de meticais em Dezembro de 2005, tendo aumentado em 9.371%, atingindo em 2007² cerca de 8.040 milhões de meticais, o que significou um aumento de 13.300%.

Tal como consta nos dados sobre o *stock*, a dívida mobiliária, isto é contraída através da emissão de títulos públicos (Barrera: 2004), especificamente, as obrigações e os bilhetes do tesouro, constitui a parte da DPI que é contraída pelo Estado para necessidades próprias de financiamento, constituindo portanto mais de 90% do total da DPI (à excepção do ano 2000).

¹ Direcção Nacional do Tesouro: *Brochura de Evolução da Dívida Interna (1999-2007)*. Ministério das Finanças. República de Moçambique.

² Último ano dos dados oficiais até o momento em que o estudo foi realizado.

O cenário supra, adicionado ao debate teórico sobre as implicações do endividamento interno público, a necessidade de se olhar para a sustentabilidade da dívida no seu todo incluindo a interna e a externa, bem como o facto de a Dívida Pública Interna Mobiliária (DPIM), ser uma das formas alternativas de financiamento ao Orçamento em Moçambique levam à necessidade de se investigar o perfil, a evolução ao longo do tempo, e as implicações económicas desta dívida.

1.1 Objectivos do Estudo

Objectivo geral

Analisar a DPIM em Moçambique no período de 1999 a 2007, destacando a sua evolução ao longo do tempo, a sua estrutura, e as implicações económicas da sua contracção de modo a fornecer um conhecimento aprofundado e bases para investigações futuras sobre o assunto.

Objectivos específicos

- Ilustrar a trajectória da DPIM em Moçambique no contexto da evolução da DPI total.
- Identificar as causas da evolução da DPIM pelos diferentes factores que ditaram a sua emissão.
- Identificar os diversos componentes da DPIM, nomeadamente as taxas indexantes, o prazo de maturidade, as taxas de juro e os credores.
- Observar algumas variáveis ligadas às implicações económicas resultantes da contracção da DPIM, nomeadamente: o crédito alocado através do Mercado de valores mobiliários, a poupança financeira, as despesas públicas e o serviço da DPIM sustentado pelo Estado.

1.2 Justificativa do Estudo

Os motivos que incitaram à realização do presente trabalho prendem-se aos seguintes pontos:

(i) *A principal estratégia de gestão da DPI em Moçambique* - Esta consiste em priorizar donativos e a contracção de empréstimos concessionais, e só em última instância é que se recorre aos empréstimos internos. Este procedimento, auxiliado pela

disponibilidade de fluxos correntes desta ajuda, ao longo dos anos, tem possibilitado a manutenção da DPI a níveis ainda baixos em proporção dos diferentes indicadores.

Nota-se, deste modo, que a estratégia que mantém a DPI a níveis baixos, não está ligada a ampliação da arrecadação de receitas mas sim à disponibilidade de apoio ao orçamento, numa situação de ausência de ajuda externa (dado que a conjuntura actual está, até certo ponto, de acordo com a possibilidade da sua redução, devido a crise económica internacional actual nos principais países doadores e uma dependência que se prolonga há mais de duas décadas), esta dívida, especificamente a DPIM, aparece como a primeira forma alternativa de financiamento ao défice Orçamental (após a ajuda).

Daí que, pese embora, o peso da DPI seja apenas 9% do endividamento total (DNT: 2007) torna-se importante o destaque da sua estrutura, causas, sustentabilidade, entre outros aspectos, dado que os estudos realizados em Moçambique, sobre a mesma, mantêm-se limitados à demonstração da sua evolução de forma agregada, sem olhar para estes pormenores.

(ii) *O quadro teórico* - Este é caracterizado por um debate inacabado sobre as implicações económicas da contracção da DPI, de onde derivam três posições. A primeira que vê a DPI como estimuladora do sistema económico através dos efeitos multiplicadores que podem derivar da sua contracção; a segunda que olha para esta como um desvio de recursos em relação a actividades consideradas *produtivas* e um meio de réplica de encargos para o sector público. A questão levantada, nesta segunda posição, é que, por um lado, os instrumentos de dívida pública mobiliária, caracterizados pela sua elevada rendibilidade e baixo risco, tendem a desviar os capitais privados de actividades produtivas e/ou a entrar em concorrência com empreendimentos privados no mercado de capital, o que resulta numa elevação da taxa de juro, e sob certas condições deprime o fluxo de Investimento privado (Esteves:1995). E por outro, esta representa um serviço de dívida mais oneroso visto que as taxas de juro são relativamente mais altas, uma vez que são indexadas às taxas de juro de mercado (Grupo Moçambicano da Dívida: 2006). E, ainda a terceira (posição), completamente alheia as restantes, tal que a contracção da DPI tem efeito nulo no que respeita ao comportamento dos agentes económicos (Barro: 1974).

Dadas as constatações, o presente estudo antevê uma oportunidade de contribuir para um conhecimento mais aprofundado da DPI em Moçambique, mais especificamente da dívida

mobiliária, em consonância do objecto geral definido, considerando que esta vem registando um certo crescimento.

1.3 Questões de Pesquisa

Uma vez constatado que, a DPI vem crescendo, não só em termos absolutos, como também em proporção dos diferentes indicadores económicos, nomeadamente, o Produto Interno Bruto (PIB), a DP total e as Receitas Públicas (RP)³. É de realçar que, durante o período de 1999 e 2007, estes indicadores cresceram de 0.1% para 4%, 0.1% para 9% e 1% para 23%, respectivamente (vide tabela 2).

Segundo dados das contas nacionais anuais do Instituto Nacional de Estatística (INE)⁴, o PIB cresceu a uma taxa média nominal de 17% ao ano, no período em análise. Por seu turno, dados das contas gerais do Estado de 1999 a 2007 indicam que as RP cresceram a uma taxa média anual de 24%. Entretanto, a DP total cresceu a 4% e a DPI cresceu a cerca de 249%, sendo 193% justificada pelo crescimento médio da DPIM, segundo dados da DNT (op.cit.)⁵.

Caso este cenário se mantenha constante, a DPIM, ainda que esteja a níveis muito baixos, poderá ganhar proporções maiores relativamente aos indicadores acima, e ultrapassar os níveis de sustentabilidade definidos pelo *Debt Relief International (DRI)* (vide anexo 2), mas tal possibilidade liga-se à algumas questões que urgem ser respondidas: (i) Quais foram os determinantes da evolução da DPIM? (ii) Qual é a estrutura da DPIM e como ela se liga a sua sustentabilidade dinâmica? (iii) Até que ponto a DPIM constitui um entrave ao acesso ao crédito por parte do sector privado? E (iv) Até que ponto o seu peso nos encargos do sector público é significativa?

1.4 Metodologia

O presente trabalho corresponde a um estudo de caso sobre Moçambique para o período compreendido entre 1999 e 2007, cuja delimitação esteve ligada ao facto deste corresponder o espaço de tempo existente entre o início da contracção da DPIM e o último ano cujos dados oficiais encontravam-se disponíveis, no momento de realização do estudo.

³ Importa citar que as RP referem ao total de receitas orçamentais arrecadadas internamente.

⁴ Disponível em http://www.ine.gov.mz/indicadores_macro_economicos/cn/pib/pib_oproducao.

⁵ Um valor aproximado das taxas de crescimento reais poderá ser calculado deduzindo das taxas de crescimento nominais, a taxa de inflação média do período, que consta no anexo 6.

A análise é simultaneamente quantitativa e qualitativa, centrada num contexto de Finanças Públicas, especificamente sobre a DPIM como forma de financiamento do défice orçamental. Um enfoque especial é dado à execução orçamental, como base para o entendimento do objecto em estudo, acrescentando-se alguns aspectos de ordem financeira.

No que respeita às fontes de informação, a elaboração do trabalho passou por uma revisão bibliográfica, a livros e artigos científicos relacionados ao tema, bem como a pesquisa a documentos que ainda não receberam tratamento analítico, tais como documentos oficiais, e artigos de jornal, de modo a apurar o conceito de DPIM, entender a importância do estudo da estrutura da dívida, suas implicações económicas e a sua sustentabilidade.

Apurados os conteúdos teóricos sobre o tema, foi efectuada a colecta de dados quantitativos (publicados) sobre a DPIM e sobre os diferentes indicadores que foram usados na análise. Algumas entrevistas não estruturadas acompanharam a colecta de dados, de modo a obter esclarecimentos sobre os mesmos. Foram entrevistados, a chefe do Departamento da gestão da Dívida Pública Interna e o técnico superior de Gestão e Finanças da Bolsa de Valores de Moçambique.

Baseando-se numa análise estatística descritiva puderam ser apurados os resultados referentes aos diferentes aspectos relativos a DPIM em Moçambique, neste caso, as respostas às questões colocadas anteriormente.

No que diz respeito à evolução da DPIM, foram usados dados do *stock* anual da dívida, referente ao mês de Dezembro. Este aspecto terá implicações sobre todo o estudo, o que quer dizer que a dívida contraída por antecipação de receitas, que, por seu turno, constitui a dívida flutuante será em algum momento excluída da análise, com excepção dos anos em que esta acaba sendo fundada pelo facto de transitar para o período seguinte. Ou seja, uma vez que a DPIM é constituída apenas por Obrigações do Tesouro (OT's), cujo prazo de pagamento é superior a um ano, e por Bilhetes de Tesouro (BT's) cujo prazo é inferior a um ano, a análise irá se concentrar principalmente sobre os primeiros títulos, à excepção dos anos em que os BT's transitaram para o ano seguinte.⁶

Por outro lado, os dados foram conjugados com diferentes indicadores macroeconómicos, nomeadamente, o PIB, as RP internas e a despesa pública total. Também foram usados dados sobre dívida pública interna total e a dívida pública externa com a mesma periodicidade.

⁶ Os conceitos constantes no parágrafo poderão ser clarificados com a leitura do anexo 7 em que constam os conceitos técnicos subjacentes a DPIM.

A estrutura da DPIM é avaliada olhando para os diferentes indicadores que complementam os quadros de descrição do *stock* de dívida, nomeadamente as taxas de juro, os prazos de maturidade, os indexantes, os credores, etc.

Para além do apuramento das causas da contracção da DPIM pela leitura de documentos oficiais sobre a sua justificação, foi também feita a observação sobre os diferentes indicadores orçamentais, passando pela decomposição dos mesmos por ano, como forma de apurar o peso de cada factor na emissão da dívida.

Por fim, as implicações económicas foram apuradas olhando para três aspectos essenciais: primeiro, o serviço da dívida, em termos de juros pagos, em que a análise é feita sobre a parte que recai sobre a DPI e a DPIM; segundo, pela análise do mercado financeiro, especificamente o de valores mobiliários, o que permite apurar a proporção de crédito que é absorvida pelo sector público e, por fim, avalia-se a proporção da poupança financeira (usando os depósitos a prazo) que é absorvida pelo endividamento mobiliário público.

Importa salientar que, a opção pelos indicadores seleccionados para apurar as implicações em oposição a um modelo econométrico, como geralmente é feito, deveu-se sobretudo ao reduzido número de observações referentes aos instrumentos da DPIM em Moçambique não permite formular um modelo econométrico que dê validade às conclusões que dele possam ser tiradas. Além do mais, a base de dados de investimento, que seria uma variável chave a usar no provável modelo, apenas apresenta o investimento aprovado, e não o efectivamente realizado.⁷

Um outro aspecto a salientar, é que o trabalho guiou-se por questões de pesquisa em vez de hipóteses, tal como é feito comumente. A razão por detrás disso, prende-se ao facto de se tratar de um tópico em que não se conjuga a relação entre variáveis específicas e nem procura testar alguma teoria específica (que são os principais requisitos apontados para a formulação de hipóteses), mas sim procura estudar um fenómeno em si, que é a DPIM, centrando fundamentalmente na sua evolução, nos factores por detrás da mesma, e na sua estrutura. Portanto, tal como sugerido por Punch (2000:30,31) em *Developing Effective Research Proposals* neste caso as questões de pesquisa desempenham um papel igual ao das hipóteses.

⁷ Veja base de Dados do Centro Promoção de Investimentos (CPI): *Lista de Projectos de Investimentos aprovados no período 1990-2008*

Fonte de dados estatísticos e suas limitações

No que respeita a sua origem, os dados foram obtidos de diferentes fontes, nomeadamente:

- A Direcção Nacional do Tesouro (DNT): dados sobre o *stock* de Dívida Pública (DP), os diferentes tipos e características;
- A Conta Geral do Estado (CGE): dados da execução orçamental, os indicadores orçamentais, e informação sobre a emissão de dívida para além de fornecer dados sobre a DP, dos diferentes anos;
- Relatório e Parecer da Conta Geral do Estado (RPCGE): dados e informações sobre a execução orçamental, indicadores, detalhes sobre a dívida e informação mais detalhada que na CGE sobre a DP;
- A Bolsa de Valores de Moçambique (BVM): informação sobre os valores mobiliários transaccionados no mercado financeiro, bem como a estrutura dos diferentes títulos;
- As bases de dados do INE, Banco de Moçambique (BM) e da Síntese Monetária constante nos relatórios do Fundo Monetário Internacional (FMI/IMF) tendo sido obtidos, respectivamente, dados sobre o PIB e inflação, crédito à Economia e sobre os depósitos a prazo.

Algumas limitações podem ser apontadas ao longo da elaboração do trabalho e obtenção de dados: (i) O tema em causa é relativamente recente no contexto Moçambicano; (ii) inconsistências encontradas nos dados entre as diferentes fontes, especificamente a DNT, as CGE e os próprios RPCGE, em alguns momentos as três apresentam dados diferentes para o mesmo ano, quando para a análise todas se fazem necessárias, optando-se por se fixar mais numa que em outra fonte; e (iii) dificuldades na própria obtenção de dados.

1.5 Estrutura do Trabalho

Para além da parte introdutória, o trabalho encontra-se dividido em três partes essenciais sendo:

- **Parte II - referente a Revisão de Literatura:** basicamente, procura-se, a partir de diferentes autores, delimitar o conceito teórico de DPIM, adicionalmente, fazendo uso

de diferentes trabalhos, aborda-se a relevância de se estudar a estrutura da dívida, suas ligações com diferentes aspectos e o debate teórico sobre as implicações da contracção de DPIM.

- **Parte III - respeitante a Dívida Pública Interna Mobiliária em Moçambique: Evolução, Estrutura e possíveis Implicações económicas (1999-2007):** corresponde a parte central do trabalho, onde serão abordadas a delimitação conceptual da DPIM segundo a legislação em vigor no país e os diferentes documentos oficiais; a descrição e análise da evolução e dos factores que determinaram a formação da DPIM em Moçambique; a análise da estrutura da DPIM, identificando-se, especificamente, a maturidade, as taxas de juros e as indexantes, os credores, e mais. E, por fim, na última parte do capítulo identificam-se as implicações económicas da contracção da DPIM, olhando para aspectos específicos: o serviço desta dívida, o mercado de valores mobiliários, e a poupança financeira.
- E a **parte IV** cabe a **Conclusão** e as **Considerações Finais**

2. REVISÃO D1E LITERATURA

2.1 Conceito da Dívida Pública Interna Mobiliária

A *dívida pública interna mobiliária* (DPIM), é parte de dois conceitos amplos, o primeiro é a *Dívida Pública* (DP) que engloba o segundo que é a *Dívida Pública Interna* (DPI), sendo restringida por características específicas a ponto de ser chamada mobiliária. Portanto, definir o conceito restrito passa por definir os dois mais amplos tal como se segue.

Em geral, DP é definida como a dívida contraída pelo Governo.⁸ Stiglitz (1999:782), tal como Bhattacharya e Guha (1999:780) e Taylor (1961:178), definem-na como “aquilo que o Governo deve”, resultante da acumulação de empréstimos para pagar a diferença deficitária entre as suas receitas e despesas. Sendo, a dívida em forma de promessa de pagamento por parte do Governo aos detentores destas promessas de uma soma principal e na maioria das vezes juros relativamente a este principal (Taylor op. cit.).

Franco (1996:247), sob mesma perspectiva de conceito, acrescenta que a DP poderá ser vista nos sentidos restrito e amplo. O primeiro diz respeito a dívida correspondente às situações passivas de que o Estado é titular em virtude de recurso a empréstimo público. Já o segundo refere-se ao conjunto de situações derivadas, não apenas do recurso aos empréstimos públicos, mas também da prática de outras operações de crédito, tais como os avales, os débitos resultantes de créditos correntes ou administrativos e da assunção de onerações em contrapartida de atribuições patrimoniais.

Bhattacharya e Guha (op. cit.), consolidam mais a definição ao fazerem menção aos diferentes níveis do Governo, isto é, central e local, bem como às empresas e de outras instituições públicas, e excluem desta, a dívida tomada entre as instituições do Governo, como é o caso da dívida em relação ao BaCen ou à outras instituições financeiras públicas, ou de Governos locais ao central, por considerarem ser uma transferência “inter-governamental de recursos”, bem como a dívida contraída de bancos de desenvolvimento ou de outros Governos porque não que afectam a poupança das famílias. Assim, a definição de DP é restringida à contraída pelo Governo junto do sector privado, seja este doméstico ou estrangeiro, como é o caso da dívida proveniente dos bancos comerciais, dos fundos de previdência, fundos de seguro, etc.

⁸ É importante citar que o termo governo ao longo do trabalho está sendo usado no sentido equivalente de sector público, vice-versa.

