



# BOLETIM DA REPÚBLICA

PUBLICAÇÃO OFICIAL DA REPÚBLICA DE MOÇAMBIQUE

IMPRESA NACIONAL DE MOÇAMBIQUE, E. P.

## AVISO

A matéria a publicar no «Boletim da República» deve ser remetida em cópia devidamente autenticada, uma por cada assunto, donde conste, além das indicações necessárias para esse efeito, o averbamento seguinte, assinado e autenticado: **Para publicação no «Boletim da República».**

## ARTIGO 3

(Entrada em vigor)

O presente Decreto entra em vigor na data da sua publicação.

Aprovado pelo Conselho de Ministros, aos 21 de Junho de 2022.

Publique-se.

O Primeiro- Ministro, *Adriano Afonso Maleiane.*

## SUMÁRIO

Conselho de Ministros:

**Decreto n.º 38/2022:**

Cria o Tribunal Judicial de Distrito de Infulene, na Província de Maputo.

**Resolução n.º 32/2022:**

Aprova a Estratégia de Médio Prazo para Gestão da Dívida Pública 2022-2025.

## Resolução n.º 32/2022

de 4 de Agosto

Havendo necessidade de aprovar a Estratégia de Médio Prazo para Gestão da Dívida Pública 2022-2025, nos termos n.º 3 do artigo 64 do Regulamento do Sistema de Administração Financeira do Estado (SISTAFE), aprovado pelo Decreto n.º 26/2021, de 3 Maio, ao abrigo da alínea f) do n.º 1 do artigo 203 da Constituição da República, o Conselho de Ministros determina:

Artigo 1. É aprovada a Estratégia de Médio Prazo para Gestão da Dívida Pública 2022-2025, em anexo e que é parte integrante da presente Resolução.

Art. 2. A presente Resolução entra em vigor na data da sua publicação.

Aprovada pelo Conselho de Ministros, aos 28 de Junho de 2022.

Publique-se.

O Primeiro-Ministro, *Adriano Afonso Maleiane.*

## CONSELHO DE MINISTROS

**Decreto n.º 38/2022**

de 4 de Agosto

Havendo necessidade de se expandir a rede judiciária do distrito da Matola, província de Maputo, com vista a aproximar os serviços aos utentes do Posto Administrativo de Infulene, ao abrigo da conjugação do n.º 3 do artigo 29 e da alínea b) n.º 1 do artigo 110, ambos da Lei n.º 24/2007, de 20 de Agosto, Lei de Organização Judiciária, o Conselho de Ministros decreta:

ARTIGO 1

(Criação)

É criado o Tribunal Judicial de Distrito de Infulene, na Província de Maputo.

ARTIGO 2

(Jurisdição)

O Tribunal Judicial de Distrito de Infulene tem jurisdição no Posto Administrativo de Infulene, Distrito da Matola, Província de Maputo.

## Estratégia de Médio Prazo para Gestão da Dívida Pública 2022-2025

### Sumário Executivo

A Estratégia de Médio Prazo para Gestão da Dívida Pública 2022-2025 constitui o instrumento que, ao longo dos próximos três anos, deverá orientar as decisões do Governo quanto as opções de endividamento público que melhor optimizem os custos e riscos associados às diversas alternativas de financiamento. O desenho desta Estratégia partiu de uma análise pormenorizada do perfil da carteira da dívida pública na linha de base (2021), a partir da qual foram diagnosticadas como principais vulnerabilidades o elevado risco de refinanciamento associado a uma forte exposição ao risco da taxa de juro. Assumindo as projeções macrofiscais do cenário base do Cenário Fiscal de Médio Prazo (CFMP 2023-2025), este exercício consistiu em aplicar um modelo analítico internacionalmente padronizado (o MTDS-AT), para comparar três Cenários alternativos de endividamento, visando identificar

a alternativa que melhor viabiliza os objectivos de financiamento do défice orçamental e de dinamização do mercado doméstico de capitais, ao menor custo possível e a um grau de risco prudencialmente razoável.

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 (8 a 10 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 ancorada à perspectiva de normalização da acessibilidade do financiamento para o Estado na sequência da reposição do Programa com o FMI cuja implementação contribuirá, em princípio, para uma maior solidez das políticas macrofiscais 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 a dinamização do mercado secundário com particular enfoque para o segmento dos investidores institucionais (Fundos de Pensão e Seguradoras). Essas necessárias reformas passam pela introdução de uma norma prudencial que encoraje este segmento de investidores a consignar e manter uma certa proporção da sua carteira de ativos na forma de títulos públicos de longa maturidade.

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, 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 85% em 2021 para 64.7% em 2025, enquanto o rácio do valor Valor Presente da Dívida (VPD) em proporção do PIB deverá reduzir de 68.2% em 2021 para 55.3% em 2025.

### 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 Estratégia de Médio Prazo para Gestão da Dívida Pública 2022-2025 decorre da actualização da Estratégia anterior elaborada para o período 2015-2018, 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) Projecção das taxas de mercado: Pressupostos de base e Pressupostos de Choque; vii) Descrição das Alternativas de Estratégia 2022-2025 e; viii) Conclusão e Recomendações Finais.

### Objectivo, Escopo e Enquadramento Legal e Institucional da Estratégia

#### Objectivo da Estratégia

A Estratégia de Médio Prazo para Gestão da Dívida Pública 2022-2025 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 promoção e dinamização do interesse e a participação dos agentes económicos no mercado de títulos públicos.

#### 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 Público <sup>1</sup>, designadamente:

Os empréstimos garantidos em favor do Sector Empresarial do Estado (SEE);

Os empréstimos das Autarquias Municipais;

As garantias em litígio da MAM e da ProÍndicus, e;

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 2027 <sup>2</sup>.

### Enquadramento Legal e Institucional da Estratégia

Ao abrigo do Decreto Presidencial n.º 6/2015 de 2 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 através da Resolução n.º 15/2020, de 15 de Maio, atribuída à Direcção Nacional de Gestão da Dívida Pública (DNGDP), a propósito instituída 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:

“*Front Office*” ou Departamento de Empréstimos (DEMP);

“*Middle Office*” ou Departamento de Planeamento Estratégico da Dívida (DPED);

“*Back Office*” ou Departamento de Registo e Serviço da Dívida (DNGDP).

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 n.º 14/2020, de 23 de Dezembro) e o respectivo Regulamento (Decreto n.º 26/2021, de 3 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.

