



REPÚBLICA DE MOÇAMBIQUE
MINISTÉRIO DA ECONOMIA E FINANÇAS
DIRECÇÃO NACIONAL DE GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

**ESTRATÉGIA DE MÉDIO PRAZO
PARA GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA**

Actualização [2023-2025]

Maputo, Agosto de 2023

FICHA TÉCNICA

Propriedade:

Ministério da Economia e Finanças

Edição:

Direcção Nacional de Gestão da Dívida Pública

Departamento de Planeamento Estratégico da Dívida

Coordenação:

Directora Nacional de Gestão da Dívida Pública

Director Nacional-Adjunto de Gestão da Dívida Pública

Endereço:

Ministério da Economia e Finanças

Av. Julius Nyerere, nº 449, 10 ° Andar, Torre B

Tel: +258 823058244

Maputo – Moçambique

ÍNDICE

ABREVIATURAS	4
PREFÁCIO	5
SUMÁRIO EXECUTIVO	6
I. INTRODUÇÃO	8
II. OBJECTIVO, ESCOPO E ENQUADRAMENTO LEGAL E INSTITUCIONAL DA ESTRATÉGIA 9	
1. Objectivo da Estratégia.....	9
2. Escopo de Abrangência	9
3. Enquadramento Legal e Institucional da Estratégia	10
III. LINHA DE BASE: EVOLUÇÃO RECENTE DA CARTEIRA DA DÍVIDA PÚBLICA E DO SEU PERFIL DE CUSTO E RISCO	11
1. Evolução da Carteira da Dívida Pública (2014-2022)	11
2. Evolução do Perfil de Custo e Risco da Carteira da Dívida Pública (2014-2022).....	13
IV. PRESSUPOSTOS MACROFISCAIS PARA A ESTRATÉGIA 2023-2025	16
V. FONTES DE FINANCIAMENTO E DESENVOLVIMENTO RECENTE DO MERCADO DOMÉSTICO DE CAPITAIS	17
1. Fontes de Financiamento.....	17
2. Desenvolvimentos Recentes no Mercado Doméstico de Capitais e Perspectivas de Reformas a Médio Prazo.	19
VI. PROJECCÃO DAS TAXAS DE MERCADO: PRESSUPOSTOS DE BASE E PRESSUPOSTOS DE CHOQUE	24
VII. DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS CENÁRIOS ALTERNATIVOS	26
1. Descrição dos Cenários Alternativos.....	26
2. Análise Comparada dos Indicadores de Custo e Risco dos Cenários	28
2.1. Indicadores de Custo	29
2.2. Indicadores de Risco	29
2.2.1. Risco de Refinanciamento	29
2.2.2. Risco de Taxa de Juro.....	30
2.2.3. Risco da Taxa de Câmbio	30
3. <i>Trade-offs</i> Custo-Risco e Impacto dos Choques de Mercado	31
4. Desempenho Comparado dos Cenários para os Rácios de Sustentabilidade da Dívida.....	34
4.1. Identificação do Cenário Óptimo.....	35
VIII. CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES	36

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1: Composição do Stock da Dívida Pública por Moeda	12
Tabela 2: Evolução do Desempenho dos Indicadores de Custo e Risco da Dívida	13
Tabela 3: Metas operacionais do <i>mix</i> de endividamento projectadas vs Orçamentadas.....	14
Tabela 4: Pressupostos Macroeconómicos e Fiscais para a MTDS 2023-2025	16
Tabela 5: Composição do stock total da Dívida Pública por Categoria de Credor e Instrumento	17
Tabela 6: Credores oficiais da Dívida Pública de Moçambique.....	18
Tabela 7: Fontes e Termos de Financiamento Público (até Dezembro de 2022)	19
Tabela 8: Perfil de Maturidades das OTs emitidas de 2020 a 2022 [em Milhões de Meticais e % do Total]	21
Tabela 9: Composição do <i>mix</i> global de financiamento público.....	26
Tabela 10: Metas operacionais do Cenário 1 (Status Quo).....	27
Tabela 11: Metas operacionais do Cenário 2.....	27
Tabela 12: Metas operacionais do Cenário 3.....	28
Tabela 13: Desempenho dos Indicadores de Custo e Risco.....	28
Tabela 14: Desempenho dos Indicadores de Sustentabilidade da Dívida Externa	35
Tabela 15: Desempenho dos Indicadores de Sustentabilidade da Dívida Pública Total.....	35

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolução do Stock da Dívida do Governo Central [em Milhões de USD].....	11
Gráfico 2: Composição do Stock da Dívida Pública por regime de Taxa de Juro	12
Gráfico 3: Perfil de Maturidade da Dívida Pública (em milhões de Meticais).....	15
Gráfico 4: Evolução da Taxa MIMO e das taxas de retorno de BTs e OTs.....	20
Gráfico 5: Repartição por Titularidade do stock da dívida em OTs (Dezembro de 2022)	21
Gráfico 6: Evolução da média da taxa de Juro activa do mercado em Moçambique.....	25
Gráfico 7: Stock/PIB.....	32
Gráfico 8: VPD/PIB	32
Gráfico 9: Serviço da Dívida/PIB.....	32
Gráfico 10: Juros/Receitas.....	33
Gráfico 11: Serviço da Dívida/Reservas	33

ABREVIATURAS

ATM	Tempo Médio para Maturidade
ATR	Tempo Médio para Mudança da Taxa de Juro
BdM	Banco de Moçambique
BVM	Bolsa de Valores de Moçambique
BTs	Bilhetes do Tesouro
CFMP	Cenário Fiscal de Médio Prazo
DNGDP	Direcção Nacional de Gestão da Dívida Pública
DSSI	Iniciativa de Suspensão do Serviço da Dívida
DSA	Análise de Sustentabilidade da Dívida
EUR	Euro [Moeda da União Europeia]
ECF	Extended Credit Facility [<i>Facilidade de Crédito Alargado</i>]
FMI	Fundo Monetário Internacional
LIBOR	Taxa de Juro do Mercado Interbancário de Londres [<i>London Interbank Offered Rate</i>]
MIMO	Taxa de Juro Interbancária de referência de Moçambique
MOZAM 2032	Título Soberano referente a Dívida da EMATUM
MTDS	Estratégia de Médio Prazo para Gestão da Dívida
MZN	Meticais [<i>Moeda Nacional</i>]
OE	Orçamento do Estado
OEOTs	Operadores Especializados em Obrigações de Tesouro
OTs	Obrigações do Tesouro
PIB	Produto Interno Bruto
RCF	Rapid Credit Facility [<i>Facilidade Rápida de Crédito</i>]
SISTAFE	Sistema de Administração Financeira do Estado
SEE	Sector Empresarial do Estado
SOFR	Taxa de Financiamento Overnight Garantida [<i>Secured Overnight Financing Rate</i>]
USD	Dólar dos Estados Unidos
VPD	Valor Presente da Dívida

PREFÁCIO

A presente Estratégia de Médio Prazo para Gestão da Dívida Pública 2023-2025, é elaborada em actualização da Estratégia 2022-2025 (em vigor), publicada em 2022. Este documento é um instrumento nuclear da matriz de planificação do Governo porque ela orienta as decisões deste quanto às opções de endividamento que melhor optimizam custos e riscos do financiamento creditício ao Estado.

Nos termos do Regulamento da Lei do SISTAFE (Decreto n.º 26/2021 de 03 de Maio), a Estratégia de Médio Prazo para gestão da Dívida Pública é aprovada pelo Governo para um horizonte temporal de 3 anos, sujeita a actualização anual. Com efeito, a actualização da Estratégia é uma exigência legal que visa ajustar os fundamentos e pressupostos do documento aos desenvolvimentos macroeconómicos e fiscais mais recentes quer a nível doméstico quer a nível internacional. Considerando os ciclos das Estratégias anteriores de Gestão da Dívida (2011-2015; 2015-2018), esta é a primeira vez que o documento é objecto de actualização, facto que reflete o compromisso do Governo de reforçar a transparência do endividamento público bem como de posicionar a Estratégia como um instrumento válido para projecção fiscal e para comunicação com o mercado.

O cenário óptimo adoptado na Estratégia actualmente em vigor, preconiza um aumento incremental da proporção de financiamento externo de 30% em 2022 para 55% em 2025, correspondido por uma gradual redução do financiamento interno de 70% em 2022 para 45% em 2025. Em termos de intra-composição das carteiras, a componente externa deverá ser inteira e exclusivamente coberta por empréstimos concessionais enquanto na intra-composição da carteira interna, a proporção de financiamento mobilizado com recurso a Bilhetes de Tesouro (BTs) será progressivamente reduzida de 35% em 2022 para 15% em 2025, sendo os BTs gradualmente substituídos por instrumentos de dívida de maturidade mais dilatada (8 a 10 anos) cuja proporção deverá ser incrementada de 5% em 2022 para 25% em 2025.

A presente actualização da Estratégia em vigor serve igualmente para avaliar os progressos na prossecução do Cenário óptimo adoptado, considerando os esforços desencadeados ao longo do ano transacto com vista a viabilizar a materialização do mesmo.

SUMÁRIO EXECUTIVO

A actualização da Estratégia de Médio Prazo para Gestão da Dívida Pública em vigor (2022-2025) decorre da necessidade de: i) contemporizar os seus fundamentos e pressupostos com relação aos desenvolvimentos macroeconómicos e fiscais mais recentes quer a nível doméstico quer ao nível internacional, e; ii) avaliar o progresso na prossecução das metas de *mix* de financiamento do cenário óptimo da Estratégia. Em termos práticos, a actualização consistiu em mover a linha de base da Estratégia de 2021 para 2022, acomodando no horizonte da análise, as necessidades de endividamento previstas pelo CFMP mais recente (2024-2026).

Aplicando a ferramenta internacionalmente convencionada para o efeito, a actualização da Estratégia parte de uma análise pormenorizada do perfil da carteira da dívida pública na nova linha de base (2022), a partir da qual foram diagnosticadas como principais vulnerabilidades o elevado risco de refinanciamento e a forte exposição ao risco da taxa de juro.

O presente exercício concluiu que a alternativa que melhor otimiza os custos e riscos do endividamento público e a melhoria dos rácios de sustentabilidade a médio prazo é o Cenário 3 (C3). Este Cenário preconiza um aumento incremental da proporção de financiamento externo de 30% em 2022 para 55% em 2025, correspondido por uma gradual redução do financiamento interno de 70% em 2022 para 45% em 2025. Em termos de intra-composição das carteiras, a componente externa deverá ser inteira e exclusivamente coberta por empréstimos concessionais enquanto na intra-composição da carteira interna, a proporção de financiamento mobilizado com recurso a Bilhetes de Tesouro será progressivamente reduzida de 35% em 2022 para 15% em 2025, sendo os BTs gradualmente substituídos por instrumentos de dívida de maturidade mais dilatada (>5 anos) cuja proporção deverá ser incrementada de 5% em 2022 para 25% em 2025, visando desconcentrar o perfil de maturidade da dívida e desta forma conter o agravamento das pressões do serviço da dívida sobre a Tesouraria do Estado a curto e médio prazo.

Na frente de mobilização externa, o Cenário óptimo está ancorado à normalização da acessibilidade do financiamento externo para o Estado na sequência da reposição do Programa com o FMI cuja implementação em curso contribuirá, em princípio, para uma maior solidez do quadro macrofiscal do País, gerando um impacto positivo sobre o *rating* soberano. Na frente de mobilização interna, a viabilização do Cenário óptimo está fundamentalmente dependente de reformas orientadas para simultaneamente reforçar a transparência do mercado, gerar competitividade no mercado primário e estimular as transacções no mercado secundário. Com efeito, a Estratégia propõe dentre outras as seguintes medidas:

- i. diversificação dos métodos de emissão de Obrigações de Tesouro adicionando ao já existente método de leilões competitivos, as sindicacões, as colocações privadas e os leilões de troca.

- ii. Redução do grau de fragmentação dos títulos cotados, prosseguindo um volume óptimo de liquidez em apenas 5 maturidades de referência: 3, 5, 7, 10 e 15 anos.
- iii. Promoção de uma efectiva separação dentro dos Bancos entre função de Corretagem (*Brokership*) e de Investidor (*Dealership*) para mitigar conflitos de interesse na relação entre os Bancos e os investidores nas transacções de mercado primário;
- iv. Institucionalização de uma relação mais regular entre o Estado (como Emitente) e os Investidores.

Relativamente ao balanceamento das componentes de crédito interno e externo na composição do *mix* global de financiamento, a Estratégia continua a recomendar que o Governo mantenha uma composição equilibrada (50% interno e 50% externo) ou ao menos próxima do equilíbrio pois, uma Estratégia em que a proporção de uma das componentes seja consistentemente mantida acima de 50% ao longo do horizonte da projecção, torna-se inviável sob ponto de vista de custos.

Uma implementação bem-sucedida do Cenário recomendado, permitirá que o rácio dívida [stock nominal do Governo Central]/PIB baixe de 78.2% em 2022 para 72.1% em 2025, enquanto o rácio do valor Valor Presente da Dívida (VPD) em proporção do PIB deverá reduzir de 64.7% em 2022 para 56.4% em 2025.

I. INTRODUÇÃO

A Estratégia de Médio Prazo para Gestão da Dívida Pública visa determinar a composição óptima da carteira da dívida combinando as diversas fontes de empréstimos, de tal maneira que, as necessidades de financiamento sejam satisfeitas com o mínimo de custos e a um nível prudencialmente razoável de riscos, tendo em conta a estrutura macroeconómica do País, a disponibilidade/acessibilidade das diferentes fontes e formas de financiamento e a capacidade de reembolso da dívida.