A refinação dos autores supra, enquadra-se no que Franco (op. cit.) classificou como dívida efectiva, que é aquela em que o “sector público fica adstrito ao pagamento de juros, rendas e da própria prestação de capital a credores particulares” em oposição à dívida fictícia, que corresponde a situações em que a consistência económica fica anulada, pese embora existam obrigações jurídicas por parte do Estado, tal ocorrendo quando este assume a posição de devedor e credor simultaneamente (em sentido restrito) e/ou em situações em que tanto o credor como o devedor se integram no mesmo sector público. Segundo Barrera (2004:308) a DP efectiva deverá ser usada quando se trabalha com o sector público consolidado.⁹

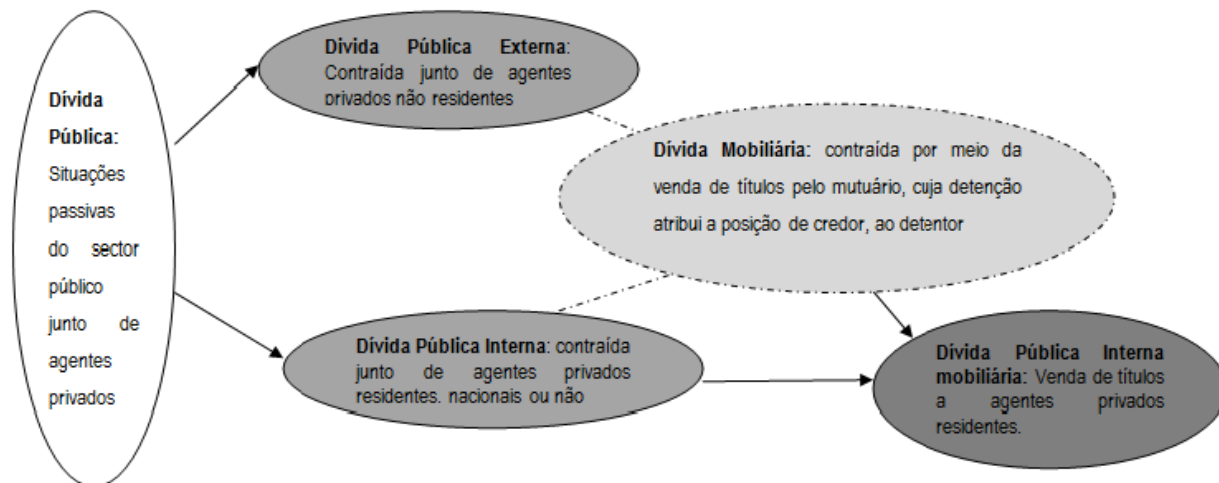
Considerados os aspectos citados e se diferenciada a residência dos agentes (privados portanto) envolvidos na contracção de empréstimos bem como a moeda envolvida, a Dívida Pública pode ser *interna* ou *externa*. Se a proveniência dos empréstimos ou os detentores de promessas de dívida do Estado forem residentes do próprio país nacionais ou não, e esta tiver sido emitida em moeda local está-se perante *Dívida Pública Interna* (DPI). Mas, segundo Johnson (2001:2) nesta definição é importante ressaltar duas excepções: (i) os casos em que os Governos emitem instrumentos de dívida em moeda local para serem adquiridos por não residentes e (ii) os casos em que os Governos convertem dívida em moeda local, cujos portadores são residentes, em dívida em moeda estrangeira. E, no caso de a responsabilidade recair sobre indivíduos residentes no exterior trata-se de *Divida Pública Externa* (DPE).

A *DPI* tal como foi definida, se for considerada a natureza das obrigações assumidas ela será *mobiliária*, se tiver sido efectuada através da venda de títulos públicos, ou seja, os direitos e deveres são incorporados em certos documentos cuja titularidade ou detenção atribui a posição de credor, em condições definidas na lei (Franco op. cit. e Barrera op. cit.). Esta contrasta com a dívida *contratada*, que corresponde a empréstimos derivados de instituições financeiras ou instituições oficiais e/ou governamentais, tal que os direitos e deveres emergentes não são incorporados em títulos documentais, embora sejam susceptíveis de prova documental, na medida em que são objecto de contabilização ou podem resultar de contratos escritos, não se incorporando em títulos de crédito público (Franco op. cit. e Barrera op. cit.).

⁹ Que se refere ao sector público incluindo as diferentes instituições não financeiras e financeiras do Estado. As primeiras dizem respeito às que fazem parte da administração directa do Estado, ou seja as que desempenham funções típicas do governo (como provisão de educação, segurança, representação da nação, etc.) bem como as que fazem parte da administração indirecta, i.e., possuem um determinado grau de especialização e estrutura própria, tais como as empresas públicas. E o segundo grupo diz respeito às que lidam com questões financeiras.

O conceito de DPIM pode ser entendido de uma forma resumida pelo esquema abaixo.

Figura 1: Esquema resumo do Conceito de DPIM



Fonte: Elaborado pela autora

2.2 Porquê Analisar a Estrutura da Dívida Pública?

A análise da estrutura da dívida baseia na observação dos diferentes factores que caracterizam a dívida pública, nomeadamente, a origem, os prazos de maturidade, os indexantes, as taxas de juro, os credores, a sua proporção relativamente a diferentes indicadores económicos, etc. Esta constitui uma prática comum dos autores que desenvolvem estudos sobre a dívida, visto que permite identificar os diferentes factores relacionados, determinados e/ou determinantes da mesma.

Johnson (2001), sustenta que a estrutura da DPIM é um condicionante das políticas que venham a ser levadas a cabo pelo Governo. Argumenta que a estrutura da dívida permite observar como o Governo pode afectar o *stock* e/ou serviço da dívida interna, se através da afectação das taxas de juro ou de outras medidas monetárias. Este ponto de vista é partilhado por Fanini (2005) que vê a estrutura da dívida como um factor determinante para as políticas monetárias e fiscais.

Ainda na mesma vertente, porém numa abordagem mais contextual, Santos (1998) considera que a estrutura da DPIM federal, no contexto brasileiro, é factor fundamental para análise de alterações e ajuste fiscal dos Estados Brasileiros. Tal que procura averiguar quais são os

principais componentes do endividamento mobiliário, os tipos de dívida e a relação com instituições financeiras, fazendo da composição da DPIM o ponto de referência do antes a depois da implementação do referido programa.

Emílio e Soares (2001:103) advertem que a estrutura da dívida é importante na medida em que afecta a forma como as variáveis económicas se relacionam e por uma série de efeitos cruzados resultantes da sua gestão. Citando Pastore (1996) os autores referem que se, por exemplo, a dívida for composta por taxas de juro variáveis (portanto títulos pós-fixados), a utilização da política monetária (PM) na contenção da demanda agregada perde a sua eficácia devido ao efeito riqueza, ou seja, ao mudar os juros, o *stock* de títulos na mão do sector privado não perde o seu valor, como no caso em que a taxa de juro é fixa e possui alta maturidade. Assim, há um aumento das transferências do Governo ao sector privado na forma de juros e amortizações que acabam tendo um impacto maior sobre a demanda agregada, no sentido positivo. De modo análogo se a dívida for composta por títulos nominais, a monetização do défice do Governo gerará inflação e pode reduzir a despesa com juros e amortizações, podendo reduzir o défice.

Outros autores procuram se centrar na análise de cada componente de maneira específica, Pires e Musgrave R. e Musgrave P. (1989:548) fazem análise da maturidade da dívida mobiliária - o período entre a emissão e o tempo de reembolso do capital. Segundo o primeiro autor esta análise é importante porque em caso de concentração do período de vencimento da dívida poderá aumentar a probabilidade de refinanciamento com base na re-emissão de dívida, levando, deste modo, ao seu aumento e manutenção ao longo do tempo. E segundo o mesmo autor, apud Guidotti e Kumer (1991), a principal razão para tal concentração é a incerteza relativamente ao processo inflacionário. E o segundo autor sustenta que o período da maturidade da DPIM dá ideia da liquidez da dívida pública, bem como a noção dos prazos de compromisso. Os períodos de maturidade curta permitem ao tesouro evitar compromissos de longo prazo em que os empréstimos são a taxas de juro altas visto que os agentes económicos procuram se proteger da incerteza relativamente a inflação. Ainda dentro do mesmo fórum, Fernandes e Torolla (2005) concluem que a estrutura de vencimento da dívida pública permite avaliar o seu grau de vulnerabilidade face a instabilidades macroeconómicas transitórias.

Emílio e Soares (2001:103), vêem no período de maturidade da dívida um meio de pré-sinalização das intenções do Governo em reduzir ou não o défice fiscal. O raciocínio é que, se

a maturidade for longa, significa um prémio de risco maior, e portanto maiores despesas. E por seu turno, uma maturidade baixa implica despesas frequentes em refinanciamento, como acima de referido.

Ligado aos factores supra citados, Panizza (2008), argumenta que diante dos *trade-offs* há necessidade dos fazedores de política procurarem encontrar uma estrutura de dívida óptima de modo a limitar os custos e os riscos, diante das alternativas possíveis.

Diferentemente, Meurer e Samohyl (2000) analisam a estrutura da dívida destacando os indexantes, as taxas de juro, a partir dos quais fazem a análise da sustentabilidade da DPIM a longo prazo, baseando nos procedimentos dos autores que citam, nomeadamente, Rocha (1997), Pastore (1997) e Tanner (1995). Portanto, argumentam que tal análise torna-se pertinente ainda que o peso da dívida relativamente ao PIB seja muito baixo.

A discriminação dos detentores segundo Musgrave R. e Musgrave P. (1989:547), é uma análise importante na medida em que influencia a estrutura do mercado de capitais. Portanto, importa saber se o detentor do título é uma instituição pública ou privada. Em caso de ser o BaCen deve ser considerada a alteração da base monetária daí derivada, no caso dos bancos comerciais a alteração do crédito disponível resultante e no caso do público a mudança nos activos albergados no portfólio. Entretanto, Fernandes e Turolla (op. Cit.) citando Reinhart, Rogoff e Savastano (2003) vêem a possibilidade de investidores estrangeiros serem detentores de dívida interna mobiliária como factor indicador de vulnerabilidade financeira pois em caso de *default* os riscos para acesso futuro ao mercado de capitais são maiores.

Borenszetein, Levy Yeyati e Panizza (2006) citados em Panizza (2008:14) encontram que tal custo de *default* está relacionado com a fatia da dívida adquirida por investidores domésticos. E por seu turno a presença de investidores estrangeiro no mercado de dívida doméstico poderá ajudar a expandir o tamanho do mercado e aumentar os fluxos líquidos de capital no país, limitando o *crowding out*.

Olhando para os trabalhos efectuados pelos diferentes autores, pode-se denotar que a análise da estrutura ou composição da dívida permite fazer análises mais aprofundadas relativamente ao assunto. Um aspecto que se pode tirar dos autores consultados é que as conclusões por si aventadas derivam de contextos específicos em que a análise foi feita, isto é, se esta incidiu sobre a DPIM do país ou Estado por exemplo. O que implica que muitas vezes não são

generalizáveis sugerindo a necessidade de se analisar cada estrutura de dívida, porém, pode-se seleccionar dos trabalhos aqueles que são os factores de análise na estrutura da dívida.

2.3 O Debate Teórico sobre Implicações do Endividamento Interno

Mobiliário Público

A contracção de dívida por meio da emissão de títulos pelo Governo junto de agentes particulares residentes é alvo de análise por parte de diferentes linhas de pensamento, no que respeita às prováveis implicações que podem advir sobre o sistema económico. Tais análises englobam-se num debate teórico constituído por três posições distintas, no que respeita em primeiro às bases que as sustentam e posteriormente às conclusões que tiram sobre os efeitos da DPIM.

Assim, encontram-se no debate teórico três posições: (i) a dos que vêem a contracção da DPIM como prejudicial ao sistema económico pelas perturbações que causa; (ii) a dos que provém justificações para a sua contracção, alegando que esta tem a sua importância no funcionamento do sistema económico, (iii) e a dos que consideram o endividamento público interno mobiliário tem efeito nulo sobre a economia, pois constitui “dívida do povo ao povo” (Bhattacharya e Guha 1999).

(i) DPIM como prejudicial à economia

A primeira posição encontra a sua representação na escola Neoclássica. A ideia sustentada é de que o endividamento público interno, em geral, constitui um desvio de recursos de actividades produtivas e uma réplica de encargos à economia.

Baseando-se na pré-concepção de que a economia funciona em pleno emprego dos recursos, que o investimento se ajusta automaticamente à poupança, e que os gastos do Governo são improdutos, esta escola de pensamento fundamenta que o endividamento público interno, como qualquer transferência de recursos do sector privado para o público, deixa o primeiro com menos recursos o que afecta a despesa de capital (Musgrave R. e Musgrave P.: 1989). O que acontece é que a poupança que financia o défice do Governo presumivelmente poderia e estaria a financiar algum outro investimento produtivo no sector privado da economia. Assim,

o stock de capital é reduzido, o que faz com que a renda privada futura tenda a ser reduzida, afectando assim as gerações futuras (Musgrave R. e Musgrave P.: op. cit. e Buchanan: 1957).

O argumento básico desta escola é de que um crescimento da dívida mobiliária do Governo implica um crescimento na riqueza percebida pelos agentes económicos, uma vez que estes são detentores de títulos de dívida pública, que leva ao aumento da despesa do consumo (que é uma componente da despesa agregada) relativamente a poupança. Diante da redução da poupança a taxa de juro aumenta e posteriormente verifica-se o declínio da parte do produto que se destina a acumulação de capital, dada a sua sensibilidade ao juro (Barro: 1974:1096 apud Modigliani:1961). A redução da despesa de capital, por seu turno, fará com que o nível de produto reduza, o que por sua vez voltará a afectar a despesa de capital de tal modo que o efeito de deslocamento da despesa de investimento torna-se um processo dinâmico.

Ainda segundo a presente escola de pensamento, adicionalmente aos argumentos acima mencionados, o endividamento do Governo num determinado período implica que em períodos posteriores o Governo terá que elevar os impostos para poder pagar a dívida uma vez que a sua capacidade de endividamento é limitada, resultando num encargo para as gerações futuras (Kotlikoff: 1984).

(ii) *DPIM como estimuladora do funcionamento da economia*

A segunda posição, contraditória á primeira, é enfatizada pelos keynesianos. A ideia sustentada é de que o endividamento do Governo é benéfico para a economia.

A sua base de partida é diferenciada da neoclássica; a sua percepção é de que a economia não funciona em pleno emprego, sendo este apenas um caso especial. Adicionalmente, sustentam que a poupança difere do investimento e os gastos do Governo possuem papel activo e decisivo na actividade económica.¹⁰

Diante deste cenário, o endividamento público tem efeitos positivos sobre para a economia, pois a curto prazo, o aumento do consumo em resultado do aumento da riqueza percebida fará com que a demanda agregada aumente o que irá resultar no aumento do produto e do emprego [Singh (1999) e Barro (1974) *apud* Modigliani (1961)]. O aumento da taxa de juro

¹⁰ Os pressupostos da teoria keynesiana poderão ser vistos nas diferentes obras de Macroeconomia como Mankiw, (2004), Sachs e Larrain (1998), Shapiro, (1978), etc.

que possa se verificar em resultado do endividamento, fará com que haja estímulo para poupar o que aumentará por seu turno a formação de capital (Chakraborty: 2002).

Nesta linha de pensamento, a possibilidade de deslocamento da despesa em capital em resultado da contracção da dívida pública, estaria dependente da sua elasticidade ao juro. Mas, uma PM expansionista seria eficaz em manter as taxas de juro inalteradas (Esteve 1995:575).

Portanto a DPI, está associada a suavização do ciclo de negócios da economia ao longo do tempo (e portanto no aspecto individual a suavização do consumo, se não existirem restrições no mercado de crédito) e a sua evolução é sinal importante de credibilidade e sustentabilidade da política fiscal de um país (Paes: 2003).

Ainda neste grupo, mas saindo um pouco da base teórica original, é argumentado que a DPIM sendo contraída em moeda local da economia em causa, relativamente a dívida externa, tem menor risco de flutuação cambial, portanto, há que se encorajar a criação de condições institucionais e infra-estrutura necessárias à sua contracção (Panizza: 2008).

O mesmo autor refere ainda que, a presença de um mercado largo e com liquidez de obrigações do Governo, pode promover o desenvolvimento do mercado de obrigações privadas e ampliar as alternativas de financiamento às empresas. Isto porque as obrigações públicas, para além de prover as infra-estruturas necessárias, podem servir de *benchmark* para os títulos privados.

Adicionalmente, o benefício da existência de um mercado de dívida desenvolvido dá alternativas aos investidores nacionais à investir no mercado internacional, o que impede a saída de capitais, para além de ser um incentivo aos agentes económicos para criação de poupança financeira formal que gera ganhos em termos de profundidade financeira, reduzindo a economia informal.

Ainda que contraditórias entre si, três aspectos comuns podem ser derivados destas duas primeiras linhas de pensamento: (i) o primeiro é que ambas consideram que endividamento público interno aumenta a riqueza percebida pelos agentes económicos; (ii) o segundo é que tal aumento da riqueza percebida afecta a despesa agregada; (iii) e terceiro é que tais alterações têm implicações sobre as variáveis macroeconómicas: taxa de juro, investimento e produto.

(iii) DPIM neutra à economia

A terceira posição, sustentada pela Equivalência Ricardiana, faz caso a estas duas posições. A sua tese é de que a DPIM não tem efeitos sobre a demanda agregada e portanto sobre a economia uma vez que os títulos do Governo não constituem riqueza para os agentes económicos.

Os seus argumentos são de que os agentes económicos estão cientes de que, mais tarde ou mais cedo, terão que pagar, a dívida pública actual, através de impostos que o Estado vier a lançar. Assim, os detentores não vão interpretar os títulos representativos de dívida pública como parte da sua riqueza, mas sim como antecipação de impostos futuros. E dada a sua natureza benevolente, relativamente às gerações futuras, os agentes irão reduzir a sua despesa em montante igual ao do acréscimo da dívida pública, neutralizando assim os seus feitos (Esteves: op cit).

A ideia de *Equivalência Ricardiana* é recuperada por Barro (1974) que tomando em consideração um modelo de gerações sobrepostas, isto é, assumindo que as famílias se comportam como tendo período de vida infinito, há imperfeição no mercado de capital e monopólio do Governo da emissão de títulos, conclui que a incerteza que os indivíduos têm relativamente a futuras taxas faz com que a contracção de dívida pelo Governo aumente o risco global no balanço dos seus activos e que por sua vez reduz a riqueza percebida.

Entretanto, o facto realístico de que os agentes que detêm os títulos de dívida pública não são os mesmos que a pagam põe em causa todo este argumento de equivalência (Esteves: op. cit.), bem como a extrema exigência dos restantes pressupostos que determinam a verificação da *Equivalência Ricardiana* tais como: os preços perfeitamente flexíveis, igualdade do valor actual das receitas e despesas, a ausência de restrições de capital, os horizontes infinitos das famílias, etc. (Pereira e tal 2005).¹¹ Portanto, este é um debate inacabado.