### Linha de Base: Evolução Recente da Carteira da Dívida Pública e do seu Perfil de Custo e Risco

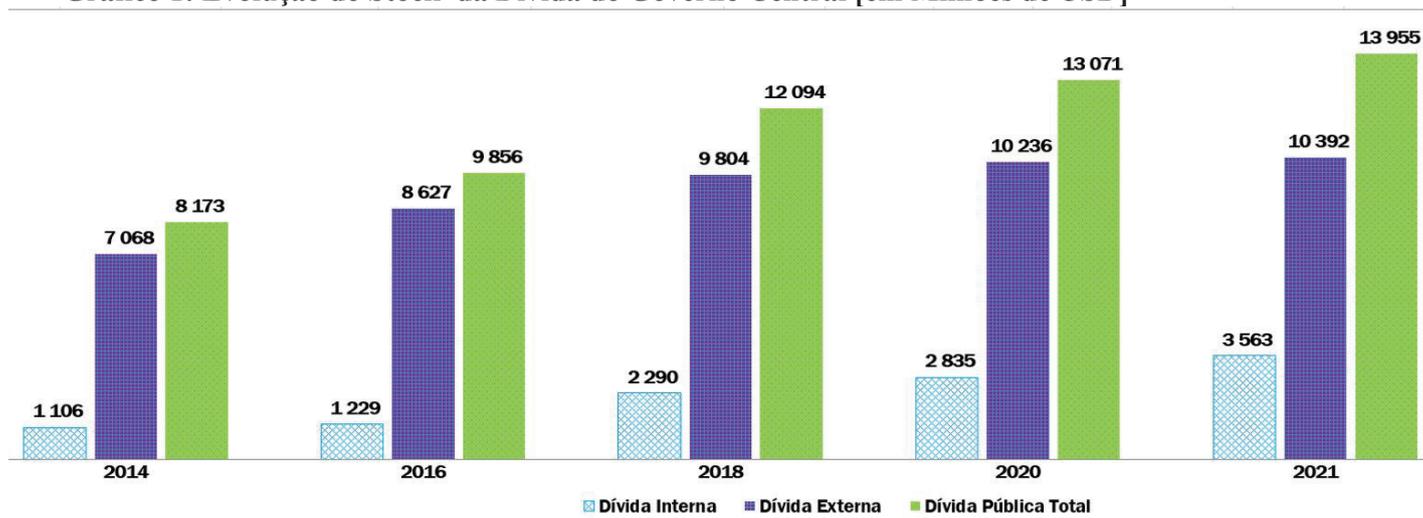
#### Evolução da Carteira da Dívida Pública (2014-2021)

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 correspondem à dívida externa e USD 1 106 milhão à dívida interna. Ao longo dos 7 anos seguintes, o *stock* da dívida pública cresceu em 71%, posicionando-se a 31 de Dezembro de 2021, em USD 13 955 milhões, dos quais USD 10 392 milhões correspondem à dívida externa e USD 3 563 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 876.5 milhões), do FMI (em USD 437.2 milhões) e do Fundo para o Desenvolvimento da África – FAD (em USD 372.0 milhões). De igual modo, a variação do *stock* da dívida externa reflete o incremento do *stock* nominal para com a China (em USD 621.9 milhões) bem como a titularização e reestruturação do empréstimo da EMATUM que gerou um incremento do capital em USD 400 milhões.

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Para dados detalhados sobre a DSSI, vide os Relatórios Anuais da Dívida Pública referentes ao exercícios fiscais 2020 e 2021 na página *web* do MEF.

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 74% em 2021, 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 47%, a dívida interna aumentou em mais de 220% ao longo dos últimos 7 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, o terrorismo 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, a participação do Metical na composição da carteira da dívida [por moedas] atingiu ¼ do total sem, no entanto, reverter a dominância do dólar americano cujo peso manteve-se acima de 50%. Ora, 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

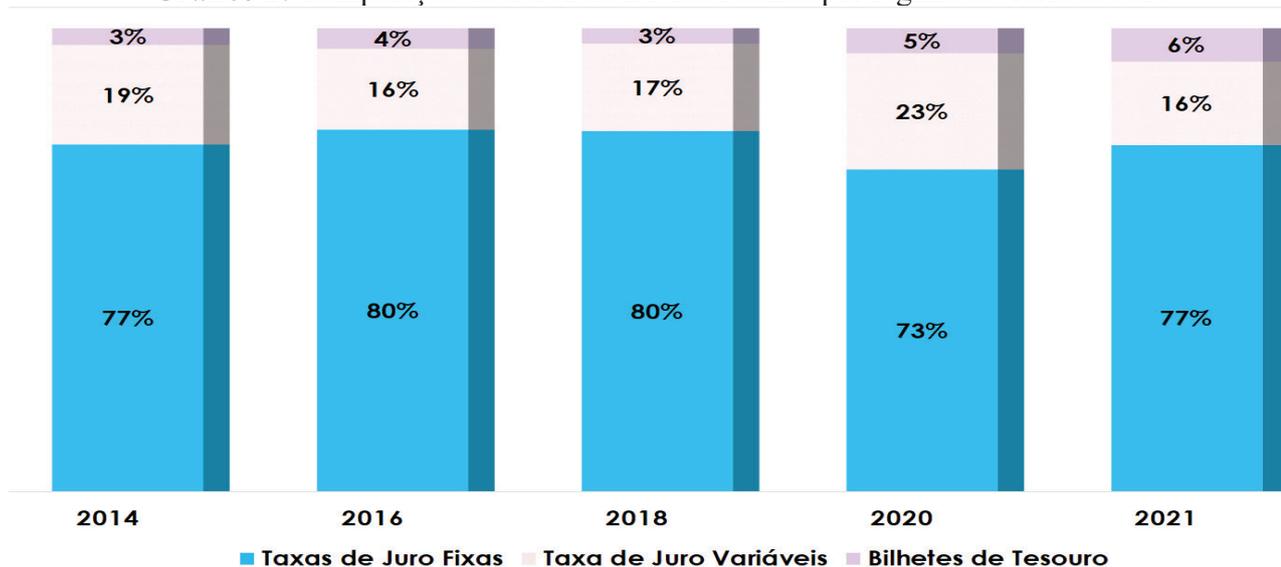
Moeda	2014	2016	2018	2020	2021
MZN	14%	12%	19%	22%	26%
USD	48%	56%	54%	53%	51%
SDR	10%	9%	8%	6%	7%
EUR	20%	18%	16%	16%	14%
Outras Moedas*	9%	4%	2%	3%	3%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

\* Dinâr Islamico, Dinâr do Kuwait, Yen Japonês, Libra Esterlina, Ryal Saudita e Rand Sul-africano. 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 cotados 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

### 1. Evolução do Perfil de Custo e Risco da Carteira da Dívida Pública (2014-2021)

A linha de base a partir da qual os três cenários/estratégias alternativas de endividamento serão comparadas, é dada pelo desempenho dos indicadores de custo e risco da carteira da dívida pública em 2021. No entanto, para ajudar a compreender a posição dos indicadores na linha base (i.e. em 2021), a tabela 2 apresenta também o desempenho dos indicadores

de custo e risco da dívida total para alguns anos de referência (2014, 2016 e 2018), selecionados dentro do horizonte temporal das duas Estratégias anteriores. 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

		2014	2016	2018	2021		
		Dívida Total	Dívida Total	Dívida Total	Dívida Externa	Dívida Interna	Dívida Total
<b>Stock Nominal (Milhões Meticais)</b>		<b>257</b>	<b>616</b>	<b>729</b>	<b>663</b>	<b>227 452</b>	<b>890</b>
		<b>459</b>	<b>961</b>	<b>276</b>	<b>296</b>		<b>745</b>
<b>Stock Nominal (Milhões USD)</b>		<b>8 173</b>	<b>9 855</b>	<b>12 094</b>	<b>10 392</b>	<b>3 563</b>	<b>13 954</b>
<b>Stock Nominal (% do PIB)</b>		<b>49.0</b>	<b>102.1</b>	<b>85.7</b>	<b>63.3</b>	<b>21.7</b>	<b>85.0</b>
<b>Custo da Dívida</b>	Pagamento de Juros (% do PIB)	<b>1.0</b>	<b>2.7</b>	<b>5.1</b>	1.2	3.0	<b>4.3</b>
	Taxa de Juro Média Ponderada (%)	<b>2.9</b>	<b>2.5</b>	<b>5.9</b>	2.0	14.1	<b>5.0</b>
<b>Risco de Refinanciamento</b>	Tempo Médio para Maturidade – ATM (em Anos)	<b>13.5</b>	<b>14.5</b>	<b>10.3</b>	10.9	7.7	<b>10.0</b>
	Dívida Vincenda dentro de 1 Ano (% do total)	<b>8.3</b>	<b>5.2</b>	<b>7.6</b>	4.9	31.3	<b>12.3</b>
<b>Risco de Taxa de Juro</b>	Tempo Médio para Alteração da Taxa de Juro – ATR (em Anos)	<b>12.6</b>	<b>14.0</b>	<b>9.4</b>	9.9	6.4	<b>8.9</b>
	Dívida com Alteração da taxa de Juro dentro de 1 Ano (% do total)	<b>13.8</b>	<b>16.1</b>	<b>23.7</b>	15.2	71.4	<b>31.1</b>
	Dívida com Taxa de Juro Fixa incluindo BTs (% do total)	<b>81.0</b>	<b>84.0</b>	<b>83.0</b>	88.9	55.0	<b>80.3</b>
<b>Risco de Taxa de Câmbio</b>	Dívida em Moeda Externa (% do total)	<b>94.5</b>	<b>87.5</b>	<b>81.0</b>			<b>74.5</b>
	Dívida no Curto Prazo em Moeda Externa (% das reservas)	<b>6.7</b>	<b>10.6</b>	<b>12.6</b>			<b>11.2</b>