A presente Estratégia de Médio Prazo para Gestão da Dívida Pública 2023-2025, é elaborada em actualização da Estratégia 2022-2025 (em vigor), publicada em 2022, pretendendo-se que ela oriente o endividamento público ao longo dos três anos da sua vigência, por forma a contribuir para a viabilização dos objectivos de política do Governo de Moçambique, nos domínios macroeconómico, fiscal e orçamental.

Com efeito, a elaboração deste instrumento, consistiu essencialmente em conceber três estratégias alternativas correspondentes a igualmente três opções realísticas de combinações das fontes de financiamento externas e internas, de curto e longo prazo na carteira da dívida pública, com o intuito de determinar e comparar os custos e riscos associados a cada uma delas. Em linha com as melhores práticas internacionais, este exercício analítico foi feito com recurso à ferramenta *MTDS (Medium Term Debt Strategy)* recomendada pelo Banco Mundial.

Em termos de estrutura, o presente documento contempla 8 capítulos. Começando por este capítulo introdutório, o documento dispõe-se na seguinte sequência: ii) Objectivo, Escopo de Abrangência e Enquadramento Legal e Institucional da Estratégia; iii) Linha de Base: Evolução Recente da Carteira da Dívida Pública e do perfil de Custo e Risco; iv) Pressupostos Macrofiscais da Estratégia; v) Fontes de Financiamento e Desenvolvimentos recentes no Mercado Doméstico de Capitais; vi) Projeção das taxas de mercado: Pressupostos de base e Pressupostos de Choque; vii) Descrição das Alternativas de Estratégia 2023-2025 e; viii) Conclusão e Recomendações Finais.

II.OBJECTIVO, ESCOPO E ENQUADRAMENTO LEGAL E INSTITUCIONAL DA ESTRATÉGIA

1. Objectivo da Estratégia

A Estratégia de Médio Prazo para Gestão da Dívida Pública 2023-2025 é concebida com o objectivo de identificar a alternativa de composição da carteira da dívida pública que, dada a estrutura macroeconómica actual e projectada para o triénio em referência, melhor otimiza as diversas fontes de empréstimos disponíveis para o País, assegurando a satisfação das necessidades de financiamento do défice orçamental com o mínimo de custos e a um nível prudencialmente razoável de riscos. Nesta óptica, a presente Estratégia visa complementar o Cenário Fiscal de Médio Prazo (CFMP) na medida em que o Cenário projecta a magnitude anual dos défices orçamentais, mas não responde à questão em como financia-los de forma sustentável.

No caso particular do endividamento interno, para além de viabilizar o financiamento do défice orçamental a termos razoáveis, o Governo pretende que a presente Estratégia contribua para fomentar o desenvolvimento do mercado doméstico de capitais, por via da dinamização da participação dos investidores no mercado de títulos públicos.

2. Escopo de Abrangência

Para efeitos desta Estratégia, é considerada dívida pública toda a obrigação financeira contratada directamente pelo Governo Central, no exterior e no mercado doméstico. Portanto, por se circunscrever estritamente ao endividamento do Governo Central, o desenho desta Estratégia exclui (tanto na linha de base como nas projecções), a dívida contraída directamente pelo resto do Sector Público¹, designadamente:

- i. Os empréstimos garantidos em favor do Sector Empresarial do Estado (SEE);
- ii. Os empréstimos das Autarquias Municipais;
- iii. As garantias em litígio da MAM e da ProÍndicus, e;
- iv. Os empréstimos do FMI consignados à Balança de Pagamentos (Banco de Moçambique).

A dívida externa do Governo Central compreende obrigações contratadas no exterior junto de entidades oficiais (empréstimos multilaterais e bilaterais) e do mercado internacional (Eurobond MOZAM 2032). A dívida interna consiste em obrigações contraídas pelo Governo Central no mercado doméstico das quais se incluem os empréstimos junto dos Bancos (Central e Comerciais) bem como os títulos (Bilhetes de Tesouro e Obrigações de Tesouro). Importa notar que o stock e o serviço da dívida considerados para a presente Estratégia já incorporam as obrigações decorrentes da Iniciativa de Suspensão do Serviço da Dívida (DSSI), cujo prazo de reembolso se estende de 2022 a 2027².

¹ Esta é uma estratégia de financiamento do défice orçamental, pelo que, o défice e o endividamento contraído directamente por entidades do Sector Público de domínio extra-orçamental não é coberto por este instrumento.

² Para dados detalhados sobre a DSSI, vide os Relatório Anuais da Dívida Pública referentes ao exercícios fiscais 2020 e 2021 na página web do MEF.

3. Enquadramento Legal e Institucional da Estratégia

Ao abrigo do Decreto Presidencial nº 6/2015 de 02 de Março, a contratação e gestão da dívida pública é definida como competência do Ministério da Economia e Finanças (MEF), cabendo a este conceber a(s) Estratégia(s) apropriada(s) para o efeito. Para a sua operacionalização, esta competência ministerial é atribuída à Direcção Nacional de Gestão da Dívida Pública (DNGDP), através da Resolução nº 15/2020 de 15 de Maio em 2020.

Com a criação da DNGDP no quadro da reestruturação orgânica do MEF, a Dívida Pública deixou de ser um portfólio departamental da então Direcção Nacional do Tesouro, abrindo-se desta forma a oportunidade para que esta área fosse institucionalmente reorganizada passando a integrar as três divisões preconizadas pelas melhores práticas internacionais em matéria de gestão da dívida pública, designadamente:

- a) “Front Office” ou Departamento de Empréstimos (DEMP);
- b) “Middle Office” ou Departamento de Planeamento Estratégico da Dívida (DPED);
- c) “Back Office” ou Departamento de Registo e Serviço da Dívida (DRSD).

Este novo figurino institucional foi concebido na perspectiva de responder aos desafios crescentes do actual contexto em que a gestão da dívida pública tornou-se num eixo nevrálgico da sustentabilidade das finanças públicas do País. No entanto, embora a Estratégia de Médio Prazo para Gestão da Dívida Pública 2022-2025, seja a primeira a ser elaborada sob este novo figurino institucional, a elaboração e actualização anual deste instrumento vem já prescrita ao nível da Visão das Finanças Públicas (2011-2025) como uma actividade de suporte de um dos objectivos estratégicos do Estado no domínio das finanças públicas, designadamente o Objectivo 3: *Melhoria da administração e gestão prudente do património, da dívida pública e da previdência e segurança social*. Foi sob o comando estratégico da Visão 2011-2025 que foram elaboradas e publicadas as duas versões anteriores da Estratégia de Médio Prazo para Gestão da Dívida Pública referentes aos períodos 2011-2015 e 2015-2018.

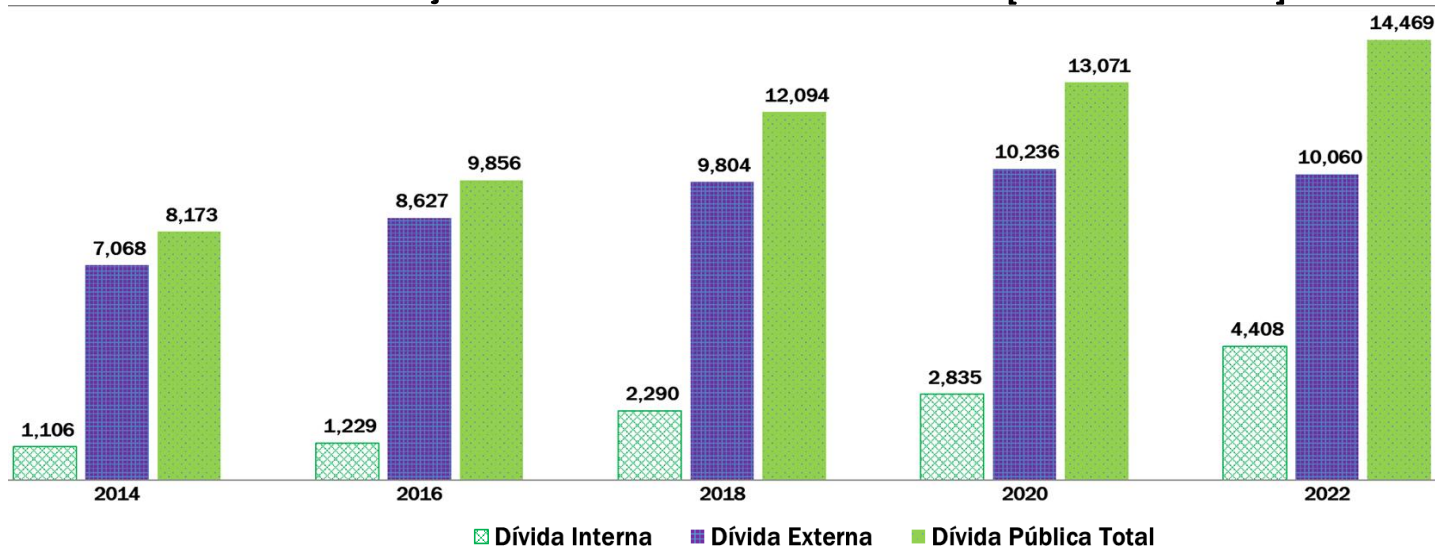
Dando sequência ao comando estratégico da Visão 2011-2025, a nova Lei do SISTAFE (Lei nº 14/2020 de 23 de Dezembro) e o respectivo Regulamento (Decreto n.º 26/2021 de 03 de Maio), fixaram legalmente os comandos operacionais mais recentes para a elaboração da Estratégia de Médio Prazo para gestão da Dívida Pública. A Lei do SISTAFE, estabelece a Estratégia de Médio Prazo para Gestão da Dívida (a par do Relatório de Análise de Sustentabilidade - DSA), como um dos instrumentos de base para a fixação dos limites anuais de endividamento e de emissão de garantias. Nessa base e no contexto do ciclo orçamental, o Regulamento do SISTAFE, determina que a Estratégia de Médio Prazo para Gestão da Dívida Pública deve ser elaborada/actualizada e aprovada anualmente, devendo esta ser utilizada para fundamentar a elaboração das projecções anuais de endividamento do CFMP.

III. LINHA DE BASE: EVOLUÇÃO RECENTE DA CARTEIRA DA DÍVIDA PÚBLICA E DO SEU PERFIL DE CUSTO E RISCO

1. Evolução da Carteira da Dívida Pública (2014-2022)

Até 31 de Dezembro de 2014, o stock total da dívida do Governo Central era de USD 8 173 milhões, dos quais USD 7 068 milhões correspondiam à dívida externa e USD 1 106 milhão à dívida interna. Ao longo dos 8 anos seguintes, o stock da dívida pública cresceu em 77%, posicionando-se a 31 de Dezembro de 2022, em USD 14 469 milhões, dos quais USD 10 060 milhões correspondem à dívida externa e USD 4 408 milhões à dívida interna. O agravamento do stock externo ao longo do período em alusão foi determinado por influxos de crédito multilateral de fontes concessionais com destaque para os aumentos dos stocks nominais do **Banco Mundial (em USD 726.6 milhões)**, do **FMI (em USD 566.9 milhões)** e do **Fundo Africano para o Desenvolvimento – FAD (em USD 347.4 milhões)**. De igual modo, a variação do stock da dívida externa reflete o incremento do stock nominal para com a **China (em USD 359.0 milhões)** bem como a titularização e reestruturação do empréstimo da EMATUM que gerou um incremento do capital em USD 400 milhões.

Gráfico 1: Evolução do Stock da Dívida do Governo Central [em Milhões de USD]



Fonte: DNGDP-MEF

A proporção do stock da dívida denominada em moeda externa reduziu substancialmente de 94.5% em 2014 para 70% em 2022, refletindo precisamente o facto de o agravamento do stock da dívida pública estar a ser largamente impulsionado pelo endividamento interno em Meticais. Enquanto o stock da dívida externa aumentou em apenas 42%, a dívida interna aumentou em cerca de 300% ao longo dos últimos 8 anos. Esta dinâmica expansiva do endividamento interno foi determinada pela necessidade de financiamento de um défice primário crescente em meio a uma conjuntura macroeconómica persistentemente adversa (o aumento da frequência e intensidade das calamidades naturais, o Covid-19, a insurgência terrorista na província de Cabo Delgado) combinada a um cenário de quebra nas receitas fiscais e restrições no acesso a recursos externos.

Neste contexto do crescente recurso ao financiamento doméstico, o Metical tornou-se em 2022, pela primeira vez, na moeda mais representativa da dívida pública moçambicana, com uma participação proporcional de cerca de $\frac{1}{3}$ do total da carteira. A crescente proporção do Metical na composição da carteira está naturalmente associada a custos e riscos de outra natureza, designadamente as flutuações nas taxas de juro, e que devem ser adequadamente ponderados no exercício de identificação da estratégia óptima de endividamento.