Este facto leva a que vários autores procurem realizar estudos empíricos sobre os efeitos da contracção de dívida via emissão de títulos. Muitos deles baseiam-se em análises econométricas, cujas variáveis modeladas variam, mas grande parte se baseia na relação entre

¹¹ Os pressupostos da equivalência poderão ser encontrados com maior detalhe na obra supracitada na sua menção, mas também nos autores recomendados na mesma obra: Bernheim (1989), Seater (1993) e Barro (1999).

a dívida ou emissão de títulos e as variáveis macroeconómicas citadas no debate, isto é, produto, taxa de juro, despesa de investimento, etc.¹² Procedimento este que não se enquadra para o caso moçambicano, dado aos factores citados na apresentação da metodologia do trabalho.

Pese embora não possa ser elaborado um modelo para testar cada teoria, os aspectos aventados nas diferentes posições, principalmente nas duas primeiras, podem ser alvos de observação para o caso em estudo de modo a se extrair algumas ilações, especificamente, os recursos financeiros disponíveis, os encargos públicos com juros da DPIM e algumas ligações inerentes à sua estrutura.

¹² Veja Katsaitis, Odysseus (1987); Placone, Dennis; Ulbrich, Holley e Wallace, Myles (1985); Singh, Charan (1999); Patnaik, Prabhat (1986) e Esteve, Pedro R. (1995).

3. A DÍVIDA PÚBLICA INTERNA MOBILIÁRIA EM MOÇAMBIQUE (1999-2007): EVOLUÇÃO, ESTRUTURA E IMPLICAÇÕES ECONÓMICAS

O presente capítulo incide directamente sobre a Dívida Pública Interna Mobiliária (DPIM) em Moçambique, especificamente, debruçar-se-á sobre o conceito de DPIM que se pode apurar pelos diferentes documentos oficiais do país, em comparação com o conceito em voga no trabalho, bem como será feita uma breve descrição dos instrumentos desta dívida. Tal se afigura importante na medida que delimita os dados que vão entrar para o *stock* de dívida em análise.

Posteriormente, será feita a análise e descrição da evolução do endividamento interno mobiliário no país, passando-se aos factores que determinaram a evolução registada, seguindo-se a identificação e análise da estrutura da DPIM em Moçambique com enfoque nos seus principais componentes e, por fim, serão avançadas algumas implicações derivadas desta parcela da dívida.

3.1 O quadro da DPIM em Moçambique

Tal como outrora fora feito, a delimitação do conceito de DPIM no caso em estudo será feita passando pela definição dos dois conceitos mais amplos, isto é, a DP e a DPI.

Em Moçambique, o Departamento Nacional da Dívida (DND), considera DP todas as emissões de empréstimos cujo prazo de pagamentos é superior a um ano, e inclui nestas a dívida pública interna e externa.¹³

A DPI restringe-se a “aquela que é contraída pelo Estado com entidades de direito público ou privado, com residência ou domiciliadas no País, e cujo pagamento é exigível dentro do território nacional”.¹⁴ E, os empréstimos serão contraídos a favor da administração financeira, sendo os agentes residentes, especificamente, bancos e instituições financeiras.¹⁵

¹³ http://www.ine.gov.mz/metadados/quadro_detalhe/sector_fiscal/divida%20administracao%20central.pdf

¹⁴ GMD (2006) apud A Lei 9/2002 de 12 de Fevereiro - Lei do Sistema de Administração Financeira do Estado (SISTAFE)

¹⁵ http://www.ine.gov.mz/metadados/quadro_detalhe/sector_fiscal/divida%20administracao%20central.pdf

Na delimitação da DPI, são também inclusas a dívida externa convertida em interna¹⁶ e a dívida acessória relativamente a Governos locais, instituições governamentais, entidades públicas autónomas, empresas públicas e privadas, visto que, ainda que não sendo dívida directa do Estado, em caso de incumprimento do pagamento, o Governo deve assumir o encargo na qualidade de avalista.¹⁷

Tal como apresentado nas contas gerais do Estado, não constam do *stock* as situações passivas do BaCen (neste caso o BM), e ao mesmo tempo é considerada a dívida que o Governo central possui relativamente a este. Em termos de uma análise do sector público consolidado, a dívida do BM deveria constar, visto que este faz parte do sector público, mas tal como nos documentos oficiais, o presente trabalho não vai tomar em consideração, sendo assumido que estes entram indirectamente para contabilização oficial através de lucros e perdas desta entidade atendendo e considerando que nos termos da lei 1/92 de 3 de Janeiro (lei orgânica do BM) o BM é uma instituição autónoma financeira e administrativamente. Anexado a isto, está a questão dos indicadores que virão a ser usados, especificamente, o caso do peso da DPIM sobre as RP e DP total, que teriam que ser alterados, somando a parte que cabe ao BM, caso se considere os seus passivos, de modo a que possam ser plausíveis.

Dentro da mesma perspectiva seria importante retirar do *stock*, a dívida que o Governo central possui relativamente ao BM, por constituir uma dívida fictícia, visto que é uma transferência de recursos dentro do sector público, mas tal não se afigurou necessário, visto que a partir de 1998 foi eliminada toda a dívida relativa a esta entidade.¹⁸

Assim, tomando o supra citado em conta, a DPIM *oficialmente* considerada em Moçambique, será a dívida resultante da contracção de empréstimos via emissão de títulos pelo Governo central, com prazo superior a um ano, cujos detentores são residentes. Mas, para o caso específico do trabalho, não será apenas considerada a dívida com prazo superior a um ano, mas também a dívida flutuante nos momentos em que esta transita para o ano seguinte, em consonância com os dados que são anuais, com o mês de Dezembro como período de referência, visto que o contrário resultaria na subestimação da transferência de recursos que é feita dos agentes privados para o sector público, via valores mobiliários.

¹⁶ Vide CGE e RPCGE 2000, 2001 e 2002.

¹⁷ Idem

¹⁸ É importante citar que com as reformas estruturais, Moçambique deixou de contrair dívida junto do banco central devido aos seus efeitos inflacionários e o stock foi eliminado em 1998 (segundo a CGE:1998), mas aquando da sua existência esta fora contabilizada como Dívida Pública Interna.

(i) ***Instrumentos da DPIM e sua transacção***

Em Moçambique, o conjunto de instrumentos mobiliários usados para emissão de DPIM é constituído por OT's e BT's (para ver outros instrumentos de DPI veja o anexo 5).

As OT's constituem a dívida mobiliária de longo prazo, têm sido a maior proporção do stock, sendo emitidas para financiar défices orçamentais bem como para dinamização do próprio mercado mobiliário¹⁹. Segundo consta no decreto 20/2005 de 22 de Junho, art. 2.2, as OT's podem ser colocadas directamente pela DNT em instituições financeiras para posterior dispersão pelos investidores no mercado secundário (para definição vide anexo 7), ou através de um sindicato de instituições financeiras directamente junto dos investidores em geral. No art. 3 consta que estas são admitidas à cotação na BVM, de forma a serem transaccionadas em mercados secundários, sendo isentas de tributação nos termos constantes dos códigos de Imposto sobre Rendimento de Pessoas Singulares e Colectivas (IRPS e IRPC, respectivamente) e Imposto de Selo.

Na nomenclatura das OT's usa-se o ano da sua emissão. No caso de serem emitidas mais de uma obrigação no mesmo ano, este é acompanhado pelo número de série, que obedece a ordem da emissão, isto é, caso seja a primeira a ser emitida no ano em causa, será considerada série I.

Os BT's não constam no *stock* da DPI anual porque o seu uso é para financiar défices de temporários (em caso de atraso de verbas), sendo posteriormente pagos por operações de tesouraria como consta na legislação correspondente²⁰, apenas são contabilizados para o serviço da dívida os juros que advém da sua contracção. Estes podem ser colocados por entidades com acesso ao mercado primário (cujas condições de tal acesso são definidas pelo BM), para outras entidades sem acesso e ao público em geral.²¹

Nos dados que serão analisados, irão constar, à excepção de dois anos, apenas as OT's, isto porque as BT's são dívida flutuante, e por seu turno os dados usados serão anuais e referentes ao último mês do ano, como já fora referido.

¹⁹ No relatório da conta geral do Estado de 1999 conta que, apesar de o governo ter capacidade de recorrer a sua poupança, optou por emitir OT's para estimular o mercado de capitais, especificamente a Bolsa de Valores de Moçambique que entrara em funcionamento nesse mesmo ano.

²⁰ Governo de Moçambique: *Decreto no 22/2004 de 7 de Julho, sobre o Regime Jurídico dos Bilhetes do Tesouro*. Boletim da República. I Série, Número 27, República de Moçambique. 2004

²¹ *Idem* Artigo n^o8, Linhas 1 e 2.

(ii) *O quadro legal*

No que respeita ao quadro institucional e legal, o Orçamento do Estado (OE) é que estabelece as condições e o limite de empréstimos a contrair para o financiamento das despesas públicas. Sendo competência do subsistema do tesouro público do Ministério das Finanças (MF) em coordenação com o subsistema do orçamento formular a política de financiamento da despesa pública, realizar as operações de crédito público aprovado a nível superior e gerir a dívida interna e externa resultante, como consta no regulamento do Sistema de Administração Financeira do Estado (SISTAFE).²²

3.2 A Evolução da DPIM em Moçambique

A DPIM em Moçambique, como foi referido supra, é relativamente recente. Até 1998 a DPI existente constituía a dívida contraída junto do BM para financiamento do Défice Orçamental em anos anteriores a 1994, segundo a respectiva CGE, tendo esta sido liquidada na totalidade no mesmo ano. Adicionalmente, um dos objectivos macroeconómicos estabelecidos para este ano foi a não utilização do crédito bancário para financiamento do Défice Orçamental do Estado.²³

A DPIM foi contraída pela primeira vez em 1999, através da emissão de OT's por parte do Governo, no valor de cerca de 60 milhões de meticais cujo prazo de pagamento era de 3 anos²⁴ e, desde então, o *stock* continua a crescer e rapidamente.

Segundo dados da DNT (op. Cit.), destes 60 milhões de meticais emitidos em 1999, o *stock* passou para cerca de 7.848,5 milhões de meticais em 2007, o que representou um aumento em cerca de 12.981% (ou seja, praticamente 131 vezes) com perspectivas de continuar a crescer segundo o GMD (2006) *apud* IMF/FMI (2006).

A ascensão do *stock* da DPIM, registada durante o período, não se circunscreve somente em termos de valor absoluto, mas também como proporção de outros indicadores. O *stock* da DPIM de cerca de 0.1% que fazia como proporção do PIB e da DP total em 1999, passou para cerca de 3.8% e 9% respectivamente em 2007, mantendo, quase sempre, uma tendência ascendente. De 1% que o *stock* fazia em termos de proporção de RP em 1999 passou a fazer

²² GMD (2006) e Governo de Moçambique: *Decreto no 20/2005 de 22 de Junho, sobre a Delegação ao Ministro das Finanças de Competências para contrair Empréstimo Interno, Amortizável, denominado "Obrigações do Tesouro"*. Boletim da República. I Série, Número 25, República de Moçambique. 2005

²³ CGE (1998)

²⁴ Direcção Nacional do Tesouro: *Relatório Anual Sobre a Dívida Pública Ano 2007; CGE (1999)*

cerca de 23% em 2007, depois de atingir o pico de cerca 39% em 2004 - ano em que a dívida dos BT's consta do *stock* (Gráfico 1).

A contínua emissão de OT's foi característica nos anos subsequentes ao inicial, à excepção de 2003 e 2006. Os BT's por seu turno também vinham sendo emitidos, constatando-se pelos juros pagos como resultado da sua contracção, mas apenas transitaram para o ano seguinte nos anos de 2003 e 2004, como pode ser verificado na tabela 4.

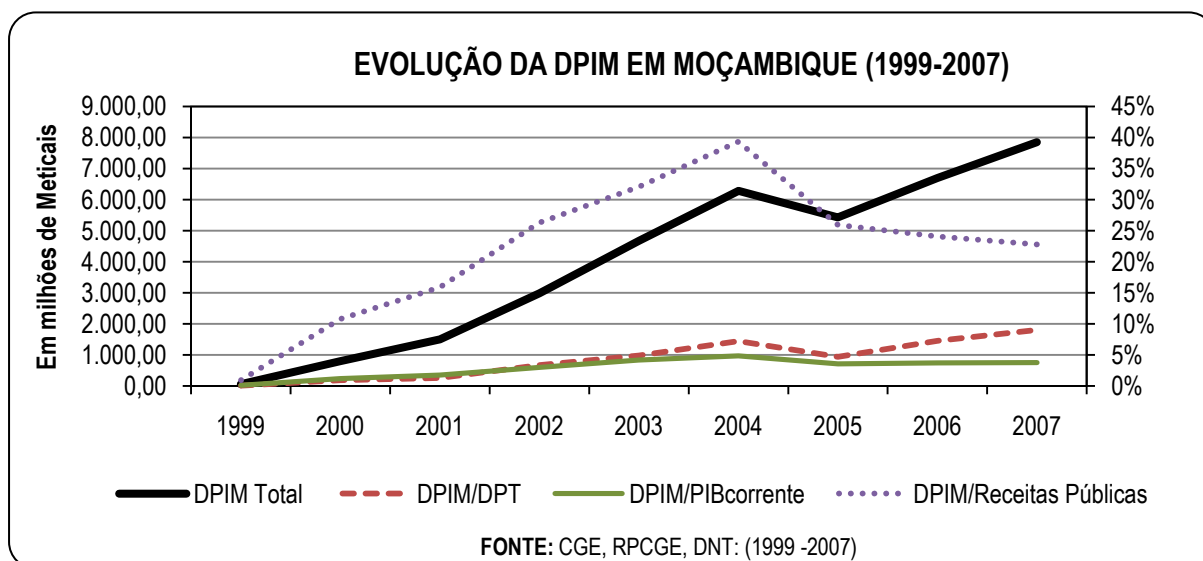
No que respeita as OT's, as emissões foram no seu todo, em número de 11 (cujos detalhes poderão ser vistos no anexo 1) que globalizaram um total de 10.408,4 milhões de meticais, das quais 4, nomeadamente as OT's, 1999, 2000, 2002-II série e 2004, com valores respectivamente de, 60, 745, 100 e 250 milhões de meticais foram resgatadas na totalidade. Outras OT's foram resgatadas parcialmente, nomeadamente as OT's BAU²⁵ e 2005- série III (detalhes poderão ser verificados na tabela 1).

Importa referir que, durante este período, a DPIM constituiu mais de 91% do total da DPI, à excepção do ano 2000 que constituiu cerca de 73%, tendo a restante proporção sido preenchida pela dívida interna assumida (isto é, acessória) e pela dívida externa convertida em interna neste mesmo ano, na proporção de 3% e 24% respectivamente (vide anexo 1 e tabela 2).

Assim, a DPIM praticamente representada pelas OT's, tem sido a principal responsável pelo crescimento acelerado da DPI, cuja tendência tem sido contrária a da DPE que tem vindo a decrescer. Segundo dados da DNT (1999 – 2007), depois de ter ascendido a cerca de 115.214,49 milhões de meticais em 2001, e estar em níveis insustentáveis, a DPE tem estado a decrescer atingindo em 2007 cerca 78.752,01 milhões de meticais, verificando-se um comportamento idêntico em termos de outros indicadores, tal como se pode verificar na tabela 2.

²⁵ BAU foi a designação às OT's emitidas entre 2001 e 2002 com vista a recapitalização de bancos comerciais.

Gráfico 1: Evolução da DPIM (1999 – 2007)



Nota: Os rácios deverão ser lidos no eixo das ordenadas do lado direito onde constam valores em percentagem, e a evolução do stock total de DPIM deverá ser lido do lado esquerdo onde constam os valores absolutos do stock desta dívida.

Tabela 1: Total de OT's emitidas durante o período de 1999 a 2007 (em Milhões de meticais)

Instrumento	Ot's 1999	Ot's 2000	Ot's 2001-I	OT'S BAU 2002-II	Ot's 2004	Ot's 2005-I	Ot's 2005 - II	Ot's III*	Ot's 2005	Emissão BM 06	Emissão BM 07	Total	Proporcao
Emissão	60	745	233,8	2.356,2	100	250	496	1.500	1.667,4	1.500	1.500	10.408	100%
Amortizado	60	745	0	1.654,4	100	250	0	-	350,0			3.159	30%
por resgatar	0	0	233,8	701,77	0	0	496	1.500	1.317,4	1.500	1.500	7.249	70%

Fonte: DNT (1999 – 2007)

Considerando os rácios de sustentabilidade da DPI sugeridos pelo DRI em artigo de autoria de Johnson (2001)²⁶ que se podem verificar no anexo 2, a dívida interna, representada por títulos, manteve-se aos níveis sustentáveis definidos, quer em proporção das RP tanto como do PIB.

Sendo o limite da proporção da DPI, relativamente as RP e PIB, dado pelos intervalos de 20% - 25% e 92% - 167%, respectivamente, a evolução retornou, portanto, aos limites de sustentabilidade.

²⁶ Johnson, Alison: Critérios Chaves para Análise da sustentabilidade da Dívida Pública Interna. Debt Relief International Ltd. 2001

Tabela 2: Evolução da Dívida Pública Externa, Interna e da DPIM (1999 – 2007)

Ano	(Em milhões de MT)				% do DPT		%	% do PIB		%	% da RP		%
	DPT	DPE	DPI	DPIM	DPE	DPI	DPIM/DPI	DPE	DPI	DPIM/PIB	DPE	DPI	DPIM/RP
1999	76.026	75.966	60	60	100%	0,1%	100%	131%	0,1%	0,1%	1219%	1,0%	1,0%
2000	86.844	85.745	1.099	805	99%	1,3%	73%	131%	1,7%	1,2%	1149%	14,7%	10,8%
2001	116.838	115.214	1.624	1505	99%	1,4%	93%	137%	1,9%	1,8%	1216%	17,1%	15,9%
2002	89.286	86.016	3.270	2985	96%	3,7%	91%	86%	3,3%	3,0%	757%	28,8%	26,3%
2003	95.467	92.444	3.023	2804	97%	3,2%	96%	83%	4,4%	4,2%	634%	33,5%	32,0%
2004	87.180	82.543	4.637	2586	95%	5,3%	97%	64%	5,1%	4,9%	517%	40,7%	39,3%
2005	116.001	110.318	5.683	5433	95%	4,9%	96%	73%	3,7%	3,6%	527%	27,1%	25,9%
2006	91.846	84.914	6.931	6695	92%	7,5%	97%	47%	3,8%	3,7%	306%	24,9%	24,1%
2007	86.792	78.752	8.040	7849	91%	9,3%	98%	38%	3,9%	3,8%	228%	23,3%	22,8%

Fonte: DNT, CGE, RPCGE, INE: (1999 – 2007) e cálculos do autor.