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 2021, o CFMP projectara a mobilização de 19% em fontes internas e 81% em fontes externas (mix 19/81). Contudo, no OE 2021, a mobilização de crédito interno foi reforçada para 38%, reduzindo-se a necessidade de financiamento por crédito externo para 62% (mix 38/62).

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

Fonte de Financiamento		2014	2016	2018	2020	2021
<b>Crédito Interno</b> (% do crédito total)	<b>MTDS/CFMP</b>	9%	6%	22%	26%	19%
	<b>OE</b>	9%	37%	31%	44%	38%
	<b>Desvio</b>	0	+31	+9	+18	+19
<b>Crédito Externo</b> (% do crédito total)	<b>MTDS/CFMP</b>	91%	94%	78%	74%	81%
	<b>OE</b>	91%	63%	69%	56%	62%
	<b>Desvio</b>	0	-31	-9	-18	-19

Fontes: CFMP 2014-2016; 2015-2017; 2018-2020; 2019-2021 e Lei do OE 2014, 2016, 2018, 2020 e 2021.

Estes desvios da política orçamental em relação à Estratégia e às metas operacionais de endividamento previamente projectadas, tornam a trajetória da dívida imprevisível e inevitavelmente conduzem a resultados incertos sob ponto de vista de perfil de custo e risco da dívida a curto, médio e longo prazos. Neste sentido, a deterioração do desempenho dos indicadores de custo e risco da dívida pública moçambicana decorre largamente da necessidade real e concreta de financiamento de um défice primário crescente mas também reflete em parte o efeito da inconsistência da política orçamental em relação as metas operacionais de endividamento projectadas.

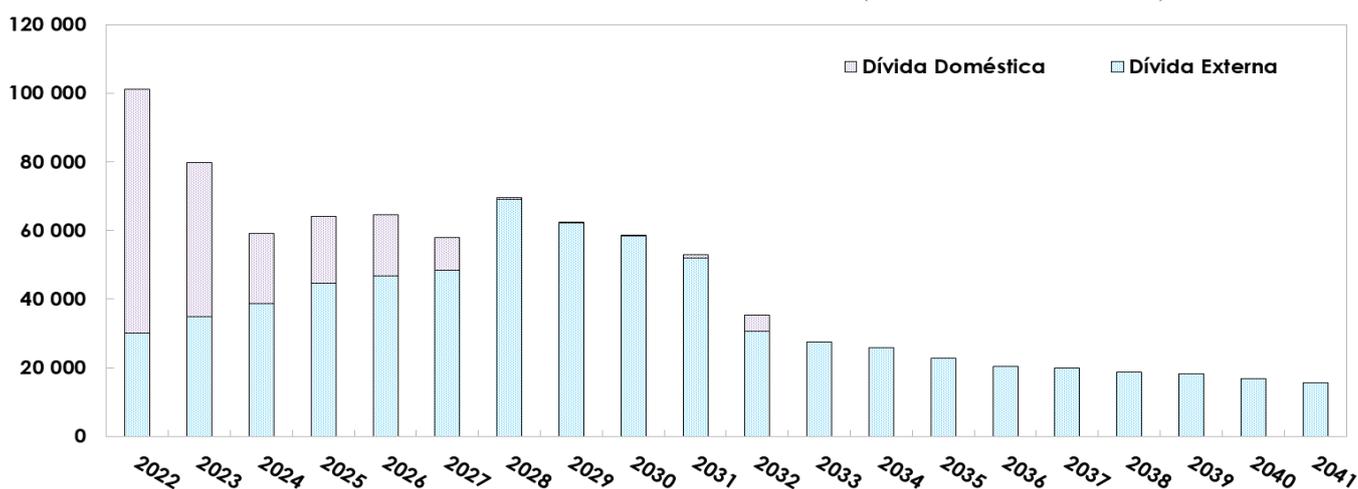
Com efeito, o desempenho dos dois indicadores de custo da dívida agravou-se em dobro entre 2016 e 2018: i) o volume dos pagamentos de juros passou de 2.7% do PIB para 5.1%, e; ii) o Custo da Dívida medido pela média ponderada da taxa de juro implícita passou de 2.5% a.a para 5.9% a.a. Apesar da ligeira recuperação conseguida nos últimos dois anos, o desempenho destes indicadores em 2021, ficou ainda muito aquém dos níveis anteriores a 2016.

No mesmo diapasão, todos os sete 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 2021.

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 Maturidade (ATM) de 14 anos em 2016 para 10 anos, combinada com um aumento em dobro da proporção de dívida vencível em 1 ano de 5.2% em 2016 para 12.3% em 2021, impõe a necessidade de medidas particularmente direccionadas 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 4 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 2021, 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 9 anos;
- ii. A proporção da dívida sujeita a alteração nas taxas de Juros dentro de 1 ano, agravou-se em dobro passando

de 16% para 31%, 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 83 para 80% refletindo um volume acrescido de emissões de OTs.

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.

#### **I. Pressupostos Macrofiscais para a Estratégia 2022-2025**

O realismo dos cenários alternativos de endividamento simulados no exercício de elaboração de uma Estratégia de Dívida, depende do quão consistentes eles são com a estrutura macroeconómica actual e projectada do País, bem como com o 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 retornou ao crescimento em 2021, entrando numa trajetória expansiva que, de acordo com as projecções do cenário base do CFMP, deverá acelerar chegando a atingir um pico de 8.3% em 2024,

num contexto em que a indústria extractiva passará a representar a maior contribuição sectorial para o PIB.

Do lado monetário, as autoridades mantêm o compromisso de conter a variação do nível geral de preços abaixo de 2 dígitos, pelo que, não obstante a prevalecte conjuntura de pressões, a taxa de inflação deverá se manter em torno de uma média de 6% ao longo do horizonte da projecção. O CFMP antevê que, com a eficácia das medidas de controlo do nível geral de preços e com a materialização da projectada expansão real das exportações a uma taxa média de 13% ao ano (muito acima da taxa real de crescimento anual das importações projectada em 6%), a taxa de câmbio deverá consolidar a actual tendência de estabilização, voltando mesmo a apreciar-se a partir de 2024.