Tabela 1: Composição do Stock da Dívida Pública por Moeda

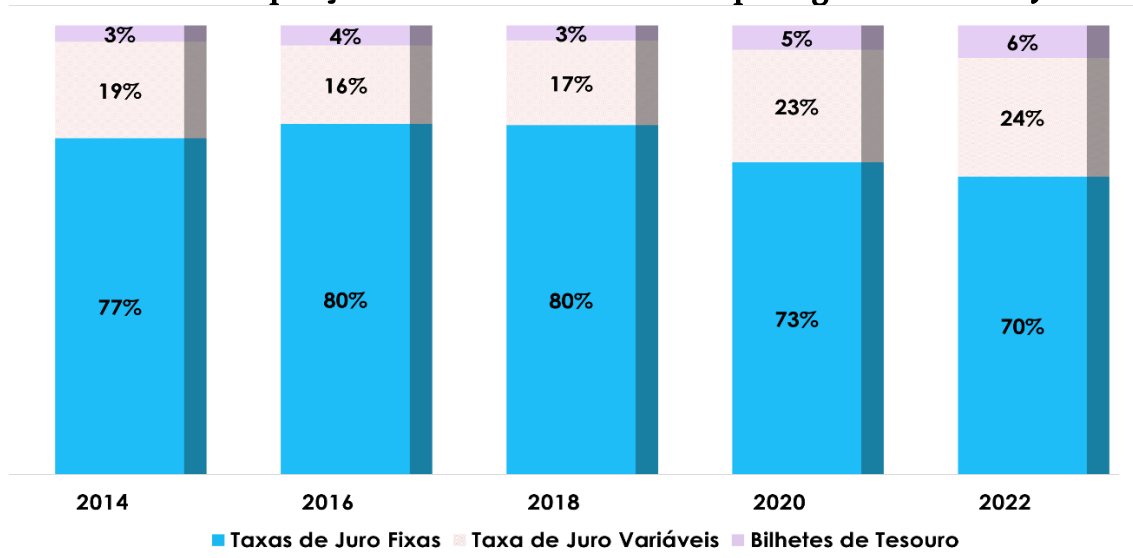
Moeda	2014	2016	2018	2020	2022
MZN	14%	12%	19%	22%	30%
USD	38%	36%	21%	30%	22%
SDR	13%	13%	31%	25%	26%
CNY	7%	7%	7%	6%	5%
EUR	20%	18%	10%	6%	6%
Outras Moedas*	9%	13%	12%	11%	11%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

* Dinâr Islamico, BUA do BAD, Yen Japones, Won da Coreia do Sul, Dinâr do Kuwait e Ryal Saudita.

Fonte: DNGDP-MEF

Em termos de regime de taxas de juros, a carteira da dívida pública moçambicana tem se mantido consistentemente dominada por empréstimos a taxas de juro fixas, uma opção justificável em meio a prevalecente conjuntura financeira doméstica e internacional fortemente permeada por factores de risco de agravamento do custo do capital. Entretanto, convém notar que nesta dimensão de risco, os BTs representam um flanco de vulnerabilidade porque embora estejam emitidos a taxas de juro fixas, o seu refinanciamento na maturidade (1 ano) está exposto a uma taxa de juro potencialmente mais alta. Portanto, os BTs têm um baixo custo *ex-ante* mas podem acabar acumulando um elevado custo *ex-post*, pois apesar de serem instrumentos de taxa de juro fixa, em situações de refinanciamento, acarretam um grau de exposição análogo ao de um instrumento de taxa de juro variável.

Gráfico 2: Composição do Stock da Dívida Pública por regime de Taxa de Juro



Fonte: DNGDP-MEF

2. Evolução do Perfil de Custo e Risco da Carteira da Dívida Pública (2014-2022)

A linha de base para a comparação dos três cenários alternativos de endividamento da Estratégia em vigor, é dada pelo desempenho dos indicadores de custo e risco da carteira da dívida pública em 2022. No entanto, para ajudar a compreender a posição dos indicadores na linha base (i.e. em 2022), a tabela 2 apresenta também o desempenho dos indicadores de custo e risco da dívida total para alguns anos de referência (2016, 2018 e 2021), selecionados dentro do horizonte temporal das Estratégias anteriores e da Estratégia em vigor. Esta análise evolutiva permite-nos avaliar em que medida as Estratégias anteriores terão sido efectivamente aplicadas para fundamentar as opções subsequentes de endividamento público, as quais, em última instância, determinaram o perfil de custo e risco da carteira da dívida que o País tem hoje.

Tabela 2: Evolução do Desempenho dos Indicadores de Custo e Risco da Dívida

		2016	2018	2021	2022		
		Dívida Total	Dívida Total	Dívida Total	Dívida Externa	Dívida Interna	Dívida Total
Stock Nominal (Milhões Meticais)		616 961	729 276	890 745	642 561	281 546	924 107
Stock Nominal (Milhões USD)		9 855	12 094	13 954	10 061	4 408	14 469
Stock Nominal (% do PIB)		102.1	85.7	85.0	54.4	23.8	78.2
Custo da Dívida	Pagamento de Juros (% do PIB)	2.7	5.1	4.3	1.0	3.5	4.5
	Taxa de Juro Média Ponderada (%)	2.5	5.9	5.0	1.9	14.5	5.7
Risco de Refinanciamento	Tempo Médio para Maturidade – ATM (em Anos)	14.5	10.3	10.0	10.8	6.4	9.4
	Dívida Vincenda dentro de 1 Ano (% do total)	5.2	7.6	12.3	4.2	34.4	14.8
Risco de Taxa de Juro	Tempo Médio para Alteração da Taxa de Juro – ATR (em Anos)	14.0	9.4	8.9	9.9	5.4	8.4
	Dívida com Alteração da taxa de Juro dentro de 1 Ano (% do total)	16.1	23.7	31.1	14.9	75.7	35.0
	Dívida com Taxa de Juro Fixa incluindo BTs (% do total)	84.0	83.0	80.3	89.3	49.9	77.3
Risco de Taxa de Câmbio	Dívida em Moeda Externa (% do total)	87.5	81.0	74.5	-	-	69.5
	Dívida no Curto Prazo em Moeda Externa (% das reservas)	10.6	12.6	11.2	-	-	16.2

Fonte: DNGDP-MEF

A tabela 2 revela que, em geral, os indicadores de custo e risco da carteira da dívida pública moçambicana deterioraram-se substancialmente depois de 2016. Pelas razões de ordem conjuntural já mencionadas, o ano de 2016 inaugurou uma etapa de relativa aceleração no ritmo de endividamento público, acompanhada de desvios na execução das metas operacionais de endividamento projetadas, tal como se demonstra na tabela 3. A título exemplificativo, do volume de crédito fixado para a cobertura do défice orçamental de 2022, o CFMP 2022-2024 projectara a mobilização de 54% em fontes internas e 46% em fontes externas (*mix* 54/46). Contudo, no OE 2022, a mobilização de crédito interno foi reforçada para 82%, reduzindo-se a necessidade de financiamento via crédito externo para 18% (*mix* 82/18).

Tabela 3: Metas operacionais do *mix* de endividamento projectadas vs Orçamentadas

Fonte de Financiamento		2014	2016	2018	2020	2022	2023 ³
Crédito Interno (% do crédito total)	MTDS/CFMP	9%	6%	22%	26%	54%	60%
	OE	9%	37%	31%	44%	82%	64%
	Desvio	0	+31	+9	+18	+28	+4%
Crédito Externo (% do crédito total)	MTDS/CFMP	91%	94%	78%	74%	46%	40%
	OE	91%	63%	69%	56%	18%	36%
	Desvio	0	-31	-9	-18	-28%	-4%

Fontes: CFMP 2014-2016; 2015-2017; 2018-2020; 2022-2024 e Lei do OE 2014, 2016, 2018, 2020 e 2022

Apesar do OE 2023 (projeções revistas), já sinalizar um notável esforço de correção (tal como evidencia a tabela 3), vale notar que a inconsistência entre a política orçamental e as metas operacionais de endividamento previamente projectadas no CFMP, havia antes se agravado no OE 2022. Não obstante o OE 2022 ter fixado um volume nominal de contratação de novo crédito muito abaixo das projeções do CFMP, o desvio das metas do *mix* de financiamento do défice atingiu os 28%, resultando na deterioração do desempenho dos indicadores de custo e risco da dívida, conforme retrata a tabela 2.

Com efeito, o desempenho dos dois indicadores de custo da dívida agravou-se em dobro entre 2016 e 2018: i) o volume dos pagamentos de juros passou de 2.7% do PIB para 5.1%, e; ii) o Custo da Dívida medido pela média ponderada da taxa de juro implícita passou de 2.5% a.a para 5.9% a.a. O custo do financiamento simulou um ligeiro abrandamento entre 2018 e 2021, mas, em meio a conjuntura monetária fortemente restritiva que prevaleceu ao longo do ano 2022, o desempenho destes indicadores voltou a deteriorar em 2022, impulsionado sobretudo pela subida da taxa de juro média ponderada dos empréstimos domésticos de 14.1% em 2021 para 14.5% em 2022.

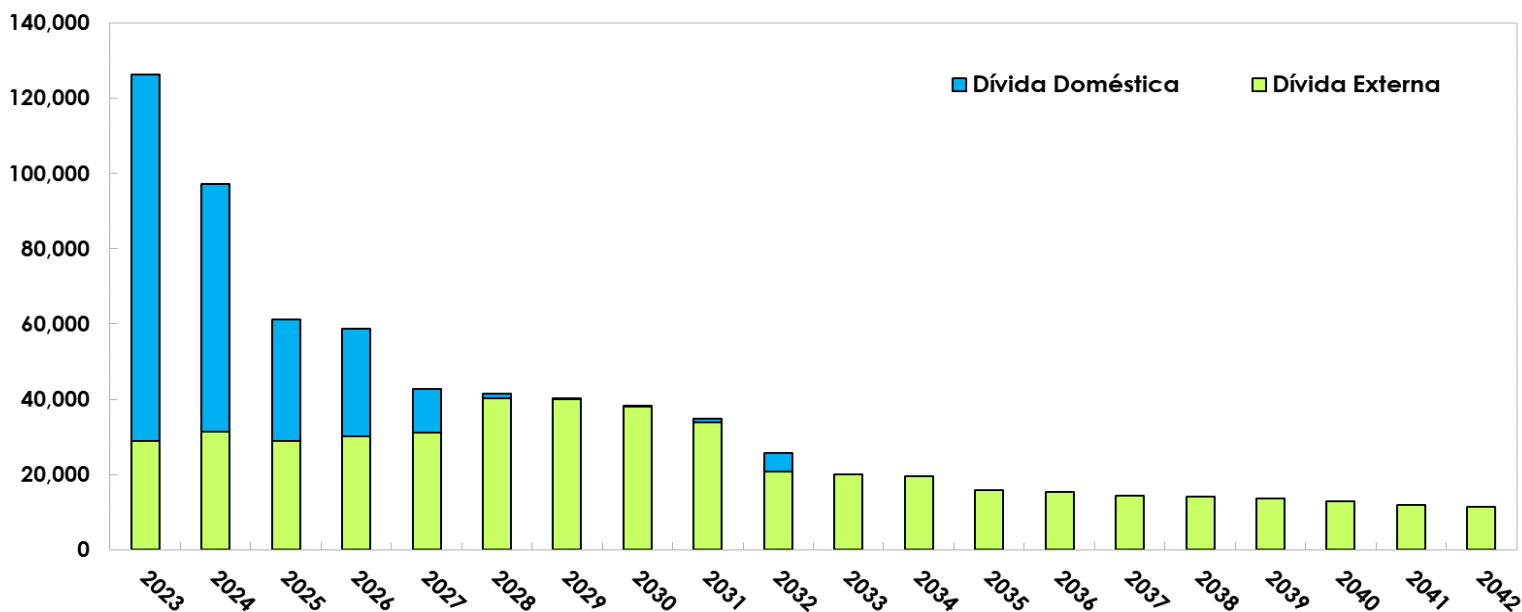
No mesmo diapasão, com excepção do indicador que mede a exposição cambial da carteira (proporção de dívida em moeda externa sobre o total da dívida) que melhorou de 74.5% para 69.5%, os demais seis indicadores agrupados pelas três dimensões de risco da dívida (risco de refinanciamento; risco de taxa de juro; e risco de taxa de câmbio), registaram uma significativa deterioração de desempenho entre 2018 e 2022.

O **risco de refinanciamento** refere-se a possibilidade do Governo falhar no pagamento de uma prestação de dívida e não poder também (a termos e condições financeiramente razoáveis), renegociar para substituir as dívidas com vencimento iminente por novas dívidas com maturidades mais dilatadas. O desempenho dos indicadores desta dimensão é determinado pelo perfil de maturidade ou de amortização da dívida em que, uma significativa concentração dos reembolsos num horizonte de curto e médio prazo (vide o gráfico 3), é indicativa de uma iminente pressão do serviço da dívida sobre a Tesouraria do Estado, que pode potencialmente originar a necessidade de um refinanciamento ou, no extremo, forçar um *default*. Assim, a redução do Tempo Médio para

³ OE 2023 (Projeções Revistas); Estratégia para Gestão da Dívida Pública (2022-2025)

Maturidade (ATM) de 14 anos em 2016 para 8 anos, combinada com um aumento da proporção de dívida vencível em 1 ano de 5.2% em 2016 para 14.8% em 2022, impõe a necessidade de medidas particularmente direcionadas para a mitigação do risco de refinanciamento, facto que justifica o foco desta Estratégia nesta dimensão em particular.

Gráfico 3: Perfil de Maturidade da Dívida Pública (em milhões de Meticais)



Fonte: DNGDP-MEF

Este perfil de reembolsos está largamente associado ao vencimento de instrumentos de dívida interna mobiliária (BTs e OTs), cujo stock registou nos últimos 5 anos o incremento mais acelerado desde a abertura do mercado de capitais no País.

Todavia, a dimensão de risco que fica mais exposta por esta ‘viragem para dentro’ no padrão do endividamento público em Moçambique, têm sido as taxas de juros. O risco da taxa de juros mede o grau de exposição da carteira da dívida pública a flutuações nas taxas de juro. A tabela 2 mostra que dois dos três indicadores desta dimensão, foram os que registaram entre 2016 e 2022, as mais persistentes derrapagens de desempenho: i) o Tempo Médio para alteração das taxas de juros (*Average Time to Re-fixing - ATR*) caiu de 14 anos para 9 anos, significando que, em média, o custo de cada empréstimo da carteira está potencialmente sujeito a ajustar-se em alta dentro de 8 anos; ii) a proporção da dívida sujeita a alteração nas taxas de Juro dentro de 1 ano, agravou-se em dobro passando de 16% para 35%, refletindo o aumento da dívida vencível dentro de 1 ano (BTs), a qual poderá ter de ser refinanciada a uma nova taxa de juros potencialmente mais alta, e; iii) a proporção de dívida com taxa de juro fixa (incluindo BTs) caiu de 84 para 77% refletindo um volume acrescido de emissões de OTs, parte das quais com taxas de cupão flutuante.