Como se pode deparar, na tabela 2, a DPIM é próxima a DPI, seja em valores absolutos como em proporção dos diferentes indicadores e tal vem se mantendo. É importante citar que a rápida evolução registada não se deveu somente ao facto de a base de comparação ser muito baixa mais também devido às emissões contínuas que se registaram nos anos seguintes.

No que respeita aos componentes a DPIM em si não se alterou durante todo o período. As OT's determinam o stock, à excepção de 2003 e 2004 em que os BT's transitaram para o ano seguinte. Não houve introdução de nenhum instrumento de dívida novo, o que demonstra que a evolução foi apenas em termos de valores emitidos, tal como pode se ver nas tabelas 3 e 4.

Tabela 3: Evolução da DPIM por instrumentos de 1999 - 2007 (em milhões de metcais)

Fonte	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
OT's	60	805,0	1.505	2.985	2.804,1	2.585,5	5.432,8	6.695,1	7.848,5
BT's	-	-	-	-	1.867,3	3.700	-	-	-
DPIM Total	60	805,0	1.505	2.985	4.671,4	6.285,5	5.432,8	6.695,1	7.848,5

Fonte: DNT, CGE, RPCGE: (1999 -2007)

Tabela 4: Evolução da DPIM por instrumentos de 1999 – 2007 (em percentagem)

Fonte	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
OT's	100%	100%	100%	100%	60%	41%	100%	100%	100%
BT's	0%	0%	0%	0%	40%	59%	0%	0%	0%
DPIM Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: Cálculos da autora com base nos dados: DNT, CGE, RPCGE: (1999 -2007)

Tomando em consideração as taxas médias de crescimento registado entre 1999 e 2007, da DPIM, do PIB e das RP, respectivamente, 193%, 17% e 24%, *ceteris paribus*, considerando os seus *stocks* actuais, um contínuo crescimento da dívida em termos destes indicadores

poderá ser observado caso estas taxas se mantenham nos próximos anos. No caso das receitas, poder-se-á ultrapassar os limites de sustentabilidade definidos. A possibilidade deste cenário vir a ocorrer está em parte ligada com os factores que levarão a verificação das taxas de crescimento em causa, principalmente da DPIM, sendo este o assunto de análise da próxima secção.

3.3 Determinantes da Evolução da DPIM em Moçambique

A emissão de dívida Pública por parte de um Governo é motivada pela necessidade de financiamento do défice orçamental. Especificamente, pela impossibilidade de colectar RP suficientes para cobrir as despesas públicas necessárias num dado exercício, o que, por seu turno, dá lugar a procura de formas complementares de recursos e uma delas é a contracção da dívida.

Porém, referir ao défice como factor determinante da contracção de dívida pública, é um quanto óbvio e abstracto. Torna-se, com efeito, importante identificar os factores que estão por trás do défice público, que condiciona a emissão de DPIM.

Antes de proceder de tal forma, importa referir que, em Moçambique, dado o baixo nível de desenvolvimento, as despesas públicas tem sido superiores às RP colectadas, sendo o défice resultante financiado por ajuda externa²⁷. Assim, dado que a ajuda externa é praticamente “*garantida*” e que é a primeira fonte alternativa de financiamento, os factores em análise serão somente os que determinaram o défice após ajuda externa, portanto, o endividamento a nível doméstico.

Tomando em consideração as questões supra, podem ser identificados quatro factores como determinantes do endividamento interno em Moçambique: (i) Necessidade de cobertura do défice orçamental em resultado da realização de operações financeiras activas; (ii) Dinamização da Bolsa de valores (iii) Operações de resgate antecipado de dívida; e (iv) Necessidade de recapitalização do BaCen.

²⁷ Vide o anexo 3 do Orçamento do Estado. Importa sublinhar que se está a falar do período em que o défice começou a ser financiado pela ajuda externa, tendo o governo interrompido o financiamento via emissão de moeda.

(i) *Necessidade de Financiamento do Défice Orçamental em resultado da Realização de Operações Financeiras Activas*

Um rápido crescimento das despesas em oposição a um crescimento relativamente lento das RP explicam parte dos altos níveis de emissão de DPI. As RP mantiveram-se constantes entre 1999 e 2002, em termos de percentagem do PIB, situando-se em cerca de 11%. A partir de 2002 estas começaram a registar algum crescimento, tendo sido em 2003 cerca de 13% do PIB, abrandando para 12% em 2004, ano a partir do qual começou a registar-se um movimento ascendente atingido cerca de 17% em 2007 (veja gráfico 2).

As despesas públicas, por seu turno, registaram exactamente um rápido crescimento durante o período em que as receitas se mantiveram constantes. Em termos de percentagem do PIB, a despesa aumentou de 21% em 1999 para 29% em 2002. Em 2003 e 2004 registaram um abrandamento para, respectivamente, 26% e 24% do PIB, voltando a ascender para 26% em 2005 altura em que a receita também aumentou em 2 (dois) pontos percentuais do PIB (veja gráficos 2 e 3).

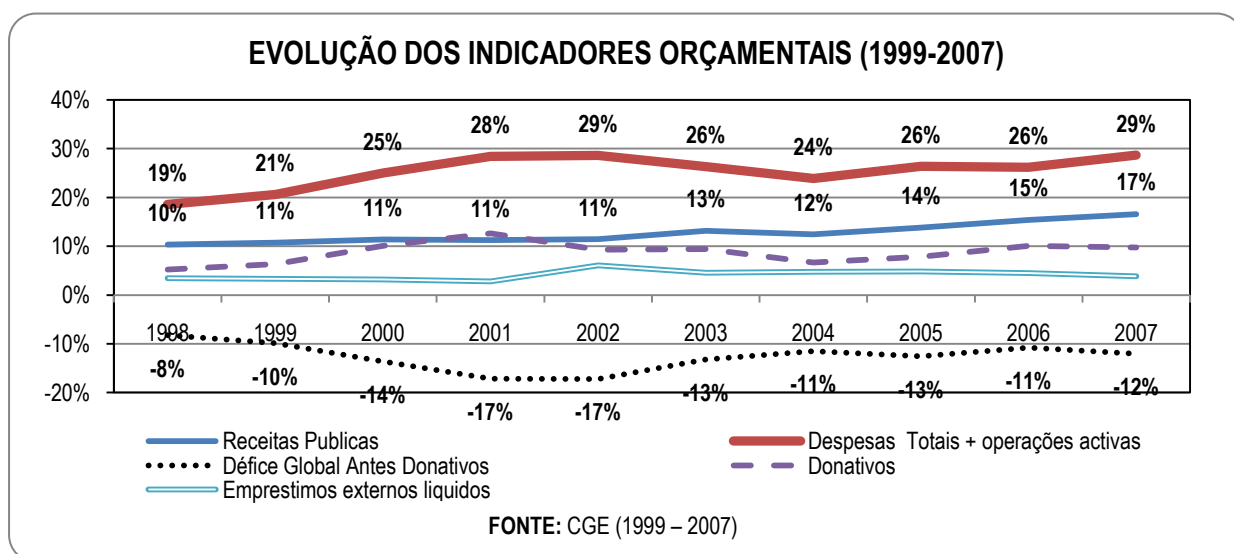
Tal comportamento da despesa pode ser explicado pelo aumento das operações activas, para além do aumento registado nas despesas de Investimento. Como se pode observar as operações activas do Estado ascenderam entre 1999 e 2002, de 0,5% para 4% do PIB, altura em que emissão da DPIM cresceu (vide tabela 1). A queda em 2003 desta rubrica da despesa coincide com o abrandamento da despesa Pública total, bem como com a queda da emissão da DPIM (vide tabela 1). Igual comportamento também se observa em 2005, em que as operações activas constituíram 2% do PIB, aumento que foi acompanhado pelas despesas de Investimento. Adicionalmente, neste ano o governo emitiu obrigações com vista a financiar défice orçamental para além das operações activas.

Segundo as CGE bem como o RPCGE de 2000, 2001 e 2002, o crescimento das operações activas deveu-se a necessidade de investir fortemente na recapitalização dos Bancos em que o Estado tinha participações, nomeadamente, o então Banco Austral e o Banco Comercial de Moçambique (BCM), que corria o risco de ir á falência devido a créditos mal parados. Segundo Tibana (2005: 54) os doadores não aceitaram tomar parte da operação de recapitalização, tendo o Governo recorrido a emissão de títulos do Tesouro, nomeadamente as OT's de 2000, OT's 2001-I série, e OT's BAU (OT's 2001-II, OT's 2002- I e III) e OT's

2002-II, no valor, respectivamente, de 745; 233,8; 2.356,2 e 100 milhões de meticais, o que aumentou consideravelmente a DPIM (veja tabela 1).

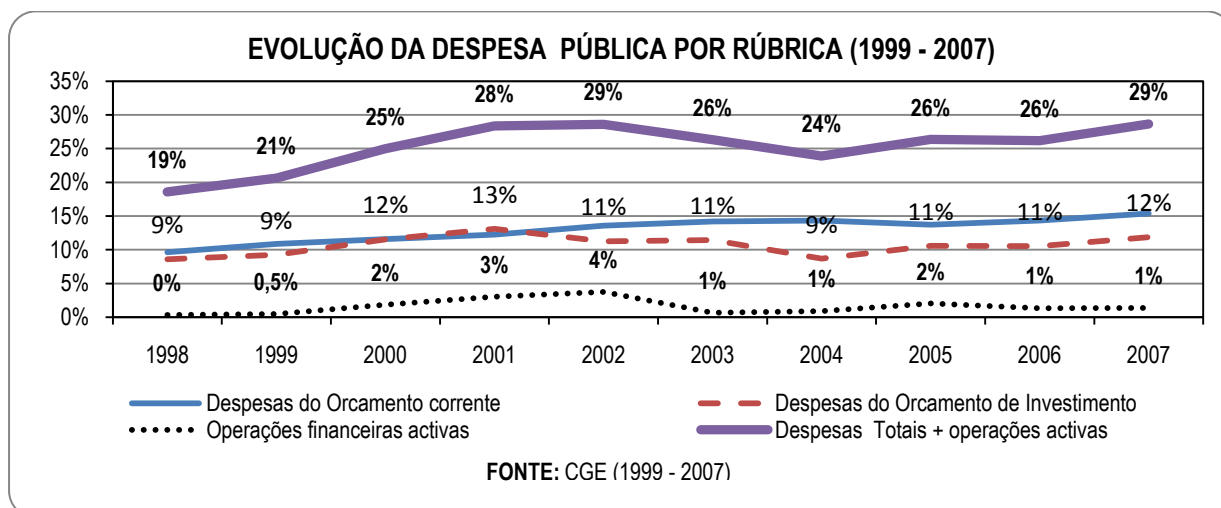
Para além do défice resultante das operações activas, os atrasos de verbas bem como a deficiência da própria colecta de receitas em alguns períodos do ano, ocasionaram défices temporários que levaram a emissão BT's para os cobrir²⁸, com transição para o ano seguinte apenas em 2003 e 2004 (vide tabelas 5 e 6).

Gráfico 2: Evolução de Indicadores Orçamentais em proporção do PIB (1999 – 2007)



²⁸ Pode-se confirmar que os BT's foram sendo emitidos ao longo dos anos pelos juros anuais pagos a estes referentes, tal como consta no anexo 1.

Gráfico 3: Evolução da Despesa Pública por Rubrica em proporção do PIB (1999 – 2007)



(ii) Dinamização do mercado de capitais

Quando o Governo incorreu ao financiamento interno pela primeira vez em 1999, devido ao défice que se verificava relativamente as despesas após o financiamento externo, as contas do Tesouro apresentava poupança acumulada no valor de cerca de 196 milhões de meticais, suficientes para cobrir o défice de 110 milhões de meticais incorridos nesse ano (Vide anexo 3).

Porém, ainda assim, o Governo incorreu à emissão de OT's no valor de 60 milhões de meticais para financiar parte do défice após o financiamento externo. Tal procedimento foi justificado pelo cumprimento do objectivo de activar o mercado de capitais e estimular a poupança, visto que a BVM entrou em funcionamento nesse ano (CGE:1999), tendo sido as OT's do Governo o primeiro instrumento admitido à cotação.

Adicionalmente a isso, segundo o relatório plurianual da BVM de 2004, a maior parte dos instrumentos financeiros transaccionados, neste mercado, entre 1999 e 2002 foram as OT's, tendo constituídos para os anos em causa, respectivamente, 60%, 81%, 85% e 56% do total de instrumentos financeiros.

(iii) Operações de resgate antecipado de dívida anterior

O Governo tem emitido obrigações com vista a fazer o resgate antecipado de OT's emitidas no passado. Segundo informação da DNT, as OT's emitidas em 2004 e 2005 – I série, respectivamente, no valor 250 e 496 milhões de meticais, com prazo de 5 anos ambas, visavam fazer amortização antecipada das OT's de 2000 no valor de 745 milhões de meticais cujo prazo era de 10 anos (veja tabelas 1 e 7 e o gráfico 2).

A mesma fonte indica que as OT's de 2004 prevêm a sua amortização antecipada e parcialmente em 2008, e o remanescente de 206.5 milhões de meticais seriam antecipadas em 2009. De modo análogo as OT's 2008 no valor de 350 milhões de meticais para o prazo de 5 anos serão emitidas com vista a amortizar parcialmente as OT's de 2005- serie III.

Portanto, neste processo de resgate antecipado o Governo substitui dívida de maturidade mais longa, para uma maturidade reduzida, simultaneamente. Este procedimento é feito com vista a aproveitar as condições de mercado quando estas são mais favoráveis relativamente as que se faziam sentir aquando da emissão de dívidas anteriores²⁹.

(iv) Assunção de passivos do BaCen;

O artigo 14 da Lei nº 1/92 de 3 de Janeiro (Lei orgânica do BM) sustenta que, verificando-se uma alteração no valor dos activos ou do passivo do Banco em decorrência de ajustamentos da moeda nacional em relação a outras moedas, o banco contabilizará os lucros ou prejuízos numa conta especial de flutuação de valores. Caso esta conta apresente um saldo devedor, no final do exercício económico do BM, o Estado deverá regularizar este saldo via emissão de títulos ou através de outra modalidade proposta pelo conselho de administração.

Por seu turno, qualquer saldo credor na conta especial de flutuação de valores no final de cada exercício económico será creditado numa conta cativa em nome do Estado em relação à qual o Banco poderá pagar juros à taxa que o Conselho de Administração determinar.

Assim, segundo relatórios do BM³⁰, tendo se verificado uma flutuação de valores desfavorável acumulada em 2004 em 4.500 milhões de meticais em resultado de flutuações

²⁹ Segundo sossegado pela chefe de departamento da gestão da DPI em Moçambique, Doutora Anabela Pinho, em entrevista realizada a 15 de Novembro de 2009

³⁰ Relatórios do BM 2005, 2006 e 2007

cambiais, o Estado assumiu integralmente este passivo mediante a emissão de OT's, a favor do Banco, a ser feita em três tranches durante o período de 2005 a 2007.³¹

Assim foram emitidas nos anos de 2005, 2006 e 2007, três obrigações no valor de 1500 milhões de meticais e com iguais condições período de maturidade perpétua, com uma taxa de 5,8 % pré-fixada e pagamentos trimestrais.³²

Portanto, esta necessidade de financiamento verificada no balanço do BM levou a Governo a voltar a emitir avultadas somas de OT's, depois de um abrandamento nos anos de 2003 e 2004, tendo sido o principal factor determinante do crescimento da dívida durante este período.

Tabela 5: Determinantes por detrás da emissão de DPIM de 1999-2009 (em milhões de meticais)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*	2009*
DPIM Total	60	745	700	1.990	1.867	3.950	3.592	1.572	1.500	350	290
<i>Dinamização do mercado de capitais</i>	60										
<i>recapitalização de Bancos comerciais</i>		745	700	1.990							
<i>financiamento de défice temporário</i>					1.867	3.700					
<i>Défice orçamental**</i>							1.596				
<i>Amortização antecipada</i>						250	496	72		350	290
<i>Reapitalização BM</i>							1.500	1.500	1.500		

Fonte: CGE, RPCGE e DNT: (1999 – 2007)

* Previsão feita com base em informação obtida da DNT e da BVM podendo não ser estes exactamente os valores emitidos.

** Refere-se ao défice orçamental estrutural diferente do défice temporário que se verifica apenas pelo atraso de verba e não pela falta de receitas para cobertura.

³¹ Vide CGE (2005) e RPCGE (2005)

³² Vide DNT (1999 – 2007)

Tabela 6: Determinantes por detrás da emissão de DPIM de 1999 a 2009 (em percentagem)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*	2009*
DPIM Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Factores											
Dinamização do mercado de capitais	100%										
recapitalização de Bancos comerciais		100%	100%	100%							
financiamento de défice temporário					100%	94%					
Défice orçamental							44%				
Amortização antecipada						6%	14%	5%		100%	100%
Reapitalização BM							42%	95%	100%		

Fonte: Cálculos da autora baseados em dados da CGE, da RPCGE e da DNT: (1999 – 2007)

* Previsão feita com base em informação obtida da DNT e da BVM podendo não ser estes exactamente os valores emitidos.

Como se pode deparar, da decomposição dos factores que estão por detrás da emissão da DPIM apresentada pelas tabelas 5 e 6, não há um factor contínuo que determina a emissão de dívida durante este período. A maior parte não está directamente ligada a própria dívida, como no caso da amortização antecipada, mas a factores exógenos e alguns até esporádicos, no sentido de que apenas ocorrem uma vez.

A necessidade de recapitalização de Bancos comerciais (operação que entra para rubrica de operações activas na CGE) é que determinou a emissão de dívida nos primeiros anos, tendo se seguido o financiamento de défices temporários que foi apenas nos anos de 2003 e 2004, em que os BT's transitaram para o ano seguinte.