**Tabela 4: Pressupostos Macroeconómicos e Fiscais para a MTDS 2022-2025**

	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Produto Interno Bruto - PIB (milhões MZN, preços correntes)</b>	1 048 323	1 124 977	1 313 907	1 508 805	1 687 738
<b>Taxa de Crescimento real (%)</b>	2.2	2.9	5.0	8.3	6.0
<b>Inflação Média Anual (%)</b>	5.7	5.3	7.7	6.5	5.9
<b>Taxa de Câmbio MZN/USD (média)</b>	65.5	64.2	65.0	60.0	56.0
<b>Receitas + Donativos (milhões MZN)</b>	284 611	380 784	375 033	421 506	468 258
<b>Despesa Primária (milhões MZN)</b>	375 234	405 853	400 047	453 741	473 384
<b>Despesa Primária + Juros (milhões MZN)</b>	401 553	450 577	440 946	498 553	537 228
<b>Saldo Global* (% do PIB)</b>	<b>-11.2</b>	<b>-6.0</b>	<b>-5.0</b>	<b>-5.1</b>	<b>-4.1</b>
<b>Saldo Primário* (% do PIB)</b>	<b>-8.6</b>	<b>-2.2</b>	<b>-1.9</b>	<b>-2.1</b>	<b>-0.3</b>
<b>RIL (milhões USD)</b>	3 996	3 996	3 996	3 996	3 996

\* incluindo donativos

Fontes: REO 2021, OE 2022, CFMP 2023-2025

Do lado fiscal, as projecções sugerem que, mercê dos esforços de consolidação fiscal em curso, a despesa pública poderá crescer a um ritmo menor que o das receitas<sup>3</sup>, fazendo com que os défices global e primário atinjam em 2025, os níveis mais baixos da última década, situando-se em 4.1% e 0.3% respectivamente, o que se traduz numa redução das necessidades de financiamento. Entretanto, a média do défice primário entre 2022 e 2025 será de 0.5% enquanto a média do défice global se situará em 5%. Esta significativa diferença entre as médias destes dois agregados é explicada pelo peso dos juros da dívida sobre a despesa pública, uma vez que, ao incorporar-se na despesa os pagamentos dos juros da dívida, o défice público agrava-se em cerca de 4.5 pontos percentuais.

O facto da inadiável despesa em juros representar uma quota significativa do défice 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.

## II. 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 défice público. Contudo, nos últimos anos, tem estado a observar-se uma gradual reconfiguração do padrão de financiamento do défice, com o crescente recurso a instrumentos de dívida interna comercial, conforme ilustra a tabela 5.

<sup>3</sup> O forte crescimento das receitas estará associado ao início da produção do GNL no Projecto Coral-Sul, do qual o Estado espera um encaixe de receitas estimadas em cerca de 4 056 milhões de meticais por ano entre 2023 e 2025

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

Categoria de Credor/Instrumento	2014	2016	2018	2020	2021
<b>Multilateral</b>	40%	38%	36%	37%	36%
<b>Bilateral</b>	40%	42%	39%	34%	32%
<b>Eurobonds (MOZAM 2032)</b>	6%	7%	6%	7%	6%
<b>Bilhetes de Tesouro</b>	3%	4%	3%	5%	6%
<b>Obrigações de Tesouro</b>	7%	2%	6%	10%	12%
<b>Outros (Bancos)</b>	3%	6%	10%	7%	7%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

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	
<b>Multilateral</b>	– 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]	
	– Fundo da OPEC para o Desenvolvimento [OPEC]	
<b>Bilateral</b>	<b>Membros do Clube de Paris</b>	<b>Não-Membros do Clube de Paris</b>
	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.

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

**Tabela 7: Fontes e Termos de Financiamento Público (até Dezembro de 2021)**

\*Nota: Médias Ponderadas

Fonte: DNGDP-MEF

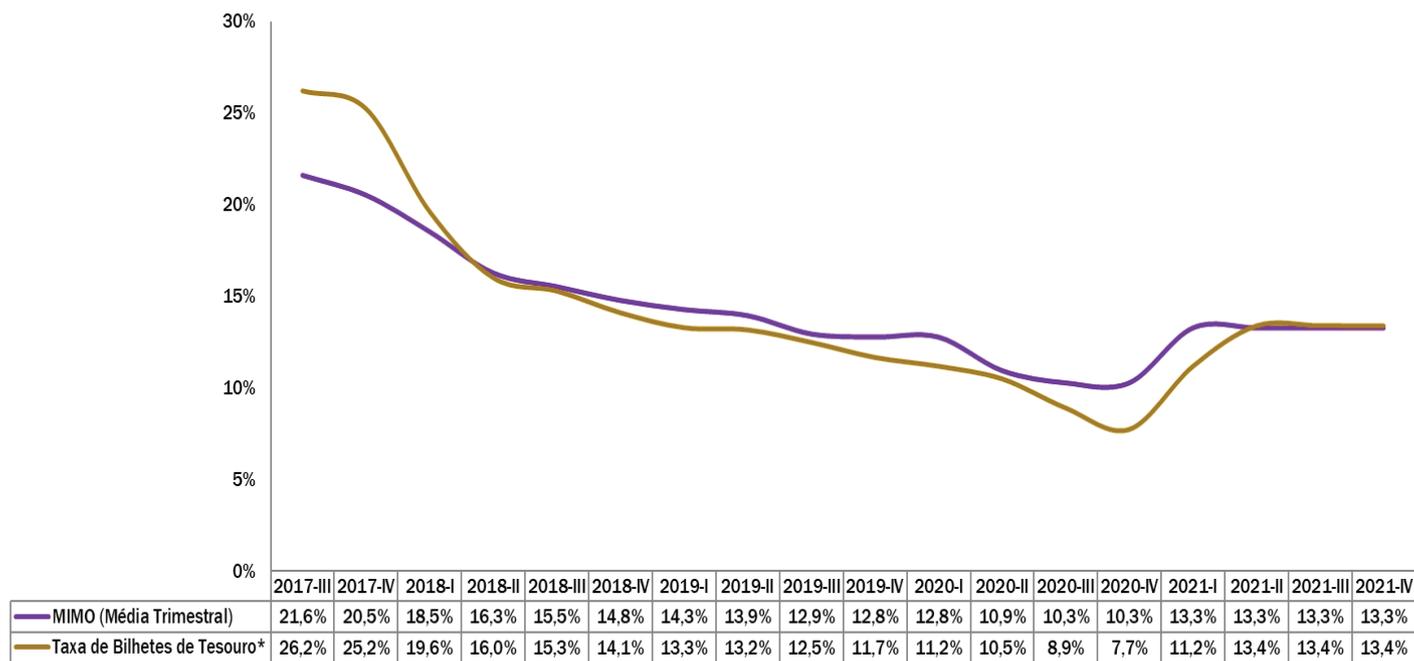
## 2. Desenvolvimentos Recentes no Mercado Doméstico de Capitais

O mercado de títulos públicos é de longe o segmento dominante do mercado de capitais em Moçambique. Ao longo dos últimos 4 anos, as OTs representaram mais de 80% do volume total de títulos emitidos em Bolsa<sup>4</sup>. Historicamente, a procura pelos títulos públicos em geral (tanto OTs como BTs), foi consistentemente alta desde a abertura deste mercado. A título ilustrativo, o FMI estima que, o rácio procura-oferta para OTs chegou a alcançar um pico histórico de 230% nos leilões primários realizados entre 2019 e 2020<sup>5</sup>.