Por último, o desempenho dos indicadores da dimensão de risco da taxa de câmbio mostram que o grau de exposição cambial da dívida pública tem estado a reduzir, acompanhando naturalmente a tendência de substituição do financiamento externo pelo endividamento interno, denotada particularmente no fluxo líquido negativo da dívida externa em 2022.

IV. PRESSUPOSTOS MACROFISCAIS PARA A ESTRATÉGIA 2023-2025

O realismo dos cenários alternativos de endividamento simulados no exercício de elaboração de uma Estratégia de Dívida, depende do seu grau de consistência com relação a estrutura macroeconómica actual e projectada do País, bem como com relação ao grau de disponibilidade/acessibilidade das diferentes fontes de financiamento para o País. Daí decorre a imprescindível necessidade da Estratégia da Dívida estar intrinsecamente ancorada aos pressupostos do Cenário Fiscal de Médio Prazo (CFMP) particularmente em relação à: i) magnitude dos défices fiscais (que são o determinante das necessidades de endividamento), e ii) projecções da taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), das quais, em princípio, dependerá a capacidade do Estado de amortizar a dívida pública.

Os desenvolvimentos recentes sugerem que depois da contração registada em 2020, a economia moçambicana está a sinalizar uma consolidação da trajectória de recuperação iniciada em 2021. Em 2022, a produção agregada medida pelo PIB se expandiu em 4.15%, superando largamente as projecções iniciais de um crescimento de apenas 2.9%. As projecções do CFMP, sugerem que, até 2026, as taxas de crescimento económico se mantenham acima dos 5%, num contexto em que a indústria extractiva passará a representar a maior contribuição sectorial para o PIB. No entanto, o facto do quadro macro-fiscal subjacente a esta Estratégia incorporar as expectativas de produção e de receitas fiscais do sector de GNL, implica logo a priori que, a evolução da trajectória da dívida dependerá muito da materialização dos megaprojectos em perspectiva bem como das condições de demanda nas economias avançadas e mercados emergentes (preços e quantidades).

Tabela 4: Pressupostos Macroeconómicos e Fiscais para a MTDS 2023-2025

	2022	2023	2024	2025
Produto Interno Bruto - PIB (milhões MZN, preços correntes)	1 181 845	1 371 419	1 536 532	1 696 484
Taxa de Crescimento real (%)	4.1	7.0	5.5	5.4
Inflação Média Anual (%)	10.3	8.0	7.0	6.3
Taxa de Câmbio MZN/USD (fdp)**	63.9	66.1	69.2	72.1
Receitas + Donativos (milhões MZN)	333 743	395 106	432 800	483 111
Despesa Primária (milhões MZN)	396 859	426 113	441 456	480 696
Despesa Primária + Juros (milhões MZN)	432 293	474 737	492 890	531 904
Saldo Global* (% do PIB)	-8.3%	-5.8%	-3.9%	-2.9%
Saldo Primário* (% do PIB)	-5.3%	-2.3%	-0.6%	0.1%
Necessidades Brutas de Financiamento (milhões MZN)	135 546	135 809	136 624	122 848
RIL (milhões USD)***	2 850	2 939	3 184	3 536

* incluindo donativos

** Projecções estimada na base do diferencial entre a inflação sobre o Metical (Moç) e sobre o Dólar (EUA)

*** Projecções do FMI

Fonte: CFMP 2024-2026

Do lado monetário, não obstante a persistência de uma conjuntura de pressões, antevê-se que as autoridades consigam ao longo de 2023 retornar à uma taxa de inflação abaixo de 2 dígitos, de modo

que, até 2026, ela se mantenha em torno de uma média de 7%. Entretanto, este nível de inflação, combinado com um quadro de deterioração do saldo da conta corrente, vão propiciar uma depreciação da taxa de câmbio ao longo do período.

Do lado fiscal, o saldo primário entre 2023 e 2025 estará em média deficitário em 2.0% enquanto a média do déficit global se situará em 5.2%. A significativa diferença entre as médias destes dois agregados quantifica obviamente o peso dos juros da dívida sobre a despesa pública, uma vez que, ao incorporar-se à despesa os pagamentos dos juros da dívida, o déficit público agrava-se em cerca de 3 pontos percentuais. Entretanto, apesar do incremento substancial das obrigações de serviço da dívida nos anos 2024 e 2025, as projecções do CFMP apontam para uma redução das Necessidades Brutas de Financiamento nestes últimos dois anos por conta de uma melhoria do saldo primário atribuível ao efeito combinado da expansão das receitas do Estado em paralelo com um abrandamento no ritmo de crescimento da despesa.

O facto da inadiável despesa em juros representar uma quota significativa do déficit global, sugere que, aos níveis projectados, o serviço da dívida pública será um dos factores de rigidez orçamental que poderá condicionar a eficácia dos esforços de consolidação fiscal, implicando que, a Estratégia da Dívida a ser adoptada, deva acautelar a persistência de um contexto de pressões fiscais no horizonte de médio prazo.

V. FONTES DE FINANCIAMENTO E DESENVOLVIMENTO RECENTE DO MERCADO DOMÉSTICO DE CAPITAIS

1. Fontes de Financiamento

Este capítulo descreve as fontes de financiamento actuais e identifica as fontes que, no horizonte de médio prazo, continuarão potencialmente a ser parte da estratégia de endividamento do Estado.

A classificação internacional de Moçambique como um País de Baixo Rendimento (*Low Income Country*), permitiu que os donativos e os créditos concessionais de origem oficial (i.e, bilateral e multilateral) se tornassem as fontes tradicionais de financiamento do déficit público. Contudo, nos últimos anos, tem estado a observar-se uma gradual reconfiguração do padrão de financiamento do déficit, com o crescente recurso a instrumentos de dívida interna comercial, conforme ilustra a tabela 5.

Tabela 5: Composição do stock total da Dívida Pública por Categoria de Credor e Instrumento

Categoria de Credor/Instrumento	2016	2018	2020	2021	2022
Multilateral	38%	36%	37%	36%	35%
Bilateral	42%	39%	34%	32%	29%
Eurobonds (MOZAM 2032)	7%	6%	7%	6%	6%
Bilhetes de Tesouro	4%	3%	5%	6%	8%
Obrigações de Tesouro	2%	6%	10%	12%	16%
Outros (Bancos)	6%	10%	7%	7%	7%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: DNGDP-MEF

Com efeito, os credores detentores da dívida externa de Moçambique podem ser agrupados em três categorias: multilateral, bilateral e títulos internacionais (*eurobonds*) enquanto a dívida interna pode ser agrupada por três instrumentos (BTs, OTs e Outros).

As categorias multilateral e bilateral (vide tabela 6), compreendem o segmento dos credores oficiais (agências multilaterais de desenvolvimento, Estados e Bancos de Importação-Exportação), dos quais o Estado moçambicano contrai empréstimos sob a forma contratual. Nos próximos anos, este segmento de credores e, em particular, as instituições multilaterais, continuarão a ocupar uma posição prioritária na estratégia de endividamento do Estado, a qual preconiza a maximização do recurso às janelas de financiamento puramente concessional.

Tabela 6: Credores oficiais da Dívida Pública de Moçambique

Categoria de Credor	Credor					
Multilateral	– Banco Africano de Desenvolvimento [BAD]					
	– Banco Mundial					
	– Fundo Internacional para o Desenvolvimento Agrícola [FIDA]					
	– Banco Europeu de Investimentos [BEI]					
	– Fundo Nórdico para o Desenvolvimento [NDF]					
	– Banco Árabe para o Desenvt. Económico de África [BADEA]					
	– Banco Islâmico de Desenvolvimento [BID]					
Bilateral	<table border="1"> <thead> <tr> <th data-bbox="414 999 950 1041">Membros do Clube de Paris</th> <th data-bbox="950 999 1477 1041">Não-Membros do Clube de Paris</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td data-bbox="414 1041 950 1243">Portugal [Caixa Geral de Depósitos], França [AFD], Áustria, Rússia, Japão [JICA], Itália, Espanha, Bélgica, Brasil [BNDES], Coreia do Sul [Exim Bank]</td> <td data-bbox="950 1041 1477 1243">China, Exim Bank China, Exim Bank Índia, Nordea Bank, Fundo Saudita, Fundo do Kuwait, Líbia, Angola, Iraque, Polónia, Roménia e Servia.</td> </tr> </tbody> </table>		Membros do Clube de Paris	Não-Membros do Clube de Paris	Portugal [Caixa Geral de Depósitos], França [AFD], Áustria, Rússia, Japão [JICA], Itália, Espanha, Bélgica, Brasil [BNDES], Coreia do Sul [Exim Bank]	China, Exim Bank China, Exim Bank Índia, Nordea Bank, Fundo Saudita, Fundo do Kuwait, Líbia, Angola, Iraque, Polónia, Roménia e Servia.
	Membros do Clube de Paris	Não-Membros do Clube de Paris				
Portugal [Caixa Geral de Depósitos], França [AFD], Áustria, Rússia, Japão [JICA], Itália, Espanha, Bélgica, Brasil [BNDES], Coreia do Sul [Exim Bank]	China, Exim Bank China, Exim Bank Índia, Nordea Bank, Fundo Saudita, Fundo do Kuwait, Líbia, Angola, Iraque, Polónia, Roménia e Servia.					

Fonte: DNGDP-MEF

A categoria dos títulos internacionais (*Eurobond MOZAM 2032*), surgiu de uma necessidade pontual de refinanciamento dos empréstimos da EMATUM. Neste sentido, a oferta pública internacional dos títulos da EMATUM foi uma operação episódica pois o financiamento no mercado internacional de capitais, ainda não é parte da estratégia de endividamento do Estado.

A possibilidade do Estado se financiar predominantemente no mercado doméstico, continuará a ser condicionada pela incipiência do mercado doméstico de capitais e pelo contexto estrutural de baixa poupança da economia. Todavia, para contrabalançar os custos e riscos da dependência no financiamento externo e na perspectiva de contribuir através dos títulos públicos, para a dinamização deste mercado doméstico, a Estratégia da Dívida preconiza o recurso ao financiamento interno mobiliário (i.e, emissão de BTs e OTs), dentro de limites macroprudencialmente razoáveis. A tabela 7 sumariza o perfil das fontes de financiamento actualmente presentes na carteira da dívida do Governo Central.

Tabela 7: Fontes e Termos de Financiamento Público (até Dezembro de 2022)

Categoria	Regime de taxa de juro	Credores	Taxa de juro implícita*	Maturidade (anos)*	Carência (anos)*
Multilateral	Fixa	BAD	0.75%	40	10
		Banco Mundial IFAD, NDF	0.75%	38	6
		BEI, BADEA, BID	1.00%	20	10
Bilateral Clube de Paris	Fixa	Portugal, França, Coreia, Espanha, Rússia e Itália	1.65%	32	10
		Coreia e Japão	1.27%	39	11
	Variável**	Brasil e França	SOFR 6 meses + 2% + CAS	15	5
Bilateral não-Clube de Paris	Fixa	China, Exim-China, Exim- India, Kuwait Fund, Fundo Saudita, Iraque, Líbia, Polónia, Sérvia, Angola, OPEC e Bulgária	2.39%	20	5
	Variável**	Nordea Bank, China e Roménia	SOFR 6 meses + 2% + CAS	15	4
Títulos internacionais		Eurobond MOZAM 2032	5%	12	8
Títulos domésticos	Fixa	BTs	13.25%	1	-
	Variável	OTs 3 anos	13.50%	3	-
		OTs 4 anos	13.75%	4	-
		OTs 5 anos	14.00%	5	-
Outros	Fixa	Bancos	13.93%	20	-

* Médias Ponderadas

** A partir de 01 de Julho de 2023, a taxa de juro para empréstimos contratados a taxa de juro variável (indexados à LIBOR), passa a ser dada por: SOFR (para 1,3 ou 6 meses) + Spread + Credit Adjustment Spread (para a respectiva SOFR de 1, 3 ou 6 meses).