A recapitalização do BM é que teve principal peso nas emissões dos do período 2005- 2007, juntamente com as amortizações antecipadas que tem se tornado cada vez mais frequentes nos últimos anos.

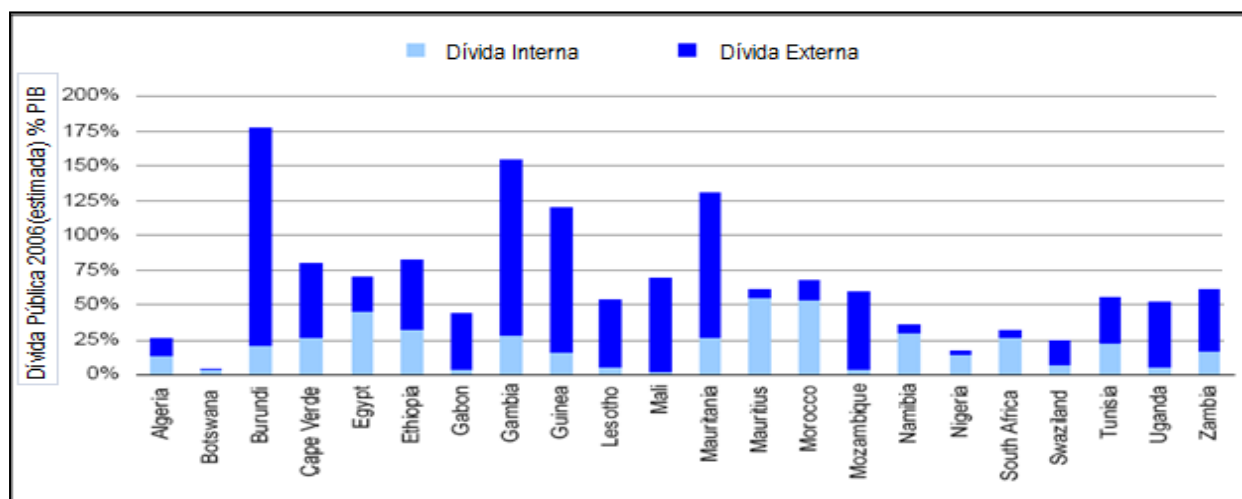
O factor dinamização do mercado de capitais e o financiamento do défice orçamental, ocorrem apenas uma vez durante todo este período, respectivamente, em 1999 e 2005, tendo representado 100% e 44%, da DPIM total emitida.

3.4 Estrutura da DPIM em Moçambique³³

Como foi anteriormente referido, a identificação e análise da estrutura da dívida pública é pertinente para as diferentes análises que se pretendem fazer sobre esta, uma vez que fornece informação mais selectiva. E tal procede-se para o caso de Moçambique, com enfoque para os componentes principais, nomeadamente: as taxas de juro, os indexantes, a maturidade, os detentores dos títulos e outras condições de emissão.

Antes de passar à análise destes componentes, importa referir que no que respeita ao nível da DPI (que em 90% diz respeito à DPIM) em proporção da DP total, Moçambique apresenta-se ainda abaixo de muitos países africanos. Um estudo sobre gestão da dívida pública e mercados de Títulos em África³⁴, baseada numa amostra de 22 países Africanos, mostra que para o ano de 2006³⁵ o país está entre os 6 países com mais baixo nível de DPI em proporção do respectivo PIB e da DPT, sendo os restantes o Mali, o Gabão, Lesotho, Suazilândia e Uganda (gráfico 4). Sendo sustentado que tal constatação liga-se ao facto de os mercados domésticos de títulos serem recentes e ainda rudimentares, bem como à concessionalidade da Dívida Externa (Hans e Horman, 2007:7).

Gráfico 4: Estrutura da Dívida Pública em países africanos em 2006



Fonte: IMF/FMI, country authorities, author calculations (em Hans e Horman, 2007)

Para além dos aspectos citados no referido estudo, pode-se notar que os países em que a DPI ocupa maior proporção do endividamento total, caracterizam-se por uma base de exportações

³³ O conceito dos principais factores que entram para estrutura da dívida poderá ser visto no anexo 7.

³⁴ Blommestein, Hans e Horman, Greg (2007) *Government Debt Management and Bond Market*. Financial Affairs Division of OECD

³⁵ A ideia de olhar para este ano liga-se ao factor acesso aos dados de uma amostra relativamente grande de países africanos, além do mais de 2006 para 2007 o espaço de tempo é relativamente curto para que alterações significativas na estrutura em causa se verifiquem.

diversificada, em termos de bens e/ou serviços, apresentando portanto certa autonomia em termos de arrecadação de moeda externa. Olhando para Maurícias, Nigéria, Egipto, Marrocos, Nigéria, Namíbia, África do Sul e Egipto, são países dotados de recursos naturais, cuja exploração joga papel importante em termos de receitas de exportações; acrescentando-se um alguns uma industria transformadora desenvolvida e/ou um turismo desenvolvido, ou ainda uma importante base de serviços, diferente do que ocorre em alguns dos restantes países que tem um maior peso da DPE.³⁶

(i) Maturidade

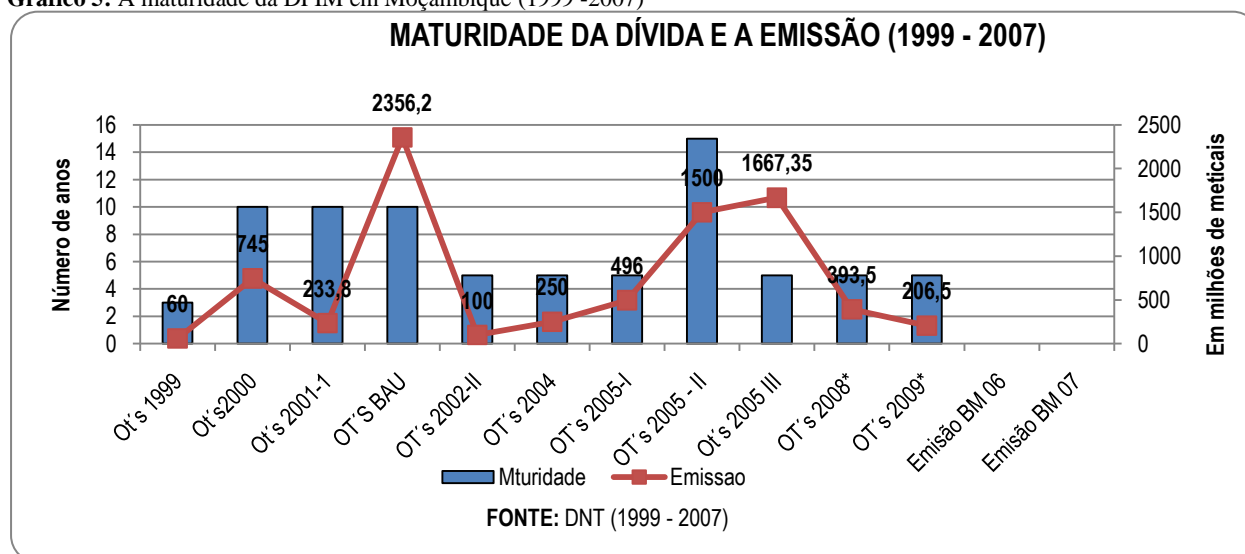
Corresponde ao período até o vencimento da dívida, para o caso específico de Moçambique, esta apresentou uma tendência decrescente e ausência de concentração com implicações para o risco de refinanciamento, e uma pequena parte tem maturidade perpétua.

Da totalidade emitida, a dívida amortizável tem o prazo mínimo de 5 anos à excepção da correspondente ao ano de 1999 (cuja dívida já fora amortizada na totalidade) tal que o prazo foi de 3 anos, e o período máximo é de 10 anos. A redução da maturidade vem se verificando nos últimos anos, e até certo ponto ligada a redução dos valores emitidos (pese embora não possa ser identificada uma relação directa) (veja gráfico 5 e tabela 7).

Nos anos 2000, 2001 e 2002, as OT's emitidas tiveram prazo de 10 anos, e recentemente vêm sendo substituídas por OT's de valores e prazo menores. Como fora referido anteriormente, no capítulo sobre as causas da emissão da DPI, segundo dados da DNT, as OT's emitidas em 2004 e 2005 – I série, no valor 250 e 496 milhões de meticais, respectivamente, com prazo de 5 anos, ambas visavam fazer amortização antecipada das OT's de 2000 no valor de 750 milhões de meticais cujo prazo era de 10 anos. Sendo previstas para 2008 e 2009 a emissão de OT's com maturidade de 5 anos.

³⁶Análise com suporte das bases estatísticas dos sites: www.ibge.gov.br e www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28, consultados a 28 de Fevereiro de 2010, 20 horas e 16 minutos e 1 de Marco de 2010 pela 15 horas e 33 minutos, respectivamente.

Gráfico 5: A maturidade da DPIM em Moçambique (1999 -2007)



Nota: o presente gráfico poderá ser lido com auxílio da tabela seguinte.

Tabela 7: Período de vencimento da DPIM (1999 – 2007)

	Ot's 1999	Ot's 2000	Ot's 2001-I	OT'S BAU	OT's 2002-II	OT's 2004	OT's 2005-I	OT's 2005-II	Ot's 2005-III	Emissão BM 06	Emissão BM 07	Ot's 2008*	Ot's 2009*
Instrumento	1999	2000	2001-I	BAU	2002-II	2004	2005-I	2005-II	III	BM 06	BM 07	2008*	2009*
Maturidade	3 anos	10 anos	10 anos	10 anos	5 anos	5 anos	5 anos	perpétua	10 anos	perpétua	perpétua	5 anos	5 anos
Por resgatar	-	-	233,8	701,8	-	-	496	1.500	1.317,4	1.500	1.500	350	290
Vencimento			2011	2012			2010		2015			2013	2014

Fonte: DNT (1999 – 2007) e BVM (2009)

* Previsão feita com base em informação obtida da DNT e dados da BVM, podendo não ser estes exactamente os valores emitidos

Esta redução da maturidade poderá significar uma redução do prémio de risco que o Estado deve pagar em resultado do menor custo de oportunidade que será suportado pelo investidores nestes títulos, o que se apresenta como um *win-win* para todos os envolvidos, na medida em que implicará um menor custo de taxa de juro para o Estado e bem como poupança disponível para outras aplicações. Mas, por outro lado, poderá não proporcionar tempo suficiente para o Estado se preparar para pagar a dívida, no que respeita a reunião dos recursos, o que pode aumentar o risco de refinanciamento via contracção de nova dívida. Apenas três obrigações emitidas com vista a recapitalização do BM, portanto as OT's 2005-II série e as OT's emitidas em 2006 e 2007 é que apresentam maturidade perpétua.

Olhando para o período de vencimento da DPIM, a ausência de concentração denota-se pelo facto das obrigações amortizáveis, não coincidirem nos anos de vencimento (vide tabela 7), tal que em cada ano o Governo poderá se concentrar no pagamento de um único instrumento,

o que torna baixo, o risco de refinanciamento, não obstante a redução do período de maturação acima demonstrado.

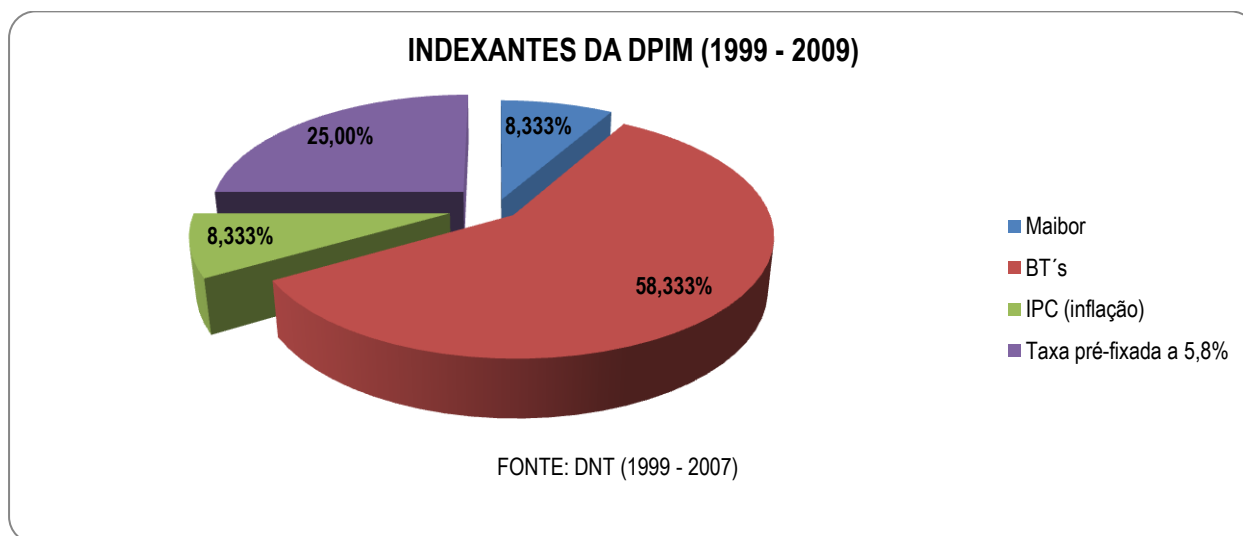
(ii) Indexantes e as taxas de juros

Sendo o indexante, tal como fora dito, a taxa de referência usada como indicador da evolução do mercado sobre a qual é adicionado um *spread* ou margem, para o caso Moçambique, segundo dados da DNT (op. cit.), a DPIM apresenta quatro indexantes, três dos quais são taxas variáveis e uma é fixa:

- A taxa das seis últimas colocações de BT's feitas pelo, BM, com prazo superior a 60 dias, determinada após a realização do leilão junto das entidades com acesso ao mercado primário deste títulos.
- O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), que corresponde a um *proxy* da inflação.
- A taxa Maputo Interbank Rate (Maibor), portanto a taxa obtida a partir de cotações de oferta de liquidez enviadas pelos bancos subscritores do acordo de adesão de utilização da Maibor para os prazos indicados. As taxas são utilizadas como referência nas transacções entre instituições do Mercado Monetário Interbancário (MMI) apenas para montantes iguais ou superiores a 1 milhão de meticais.³⁷
- E uma taxa fixa (portanto, prefixada) de 5,8%.

³⁷ Banco de Moçambique: *Mercado Monetário Interbancário*. Taxas de Referência. Consultado a 25 de Outubro de 2009.

Gráfico 6: Indexantes do total de dívida emitida entre 1999 a 2009³⁸



Do gráfico 6, pode-se notar, a predominância de dívida indexada a taxas pós-fixadas, que são: a taxa dos BT's, a Maibor e o IPC.

Das taxas pós-fixadas, a taxa dos BT's constitui o principal indexante da DPIM, mostrando, deste modo, a variabilidade da taxa de juro a cobrar pelos instrumentos, em resultado de alterações no mercado financeiro, bem como a interligação e dependência com a Política Monetária (PM), uma vez que estes instrumentos são usados nas operações de mercado aberto do BM e a taxa é determinada nos leilões desta operação. Portanto esta torna-se uma janela para o Governo influenciar o serviço da dívida.

Um argumento levantado por Emílio e Soares (2001), é que, esta forte indexação à taxa de juro usada como principal indicador de PM pelo BaCen pode ter implicações na eficácia da PM na contenção da demanda agregada devido ao efeito riqueza. Pois, o procedimento de elevação da taxa de juro com objectivo de conter a inflação via redução da demanda agregada, em voga na política levada a cabo pelo BM, poderá contrariamente aumentar as transferências de recursos do sector público para o sector privado o que acaba por *re-afectar* a demanda, para além de tal procedimento influenciar os custos com o endividamento interno mobiliário.

Tal como sugerido por Blommestein e Horman (2007), dada a interdependência entre os instrumentos, torna-se importante que os gestores de dívida, e o BaCen partilhem o

³⁸ Sendo que para 2008 e 2009 uma previsão baseada nos dados da DNT (op. cit.)

entendimento sobre os instrumentos de dívida. De modo análogo, um papel muito importante cabe a esta última instituição.

Em ligação com a indexação aos BT's, a taxa de juro média, anualmente paga pelos cupões tem se situado acima dos dois dígitos (vide anexo 5). Porém esta tem vindo a decrescer nos últimos anos, desde 2002 embora de 2006 para 2007 tenha se registado um pequena ascensão. Diferentemente, nos anos iniciais da emissão houve um crescimento da taxa média, o que contribuiu para elevada onerosidade do serviço desta dívida, como pode-se poderá verificar mais adiante.

Assim, pode-se concluir que há uma volatilidade, e interligação da DPIM à PM como se referiu acima, em resultado das taxas de referência serem pós-fixadas, por outro lado, tal volatilidade é compensada pelo facto das taxas de juro estarem a apresentar tendência decrescente, de uma forma geral (vide anexo 5).

(iii) Credores

Os dados sobre os detentores de dívida pública em geral são difíceis de obter, em Moçambique o sistema de dados ainda não é apurado o bastante de modo a permitir a determinação dos detentores exactos da dívida pública. Visto que a transacção pelo público deve ser feita via banco, apenas é possível apurar os bancos pelos quais ela é transaccionada, portanto o banco é que será o detentor. Este aspecto não altera a implicação de a dívida interna representar uma transferência de poupança privada para o Governo.

O sistema de negociação da BVM permite apurar os títulos públicos em circulação, uma vez que é o mercado secundário para transacção destes títulos, como fora anteriormente dito. Adicionalmente permite identificar quais são os bancos detentores de tais títulos.

Dos dados apurados, depara-se que os detentores de dívida são os bancos comerciais, podendo-se sugerir a presença de algum poder de monopólio pelo facto do número de bancos ser de certa forma reduzido, estando no total cerca de 11 bancos, como consta da tabela 8. Por outro lado há uma certa concentração, apurada pela desigualdade na própria detenção dos títulos, por exemplo, no caso das OT's, as 2001-I, 2005-I, 2005- II e 2005 - III, 2009 são detidas em 50% por apenas um banco. Um olhar sobre os valores de emissão não permite confirmar a correlação entre a concentração e os valores emitidos, mas tal pode-se notar

relativamente aos motivos por detrás da emissão dos títulos. No que respeita aos factores exógenos, neste caso recapitalização de bancos, tendeu a haver maior concentração do que quando se trata de factores estruturais, como no caso da amortização antecipada da dívida.