Entretanto, os Relatórios das Emissões da Bolsa de Valores de Moçambique (BVM) mostram que, depois desse pico histórico, o rácio procura-oferta para OTs começou a registar uma acentuada descida a partir de Dezembro de 2020. Apesar da subida das taxas de retorno (*yields*) a partir Janeiro de 2021 (vide o gráfico 4 abaixo), o apetite pelos títulos públicos por parte dos investidores, persistiu a níveis historicamente baixos ao longo de todo ano de 2021, tendo a procura por OTs nas emissões e reaberturas do último trimestre do ano caído para uma média de apenas 28% da oferta.

<sup>4</sup> Os restantes 20% incluem Obrigações Corporativas e Papel Comercial.

<sup>5</sup> IMF Note on Domestic Financing, October 2021.

**Gráfico 4:** Evolução da Taxa MIMO e da Taxa de colocação de BTs6

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

Fonte: Banco de Moçambique

Esta tendência de uma relativa retração do apetite dos investidores pelas OTs a partir de 2021 está associada a mudanças quer no ambiente da procura quer nas condições da oferta dos títulos públicos. Do lado da procura, os investidores (predominantemente Bancos Comerciais) começaram a manifestar algum desconforto em relação aos seus níveis de exposição soberana. Aliás, estimativas do FMI indicam que o sector bancário nacional alcançou em Junho de 2021, níveis de exposição soberana superiores à média da última década: i) o peso dos títulos públicos como percentagem do total de activos

dos Bancos tomadores atingiu uma proporção de 28% (contra uma média de 22%), e; ii) o peso dos títulos públicos como percentagem dos Capitais Próprios dos Bancos tomadores atingiu a proporção de 172% (contra a média de 167%) .

Do lado da oferta, conforme ilustra a tabela 8, a partir de 2021, o Governo têm estado a tentar dilatar (para 5 ou mais anos), o perfil de maturidade das novas emissões na perspectiva de equilibrar a já elevada concentração de vencimentos acumulados no horizonte de curto e médio prazo (2023-2026).

<sup>6</sup> 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 média ponderada das seis emissões anteriores de BTs.

**Tabela 8:** Perfil de Maturidades das OTs emitidas em 2020 e 2021 [em Milhões de Meticais e % do Total]

	2020		2021		$\Delta$ pp 2020-2021
Obrigações de Tesouro 2 anos	-	-	2 808	7%	+7pp
Obrigações de Tesouro 3 anos	18 800	47%	-	-	-47pp
Obrigações de Tesouro 4 anos	15,000	37%	11 880	32%	-5pp
Obrigações de Tesouro 5 anos	6,000	15%	16 481	44%	+29pp
Obrigações de Tesouro 6 anos	-	-	5 339	14%	+14pp
Obrigações de Tesouro 10 anos	482	1%	1 056	3%	+2pp
<b>Total</b>	<b>40 282</b>	<b>100%</b>	<b>37 564</b>	<b>100%</b>	

Fonte: BVM (Boletim de Cotações, 13 de Maio 2022)

A reacção dos Bancos Comerciais à esta mudança nas condições da oferta de títulos públicos não é de todo surpreendente porque teoricamente os Bancos têm uma natural preferência por títulos de curto prazo já que habitualmente os empregam nas estratégias de gestão de liquidez bancária. Neste contexto em que o mercado nacional de títulos está fortemente enviesado a favor de instrumentos de curto prazo, para viabilizar o objectivo do Governo de financiar-se internamente por via de OTs de maturidade mais longas, é vital que a progressiva introdução destes tipo de títulos seja acompanhada por reformas que mobilizem uma maior participação no mercado, dos investidores institucionais (Fundos de Pensão e Seguradoras) que teoricamente estão associados à preferência por aplicações de longo prazo.

Actualmente, apesar da lei fixar 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%), há evidências de que na prática, a quase totalidade das emissões é absorvida nas carteiras de investimento próprio dos 5 maiores Bancos do País (Standard Bank, BCI, BIM, Absa e Moza) e só uma fracção residual das emissões acaba sendo efectivamente dispersa para o mercado secundário sendo repartida pelo pequeno segmento de investidores institucionais que inclui os fundos de pensão (INSS e Kuhanha) e um grupo de Seguradoras consorciadas através do Instituto de Supervisão de Seguros de Moçambique.

Ora, se por um lado os Bancos Comerciais (como tomadores primários) já estão legalmente obrigados a dispersar 70% dos títulos para o mercado bolsista secundário, por outro lado, impõe-se a necessidade de um trabalho de mobilização complementado por uma norma prudencial que encoraje as Seguradoras e os Fundos de Pensão a consignar e manter uma certa proporção da sua carteiras de ativos na forma de títulos públicos de longa maturidade. Os incentivos para observância desta norma prudencial poderiam vir na forma de isenção de tributação sobre os rendimentos provindos dessas aplicações em títulos públicos.

Adicionalmente, algumas bem-sucedidas experiências passadas de engajamento com segmento dos investidores institucionais sugerem que, uma prévia comunicação e articulação mais directa entre o emitente (MEF) e os investidores ainda na etapa de preparação dos leilões, pode permitir que os investidores possam atempadamente emitir aos tomadores primários (que são também os seus Bancos/agentes), as ordens de compras com as especificações e quantidade dos títulos que pretendam adquirir por leilão. Deste modo, ainda que actuando no mercado

secundário, os investidores institucionais deixariam de estar condicionados a alinhar com a preferência dos Bancos Comerciais por títulos de curta maturidade (que são por natureza, o habitat preferido dos Bancos).

Para além de dinamizar o mercado secundário e viabilizar as metas de financiamento interno do Governo, a incorporação de títulos públicos (preferencialmente de longa maturidade) na carteira de ativos das Seguradoras e dos Fundos de Pensão é compatível com os objectivos de longo prazo deste segmento de investidores porque funciona como uma estratégia de imunização dos seus passivos.

### III. Projecção das Taxas de Mercado: Pressupostos de Base e Pressupostos de Choque

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 5 abaixo.

**Gráfico 5:** 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.

#### IV. Descrição e Análise dos Cenários Alternativos

##### 1. Descrição dos Cenários Alternativos

Neste capítulo, procede-se propriamente 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 2021 (45% crédito externo e 55% crédito interno), serão testados três Cenários alternativos de endividamento. Note-se que, nos três Cenários, a intra-composição da carteira externa 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 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 2023-2025.

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

(mil milhões de MT)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	<b>Real</b>			<b>Cenário Base - CFMP</b>		
Crédito Interno	54 068.40	54 068.40	51 200.80	53 081.60	30 562.50	26 467.00
Crédito Externo	36 199.48	43 994.40	22 695.10	11 711.30	35 350.70	50 580.90
Total	90 267.88	98 062.80	73 895.90	64 792.90	65 913.20	77 047.90
	<b>Pesos (%)</b>					
Crédito Interno	59.9%	55.1%	69.3%	81.9%	46.4%	34.4%
Crédito Externo	40.1%	44.9%	30.7%	18.1%	53.6%	65.6%

Fonte: CFMP, 2023-2025

A proporção existente entre o crédito interno e o crédito externo no mix de financiamento em 2021 (45% Externo e 55% Interno) e a projecção de uma inversão do mix com a recuperação da componente externa a partir de 2024, refletem uma determinada estratégia de endividamento que, dentre outros pressupostos, está ancorada à perspectiva de normalização da acessibilidade do financiamento externo para o Estado na sequência da reposição do Programa com o FMI cuja implementação contribuirá, em

princípio, para uma maior solidez das políticas macrofiscais 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 das carteiras interna e externa foi estimada a partir do peso proporcional da contribuição de cada fonte de financiamento nos anos 2020 e 2021 (médias).