Fonte: DNGDP-MEF

2. Desenvolvimentos Recentes no Mercado Doméstico de Capitais e Perspectivas de Reformas a Médio Prazo.

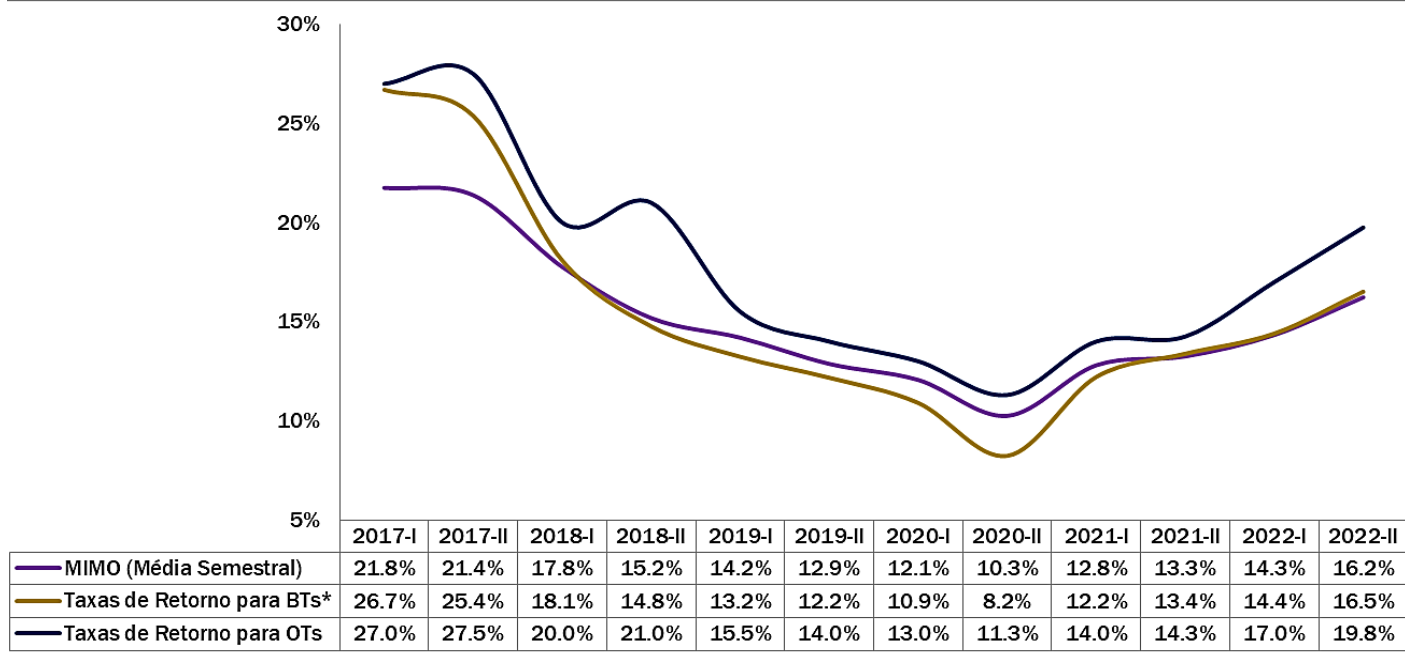
O mercado de títulos públicos é de longe o segmento dominante do mercado de capitais em Moçambique. As OTs representam mais de 60% do volume total de títulos emitidos e transacionados em Bolsa de 2020 à esta parte⁴. Historicamente, a procura pelos títulos públicos em geral (tanto OTs como BTs), foi consistentemente alta desde a abertura deste mercado. O rácio procura-oferta para OTs nos leilões primários realizados de 2020 a 2022, tem se mantido numa média anual acima de 170%, embora com alguns intervalos de relativa deserção do mercado.

No entanto, o apetite e a demanda em geral altos dos investidores pelas OTs, tem se mostrado insignificantes na determinação das condições de custo do financiamento ao Estado, sendo incapazes

⁴ Os restantes 20% incluem Acções, Obrigações Corporativas e Papel Comercial.

de mitigar ou reverter a trajectória ascendente das *yields* (taxas efectivas de retorno por cupão), tal como denota o gráfico 4.

Gráfico 4: Evolução da Taxa MIMO e das taxas de retorno de BTs e OTs⁵



* Média Trimestral para BTs de 91, 182 e 364 dias

Fonte: Banco de Moçambique

Obviamente que a trajectória das taxas de juro é determinada por variáveis mais abrangentes da estrutura e da conjuntura macrofiscal, monetária e financeira do País. No entanto, uma análise focalizada do mercado de títulos públicos sugere que, a configuração vigente do mercado é ela própria um factor gerador de custos quer para o Estado como emitente quer para os demais participantes.

O facto do mercado ser fundamentalmente dependente de um segmento primário composto por uma base de investidores restrita e indiferenciada (concentrada no sector bancário), sem o lastro de um segmento secundário líquido, condiciona os investidores (maioritariamente Bancos) a uma abordagem de *buy-and-hold* (em detrimento de *buy-and-sell*), tornando-os deste modo propensos a ciclos recorrentes de sobre-exposição soberana durante os quais se vêm, por razões prudenciais, forçados a abrandar a sua participação nos leilões, resultando numa queda dos rácios procura-oferta das emissões com implicações sobre os custos.

Do lado da oferta, as características dos títulos emitidos pelo Estado têm sido as que tipicamente interessam a um segmento investidores com preferência pelo habitat de maturidades de curto-médio prazo (com destaque para Bancos Comerciais para os quais estes activos, para além de altamente rentáveis, são instrumentais para as suas estratégias de gestão de liquidez). Conforme se pode depreender pela tabela 8, ao longo dos últimos três anos, o grosso das OTs emitidas têm uma

⁵ A taxa de juro de colocação de BTs segue a trajectória da taxa de juro de referência (MIMO) e por sua vez, a taxa de cada emissão de OTs é determinada na base da taxa de juro media ponderada das seis emissões anteriores de BTs.

maturidade máxima de 4 anos, facto que explica a elevada concentração de vencimentos acumulados no horizonte até 2026⁶, com todos os riscos subjacentes.

Tabela 8: Perfil de Maturidades das OTs emitidas de 2020 a 2022 [em Milhões de Meticais e % do Total]

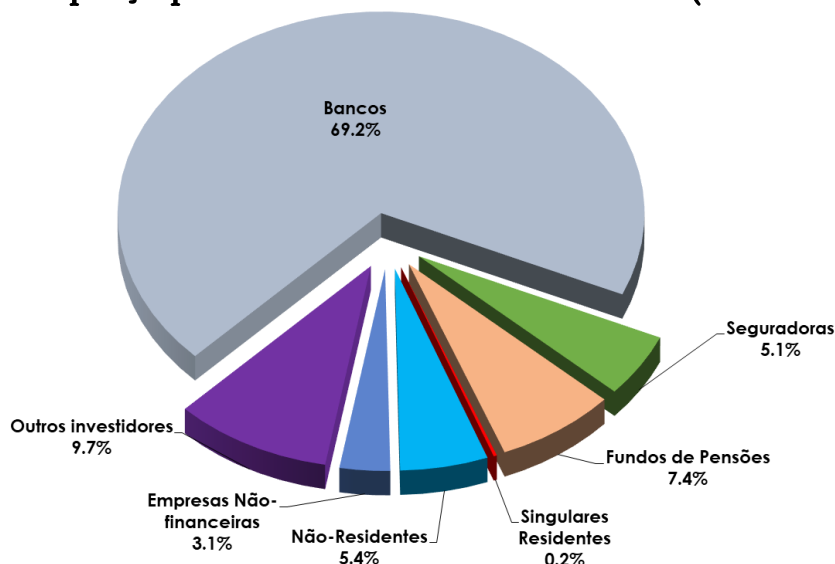
	2020		2021		2022		Δ 2021-2022
OTs 2 anos	-	-	2 808	7%	-	-	-7pp
OTs 3 anos	18 800	47%	-	-	18 548	36%	+36pp
OTs 4 anos	15,000	37%	11 880	32%	27 340	53%	+21pp
OTs 5 anos	6,000	15%	16 481	44%	4 166	8%	-36pp
OTs 6 anos	-	-	5 339	14%	-	-	-14pp
OTs 8 anos	-	-	-	-	1 454	3%	+3pp
OTs 10 anos	482	1%	1 056	3%	-	-	-3pp
Total	40 282	100%	37 564	100%	51 508	100%	-

Fonte: BVM

Foi nesta base, que a reconfiguração do mercado doméstico de títulos e a dilatação do perfil de maturidade da dívida interna foram identificados como os objectivos nevrálgicos da Estratégia de Gestão da Dívida em vigor.

A actual configuração do mercado doméstico de títulos, fortemente enviesado a favor de instrumentos de curto-médio prazo, configura simultaneamente causa e efeito da elevada concentração de OTs no sistema bancário. Os Bancos detêm cerca de 69% da dívida do Estado na forma de OTs, enquanto os Fundos de Pensões e Seguradoras detêm uma fracção combinada de apenas 12.5%. No cômputo geral, o gráfico 5 sugere que, a repartição da titularidade das OTs está em linha com a regulamentação nacional que fixa a obrigatoriedade dos Bancos Comerciais (enquanto operadores do mercado primário), dispersarem para o público pelo menos 30% dos títulos por si tomados (podendo optar em manter na sua posse os restantes 70%).

Gráfico 5: Repartição por Titularidade do stock da dívida em OTs (Dezembro de 2022)



Fonte: BVM

⁶ O volume residual de OTs com maturidade superior a 5 anos (6, 8 e 10 anos), foram emitidas em 2020, 2021 e 2022, no âmbito da execução da Estratégia de Regularização das dívidas do Estado para com fornecedores de Bens e Serviços e Empreitadas de Obras Públicas, tendo sido portanto emissões dirigidas a entidades específicas.

Um exercício de diagnóstico realizado pelo MEF apurou a existência em 2022 de cerca de MZN 77 mil milhões em liquidez disponível para aplicações de investimento ou reinvestimento em títulos de dívida pública. Apesar de não ter sido exaustivamente abrangente (já que, para além do INSS, contemplou apenas 5 entidades gestoras de Fundos de Pensões complementares e 21 Seguradoras regulamentadas ou sob supervisão do ISSM), este diagnóstico foi suficientemente indicativo do potencial de incremento da participação de mercado por parte dos Fundos de Pensões e Seguradoras.

A participação deste segmento de investidores no mercado é ainda condicionada por algumas restrições dentro do quadro regulatório do sector de Seguros e Fundos de Pensões, sobre o qual há já um trabalho de revisão em curso, sendo a questão dos mandatos de investimento (onde a actual regulamentação só fixa os máximos sem impor mínimos) é um dos focos da revisão.

Todavia, há também deficiências na própria configuração do mercado que obstruem e desincentivam o engajamento dos investidores institucionais. As OTs são um produto altamente apetecível por terem alta rentabilidade em prazos relativamente curtos e enquanto dentro dos Bancos Comerciais (que gozam do privilegiado estatuto de Operadores Especializados), não existir uma clara separação entre as funções do Banco como Corretor (*Broker*) e como *Investidor (Dealer)*, eles poderão servir-se desse estatuto para posicionar-se em vantagem em relação aos investidores institucionais na colocação das ordens de subscrição das OTs. Nestas condições, os investidores institucionais participarão nos leilões sempre com um elevado risco de sair sem conseguir ganhar as alocações e conseqüentemente, tenderão a reduzir a magnitude das suas ‘apostas’ neste instrumento.

Neste contexto, por serem um produto fora do habitat preferencial típico dos Bancos Comerciais, as OTs de longa maturidade abrem a possibilidade de automaticamente dispersar a concentração do passivo soberano para além do sistema bancário doméstico. A incorporação de títulos públicos de longa maturidade na carteira de ativos das Seguradoras e dos Fundos de Pensões é compatível com os objectivos de longo prazo deste segmento de investidores porque funciona como uma estratégia de imunização dos seus passivos.

Com efeito, para além de linhas de OTs de 3 e 5 anos, a estratégia de emissões de dívida mobiliária nos próximos 2 anos será estruturada de modo a estabelecer e alcançar um volume óptimo de liquidez nas linhas de Obrigações de Tesouro para maturidades de 7 , 10 e 15 anos. Para atender a esta diversificação do leque de instrumentos, a regulamentação do mercado de títulos públicos deverá ser revista para passar a acomodar outros métodos de emissão de títulos para além do actual formato de **Leilões Competitivos** (através dos OEOTs). Enquanto o formato de Leilões Competitivos continuará a ser primariamente usado para emissões de OTs em maturidades de médio prazo (3 e 5 anos), serão introduzidas novos métodos de emissão para instrumentos de longo prazo (7 , 10 e 15 anos), designadamente: i) **sindicatos/bookbuilding** (em que os investidores tem a oportunidade de tomar Obrigações diretamente no mercado colocando as suas ordens de subscrição através de um ou mais Bancos exclusivamente designados para a transacção); ii) **colocações privadas/private placements** (pelo qual o Estado iria emitir Obrigações dirigidas para um ou mais investidores/entidades

específicos, sob condições definidas de forma transparente), e; **Leilões de troca** – pelos quais OTs com vencimentos iminentes ou as linhas de OTs mais antigas poderão ser trocadas por novos títulos (a termos correntes) em transacções neutras de liquidez, constituindo deste modo uma ferramenta para a gestão de situações de sobre-concentração de vencimentos no curto prazo.

O sucesso das reformas no mercado primário, depende em muito da liquidez do mercado, particularmente no seu segmento secundário. Por isso, serão introduzidas medidas deliberadas de estímulo à competitividade no mercado primário bem como de incentivo à transacção secundária das Obrigações de Tesouro.

VI. PROJECCÃO DAS TAXAS DE MERCADO: PRESSUPOSTOS DE BASE E PRESSUPOSTOS DE CHOQUE

As taxas de juros para empréstimos multilaterais e bilaterais são tomadas com base nos termos de empréstimo padrão das instituições, sob a suposição de que não haverá mudança nas condições de mercado durante o período da estratégia. As taxas de juros implícitas da carteira existente foram utilizadas como referência.

O perfil de custo e risco da carteira de dívida pública muda à medida das variações no stock nominal da dívida ou de variações nas taxas de mercado (a taxa de juro e a taxa de câmbio). Contudo, na prática, as mudanças no perfil de custo e risco tem sido provocadas por um efeito combinado destes dois factores: um aumento do stock nominal da dívida agrava o grau de exposição da carteira a riscos de mercado. Por sua vez, a materialização desses riscos é que leva a um agravamento real dos custos da dívida.