Tabela 8: Posição de Títulos por Banco (valores em milhões de meticais)

Título	<i>OT 2001- I</i>	<i>OT 2005 - I</i>	<i>OT 2005 -II</i>	<i>OT 2005 - III</i>	<i>OT 2008</i>	<i>OT 2009</i>
Valor	233,8	496	1.500	1.667,4	350	290
Determinante da emissão	<i>Recapitalização de bancos comerciais</i>	<i>Amortização antecipada</i>	<i>Recapitalização do BM</i>	<i>Défice Orcamental</i>	<i>Amortização antecipada</i>	<i>Amortização antecipada</i>
Bancos e proporção detida	BIM 99,8% BCI 0,2%	BIM 11% BCI 0% STB 66% ABC 9% BMI 1% CPC 13%	CPC 100%	BIM 16% BCI 3% STB 36% BAR 3% ABC 4% FNB 1% BMI 1% CPC 35%	BIM 18% BCI 36% STB 18% BAR 14% ABC 3% ICB 3% MCB 7% MZB 2%	BPID 0,5% BIM 12% BCI 11% STB 54% BAR 8% FNB 7% MZB 7%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: Sistema de negociação da BVM a 24 de Novembro de 2009

Nota: BIM- Banco Internacional de Moçambique; BCI – Banco Comercial de Investimentos; STB – Sandard Bank; ABC – African Banking Corporation; BMI – Banco Mercantil de Investimento; CPC – Cooperativa de Poupança e Crédito; BAR- Barclays Bank; FNB – First National Bank; ICB – Investment Comercial Bank; MCB – Mauritius Comercial Bank; BPID – Banco Português de Investimentos Delivery.

3.5 Algumas Implicações da DPIM para o caso de Moçambique

Ligadas à estrutura da DPIM apresentadas, podem ser denotadas algumas implicações, em termos de relação com variáveis económicas.

Uma primeira implicação, que já havia sido mencionada, de alguma forma, é a ligação e a possibilidade de influenciar a PM, em resultado da predominante indexação à taxa dos BT's, havendo alguma necessidade de se levar em conta este segmento da dívida na formulação desta política, por questões de eficácia e até mesmo pelos riscos de refinanciamento da própria DPIM via contracção de nova dívida, facto que se pode também constatar da maturidade que tem sido menor nos últimos anos.

Outro aspecto a tomar da estrutura, é a representação dos credores pelas instituições financeiras, neste caso os bancos comerciais, que num contexto de taxas de juro ainda elevadas (maiores que um dígito) supõem algum desvio de recursos, este facto que é acrescentado pela ausência de investidores internacionais, o que demonstra que os recursos usados são os mesmos “disputados” por outras actividades. A questão que se pode colocar é se os benefícios deste “desvio” não deverão ser considerados, porém, a resposta a colocar requereria uma análise mais aprofundada, em termos de comparação de custo - benefício, que não está no cômputo geral do presente trabalho.

Outras implicações podem ser derivadas do debate teórico apresentado no capítulo da revisão de literatura, o argumento contra a contracção de DPIM que dentre outros, sustenta os elevados custos desta derivados em resultados da sua indexação a taxas de mercado, é confirmada pelas despesas com juro da DPI e da DPIM.

Os juros a pagar pela DPI superam de longe os juros de DPE, mesmo que o *stock* desta última seja quase 10 vezes o da primeira, tal que a DPI constitui apenas cerca de 9% da DP total, dos quais, praticamente, mais de 90% dizem respeito a DPIM, como consta na tabela 2. Isto mostra que aumentos posteriores nesta dívida constituem um acréscimo substancial em termos de encargos públicos. Dos 6 milhões de meticais que eram pagos em termos de juro de DPI em 1999, contra 318 milhões de meticais de juros de DPE pagos no mesmo ano, pagou-se em 2003 cerca de 1.000,5, e posteriormente 872,3 milhões de meticais em 2007 em termos de despesa de juros em DPI. O que portanto, significou uma ascensão de uma proporção insignificante, próxima dos 0%, para cerca de 3,7% e posteriormente para 1,5% da despesa de juros de DPI em termos de despesa total, (corrente e de investimento), por seu

turno porém a DPE registou um decréscimo do mesmo indicador seguindo as proporções de 2,5%, 1,2% e 0,7% respectivamente (vide tabela 10).

Importa referir, que, a despesa com juro da DPI, foi maioritariamente explicada pelos juros pagos com a DPIM, tal como consta da tabela 9. Tomando os 3 pontos focados no parágrafo acima, pode-se ver que em 1999 os juros da DPI eram iguais ao da DPIM, já em 2003 e 2007 esta última dívida explica os 947,7 e 831,2 milhões de meticais pagos em termos de juro de DPI.

Se comparada a despesa em juros da DPIM com a despesa realizada em alguns sectores, denota-se que esta tem superado algumas das despesas realizadas em alguns sectores dos considerados prioritários no combate a pobreza. Fazendo algumas comparações a partir do Orçamento do Estado (OE), os pagamentos com estes juros foram mais do que dobro das despesas com o HIV/SIDA, entre 1999 e 2004, continuando a ser superior nos anos seguintes (ainda que já não seja o dobro), tal como demonstrado pelas tabelas 9 e 10. Pode-se também averiguar que estas despesas (em juros de DPIM) são mais de dois terço das despesas feitas em outros sectores prioritários entre 2002 e 2004, que dizem respeito as áreas da mulher e acção social e, sendo que nos últimos anos, 2005, 2006 e 2007 tem sido superiores. Em alguns, anos a despesa de juros aproxima-se da despesa realizada no sector da agricultura e desenvolvimento rural, chegando a fazer mais de metade das despesas deste sector.

Tabela 9: Despesa com juro da dívida e em sectores prioritários de 1999 a 2007 (em Milhões de meticais)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Despesa Total (Corrente e Investimento)	11665	15182	21384	24712	28447	29597	36894	44810	56644
<i>Juros de Dívida Pública</i>	324	118,0	477,2	1.274,3	1.318,2	1.212,9	1.948,5	2.244,3	2.106,4
Externa	318	104,0	146,8	322,4	316,6	411,0	456,6	456,0	403,0
Interna	6,7	10,7	330,4	952,0	1.000,5	910,3	788,7	916,0	872,3
Interna Mobiliária	6,7	10,7	326,5	939,9	947,7	861,3	703,2	872,2	831,2
Áreas Prioritárias	6.895	10.795,0	13.774,0	15.324	161.729	19.160,1	24.215,3	28.078	34.188
Educação	1.795	3.141,0	4.742,7	4.217,0	5.149,7	6.638,9	7.396,4	8.797,0	11.950
HIV/SIDA	0	6,0	110,0	188,0	80,5	127,1	354,0	488,0	492,0
Saúde	1.493	2.038,0	2.531,6	2.953,0	2.709,0	3.495,8	4.811,9	6.048,0	7.405,0
Infra-Estruturas	1.481	2.490,0	3.643,0	3.861,0	3.540,4	3.495,8	6.995,1	7.298,0	7.826,0
Agricultura e Desenvolvimento Rural	583	994,0	707,0	1.243,0	1.260,2	1.366,5	1.524,5	1.989,0	2.067,0
Governança, Segurança e Sistema Judicial	991	1.244,0	1.615,0	1.900,0	2.387,1	2.987,3	3.149,6	3.534,0	4.433,0
Outros Sectores Prioritários	552	882,0	745,0	962,0	1.046,0	1.048,7	337,8	412,0	507,0

Fonte: GMD (2006), DNT e CGE: (1999 - 2007)

Tabela 10: Despesa com juro da dívida pública e em sectores prioritários de 1999 a 2007 (em percentagem da despesa total)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Juros de Dívida Pública	2,53	0,81	2,08	5,15	4,91	3,82	5,28	5,01	3,72
Externa	2,5	0,7	0,6	1,3	1,2	1,3	1,2	1,0	0,7
Interna	0,1	0,1	1,4	3,8	3,7	2,9	2,1	2,0	1,5
Interna Mobiliária	0,1	0,1	1,4	3,8	3,5	2,7	1,9	1,9	1,5
Total nas Áreas Prioritárias	53,80	73,88	61,29	61,96	60,30	60,29	66,56	63,73	61,23
Educação	14,0	21,5	20,6	17,1	19,2	20,9	20,0	19,6	21,1
HIV/SIDA	0,0	0,0	0,5	0,8	0,3	0,4	1,0	1,1	0,9
Saúde	11,7	13,9	11,0	11,9	10,1	11,0	13,0	13,5	13,1
Infra-Estruturas	11,6	17,0	15,8	15,6	13,2	11,0	19,0	16,3	13,8
Agricultura e Desenvolvimento Rural	4,5	6,8	3,1	5,0	4,7	4,3	4,1	4,4	3,6
Governança, Segurança e Sistema Judicial	7,7	8,5	7,0	7,7	8,9	9,4	8,5	7,9	7,8
Outros Sectores Prioritários	4,3	6,0	3,2	3,9	3,9	3,3	0,9	0,9	0,9

Fonte: GMD (2006), CGE: (1999 - 2007) e cálculos da autora

Outro aspecto a denotar é que a despesa com juros de DPI e de DPIM em proporção das RP aumentou de forma rápida até 2002, baixando lentamente a partir de então. De apenas 0,1% que o pagamento de juros fazia em proporção das RP em 1999, atingiu cerca de 8,3% em 2002, 6,5% em 2003 e reduziu em 2007 para 2,4%, como mostra a tabela 11 abaixo (o anexo 1 mostra detalhes sobre o juro de DPIM). Este movimento assemelha-se ao da taxa de juro dos BT's mostrado pelo anexo 5, acrescentando o facto das receitas nos últimos anos terem apresentado um certo crescimento como pode ser visto no gráfico 2. Olhando para os indicadores de sustentabilidade dos juros e proporção de receitas constantes no anexo 2, que indica um intervalo de 4,6% -6,8%, de 2002 a 2004 ela esteve a níveis insustentáveis.

Tabela 11: Evolução do peso da despesa com juros da DPI e da DPIM sobre as RP de 1999 a 2007

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Juros da DPI/RP	0,1%	0,1%	3,5%	8,4%	6,9%	5,7%	3,8%	3,3%	2,5%
Juros da DPIM/RP	0,1%	0,1%	3,4%	8,3%	6,5%	5,4%	3,4%	3,1%	2,4%

Fonte: cálculos da autora com base nos dados da DNT, CGE: (1999 - 2007)

Para além do peso dos juros sobre as RP, como se pode-se notar o próprio *stock* de DPIM tem estado a ganhar proporção em relação aos PIB e RP, que denotam a evolução da capacidade

de reembolso da dívida. Olhando para os dados da evolução da DPIM, anteriormente demonstrados, de cerca de 0,1% que esta fazia em proporção do PIB em 1999, passou a fazer cerca de 3,8% em 2007, aproximadamente o peso da DPI sobre o PIB, como pode-se ver na tabela 4. De modo análogo, o peso sobre as RP evolui dos 1% em 1999, chegou a atingir os 32% e 39,3% em 2003 e 2004 respectivamente, alcançando em 2007 os 22,8%.

Passando, aos argumentos pró - dívida, poder-se-á, em algum momento confirmar a mobilização por parte dos títulos públicos, de certa dinâmica no mercado de títulos. A BVM³⁹ mostra que os títulos públicos são responsáveis por cerca de 91% do total de 17.585,65 milhões correspondentes aos valores transaccionados a nível do mercado de valores mobiliários em Moçambique, cabendo apenas 9% a títulos privados, correspondendo, respectivamente, os valores de 15.975,35 e 1.610,3 milhões de meticais (vide tabelas 12 e 13).

Importa referir que tal concentração em OT's, em oposição a obrigações privadas (OP's), poderá significar um ponto fraco do funcionamento deste mercado como alocador de recursos financeiros, pois quase todo o bolo é direccionado ao Estado, cabendo apenas 9% a empresas propriamente ditas, das quais algumas são instituições financeiras, este poderia ser um argumento contra a contracção de DPIM.

Entretanto, olhando para a proporção da DPIM emitida em termos de poupança financeira (representada pelos depósitos a prazo), nos anos em análise, nota-se que os recursos absorvidos em termos de contracção de DPIM têm representado uma parcela, relativamente, significativa, principalmente nos anos 2000 a 2005, em que ronda no valor mínimo de 15%, no ano 2001, atingindo o valor máximo em 2004, com um peso de 41%. Porém um decréscimo regista-se nos anos de 2006 e 2007, ao rondar nos 10% e 7%, respectivamente (vide tabela 14).

Uma questão que poderia ser colocada é até que ponto a proporção de recursos absorvidos pela DPIM, constitui um peso sobre a capacidade de financiamento dos Bancos? Ou será que os recursos que financiam a DPIM não são os *sobressalentes*? Porém olhando para o peso do financiamento total à economia, que é dado pelo crédito referente à DPIM e o crédito total à Economia (vide anexo 8), pode-se notar que a proporção que este ocupa é muito maior que 1

³⁹ Sistema de Negociação da BVM a 3 de Novembro de 2009

(um), o que pode ser usado como indicador de sobrecarga da capacidade de financiamento dos Bancos.⁴⁰

Tabela 12: Total de Crédito alocado ao mercado de valores mobiliários de 1999 – 2007 (em milhões de meticaís)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total
OT's	60	745	700	1.990	1.867	3.950	3.591,50	1.571,85	1.500,0	15.975,35
OP's	40	180	48	238,0	150	223,3	336,0	135,0	260,0	1.610,30
Total	100	925	748	2.228	2.017	4.173,30	3.927,50	1.706,85	1.760,0	17.585,65

Fonte: Sistema de Negociação da BVM a 3 de Novembro de 2009

Tabela 13: Total de Crédito alocado ao mercado de valores mobiliários de 1999 a 2007 (em percentagem)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total
OT's	60%	81%	94%	89%	93%	95%	91%	92%	85%	91%
OP's	40%	19%	6%	11%	7%	5%	9%	8%	15%	9%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: Cálculos da autora baseado em dados do Sistema de Negociação da BVM a 3 de Novembro de 2009

Tabela 14: Relação entre a DPIM emitida e a poupança financeira de 1999 a 2007 (valores em milhões de meticaís)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total
Poupança financeira total	2.318	3.579	4.759	6.293	9.097	9.695	11.154	15.194	20.785	82.874
Emissão de DPIM	60	745	700	1.990	1.867	3.950	3.592	1.572	1.500	15.975
% da DPIM	3%	21%	15%	32%	21%	41%	32%	10%	7%	19%

Fonte: IMF/IMF Síntese Monetária (várias), DNT (1999 – 2007) e cálculos da autora

⁴⁰ Segundo *Osman (2009) in Desafios para Moçambique 2010* a capacidade de financiamento dos bancos poderá ser medida pela poupança financeira acrescentada dos reembolsos de empréstimos anteriores. Sendo porém os dados de reembolsos não são fáceis de obter, um proxy desta variável poderá ser a poupança financeira.

4. CONCLUSÕES

Da análise feita, cujos objectivos, de uma forma geral, abrangiam a avaliação da DPIM em Moçambique, especificamente a sua evolução, estrutura e implicações económicas, com vista a compreender de forma integral o desempenho desta parcela da dívida pública, sob um quadro inicial de rápido crescimento desta dívida, em valores absolutos e ganho de proporção em termos de diferentes indicadores, nomeadamente: receitas públicas, PIB e dívida total, constatou-se que:

- A evolução que a DPIM vem registando é meramente quantitativa, restringindo-se a uma emissão contínua de valores e não ao surgimento de novos instrumentos de dívida, permanecendo desde o início centrada em BT's e OT's.

Para além disso, os determinantes da evolução percebida, são de certa forma esporádicos, distintos e não contínuos, alguns ocorrem apenas uma vez ao longo do período em análise, sendo até certo ponto alheios à estrutura da própria dívida. É o caso da necessidade de recapitalização de Bancos Comerciais e do BM que ditaram, respectivamente, grande parte da emissão inicial e a emissão dos três últimos anos da série, depois de um certo abrandamento. Os défices de tesouraria, ligados aos atrasos de verbas e provavelmente, a uma fraca capacidade de colecta de receita, contribuíram para o crescimento do *stock* da DPIM nos anos de 2003 e 2004.

À excepção do atraso de verbas e do resgate antecipado de dívida anterior, que também determinou as emissões, os restantes factores não são estruturais, o que lhes confere uma baixa probabilidade de repetição à posterior. Tal constatação afasta, de certa forma, a possibilidade de contínua observância do rápido crescimento da DPIM, porém, demonstra alguma falta de capacidade de previsibilidade e de controlo sobre esta dívida, o que é até certo ponto uma ameaça à sua sustentabilidade dinâmica.

- No que respeita a estrutura, em termos generalistas, a DPI ocupa uma baixa proporção do endividamento total, reflectindo uma estrutura típica de países africanos que até certo ponto tem baixa capacidade de arrecadação de moeda externa, para além do fraco desenvolvimento do mercado de capitais e dependência da ajuda externa.

Olhando para questões mais específicas, nota-se que a maturidade da dívida decresceu nos últimos anos, sendo não concentrada sugerindo certa prudência na sua gestão, dado ao baixo risco de refinanciamento, não obstante a curta duração. A DPIM é, por seu turno, indexada

em 75% a taxas pós-fixadas, o que mostra que esta é volátil, e não *estática* em relação a outras variáveis económicas, ligando-se deste modo a PM, no que respeita à sua eficácia bem como em relação à onerosidade que possa advir.

Os credores da DPIM podem ser identificados como os Bancos comerciais, cujo número reduzido poderá conferir algum poder de monopólio, no que respeita às margens no prémio de risco e taxas de juros, estas últimas que tendem a ser elevada (de dois dígitos), pese embora tenha decrescido nos últimos anos.

- Relativamente às implicações económicas, derivadas do facto da emissão de DPIM em Moçambique, nenhuma posição inerente ao debate teórico pode ser confirmada de concreto. Havendo factores que entram de acordo com um e com outro argumento.

De facto, verifica-se um acerta onerosidade da DPIM, facto que se confirma pela constatação de que embora o peso em proporção da dívida total desta parcela seja reduzido em apenas 9% contra cerca de 91% da DPE, os juros a serem pagos são praticamente o dobro da segunda e comparado com algumas despesas prioritárias, estas se apresentam significantes. O que poderá por em questão o uso desta forma de dívida como fonte alternativa ao financiamento do défice.