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

		2021	2022	2023	2024	2025
Composição global do mix de financiamento	<b>Financiamento Externo</b>	<b>45%</b>	<b>30%</b>	<b>20%</b>	<b>55%</b>	<b>65%</b>
	<b>Financiamento Interno</b>	<b>55%</b>	<b>70%</b>	<b>80%</b>	<b>45%</b>	<b>35%</b>
Intra-composição da carteira externa	Concessional Multilateral	90%	90%	90%	90%	90%
	Concessional Bilateral	10%	10%	10%	10%	10%
Intra-composição da carteira interna	Bilhetes de Tesouro	35%	35%	35%	35%	35%
	OTs 3 anos	15%	15%	15%	15%	15%
	OTs 4 anos	20%	20%	20%	20%	20%
	OTs 5 anos	25%	25%	25%	25%	25%
	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 da carteira externa mantêm-se iguais às da Estratégia 1 mas a intra-composição da carteira interna altera-se progressivamente para refletir um gradual reforço do financiamento em títulos de maturidade mais longa (maior que 5 anos, preferencialmente

de 8 a 10 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

		2021	2022	2023	2024	2025
Composição global do mix de financiamento	<b>Financiamento Externo</b>	<b>45%</b>	<b>30%</b>	<b>20%</b>	<b>55%</b>	<b>65%</b>
	<b>Financiamento Interno</b>	<b>55%</b>	<b>70%</b>	<b>80%</b>	<b>45%</b>	<b>35%</b>
Intra-composição da carteira externa	Concessional Multilateral	90%	90%	90%	90%	90%
	Concessional Bilateral	10%	10%	10%	10%	10%
Intra-composição da carteira interna	Bilhetes de Tesouro	35%	35%	25%	20%	15%
	OTs 3 anos	15%	15%	15%	15%	15%
	OTs 4 anos	20%	20%	20%	20%	20%
	OTs 5 anos	25%	25%	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, este mix evoluirá numa trajetória similar à das alternativas anteriores (i.e. reduzindo o ritmo de endividamento interno), mas a projecção

da sua composição ao longo dos anos é ajustada para acomodar menor volatilidade e refletir um gradualismo mais realístico em comparação com o mix do CFMP. Entretanto, a intra-composição interna e externa adoptada no Cenário 2, mantém-se inalterada.

**Tabela 12: Metas operacionais do Cenário 3**

		2021	2022	2023	2024	2025
Composição global do mix de financiamento	<b>Financiamento Externo</b>	<b>45%</b>	<b>30%</b>	<b>40%</b>	<b>45%</b>	<b>55%</b>
	<b>Financiamento Interno</b>	<b>55%</b>	<b>70%</b>	<b>60%</b>	<b>55%</b>	<b>45%</b>
Intra-composição da carteira externa	Concessional Multilateral	90%	90%	90%	90%	90%
	Concessional Bilateral	10%	10%	10%	10%	10%
Intra-composição da carteira interna	Bilhetes de Tesouro	35%	35%	25%	20%	15%
	OTs 3 anos	15%	15%	15%	15%	15%
	OTs 4 anos	20%	20%	20%	20%	20%
	OTs 5 anos	25%	25%	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		2021		2025	
		Baselin e	C1	C2	C3
Stock Nominal (Milhões Meticais)		890 745	<b>1 298 767</b>	<b>1 235 670</b>	<b>1 220 016</b>
Stock Nominal (Milhões USD)		13 954	<b>18 222</b>	<b>19 638</b>	<b>19 389</b>
Stock Nominal (% PIB)		85.0	<b>65.3</b>	<b>65.5</b>	<b>64.7</b>
Valor Presente da Dívida (% do PIB)		68.2	<b>49.5</b>	<b>50.2</b>	<b>49.7</b>
<b>Custo da Dívida</b>	Pagamento de Juros (% do PIB)	4.3	<b>3.8</b>	<b>3.9</b>	<b>3.7</b>
	Taxa de Juro Média Ponderada (%)	5.0	<b>5.8</b>	<b>6.0</b>	<b>6.0</b>
<b>Risco de Refinanciament o</b>	Dívida vincenda dentro de 1 ano (% do total)	12.3	<b>10.7</b>	<b>9.5</b>	<b>9.3</b>
	Dívida vincenda dentro de 1 ano (% do PIB)	9.5	<b>7.0</b>	<b>6.2</b>	<b>6.0</b>
	Tempo Médio para Maturidade da Dívida Externa (Anos)	10.9	<b>14.0</b>	<b>13.8</b>	<b>13.7</b>
	Tempo Médio para Maturidade da Dívida Interna (Anos)	7.7	<b>5.4</b>	<b>5.9</b>	<b>6.1</b>
	Tempo Médio para Maturidade da Dívida Total (Anos)	10.0	<b>11.2</b>	<b>11.1</b>	<b>11.1</b>
	Tempo Médio para Alteração da Taxa de Juro (Anos)	8.9	<b>10.4</b>	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>
<b>Risco de Taxa de Juro</b>	Dívida sujeita a alteração da taxa de Juro dentro de 1 Ano (% do total)	31.1	<b>35.2</b>	<b>36.9</b>	<b>36.7</b>
	Dívida com Taxa de Juro Fixa (% do total)	80.3	<b>69.2</b>	<b>66.4</b>	<b>66.8</b>
	Bilhetes de Tesouro (% do total)	6.5	<b>1.9</b>	<b>0.7</b>	<b>1.0</b>
<b>Risco de Taxa de Câmbio</b>	Dívida em Moeda Externa (% do total)	74.5	<b>67.9</b>	<b>66.2</b>	<b>66.5</b>
	Dívida no Curto Prazo em Moeda Externa (% das reservas)	11.2	<b>14.3</b>	<b>14.3</b>	<b>14.3</b>

Fonte: DNGDP-MEF

Quanto ao volume da dívida, para qualquer dos Cenários considerados, os resultados apontam para uma 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 forte 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 progressiva queda do défice primário de 2.2% em 2022 para 0.3% 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), é consistente com a lógica: os Cenários que incorporam uma maior proporção de instrumentos de curta maturidade, tendem a ter o menor custo porque as taxas de juro são mais baixas e por via disso o peso dos encargos da dívida sobre o PIB é relativamente menor. Nesta óptica, o Cenário 1, sendo largamente financiada por crédito interno a curto prazo (BTs), acaba sendo a alternativa menos onerosa. Então, o custo aumenta nos Cenários seguintes (C2 e C3) precisamente porque nelas, as emissões de BTs são gradualmente substituídas por emissões de OTs com maturidade mais longa (maior que 5 anos).

## 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 substancialmente 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 consequentemente 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 ainda que não muito afastado do desempenho do Cenário 2.

### 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 que deverá ter uma significância ponderativa na escolha do Cenário óptimo porque, conforme se pode depreender pelos resultados na linha de base 2021, 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.

Isto explica o desempenho dos 3 Cenários simulados. O Cenário 1 tem o melhor desempenho em termos de mitigação do risco de taxa de juro porque é a alternativa à qual está associada a maior proporção de dívida à taxa de juro fixa já que os BTs (que são o principal ingrediente desta Estratégia), são um instrumento de taxa fixa. Sucede que, o risco de taxa de juro agrava-se ligeiramente nos Cenários 2 e 3 porque as Obrigações de Tesouro com maturidade maior que 5 anos, que são incorporadas nesses Cenários para compensar a redução das emissões de BTs, são um instrumento de taxa de juro variável. Entretanto, o que se pode constatar pelos resultados é que, nenhum dos Cenários simulados se afigura eficaz na abordagem do risco da taxa de juro e o grau de exposição aumenta para qualquer dos Cenários.