Enquanto as variações no stock nominal da dívida são relativamente previsíveis (bastando que exista uma projecção do serviço da dívida e dos novos empréstimos a contrair), as taxas de mercado são variáveis de carácter exógeno (i.e, elas podem ser influenciadas pelas políticas governamentais mas não são de todo fixadas pelo Governo) estando por isso associadas um significativo grau de incerteza.

Por esta razão, a elaboração da presente Estratégia de Dívida consiste primariamente em comparar o desempenho dos indicadores de custo e risco nas três Estratégias alternativas, sob o pressuposto de que, as taxas de mercado projectadas (vide as taxas de juro na Tabela 7 e as taxas de câmbio na Tabela 4), irão prevalecer. Contudo, não havendo garantias de que as projecções para as taxas de mercado se vão efectivamente materializar, procede-se a um exercício secundário que visa determinar qual das três Estratégias alternativas poderá melhor responder a um cenário em que as taxas de mercado estejam sujeitas a choques adversos.

Em relação as taxas de juro, apenas os instrumentos de dívida interna e externa com taxas variáveis estão sujeitas aos choques. Assim sendo, para o caso da dívida interna, as OTs para todas as maturidades (3, 4, 5 anos), estão sujeitas a choques porque as respectivas taxas de juros estão indexadas à taxa de referência do mercado monetário interbancário (MIMO), cuja fixação é periodicamente revista pelo Banco Central. Para estas OTs, será imputado sobre as respectivas taxas de juro de base (tabela 7), um agravamento de 4% (no cenário de choque moderado) e de 10% (no cenário de choque extremo). A determinação desta magnitude de choques (4% e 10%), inspirou-se nos dois episódios mais severos de choques sobre as taxas de juros com registo de ocorrência relativamente recente em Moçambique (anos 2011 e 2017), conforme ilustrados no gráfico 6 abaixo.

Gráfico 6: Evolução da média da taxa de Juro activa do mercado em Moçambique



Fonte: Ceicdata.com

Relativamente a dívida externa, o custo da carteira está sujeito a variações por conta de choques nas taxas de juro variáveis de alguns dos empréstimos bilaterais que estão indexados a LIBOR para 6 meses (Brasil, França, Nordea Bank, China e Roménia). Para este caso, em linha com a trajetória da taxa LIBOR-6 meses nos últimos 2 anos, o choque moderado será simulado a 1.5% e o choque severo a 2.5%.

Para a taxa de câmbio, a simulação de choques aplica as taxas padronizadas da metodologia MTDS - uma depreciação cambial de 15% para o cenário moderado e de 30% para o cenário extremo.

Contudo, pelo histórico, a ocorrência de choques numa magnitude severa (tanto para taxas de juro como para taxas de câmbio) representa um evento marcadamente atípico e pouco provável. Aliás, pelo menos no horizonte de médio prazo, não parecem haver pressupostos que justifiquem uma razoável probabilidade de materialização de um choque extremo nas taxas de mercado em Moçambique.

Por esta razão, a nossa análise do impacto dos choques vai-se concentrar nos cenários de choque moderado e num cenário teoricamente ainda mais realístico e provável de combinação de um choque moderado nas taxas de juro (4% para dívida interna e 1.5% para dívida externa) com um choque igualmente moderado (depreciação de 15%) sobre as taxas de câmbio.

VII. DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS CENÁRIOS ALTERNATIVOS

1. Descrição dos Cenários Alternativos

Neste capítulo, procede-se à elaboração e simulação das opções de Cenários de endividamento do Estado para aferir qual delas melhor optimiza os custos e riscos. Tomando como linha de base a composição global do *mix* do financiamento em 2022 (32% crédito externo e 67% crédito interno), serão testados três Cenários alternativos de endividamento. Note-se que, nos três Cenários, a intra-composição do endividamento externo vai manter-se inalterada refletindo as restrições que o País enfrenta no acesso ao financiamento externo e sob as quais, o Governo está condicionado a uma dependência quase que exclusiva em relação as fontes concessionais, tendo o recurso aos empréstimos comerciais se tornado uma excepção. Não obstante os sinais de retoma económica, este regime de excepção em relação ao financiamento comercial externo vai se manter no horizonte desta Estratégia que coincide com o período de implementação do Programa com FMI .

O Cenário 1 reproduz e simula os efeitos do *mix* de financiamento projectado no cenário base do CFMP 2024-2026.

Tabela 9: Composição do *mix* global de financiamento público

(mil milhões de MT)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	Real			Cenário Base - CFMP		
Crédito Interno	54 068.40	51 200.80	51 507.90	36 648.10	36 648.10	20 987.62
Crédito Externo	43 994.40	23 255.40	24 335.50	20 932.72	23 441.60	27 805.50
Total	98 062.80	74 456.20	75 843.40	57 580.82	60 089.70	48 793.12
	Pesos (%)					
Crédito Interno	55.1%	68.8%	67.9%	63.6%	61.0%	43.0%
Crédito Externo	44.9%	31.2%	32.1%	36.4%	39.0%	57.0%

Fonte: CFMP, 2024-2026

A proporção existente entre o crédito interno e o crédito externo no *mix* de financiamento em 2022 (30% Externo e 70% Interno) e a projecção de uma inversão do *mix* com a gradual recuperação da componente externa a partir de 2024, combinada com uma estabilização no volume do endividamento interno, refletem uma determinada estratégia de endividamento que, dentre outros pressupostos, está ancorada à normalização da acessibilidade do financiamento externo para o Estado na sequência da reposição do Programa com o FMI cuja implementação em curso contribuirá, em princípio, para uma maior solidez do quadro macrofiscal do País, gerando um impacto positivo sobre o *rating* soberano. À esse Cenário de endividamento que está implícito à projecção do *mix* de financiamento público no horizonte do CFMP, designamos por **Cenário do Status Quo**.

Neste Cenário, a intra-composição do endividamento interno e externo foi estimada a partir do peso proporcional da contribuição de cada fonte de financiamento nos anos 2021 e 2022 (médias).

Tabela 10: Metas operacionais do Cenário 1 (Status Quo)

		Real		Projeção		
		2021	2022	2023	2024	2025
Composição global do mix de financiamento	Financiamento Externo	30%	30%	35%	40%	45%
	Financiamento Interno	70%	70%	65%	60%	55%
Intra-composição do endividamento externo	Concessional Multilateral	55%	80%	70%	70%	70%
	Concessional Bilateral	45%	20%	30%	30%	30%
Intra-composição do endividamento interno	Bilhetes de Tesouro	35%	35%	35%	35%	35%
	OTs 3 anos	15%	25%	20%	20%	20%
	OTs 4 anos	20%	30%	25%	25%	25%
	OTs 5 anos	25%	5%	15%	15%	15%
	OTs mais de 5 anos	5%	5%	5%	5%	5%

Fonte: DNGDP – MEF

Alternativamente, o Cenário 2 simula uma alternativa em que as metas operacionais do *mix* de financiamento e da intra-composição do endividamento interno mantêm-se iguais às da Estratégia 1 mas a intra-composição do endividamento interno altera-se progressivamente para refletir um gradual reforço do financiamento através de títulos de maturidade longa (maior que 5 anos) em substituição dos títulos vencíveis a curto prazo (Bilhetes de Tesouro). Por esta razão, designamos o **Cenário 2 como o Cenário de Alargamento da Maturidade dos Títulos**. O optimismo das perspectivas fiscais da economia a médio prazo, tem um efeito positivo sobre as expectativas dos investidores, facto que pode ser capitalizado para redirecionar a procura dos títulos de curto prazo para os de longo prazo.

Tabela 11: Metas operacionais do Cenário 2

		Real		Projeção		
		2021	2022	2023	2024	2025
Composição global do mix de financiamento	Financiamento Externo	30%	30%	35%	40%	45%
	Financiamento Interno	70%	70%	65%	60%	55%
Intra-composição do endividamento externo	Concessional Multilateral	55%	80%	70%	70%	70%
	Concessional Bilateral	45%	20%	30%	30%	30%
Intra-composição do endividamento interno	Bilhetes de Tesouro	35%	35%	25%	20%	15%
	OTs 3 anos	15%	25%	15%	15%	15%
	OTs 4 anos	20%	30%	20%	20%	20%
	OTs 5 anos	25%	5%	25%	25%	25%
	OTs mais de 5 anos	5%	5%	15%	20%	25%

Fonte: DNGDP - MEF

Finalmente, no Cenário 3 simula-se a única alternativa em que o *mix* global de financiamento altera-se. Neste Cenário, ao invés de se assumir o *mix* de financiamento proposto pelo novo CFMP (2024-2026), é mantido no horizonte da projecção, o *mix* originalmente assumido na Estratégia de Gestão de Dívida Pública em vigor (2022-2025). Entretanto, a intra-composição interna e externa adoptada no Cenário 2, mantêm-se inalterada.

Tabela 12: Metas operacionais do Cenário 3

		Real		Projeção		
		2021	2022	2023	2024	2025
Composição global do mix de financiamento	Financiamento Externo	30%	30%	40%	45%	55%
	Financiamento Interno	70%	70%	60%	55%	45%
Intra-composição do endividamento externo	Concessional Multilateral	55%	80%	70%	70%	70%
	Concessional Bilateral	45%	20%	30%	30%	30%
Intra-composição do endividamento interno	Bilhetes de Tesouro	35%	35%	35%	20%	15%
	OTs 3 anos	15%	25%	15%	15%	15%
	OTs 4 anos	20%	30%	20%	20%	20%
	OTs 5 anos	25%	5%	25%	25%	25%
	OTs mais de 5 anos	5%	5%	15%	20%	25%

Fonte: DNGDP - MEF

2. Análise Comparada dos Indicadores de Custo e Risco dos Cenários

Os resultados da tabela 13 mostram como os custos e riscos da carteira da dívida do Governo Central poderão evoluir até o final de 2025 nos três Cenários alternativos simulados neste exercício. Esta tabela permite comparar mecanicamente os potenciais resultados associados a cada um dos três Cenários simulados, constituindo por isso um dos mais importantes inputs para o processo decisório de escolha do melhor deles.

Tabela 13: Desempenho dos Indicadores de Custo e Risco

Indicadores de Custo e Risco		2022		2025	
		Baseline	C1	C2	C3
Stock Nominal (Milhões Meticais)		924 107	1 224 177	1 225 847	1 222 822
Stock Nominal (Milhões USD)		14 469	16 974	16 998	16 956
Stock Nominal (% PIB)		78.2	72.2	72.3	72.1
Valor Presente da Dívida (% do PIB)		64.7	56.9	57.5	56.4
Custo da Dívida	Pagamento de Juros (% do PIB)	4.6	3.7	3.7	3.6
	Taxa de Juro Média Ponderada (%)	5.8	5.5	5.8	5.4
Risco de Refinanciamento	Dívida vincenda dentro de 1 ano (% do total)	12.5	10.7	8.4	8.1
	Dívida vincenda dentro de 1 ano (% do PIB)	10.8	7.7	6.1	5.8
	Tempo Médio para Maturidade da Dívida Externa (Anos)	11.0	12.2	12.1	12.4
	Tempo Médio para Maturidade da Dívida Interna (Anos)	6.4	5.6	6.5	6.7
	Tempo Médio para Maturidade da Dívida Total (Anos)	9.7	10.4	10.4	10.9
Risco de Taxa de Juro	Tempo Médio para Alteração da Taxa de Juro (Anos)	8.8	9.5	9.2	9.7
	Dívida sujeita a alteração da taxa de Juro dentro de 1 Ano (% do total)	31.0	33.5	34.8	32.1
	Dívida com Taxa de Juro Fixa (% do total)	77.3	72.2	69.3	71.9
Risco de Taxa de Câmbio	Bilhetes de Tesouro (% do total)	7.6	2.7	1.0	0.8
	Dívida em Moeda Externa (% do total)	69.5	71.0	69.8	72.6
	Dívida no Curto Prazo em Moeda Externa (% das reservas)	16.2	16.2	16.2	16.2

Quanto ao volume da dívida, para qualquer dos Cenários considerados, os resultados apontam para uma significativa contracção do rácio dívida [stock nominal]/PIB, sinalizando um ajustamento da trajectória da dívida em relação ao crescimento económico projectado. Este ajustamento é largamente explicado pela esperada aceleração do PIB mas também pela redução das necessidades de financiamento num contexto em que as receitas públicas deverão crescer a um ritmo mais acelerado que as despesas, possibilitando uma melhoria do saldo primário de um défice de 2.3% em 2023 para um superavit de 0.1% em 2025.

A contracção do rácio dívida/PIB torna-se notoriamente mais acentuada quando a dívida é computada ao seu Valor Presente (NPV) traduzindo uma relativa estabilização do stock da dívida ao Valor Presente ao longo do período em referência. A projectada estabilização do stock da dívida em Valor Presente, decorre do pressuposto assumido de que todos os Cenários de endividamento simulados excluem o financiamento comercial externo e preconizam um progressivo aumento do financiamento concessional externo. Sob este pressuposto, torna-se expectável que o Valor Presente da Dívida caia uma vez que, a actualização financeira dos instrumentos de dívida concessional e semi-concessional aplica normalmente a taxa de desconto relativamente alta de 5% enquanto, para os instrumentos comerciais, assume-se (pessimisticamente) que uma eventual actualização monetária só pode ser concordada pelos credores a uma taxa de desconto muito baixa e aproximadamente igual a zero já que, matematicamente, quanto menor for a taxa de desconto, maior é o Valor Presente dos vencimentos em actualização, o que seria obviamente vantajoso ao credor.