Uma constatação adicional é que, em alguns momentos, a DPIM representa uma proporção significativa da poupança financeira, o que poderá ser um entrave ao acesso ao crédito pelo sector privado, sem contar com a proporção que vem ganhando em termos de outros indicadores mencionados.

Por outro lado porém, nota-se que a DPIM através dos seus títulos foi até então responsável por cerca de 91% do total de títulos que foram transaccionados a nível do mercado de valores mobiliários, contra apenas 9% de títulos privados, o que confirma o argumento de que esta pode ser um mobilizador do funcionamento deste mercado.

4.1 CONSIDERAÇÕES GERAIS

As constatações sobre a DPIM em Moçambique levam a necessidade de se considerar algumas questões:

Dada a forte indexação à taxa de BT's, há que formular a PM em conexão com a existência desta dívida, visto que a eficácia desta política pode, de alguma forma, ser influenciada por este segmento via o referido efeito riqueza, em que o efeito das taxas de juros, movidas pelos BaCen via operação de mercado aberto para influenciar a demanda agregada, poderá ser anulado por alterações da riqueza percebida pelos agentes económicos, levando a que estes tenham “atitudes”, de alguma forma, contrárias aos objectivos da política (salientar que esta análise não exclui a possibilidade de um comportamento diferente por parte dos agentes económicos).

O Governo tem estado a priorizar os donativos e empréstimos concessionais, mais acima de tudo há necessidade de melhorar a arrecadação de recursos via tributação interna de modo a impulsionar a arrecadação de RP, cuja taxa de crescimento tem até certo ponto se mantido constante ao longo do tempo. Tal passa por diversas medidas que vão desde a criação dos mecanismos necessários à transformação da base produtiva, como é o caso do capital humano, da tecnologia, infra-estruturas, dentre outras, bem como à gestão prudente dos recursos e combate à corrupção de maneira a maximizar a utilização dos recursos disponíveis.

Por outro lado há também a necessidade do desenho de uma estratégia de gestão da DPIM, que permita uma gestão prudente de recursos para que sejam utilizados de modo gerarem retornos e não induzirem a necessidade de contracção de nova dívida como tem sido feito, via substituição de dívida previamente contraída.

A análise, por seu turno, deixa em aberto algumas perguntas, que embora não tenham tido espaço no presente trabalho, carecem de investigação: (i) O que se pode esperar da DPIM nos próximos anos? Continuará a evolução que vem sendo registada? (ii) Que mecanismos poderão ser implementados, a curto prazo, de modo racionalizar a gestão da DPIM, que vem sendo de certo modo onerosa, e quem sabe fazer desta uma alternativa ‘viável’ ao financiamento? (iii) O que está por detrás da pós-fixação das taxas de juro da DPIM? Estará esta ligada a mecanismos de protecção ou incerteza por parte dos agentes? (iv) Que implicações económicas poderão derivar das respostas às questões anteriores?

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Banco de Moçambique: *Mercado Monetário Interbancário*. Taxa de Referência In Jornal Notícias. Consultado a 25 de Outubro de 2009

_____ : *Relatório Anual 2005- 2007*. Maputo

Barrera, Aglas Watson: *Dívida Pública: Conceitos Básicos e Linhas de Pesquisa*. Ano X, No.39. 2004. Pp. 305-313. Disponível em <ftp.usjt.br/pub/revint/305-39.pdf>. Acesso a 15 de Novembro de 2009

Barro, Robert J.: *Are Government Bonds Net wealth?* Journal of Political Economy Vol. 82, No. 6. 1974. Pp. 1095-1117. Disponível em <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-3808962819741...0963B2-s&orogin=repec>. Acesso a 29 de Outubro de 2009

Bhattacharya, B. B. e Guha Srabani: *Internal Public Debt of Government of India: Growth and Composition*. Economic and Political Weekly, Vol. 25, No. 15. 1990. Pp. 780-788. Disponível em <http://www.jstor.org/stable/4396164> Acesso a 15 de Julho de 2009

Blommestein, Hans e Horman, Greg: *Government Debt Management and Bond Markets in Africa*. OECD Financial Market Trends, Vol. 2007/1, N°92. 2007

Bolsa de Valores de Moçambique: *Relatório Plurianual da BVM-2004*. República de Moçambique. Maputo. 2004

_____ : *Sistema de negociação da Bolsa de Valores de Moçambique*. Acessado a 24 de Novembro de 2009

Borensztein E, Levy Yeyati E and Panizza Ugo: *Living with Debt, Inter-American Development Bank Report on Economic and Social Progress in Latin America*. Harvard University Press and Inter-American Development Bank. 2006

Buchanan, James M.: *Public Principles of Public Debt: A Defense and Restatement*. Indianapolis, IN: Liberty Fund, Inc. 1999. Disponível em <http://www.econlib.org/library/Buchanan/buchCv2.html>

Centro de Promoção de Investimento: *Lista de Projectos de Investimentos aprovados no período 1990-2008*.CPI: Maputo

- Chakraborty, Lekha S.: *Fiscal Deficit and Rate of Interest: Na Econometric Analysis of the Deregulated Financial Regime*. Economic and Political Weekly, Vol. 37, No. 19. 2002. Pp 1831-1838
- Eduardo, Carlos: *Dívida Pública - aspectos contábeis*. Disponível em http://www.editoraferreira.com.br/publique/media/carloseduardo_toq3.pdf. Acesso a 29 de Novembro de 2009
- Emílio, Daulins Reni e Soares, Gustavo Barbosa: *A composição da Dívida Pública Mobiliária Federal*. Indic. Econ. FEE, Vol 29, No.2. Porto Alegre – Brasil. 2001. Disponível em revistas.fee.tche.br/.../1677. Acesso a 10 de Novembro de 2009
- Esteves, Pedro Rui: *O Crowding-out em Portugal 1879 – 1910: uma análise exploratória*. *Análise Social*, vol. XXXIII (151-152). 1995. Pp 573-618
- Fanini, Valter: *Dívida Pública Mobiliária e Mercado de Títulos Públicos*. 2005. Disponível em <http://dspace.c3sl.ufpr.br/dspace/bitstream/1884/3062/1/D%C3%ADvida%20P%C3%ABlica%20Mobili%C3%A1ria%20e%20Mercado%20T%C3%ADtulos%20P%C3%ABlicos.pdf>. Acesso a 20 de Novembro de 2009
- Fernandes, Orlando Assunção e Torolla, Frederico Araújo: *A Gestão da Dívida Mobiliária Interna Sob Hipótese de Pecado Original*. *Brazilian Business Review*, Vol 2, No 2. Victoria - Brasil. 2005. Pp. 162 - 179 Disponível em <http://www.bbonline.com.br>. Acesso em 20 de Outubro de 2009
- Franco, Sousa: *Finanças Públicas e Direito Financeiro*. 4ª Edição. Coimbra Editora. 1996
- Governo de Moçambique/ Ministério do Plano e Finanças: *Conta Geral do Estado (1998 – 2007)*. Ministério das Finanças. Maputo.
- Governo de Moçambique/Direcção Nacional do Tesouro: *Brochura de Evolução da Dívida Interna (1999 – 2007)*. Ministério das Finanças. República de Moçambique
- _____ : *Relatório Anual sobre a Dívida Pública ano 2007*. Ministério das Finanças. República de Moçambique. 2008

Governo de Moçambique/Ministério da Planificação e Desenvolvimento: Quadro Macroeconómico (1999 – 2012). Ministério da Planificação e Desenvolvimento. Maputo

Governo de Moçambique: *Decreto no 20/2005 de 22 de Junho, sobre a Delegação ao Ministro das Finanças de Competências para contrair Empréstimo Interno, Amortizável, denominado “Obrigações do Tesouro”*. Boletim da República. I Série, Número 25, República de Moçambique. 2005

_____ : *Decreto no 22/2004 de 7 de Julho, sobre o Regime Jurídico dos Bilhetes do Tesouro*. Boletim da República. I Série, Número 27, República de Moçambique. 2004

_____ : *Lei nº 1/92 de 3 de Janeiro, Lei Orgânica do Banco de Moçambique*. Disponível em www.bancomoc.mz

Grupo Moçambicano da Dívida: *Dívida Externa e Interna de Moçambique: Evolução, Desafios e Necessidade de uma Estratégia Consistente e Inclusiva*. Maputo - Moçambique. 2006

Hodges, Tone e Tibana, Roberto: *A Economia política do Sector Público em Moçambique*. Principia: Publicações Universitárias e Científicas. 1ª Edição. 2005

IMF: *Republic of Mozambique: 2002 Article IV Consultation; Fourth Review Under the Poverty Reduction and Growth Facility and Request for an Extension of Poverty Reduction and Growth Facility Arrangement – Staff Report; Public Information Notice and News Brief on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for the Republic of Mozambique*. IMF Country Report No. 02/40. Julho 2002

_____ : *Republic of Mozambique: 2005 Article IV Consultation, Second Review Under the Three-Year Arrangement Under the Poverty Reduction and Growth Facility, Request for Waiver of Performance Criteria, and Modification of Performance Criteria — Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice and Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for the Republic of Mozambique* IMF Country Report No. 02/318. Setembro 2005

- _____: *Republic of Mozambique: Fifth Review Under the Poverty Reduction and Growth Facility and Request for the Waiver of Performance Criterion - Staff Report; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director of Republic of Mozambique.* IMF Country Report No. 03/288. Setembro 2003
- _____: *Republic of Mozambique: Fifth Review Under the Three-Year Arrangement Under the Poverty Reduction and Growth Facility, and Financing Assurances Review—Staff Report; Staff Statement; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for the Republic of Mozambique.* IMF Country Report No.07/36. Janeiro 2007
- _____: *Republic of Mozambique: First Review Under the Policy Support Instrument—Staff Report; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director of Republic of Mozambique.* IMF Country Report No. 08/15. Janeiro 2008
- Johnson, Allison: *Aspectos Chave para Análise da sustentabilidade da Dívida Interna.* Debt Relief International Ltd. London. 2001.
- Katsaitis, Odysseus: *The crowding out Debate.* Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 9, No. 3. 1987. Pp 473-476
- Kotlikoff, Laurence J.: *Taxation and saving: A Neoclassical Perspective.* Journal of Economic Literature Vol 22, No4. 1984. Pp. 1576-1629. Disponível em ideas.repec.org/p/nber/nberwo/1302.html. Acesso a 12 de Outubro de 2009
- Mankiw, N. Gregory, *Macroeconomia*, 5ª ed, Editora Atlas, Rio De Janeiro. 2004
- Meurer, Roberto e Samohyl, Roberto Wayne: *Dívida Pública Mobiliária Federal Brasileira: História Recente e Perspectivas Explosivas.* Universidade Federal de Santa Catarina - Brasil. 2000
- Musgrave, Richard A e Musgrave, Peggy B: *Public Finance in Theory and Practice.* McGraw – Hill International Edition. Finance Series. Singapore. 1989
- Osman, Abdul Magid: *Financiar o Desenvolvimento.* In Brito, L.; Castel-Branco, C.; Chichava, S. e Francisco, A. *Desafios para Moçambique*, 2010. Instituto de Estudos Sociais e Económicos. Maputo. 2009

- Paes, Cristina Velasco: *Os Determinantes da Duração da Dívida Pública Brasileira no Período Pos-Real*. Dissertação de Mestrado. Departamento de Economia - Programa de Pós- Graduação em Economia. Rio de Janeiro – Brasil. 2003. Disponível em www2.dbd.puc.rio-br/Pergamum/0115501_03_pretextual.pdf
- Panizza, Ugo: *Domestic and External Public Debt in Developing Countries*. United Nations, No 188. 2008. In United Nations Conference on Trade and Development, 2008.
- Patnaik, Prabhat: *Public Debt as a Mode of Financing Public Expenditure: Some Comments*. Economic and Political Weekly, Vol 21, No. 35. 1986. Pp 1545-1552
- Pereira, Paulo Trigo; Afonso, António; Arcanjo, Manuela e Santos, José Carlos Gomes dos: *Economia e Finanças Públicas*. Editora Escolar. Escolar Editora. Lisboa, Portugal. 2005
- Pires, Manoel Carlos de Castro: *Sustentabilidade da Dívida Pública e Choques Exógenos no Brasil*. Disponível em http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/sustentabilidade_da_divida_publica_e_choques_exogenos.pdf. Acessado a 18 de Outubro de 2009
- Placone, Dennis; Ulbrich, Holley e Wallace, Myles: *The crowding out Debate: It's over When It's over and Isn't over Yet*. Journal of Post Keynesian Economics, Vol.8, No. 1. 1985. Pp 91-96
- Punch, Keith F.: *Developing Effective Research Proposals (Essencial Resource for Social research)*. Sage Publications (ca). UK, London. 2000
- Sachs, Jeffrey D. e Larrain, Felipe: *Macroeconomia*, 2ª ed, Editora Atlas, São Paulo. 1998
- Santos, Gilton Carneiro dos. *A dívida dos estados: composição, evolução e concentração*. Brasília : ESAF. 1998. Monografia agraciada com menção honrosa no III Prêmio de Monografia - Tesouro Nacional, Dívida Pública: dívida dos estados, Agosto, 98.
- Shapiro, Edward: *Análise Macroeconómica*, 1ª ed, Editora Atlas, São Paulo, Brasil. 1978
- Singh, Charan: *Domestic Debt and Economic Growth in India*. Economic and political Weekly, Vol. 34, No. 23. 1999. Pp 1445-1453
- Stiglitz, Joseph: *Economics of the Public Sector*. 3ª Edição. W. W. Norton & Company. New York/London. 1999
- Taylor, Philip: *The Economics of Public Finance*. The Macmillan Company. New York. 1961

Tribunal Administrativo: *Relatório e Parecer da Conta Geral do Estado (1999 -2007)*.
República de Moçambique. Maputo.

Lista de Websites

<<http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28>> Acesso a 1 de Marco de 2010 pela 15 horas e 33 minutos

<http://www.amosweb.com/cgi-bin/awb_nav.pl?s=wpd&c=dsp&k=assumptions,%20Keynesian%20economics> Acesso a 10 de Outubro de 2009, 12 horas e 13 minutos

<<http://www.sobre.com.pt/indexantes>> Acesso a 10 de Outubro de 2009 15 horas e 16 minutos

<<http://www.ibge.gov.br>> Acesso a 28 de Fevereiro de 2010, 20 horas e 16 minutos

<http://www.ine.gov.mz/indicadores_macro_economicos/cn/pib/piboproducao> Acesso a 15 de Setembro de 2009, pelas 15 horas e 15 minutos

<http://www.ine.gov.mz/indicadores_macro_economicos/IPC/indicadores_macro_economicos/IPC/agregado1> Acesso a 28 de Fevereiro de 2010, 14 horas e 13 minutos.

<http://www.ine.gov.mz/metadados/quadro_detalhe/sector_fiscal/divida%20administracao%20central.pdf> Acesso a 30 de Setembro de 2009, 14 horas e 37 minutos.

Lista dos Entrevistados:

Doutora Anabela Pinho – Chefe do Departamento de Gestão da DPI

Doutor. Pedro Cossa – Técnico Superior de Gestão e Finanças da BVM

ANEXOS

Anexo 1: Tabela sobre Evolução detalhada da DPI e da DPIM (1999 -2007)

Fonte	1999					2000				2001				
	Emissão	amort.	Cancel	Juros	stock31/12	Emissão	amort.	Juros	stock 31/12	Emissão	amort.	cancel.	Juros	stock 31/12
Banco Central	-	-		0,40	-	-		1,6	-	-				-
Obrigações do tesouro	60,00	-		3,20	60,00	745,0	-	8,6	805,00	700,0			209,4	1.505,0
Outros bancos e instituições financeiras	-	-		3,10	-	-		0,6	-	-			117,1	-
Dívida externa convert em Interna	-	-		-	-	379,8	115,5		264,38	-	136,0	39,4		89,0
Dívida acessória	-	-		-	-	29,7	-	-	29,71	-			3,9	29,7
Outros						29,7	-							
BM														
Total de DPIM					60,00				805,00					1.505,0
Total DPI	60,0	-		6,7	60,0	1.154,5	115,5	10,7	1.099,1	700,0	136,0	39,4	330,4	1.623,7

Fonte	2.002,00					2.003,00				2.004,00				
	Emissão	amort.	cancel.	Juros	stock 31/12	Emissão	amort.	Juros	stock 31/12	Emissão	amort.	cancel.	Juros	stock 31/12
Banco Central	-	-			-	-			-	-				-
Obrigações do tesouro	1.990,0	510,0		700,2	2.985,0	-	180,9	787,7	2.804,1	250,0	468,6		591,7	2.585,5
Outros bancos e instituições financeiras	-	-		239,7	-	1.867,3		160,0	1.867,3	3.700,0	1.867,3		269,6	3.700,0
Dívida externa convert em Interna	125,9	164,0			50,9	-	50,9		-	-				-
Dívida acessória	219,1	14,9		12,1	234,0	16,0	30,9	52,8	219,1	-	-		49,0	219,1
Outros						-	30,9	52,8		-			49,0	
BM						-								
Total de DPIM					2.985,0				4.671,4					6.285,5
Total DPI	2.335,0	688,8	-	952,0	3.269,9	1.883,3	262,7	1.000	4.890	3.950	2.335,8	-	910	6.504,6

Fonte	2.005,0					2.006,0				2.007,0				
	Emissão	amort.	cancel.	Juros	stock 31/12	Emissão	amort.	Juros	stock 31/12	Emissão	amort.	cancel.	Juros	stock 31/12
Banco Central					-				-	-				-
Obrigações do tesouro	3.591,5	744,2		411,6	5.432,8	71,9	309,6	714,1	5.195,1	-	326,2	20,4	700,7	4.848,5
Outros bancos e instituições financeiras		3.700,0		291,6	-			114,6	-	-				-
Dívida externa convert em Interna					-				-	-				-
Dívida acessória	92,6	61,8	-	85,5	249,9	1.500,0	13,7	87,3	1.736,2	1.500,0	44,6	-	171,6	3.191,7
Outros	92,6	61,8		85,5			13,7	43,8			44,6		41,1	
BM	-					1.500,0		43,5		1.500,0			130,5	
Total de DPIM					5.432,8				6.695,1					7.848,5
Total DPI	3.684,1	4.505,9	-	788,7	5.682,8	1.571,9	323,3	916,0	6.931,3	1.500,0	370,8	20,4	872,3	8.040,2

Fonte: DNT (1999 -2007)

Nota: Outros bancos e instituições financeiras equivalem a dívida resultante de BT's.