### 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 (74.5% do total do *stock* em 2021), configurando uma significativa vulnerabilidade cambial da carteira.

Contudo, uma vez que o crédito interno representa uma fracção dominante do endividamento projectado para os próximos anos, espera-se que a proporção divisa-metical na composição da carteira reduza para uma média de 67% em 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 cambial 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;
- v. rácio do serviço da dívida externa sobre as Reservas Internacionais.

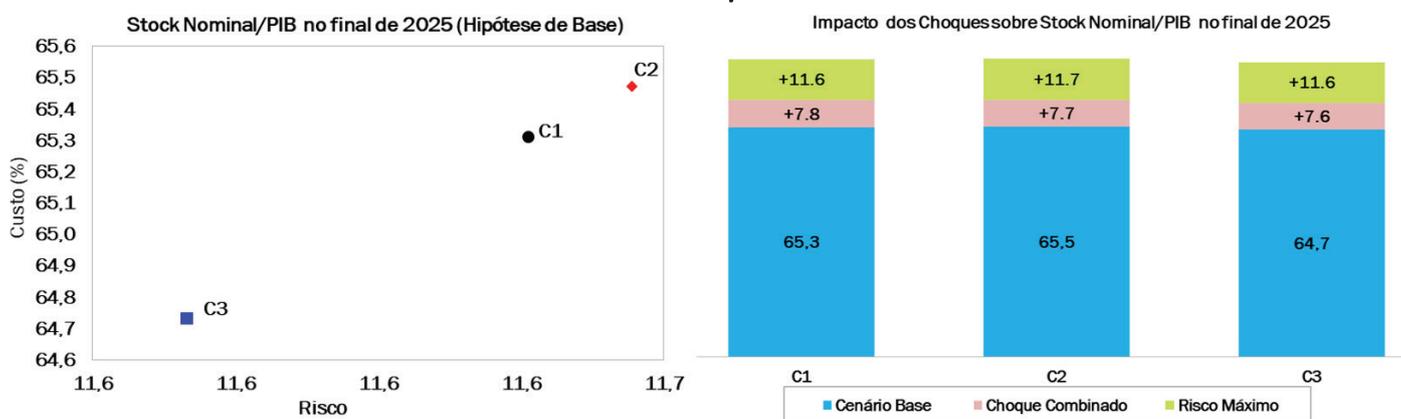
O risco de cada Cenário será determinado pela diferença entre estes rácios de custo da dívida sob a hipótese de base e sob as hipóteses de *stress*. Tecnicamente, o pior resultado (i.e, a maior diferença) quantifica o risco máximo associado a cada Cenário. Entretanto, conforme anteriormente referido, 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.

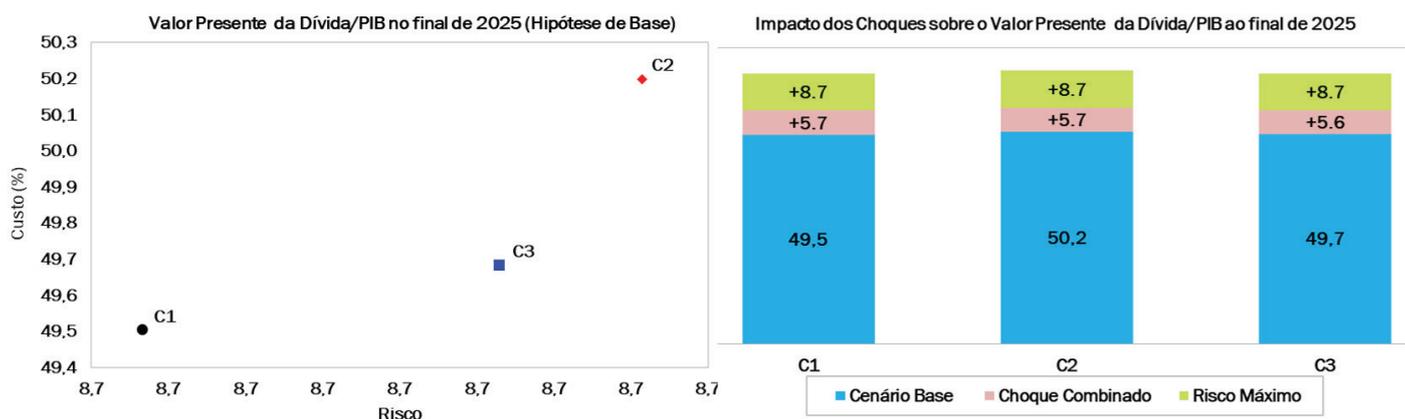
Os cinco painéis abaixo ilustrados, apresentam, do lado esquerdo, a comparação do desempenho dos três Cenários em termos de balanceamento de custos e riscos de financiamento, e do lado direito, quantifica a magnitude (em pontos percentuais) do impacto provável de uma eventual materialização dos riscos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