2.1. Indicadores de Custo

O desempenho dos Cenários nos dois indicadores de custo da dívida (o peso proporcional dos pagamentos de juros em relação ao PIB do País e a taxa de juro implícita), mostra que os Cenários que combinam uma maior proporção de endividamento interno e de instrumentos de curta maturidade (C1 e C2). Nesta óptica, o **Cenário 3 (C3)**, por combinar uma larga proporção de financiamento por crédito externo de longo prazo, junto com uma redução do recurso aos Bilhetes de Tesouro, acaba sendo a alternativa menos onerosa.

2.2. Indicadores de Risco

2.2.1. Risco de Refinanciamento

Dois indicadores são usados para quantificar o risco de refinanciamento: i) Dívida por vencer dentro de 1 ano (em % do total e do PIB) e; ii) Tempo Médio para Maturidade da Dívida ou *Average Time do Maturity* (ATM). Na base destes indicadores, o risco de refinanciamento, tenderá logicamente a ser maior se o perfil de maturidade da dívida concentrar os vencimentos no curto prazo.

Assim sendo, o Cenário 1, sendo financiado maioritariamente por crédito interno com vencimento a curto prazo (BTs), é a opção de maior risco em termos de refinanciamento. O grau de risco de refinanciamento melhora ligeiramente no Cenário 2 e melhora ainda mais no Cenário 3 precisamente

porque estas duas últimas alternativas, progressivamente incorporam instrumentos de dívida com maior maturidade, distribuindo os vencimentos num horizonte de reembolso maior e conseqüentemente reduzindo a pressão sobre a Tesouraria do Estado.

Os instrumentos de dívida com maturidade mais longa também influenciam positivamente o desempenho do indicador ATM. Neste indicador, o desejável é um número de anos maior quanto possível porque, em teoria, quanto mais distantes estiverem os vencimentos futuros, a economia dispõe de mais tempo de ajustamento para expandir a sua capacidade produtiva, permitindo-lhe gerar capacidade de reembolso das obrigações financeiras contraídas no passado.

No cômputo geral, ponderando os indicadores da dívida vincenda dentro de 1 ano e da ATM da dívida total, pode-se concluir que, em termos de mitigação do risco de refinanciamento, o Cenário 3 gera o melhor desempenho.

2.2.2. Risco de Taxa de Juro

O risco da taxa de juro mede o grau de exposição da carteira da dívida pública a flutuações nas taxas de juro. Para Moçambique, esta é uma das dimensões de risco com maior significância ponderativa na escolha do Cenário óptimo porque, conforme se pode depreender pelos resultados na linha de base 2022, é nesta dimensão que a dívida do Governo Central apresenta uma das suas maiores vulnerabilidades: cerca de um terço da dívida está sujeita a alteração da taxa de Juro dentro de 1 ano.

O factor que decisivamente determina o desempenho desta componente é o regime de taxa de juro a que a dívida é predominantemente contratada. Quanto maior for a proporção de dívida contratada à taxa de juro fixa, menor será a exposição da carteira ao risco de mudanças nas taxas de juro. Nesta base, o Cenário 3, apesar de, comparativamente ao Cenário 1, incorporar uma menor proporção de BTs (que são um instrumento de taxa fixa), é o Cenário mais estável sob ponto de vista da taxa de juro porque privilegia instrumentos de dívida doméstica de longo prazo a taxa fixa e uma maior proporção de dívida externa no *mix* global de financiamento.

2.2.3. Risco da Taxa de Câmbio

O risco da taxa de câmbio mede o grau de exposição da carteira da dívida pública a flutuações nas taxas de câmbio. Tradicionalmente, o financiamento do défice público em Moçambique é largamente coberto com recurso à poupança externa, e este facto justifica a forte presença de obrigações denominadas em divisas no perfil actual da dívida pública (69.5% do total do stock em 2022), configurando uma significativa vulnerabilidade cambial da carteira.

Contudo, uma vez que o crédito externo representa uma fracção crescente do endividamento projectado para os próximos anos, espera-se que o peso das moedas externas sobre a dívida do Governo Central se agrave até 72.6% até 2025.

3. Trade-offs Custo-Risco e Impacto dos Choques de Mercado

Concluída a avaliação dos indicadores de custo e risco, o passo seguinte é comparar a capacidade de cada um dos Cenários de gerar o melhor resultado equilibrando no seu desempenho as dimensões de custo e de risco, quer na hipótese de base (i.e., com taxas de mercado a evoluírem conforme as projecções) quer nas hipóteses de *stress* (i.e., as as taxas de mercado a sofrerem choques). Para memória, são 4 as hipóteses de *stress* simuladas: 1) choque câmbial extremo (depreciação do Metical em 30%); 2) choque extremo nas taxas de juro (10% interna e 2.5% Externa); 3) Choque moderado nas taxa de juro (4% interna e 1.5% Externa) e 4) Choque Combinado (depreciação do Metical em 15% + choque moderado nas taxas de juro).

Neste exercício, o custo de cada Cenário é computado na base de 5 indicadores que captam o peso da dívida sobre uma economia, designadamente:

- i. rácio do stock nominal da dívida sobre o PIB;
- ii. rácio do Valor Presente da dívida sobre o PIB;
- iii. rácio do serviço da dívida total sobre o PIB;
- iv. rácio da despesa em Juros sobre as Receitas, e;
- v. rácio do serviço da dívida externa sobre as Reservas Internacionais.

O risco de cada Cenário será determinado pela diferença entre estes rácios de custo da dívida sob a hipótese de base e sob as hipóteses de *stress*. Tecnicamente, o pior resultado (i.e, a maior diferença) quantifica o risco máximo associado a cada Cenário. Entretanto, conforme anteriormente referido, os riscos máximos estão associado às hipóteses de *stress* severo sobre as taxas de mercado cuja materialização, pelo menos no horizonte desta Estratégia, é de probabilidade relativamente remota, facto que justifica a nossa opção em incidir o enfoque particularmente no risco associado ao choque combinado.

Os cinco painéis abaixo ilustrados, apresentam, do lado esquerdo, a comparação do desempenho dos três Cenários em termos de balanceamento de custos e riscos de financiamento, e do lado direito, quantifica a magnitude (em pontos percentuais) do impacto provável de uma eventual materialização dos riscos moderados e severos subjacentes à cada Cenário.

Nos gráficos do lado direito, pode-se facilmente constatar que o Cenário 3 emerge consistentemente como a alternativa de menor custo e risco relativo e nos gráficos à esquerda pode-se perceber que a mesma mostra-se também ligeiramente mais robusta em termos de mitigação dos choques sobre as taxas de mercado.