Anexo 2: Caixa dos Indicadores de sustentabilidade da DPI definidos pelo DRI

Caixa 1. Indicadores para Análise de Sustentabilidade da Dívida Pública Interna

A sustentabilidade da dívida é a capacidade de um país cumprir com todas as responsabilidades relativas ao serviço da dívida sem afectar os seus objectivos de desenvolvimento económico e social.

Para a análise de sustentabilidade da dívida pública interna são normalmente empregues os seguintes indicadores:

Serviço da dívida / receitas orçamentais: mede a capacidade do Governo de fazer face ao serviço da dívida (soma juros e capital) a partir das receitas internas.

Valor actual líquido / receitas orçamentais: mede o custo actual do serviço da dívida em relação a capacidade do Governo em efectuar o reembolso.

Juro / receitas orçamentais: mede o peso dos juros de dívida interna nas receitas mobilizadas internamente.

Stock de dívida / PIB: mede o nível de endividamento em relação à actividade económica do País. Demonstra a proporção da produção global do País que seria necessária para reembolsar todo o stock de dívida.

Stock da dívida / receitas orçamentais: mede o nível de endividamento interno relativamente à capacidade do Governo de efectuar o reembolso. Demonstra o número de anos necessários para efectuar o reembolso de todo o stock de dívida

Embora não existam marcas de referência internacionalmente acordadas para avaliar a sustentabilidade da dívida, análises preliminares dos dados dos países HIPC apontam que aqueles cujos rácios de dívida se situam acima ou próximo do limite máximo definido na tabela 4 abaixo já possuem pagamentos em atraso e estão a enfrentar cargas de dívida interna insustentáveis.

Tabelas das Marcas de Referência Preliminares para a Sustentabilidade da Dívida Interna

Indicador da Dívida Interna	Limites
Serviço da Dívida / Receitas Públicas	28% - 63%
Valor Actual da Dívida / Receitas Públicas	88% - 127%
Juros / Receitas Públicas	4,6% - 6,8%
Stock de Dívida / PIB	20% - 25%
Stock de Dívida / Receitas Públicas	92% - 167%

Estes indicadores são considerados estáticos porque referem-se à situação da dívida num determinado período de tempo. Para análise da dinâmica da dívida ou como os rácios de dívida se movem com o tempo, avalia-se a relação entre as taxas de juros (custo efectivo de pedido de empréstimo) e a taxa de crescimento das receitas internas. Por exemplo se a taxa de juros for superior a taxa de crescimento das receitas públicas, há evidências de uma carga crescente do serviço da dívida, caso contrário pode ser esperar uma redução da carga do serviço da dívida nas receitas internas.

Fonte: Johnson 2001:21 em GMD (2006)

Anexo 3: Orçamento do Estado de 1998 a 2007 (em Milhões de meticaís)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*	2009*	2010*	2011*	2012*
Receitas totais	5.324	6.230	7.461	9.471	11.364	14.579	15.977	20.942	27.794	34.474	38.268	42.373	49.390	57.030	66.141
Receitas correntes	5.324	6.213	7.361	9.130	11.357	14.579	15.942	19.818	26.580	32.624	37.381	41.508	48.150	55.583	64.694
Receitas de capital	-	17	100	341	7	0	35	1.124	1.215	1.850	887	865	1.240	1.446	1.447
Despesas Totais	9.372	11.665	15.182	21.384	24.712	28.447	29.597	36.894	44.810	56.644	37.148	96.517	99.136	106.632	113.505
Despesas do Orçamento corrente	4.952	6.292	7.609	10.345	13.514	15.743	18.428	20.836	25.809	31.983	37.319	43.685	47.118	53.071	59.092
Despesas do Orçamento de Investimento	4.420	5.374	7.573	11.039	11.198	12.704	11.169	16.058	19.000	24.661	- 171	52.832	52.018	53.561	54.413
Operacoes financeiras activas	179	284	1.207	2.560	3.755	766	1.148	3.095	2.387	2.833	1.899	4.993	4.831	4.535	4.492
Despesas + operacoes activas	9.551	11.949	16.389	23.944	28.467	29.213	30.745	39.988	47.196	59.477	39.047	101.509	103.967	111.166	117.997
Saldo corrente	372	- 79	- 248	- 1.215	- 2.157	- 1.164	- 2.486	- 1.018	770	640	62	- 2.177	1.033	2.512	5.602
Defice Global Ants Donativos	- 4.227	- 5.719	- 8.928	- 14.473	- 17.104	- 14.634	- 14.767	- 19.047	- 19.402	-25.003	- 779	- 59.136	- 54.577	- 54.136	- 51.855
Donativos	2.667	3.679	6.628	10.666	9.214	10.483	8.605	11.893	18.188	20.291	21.699	44.709	40.662	42.745	42.894
Defice Global apos Donativos	- 1.559	- 2.040	- 2.300	- 3.807	- 7.889	- 4.151	- 6.163	- 7.153	- 1.214	- 4.712	20.920	- 14.427	- 13.915	- 11.391	- 8.962
Emprestimos externos liquidos	1.755	1.930	2.071	2.356	6.051	5.081	6.122	7.364	8.117	7.932	6.824	12.000	14.201	14.332	14.221
Defice apos emprestimos	196	- 110	- 229	- 1.451	- 1.838	930	- 41	211	6.903	3.219	27.744	- 2.427	286	2.941	5.259
Credito Interno liquido	- 196	110	229	1.451	1.838	- 930	41	- 211	- 6.903	- 3.219	- 1.913	1.383	- 286	- 2.941	- 5.258
Financiamento Total	4.227	5.719	8.928	14.473	17.104	14.634	14.767	19.047	19.402	25.003	26.610	58.092	54.577	54.136	51.856
Saldo primario	- 13.136	- 17.044	- 23.571	- 35.380	- 40.541	- 41.763	- 43.043	- 54.693	- 62.821	- 80.372	- 91.270	-155.653	- 153.713	-160.768	- 165.361

Fonte: CGE (1998 – 2007) e quadro macroeconómico do Ministério da Planificação e Desenvolvimento

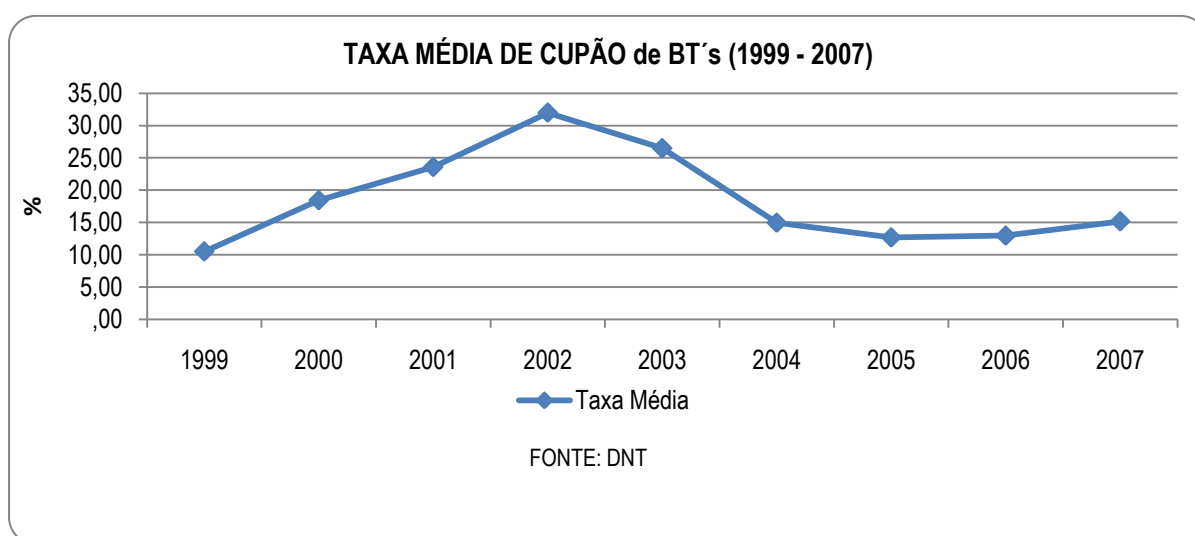
*- Previsão baseada no quadro macroeconómico do Ministério da Planificação e Desenvolvimento

Anexo 4: Série do PIB, RP e taxas de crescimento nominais (1999 – 2007)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Média Taxas
PIB (a preços correntes)	57.951	65.631	84.368	99.479	110.973	128.668	151.707	180.242	207.644	-
Taxa de cresc. (PIB)	-	13%	29%	18%	12%	16%	18%	19%	15%	17%
Receitas Públicas	6.230	7.461	9.471	11.364	14.579	15.977	20.942	27.794	34.474	-
Taxa de cresc. (RP)	-	20%	27%	20%	28%	10%	31%	33%	24%	24%
Taxa de cresc. (DPI)		1732%	48%	101%	50%	33%	-13%	22%	16%	249%
Taxa de cresc. (DPIM)		1242%	87%	98%	56%	35%	-14%	23%	17%	193%

Fonte: INE e CGE (1999 - 2007)

Anexo 5: Evolução da taxa média de cupão dos títulos mobiliários (1999 -2007)



Anexo 6: Taxa de inflação (1999 – 2007)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Média
Taxa de Inflação	2,9%	12,7%	9,1%	16,8%	13,5%	12,6%	6,4%	13,2%	8,2%	10,6%

Fonte: INE

Caixa 2: Conceitos técnicos subjacentes à DPIM

Presente trabalho exige o esclarecimento de alguns conceitos técnicos, complementares ao conceito de DPIM, de modo a permitir a compreensão da análise que se pretende. Especificamente, importa conhecer os tipos de DPIM e os instrumentos usados na sua contracção, por serem aspectos que serão citados em vários momentos ao longo do desenvolvimento do texto.

1. Tipos de DPIM

A partindo dos critério de classificação de dívida pública alguns tipos de DPIM podem ser derivados. Baseando-se em Franco (op. cit.) e Eduardo (2009) *apud* 2º, Art. 115, Dec. 93.872/86 e Barera (2004) três critérios podem ser identificados:

- (i) *Quanto a diferença de regime jurídico.* A DPIM na qualidade de dívida pública poderá ser *flutuante*, também chamada de curto prazo, corresponde as obrigações que devem ser liquidadas dentro do mesmo período orçamental ou no período seguinte, mas dentro do prazo de um ano. Ou *dívida fundada*, ou de longo prazo, corresponde às obrigações assumidas num determinado período orçamental e que devem ser ligadas a posterior, isto é, os compromissos de exigibilidade são superiores a 12 meses.

Esta última pode ainda ser classificada em *dívida amortizável* e *dívida consolidada*. A primeira tem um prazo, a partir do qual deixa de existir, quer por ter sido concretizada a amortização do capital ou por se ter registado o acréscimo de qualquer facto extintivo da obrigação. A segunda, por sua vez, é formada por obrigações resultantes de empréstimos perpétuos, dentre os quais podem se distinguir aqueles em que o devedor público conserva a faculdade de extinguir a dívida através do pagamento de uma prestação de capital (remissíveis) e os que o devedor público não pode validamente extinguir a dívida mediante pagamento.

- (ii) *Quanto ao encargo para o Estado.* Olhando para este critério, subjugam-se a *dívida efectiva*, como foi definido acima, corresponde às situações em que a venda de títulos é feita a agentes particulares. E a *Dívida fictícia*, diz respeito às circunstâncias em que o Estado não tem um encargo efectivo, seja por ser em simultâneo agente em situação passiva e activa, por se tratar da consideração do sector público de maneira consolidada. Isto é a venda de títulos é feita à outras instituições do sector público.

- (iii) *Em referência ao seu sentido amplo.* Considerando o conceito amplo da Dívida Pública, pode-se distinguir: a dívida principal e a dívida acessória. *Dívida principal*, tal como foi definido acima diz respeito às situações em que a venda dos títulos que dão lugar a posições passivas do sector público resultam de operações de crédito que foram praticadas no seu interesse principal (ou até exclusivo).

Diferentemente, a *Dívida acessória*, o sector público é um sujeito acessório como garante de outros sujeitos públicos e privados que tenham emitido títulos de dívida. Geralmente, mediante a concessão de um aval (cujo regime jurídico de concessão se encontra na respectiva legislação), acto pelo qual o Estado se obriga acessoriamente ao cumprimento de obrigações que a título principal cabem a outras entidades. E/ou pode se dar o caso de mediante o estabelecimento de uma convenção, com uma entidade que tinha a obrigação reembolsar uma prestação de capital, ser o Estado a pagar e investir na sua situação activa relativamente ao devedor beneficiado.

2. Instrumentos da DPIM

Sendo a DPIM por definição contraída através da emissão de títulos públicos, é importante destacar os tipos de títulos que podem ser geralmente usados pelos Governos. Com base em Johnson (2001) e Pereira, Afonso, Arcanjo e Santos (2005) permitem destacar 5 tipos de instrumentos de dívida mobiliária:

- (i) *Títulos/Bilhetes do Tesouro* – são títulos de crédito emitidos pelo Governo, geralmente vendidos com desconto em vez de pagarem juros ou são emitidos ao par (isto é 100% do valor nominal) e pagam juros no final do prazo de vencimento, que é igual ou inferior a um ano.
- (ii) *Notas do Tesouro* – são títulos de crédito de médio prazo emitidos pelo Governo, ao par e com juros pagáveis anual ou semestralmente, com vencimento superior a um ano.
- (iii) *Obrigações do Tesouro* – são instrumentos de dívida emitidos ao par, podendo ser pelo Governo central, regional ou local, com juros pagáveis anualmente ou semestralmente. Geralmente são emitidas em moeda nacional, mas também os Governos podem emitir obrigações expressas em moeda estrangeira.
- (iv) *Letras e notas do Banco Central* – são os títulos que geralmente os bancos centrais emitem para efeitos de PM diferenciando-se das emissões do Governo para financiamento do défice orçamental, sendo o custo

suportado pelo próprio banco a partir da sua conta de resultados e do seu próprio mapa de balanço, não do orçamento.

- (v) *Certificados de Aforro* - são instrumentos de dívida distribuídos directamente junto de particulares, com montantes mínimos de subscrição reduzidos, não são negociáveis e apenas são transmitidos em caso de falecimento do titular.

Tal como é averiguado pelo autor, os três primeiros instrumentos podem ter a sua diferença ofuscada, mediante determinadas condições. Os Títulos do Tesouro quando emitidos ao par com pagamento de juros no final, equivalem a uma obrigação de curto prazo. O mesmo ocorre com as notas do tesouro se o prazo de vencimento for alongado.

3. Factores que caracterizam a DPIM

Dado que parte do trabalho visa a caracterização da estrutura da DPIM em Moçambique, torna-se importante definir os aspectos que são comumente usados em tal procedimento, de modo a facilitar a compreensão integral do exercício.

- (i) *Indexante* – é por definição a taxa de referência usada como indicador da evolução do mercado sobre a qual é adicionado um *spread* ou margem.⁴¹ Estes poderão ser de vária ordem, podendo ser a taxa de câmbio, a taxa de inflação, ou uma taxa de juro definida pelas autoridades monetárias como indicador de referência.
- (ii) *Taxa de Juro* – segundo Johnson (2001) é a taxa a pagar ao proprietário do título, podendo ser nominal ou real, consoante a consideração dos aspectos inflacionários. Ou ainda, fixa ou flutuante (também designadas respectivamente pré-fixada e pós-fixada⁴²), no primeiro caso a taxa a pagar é fixada no momento de venda do título, de modo que alterações nas diferentes taxas de referência da economia em causa não tem implicações sobre a taxa a pagar. Já no segundo caso, a taxa a ser paga varia consoante a variação da taxa que se escolhe como referência, portanto o indexante. É importante salvaguardar que alguns instrumentos são vendidos a desconto, isto é, com valor abaixo do preço nominal, sendo o juro igual a diferença entre este e o preço de venda.
- (iii) *Maturidade* – Corresponde ao período até o vencimento da dívida, ou seja, período em que o comprador ficara privado dos seus recursos por estarem em mãos de quem tem obrigação de saldar a dívida (Bhattacharya e Guha: 1999).
- (iv) *Credores* – diz respeito aos portadores, ou seja, as entidades que comprem os títulos, podendo ser o público em geral, bancos comerciais, companhias de seguros, fundos de pensão, ou mesmo entidades do sector público (Bhattacharya e Guha: 1999).

4. Mercado da DPIM

Os instrumentos da DPIM, na qualidade de instrumentos financeiros gozam de transacção em mercados específicos. Deste modo, de uma forma geral poderá se distinguir o mercado *primário* e mercado *secundário*, definido por Johnson (2001) nos seguintes termos:

- (i) *Mercado primário* - é o mercado onde os instrumentos de DPIM são negociados pela primeira vez, portanto, quando os títulos e/ou obrigações são postos pela primeira vez em leilão ou a venda em hasta pública.
- (ii) *Mercado secundário* – é onde os instrumentos transaccionados no mercado primário são subsequentemente comprados e vendidos por investidores.

⁴¹ <http://www.sobre.com.pt/indexantes>

⁴² Veja Emílio e Soares (2001): *A composição da Dívida Pública Mobiliária Federal*. Indic. Econ. FÉ, Vol 29, No.2. Porto Alegre – Brasil. 2001

Anexo 8: Proporção do financiamento total sobre a poupança financeira (1999 – 2007)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Credito a DPIM	60	745	700	1.990	1.867	3.950	3.592	1.572	1.500
Credito a Economia	6.434	9.215	11.262	13.984	13.690	13.490	15.909	22.500	26.939
Financiamento Total	6.494	9.960	11.962	15.974	15.557	17.440	19.501	24.072	28.439
Financiamento Total/ Poupanca financeira	280%	278%	251%	254%	171%	180%	175%	158%	137%

Fonte: IMF/IMF Síntese Monetária (várias), BM, DNT e cálculos da autora