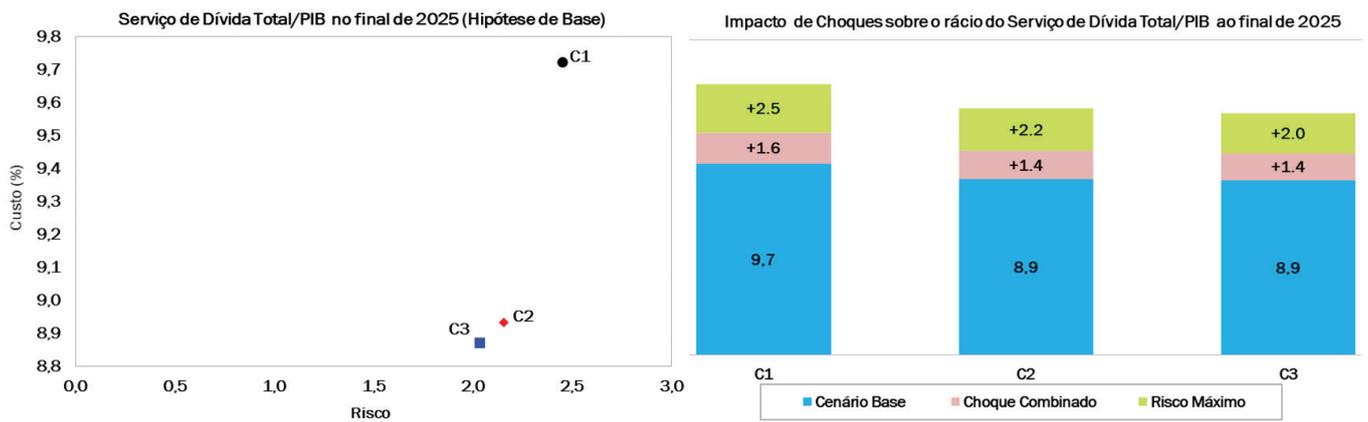
**Gráfico 6: Stock/PIB**



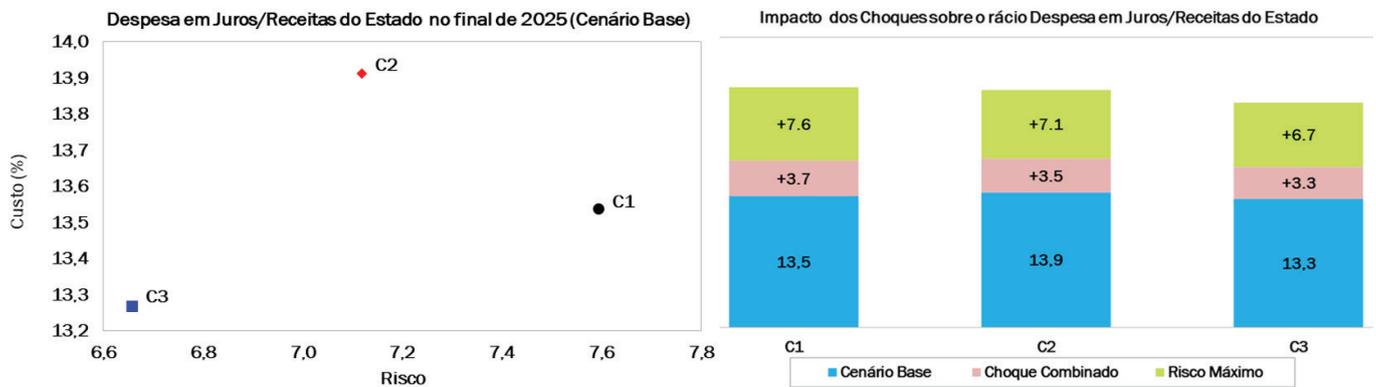
**Gráfico 7: VPD/PIB**



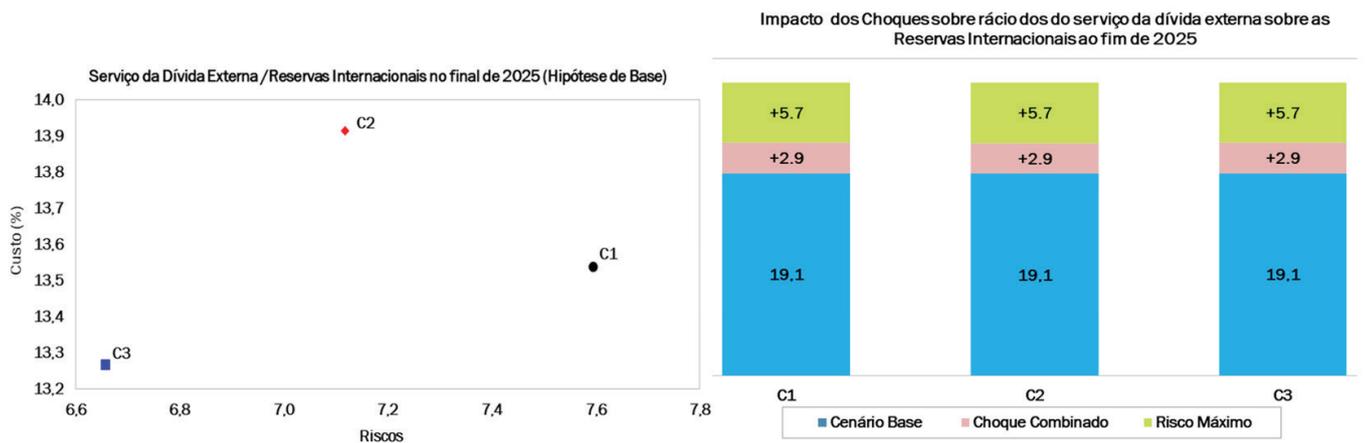
**Gráfico 8: Serviço da Dívida/PIB**



**Gráfico 9: Juros/Receitas**



**Gráfico 10: Serviço da Dívida/Reservas**



### 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 ¼ 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 rationale 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/ Expotações 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	2025		
			C1	C2	C3
VPD/PIB	30.0%	46.5%	35.6%	32.1%	31.9%
VPD/EXP	140.0%	133.5%	124.7%	112.3%	111.6%
SD/EXP	10.0%	7.3%	8.9%	8.9%	8.9%
SD/REC	14.0%	9.1%	8.9%	8.9%	8.9%

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

Rácios	Limites	2021	2025		
			C1	C2	C3
VPD/PIB	35.0%	68.2%	58.2%	55.9%	55.3%
VPD/EXP	-	133.5%	124.7%	112.3%	111.6%
SD/EXP	-	7.3%	8.9%	8.9%	8.9%
SD/REC	-	52.0%	35.1%	32.2%	32.0%

O desempenho destes 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.

### 3.1. Identificação do Cenário Ótimo

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 trajetória 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.

## V. Conclusão e Recomendações

O presente exercício resultou na identificação do Cenário 3 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, este Cenário está ancorado à perspectiva de normalização da acessibilidade do financiamento para o Estado na sequência da reposição do Programa com o FMI cuja implementação contribuirá, em princípio, para uma maior solidez das políticas macrofiscais do País, gerando um impacto positivo sobre o rating soberano. Na frente de mobilização interna, a viabilização deste Cenário está fundamentalmente dependente de reformas orientadas para a dinamização do mercado secundário com particular enfoque para o segmento dos investidores institucionais (Fundos de Pensão e Seguradoras). Essas necessárias reformas passam pela introdução de uma norma prudencial que encoraje este segmento de investidores a consignar e manter uma certa proporção da sua carteira de ativos na forma de títulos públicos de longa maturidade.

A mobilização e dinamização dos investidores institucionais como nicho preferencial para os títulos de dívida de longa maturidade, poderá viabilizar uma efectiva dispersão dos títulos para além dos Bancos Comerciais, e por via disso, contribuir para a contenção e redução do grau de concentração dos passivos soberanos no sistema bancário nacional, mitigando desta forma o potencial efeito *crowding-out* que o crescente endividamento público interno pode acarretar para a economia.

Para o sucesso das medidas orientadas para a dinamização do segmento de investidores institucionais e para o estímulo das transacções (trading) de títulos públicos no mercado secundário, recomenda-se uma maior sincronização operacional entre o Estado (MEF, BVM, Banco Central) e os demais actores do mercado doméstico de capitais, bem como o reforço da capacidade de 'inteligência' da BVM para assegurar um sistemático diagnóstico da disposição do mercado quanto as suas preferências e capacidades de absorção dos títulos emitidos pelo Estado.

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.

## Abreviaturas

---

<b>ATM</b>	Tempo Médio para Maturidade [Average Time to Maturity]
<b>ATR</b>	Tempo Médio para Mudança da Taxa de Juro [Average Time to Refixing]
<b>BdM</b>	Banco de Moçambique
<b>BVM</b>	Bolsa de Valores de Moçambique
<b>BTs</b>	Bilhetes do Tesouro
<b>CFMP</b>	Cenário Fiscal de Médio Prazo
<b>DNGDP</b>	Direcção Nacional de Gestão da Dívida Pública
<b>DSSI</b>	Iniciativa de Suspensão do Serviço da Dívida
<b>DSA</b>	Análise de Sustentabilidade da Dívida [Debt Sustainability Analysis]
<b>EUR</b>	Euro [Moeda da União Europeia]
<b>FMI</b>	Fundo Monetário Internacional
<b>LIBOR</b>	Taxa de Juro do Mercado Interbancário de Londres
<b>MIMO</b>	Taxa de Juro de Referência Interbancária
<b>MOZAM 2032</b>	Título Soberano referente a Dívida da EMATUM
<b>MTDS</b>	Estratégia de Médio Prazo para Gestão da Dívida [Medium Term Debt Strategy]
<b>MZN</b>	Meticais
<b>OE</b>	Orçamento do Estado
<b>OEOTs</b>	Operadores Especializados em Obrigações de Tesouro
<b>OTs</b>	Obrigações do Tesouro
<b>PIB</b>	Produto Interno Bruto
<b>SISTAFE</b>	Sistema de Administração Financeira do Estado
<b>SEE</b>	Sector Empresarial do Estado
<b>USD</b>	Dólar Americano
<b>VPD</b>	Valor Presente da Dívida