Gráfico 7: Stock/PIB

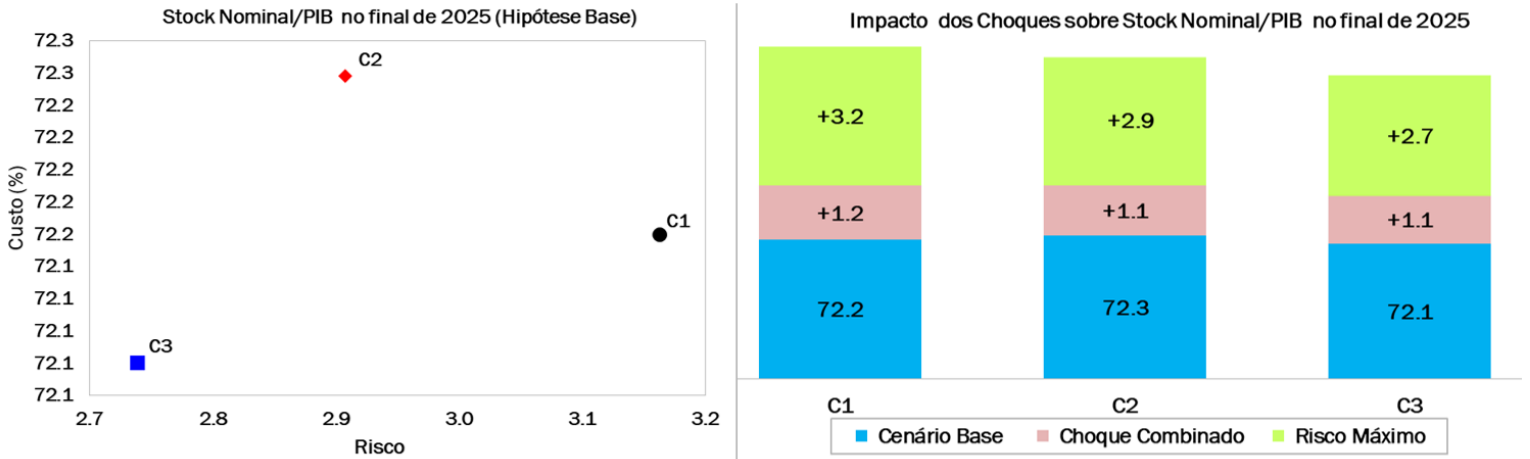


Gráfico 8: VPD/PIB

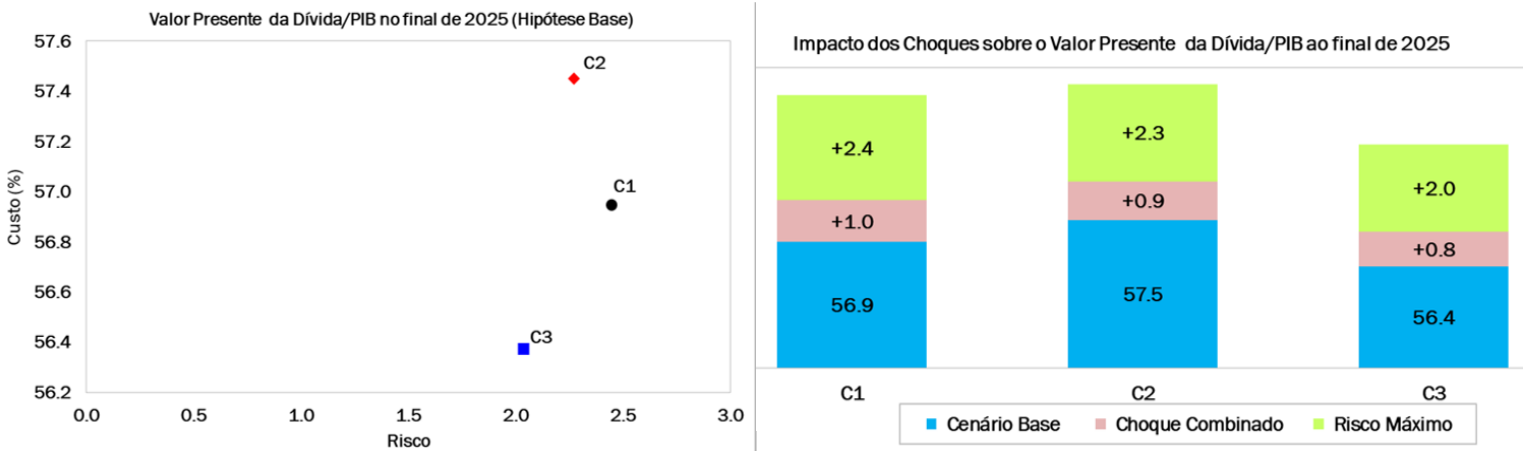


Gráfico 9: Serviço da Dívida/PIB

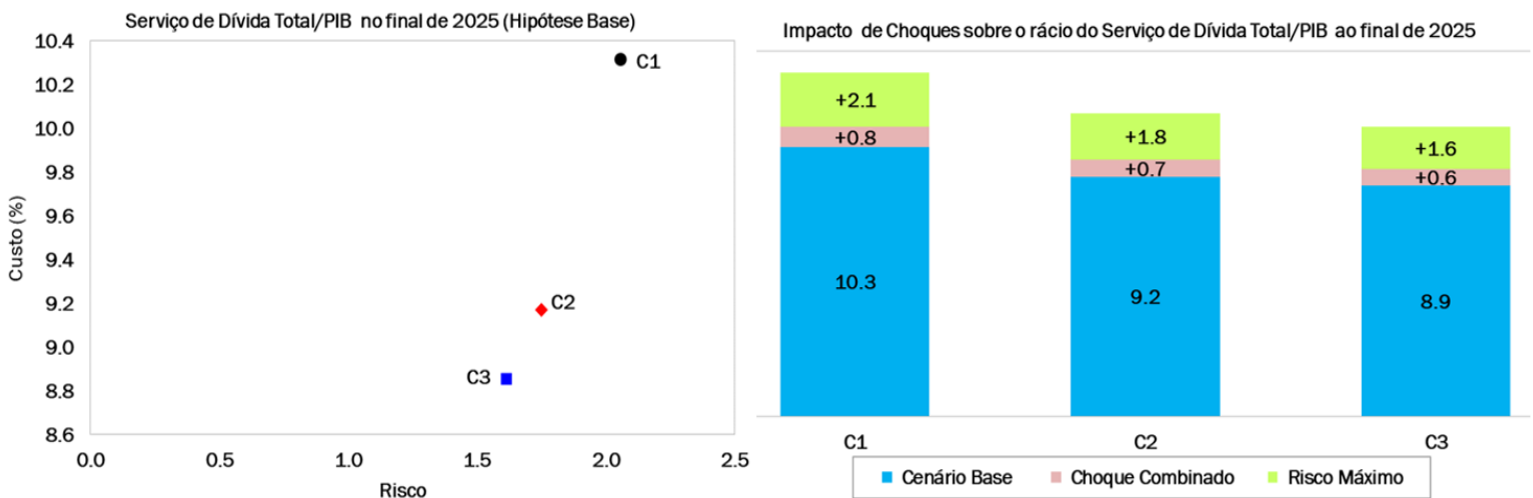


Gráfico 10: Juros/Receitas

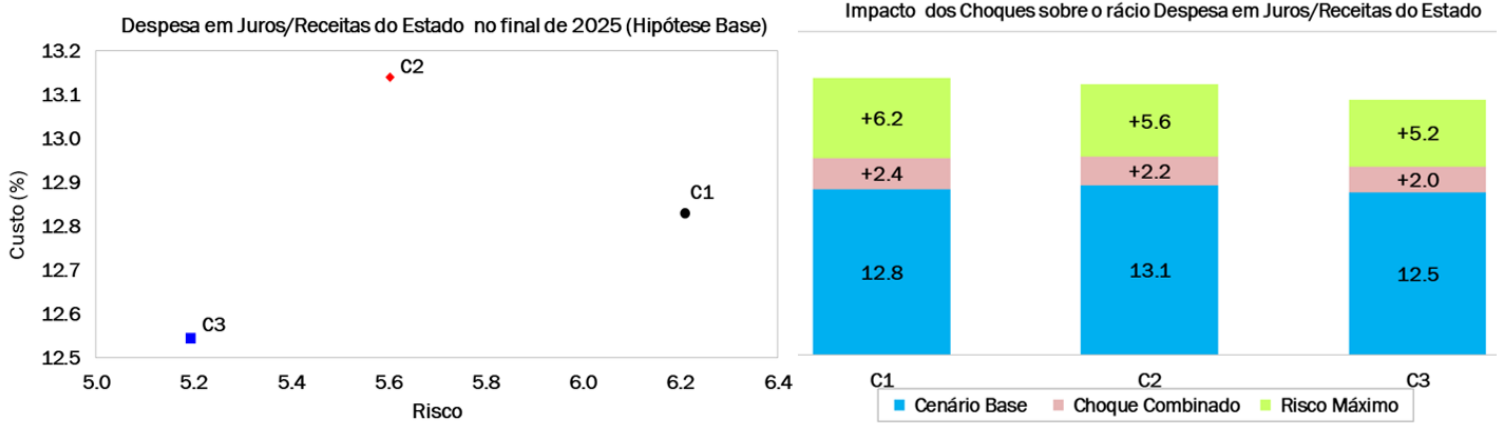
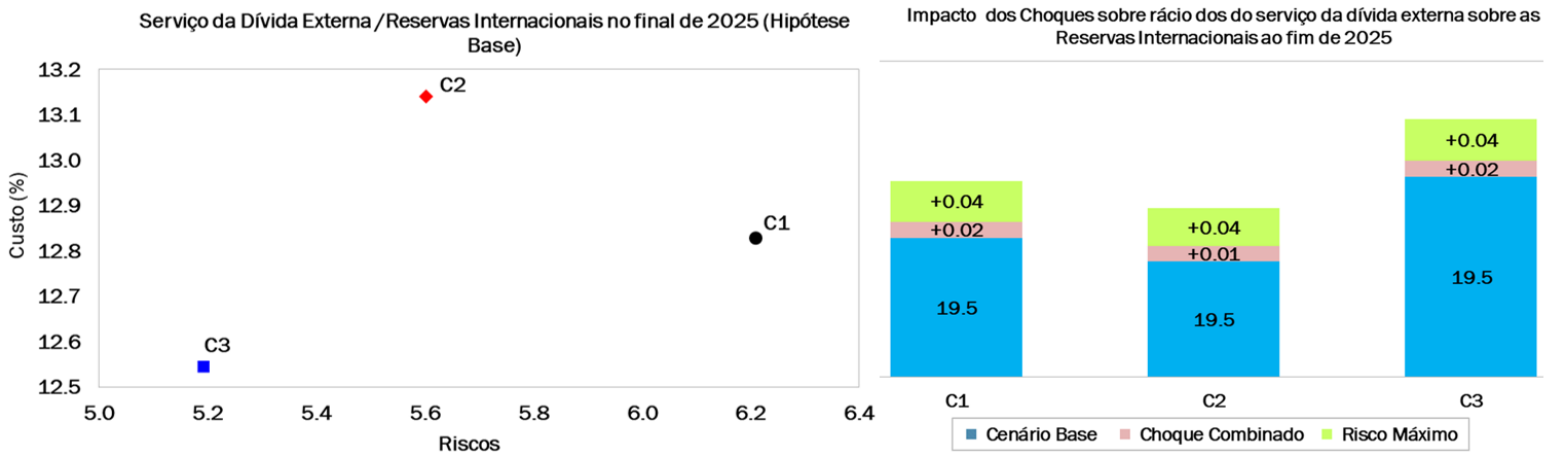


Gráfico 11: Serviço da Dívida/Reservas



4. Desempenho Comparado dos Cenários para os Rácios de Sustentabilidade da Dívida.

Obedecendo as orientações metodológicas internacionalmente aplicadas, a análise de sustentabilidade da dívida pública para países de Baixo Rendimento (LIC-DSA), é tipicamente baseada em 4 indicadores:

- VPD/PIB – Valor Presente da Dívida/Produto Interno Bruto
- VPD/EXP – Valor Presente da Dívida/Exportações
- SD/EXP – Serviço da Dívida/Exportações, e;
- SD/REC – Serviço da Dívida/Receitas.

No entanto, com exceção do primeiro indicador, os parâmetros/limites quantitativos destes indicadores foram calibrados computando apenas a componente externa da dívida pública, excluindo portanto a dívida interna. Este viés dos indicadores de sustentabilidade para a dívida externa, pode ter sido justificável num contexto em que a magnitude do endividamento interno era insignificante para a dinâmica da dívida pública dos Países de Baixo Rendimento, o que obviamente tende deixar de ser o caso em muitos destes Países, incluindo em Moçambique onde a dívida interna alcançou já a quota de $\frac{1}{4}$ do total da dívida pública.

Considerando por um lado esta fragilidade do quadro convencional dos indicadores de sustentabilidade (que computa apenas a dívida externa), e por outro lado as dinâmicas concretas do endividamento público em Moçambique, convém que qualquer análise ou projecção dos indicadores de sustentabilidade da dívida pública do País seja feita em dois quadros separados, sendo que, num (tabela 14) os indicadores e limites de sustentabilidade sejam apresentados conforme a abordagem convencional e noutra (tabela 15), os indicadores VPD/PIB e SD/RECEITAS são recalibrados passando a computar as duas componentes da dívida (externa e interna). Entretanto, por razões lógicas, o cálculo dos dois indicadores relacionados com as Exportações (VPD/EXP e SD/EXP) continuará na tabela 15, a computar apenas a dívida externa pois a *rationalidade* destes dois indicadores é precisamente de apurar a proporção entre o montante de obrigações do Estado em moeda estrangeira (a curto e a longo prazo) vis-à-vis a capacidade do País de gerar meios de liquidação dessas obrigações (i.e, divisas) por via de exportações.

Das tabelas 14 e 15 pode-se denotar que, os três Cenários geram significativas melhorias nos rácios de solvência da dívida (VPD/PIB e VPD/ Exportações), uma vez que todos cenários de financiamento testados pressupõem uma redução do financiamento interno cujos termos comerciais oneram substancialmente a carteira do Estado. Por sua vez, os indicadores de liquidez (SD/Exportações e SD/Receitas), mostram-se relativamente rígidos em termos de evolução do desempenho, precisamente porque o perfil de curto prazo da dívida (i.e, grau de acumulação dos vencimentos), dificilmente pode ser revertido.

Tabela 14: Desempenho dos Indicadores de Sustentabilidade da Dívida Externa

Rácios	Limites	2021	2022	2025		
				C1	C2	C3
Stock/PIB	-	63.3	54.4%	51.3	51.7%	52.3%
VPD/PIB	30.0%	46.5%	40.9%	36.0%	36.3%	36.6%
VPD/EXP	140.0%	133.5%	91.3%	95.2%	95.8%	96.7%
SD/EXP	10.0%	7.3%	10%	7.7%	7.7%	7.4%
SD/REC	14.0%	9.1%	16%	12.1%	12.1%	11.7%

Tabela 15: Desempenho dos Indicadores de Sustentabilidade da Dívida Pública Total

Rácios	Limites	2021	2022	2025		
				C1	C2	C3
Stock/PIB	(SADC -60%)	85.0%	78.2%	72.2%	75.2%	72.1%
VPD/PIB	35.0%	68.2%	64.7%	56.9%	59.7%	56.4%
VPD/EXP	-	133.5%	91.3%	95.2%	94.7%	96.7%
SD/EXP	-	7.3%	10%	6.8%	7.7%	7.4%
SD/REC	-	52.0%	81.7%	42.7%	40.8%	36.6%

O desempenho dos indicadores tanto para a dívida externa como para a dívida total, aponta para o Cenário 3 como a alternativa mais consistente com o objectivo de melhoria dos rácios de sustentabilidade a médio prazo. Analisando apenas a componente externa da dívida, pode à primeira vista parecer que os Cenários 1 e 2 sejam mais vantajosos. No entanto, uma análise mais pormenorizada conclui que as aparentes vantagens não são suficientes para compensar o risco de refinanciamento relativamente elevado nesses dois Cenários, dado o seu elevado custo em termos de exigências de liquidez.

4.1. Identificação do Cenário Óptimo

Ponderando os resultados na análise de Custo e Risco, da simulação de choques e da análise de sustentabilidade, pode-se conclusivamente deduzir que o Cenário 3 é, dentre as alternativas disponíveis, a mais consistente com o objectivo de conter e estabilizar a trajectória do endividamento público em Moçambique. Este Cenário preconiza um aumento incremental da proporção de financiamento externo de 30% em 2022 para 55% em 2025 enquanto na intra-composição do financiamento interno é introduzido e progressivamente incrementado de 5% em 2022 para 25% em 2025, a proporção de financiamento mobilizado com recurso a instrumentos de dívida de maturidade mais dilatada (maior que 5 anos), num processo de gradual substituição dos Bilhetes de Tesouro.

Uma ilação relevante deduzida deste exercício de simulação de opções alternativas de endividamento público é que, ao se comparar dois Cenários com a mesma disposição em termos de intra-composição das carteiras interna e externa, torna-se mais eficaz o Cenário que preconize um *mix* de financiamento em que as fontes evoluam em equilíbrio (50% interno e 50% externo) ou ao menos próximo disso. Um Cenário em que a proporção de uma das fontes seja consistentemente mantida acima de 50% ao longo do horizonte da projecção, torna-se inviável sob ponto de vista de custos.

VIII. CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES

O presente exercício teve por objectivo avaliar as opções de financiamento creditício para o sector público que optimizam o binómio entre o risco e custo da dívida. Dos três cenários analisados, o Cenário 3 foi identificado como a melhor opção de optimização de custos e riscos na contração de endividamento público até 2025. Este Cenário preconiza um aumento incremental da proporção de financiamento externo de 30% em 2022 para 55% em 2025, correspondido por uma gradual redução do financiamento interno de 70% em 2022 para 45% em 2025. Em termos de intra-composição das carteiras, a componente externa deverá ser inteira e exclusivamente coberta por empréstimos concessionais enquanto na intra-composição da carteira interna, a proporção de financiamento mobilizado com recurso a Bilhetes de Tesouro será progressivamente reduzida de 35% em 2022 para 15% em 2025, sendo os BTs gradualmente substituídos por instrumentos de dívida de maturidade mais dilatada (8 a 10 anos), cuja proporção deverá ser incrementada de 5% em 2022 para 25% em 2025.

Na frente de mobilização externa, o Cenário óptimo está ancorado à normalização da acessibilidade do financiamento externo para o Estado na sequência da reposição do Programa com o FMI cuja implementação em curso contribuirá, para uma maior solidez do quadro macrofiscal do País, gerando um impacto positivo sobre o *rating* soberano. Na frente de mobilização interna, a viabilização do Cenário óptimo está fundamentalmente dependente de reformas orientadas para simultaneamente reforçar a transparência do mercado, gerar competitividade no mercado primário e estimular as transacções no mercado secundário. Com efeito, a Estratégia propõe dentre outras as seguintes medidas:

- i. diversificação dos métodos de emissão de Obrigações de Tesouro adicionando ao já existente método de leilões competitivos, as sindicacões, as colocações privadas e os leilões de troca.
- ii. Redução do grau de fragmentação dos títulos cotados, prosseguindo um volume óptimo de liquidez em apenas 5 maturidades de referência: 3, 5, 7, 10 e 15 anos.
- iii. Promoção de uma efectiva separação dentro dos Bancos entre função de Corretagem (*Brokership*) e de Investidor (*Dealership*) para mitigar conflitos de interesse na relação entre os Bancos e os investidores nas transacções de mercado primário;
- iv. Institucionalização de uma relação mais regular entre o Estado (como Emitente) e os Investidores.

Relativamente ao balanceamento das componentes de crédito interno e externo na composição do *mix* global de financiamento, a Estratégia continua a recomendar que o Governo mantenha uma composição equilibrada (50% interno e 50% externo) ou ao menos próxima do equilíbrio pois, uma Estratégia em que a proporção de uma das componentes seja consistentemente mantida acima de 50% ao longo do horizonte da projecção, torna-se inviável sob ponto de vista de custos.

Uma implementação bem-sucedida do Cenário recomendado, permitirá que o rácio dívida [stock nominal do Governo Central]/PIB baixe de 78.2% em 2022 para 72.1% em 2025, enquanto o rácio do valor Valor Presente da Dívida (VPD) em proporção do PIB deverá reduzir de 64.7% em 2022 para 56.4% em 2025.

Relativamente ao balanceamento das componentes de crédito interno e externo na composição do *mix* global de financiamento, a Estratégia recomenda que o Governo mantenha uma composição equilibrada (50% interno e 50% externo) ou ao menos próxima do equilíbrio pois, um Cenário em que a proporção de uma das componentes seja consistentemente mantida acima de 50% ao longo do horizonte da projecção, torna-se inviável sob ponto de vista de custos.