



CENTRO DE INTEGRIDADE PÚBLICA
Anticorrupção - Transparência - Integridade

FINANÇAS PÚBLICAS

24 de Abril de 2023 | Edição nº 04 | Distribuição Gratuita | www.cipmoz.org

ESTRATÉGIA DO GOVERNO DE CONTRAIR DÍVIDA PARA PAGAR DÍVIDA É INSUSTENTÁVEL A MÉDIO E LONGO PRAZO

- O saldo acumulado da diferença entre os desembolsos e os reembolsos da dívida interna dos anos anteriores já atingiu mais de 131,653.5 milhões de MT, o que corresponde a 57.9% do stock da dívida interna.

Por: Gift Essinalo

1. Introdução

Quando Moçambique começou a sofrer restrições de financiamento no mercado internacional e corte de apoio, por parte dos parceiros programáticos, no âmbito das descobertas das dívidas ocultas, a dívida interna começou a sofrer um crescimento acentuado. No período de 2016 a 2021 a dívida interna passou de 87,709.6 milhões de MT para 227,451.8 milhões de MT, representando um crescimento em 159.3%. O crescimento da dívida interna resulta de uma maior emissão dos Bilhetes de Tesouro (BT's) e Obrigações do Tesouro (OT's)¹, que chegaram a atingir um crescimento de 390.1% e 378.5% respectivamente.

O maior problema do crescimento da dívida interna tem a ver com a acumulação de saldos em dívida, resultantes da diferença entre os desembolsos (recebimentos) e reembolsos (pagamentos). Até finais de 2021 estes saldos somavam cerca de 131,653.5 milhões de MT, o correspondente a 57.9% do *stock* da dívida interna.

A acumulação destes saldos constitui risco para a sustentabilidade e para a gestão da dívida pública na medida que estes saldos poderão obrigar o Governo a: (1) acumular volumosas somas de dinheiro para fazer face a concentração de reembolsos; e/ou (2) a contratar nova dívida para fazer face aos reembolsos da dívida e/ou; ainda (3) a emitir novas dívidas (BT's e OT's) para substituir as dívidas com prazo vencido.

Num contexto de défice fiscal recorrente, o mais provável é que, diante do cenário apresentado, o Governo opte por pagar a dívida existente por meio de contratação de nova dívida e/ou a refinanciar a dívida existente².

O presente texto analisa os riscos da acumulação de saldos da dívida e as suas implicações na gestão da dívida pública, num contexto em que a sua emissão continua a crescer e o Governo não possui um guião orientador de gestão de riscos de refinanciamento com vista a reduzir a vulnerabilidade da dívida pública interna.

¹ Os BT's são títulos da dívida pública de curto prazo (maturidade máxima de 1 ano), usado para contrair empréstimo com finalidade de financiar défice de tesouraria, enquanto os OT's são instrumento financeiro de médio e longo prazo (maturidade superior a 1 ano) do Estado usado para contrair empréstimo com a finalidade de financiar projectos de desenvolvimento.

² Refinanciamento da dívida consiste na emissão de novos BT's e/ou OT's para substituir os BT's/BT's com prazo vencido. Este fenómeno é também conhecido por rolagem da dívida.

Em caso de dúvidas, sugestões e questões relacionadas a esta nota, contacte: gift.essinalo@cipmoz.org

2. O Governo tem estado a acumular saldos da dívida interna a uma taxa de 33% ano

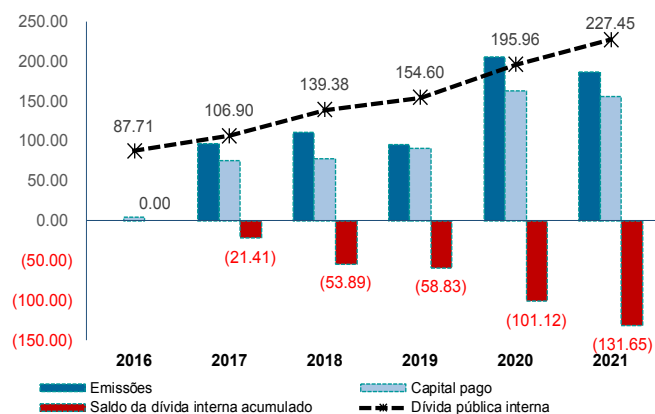
A dívida interna conheceu um crescimento acelerado no período de 2016 a 2021, tendo saído de 87,709.6 milhões de MT para 227,451.8 milhões de MT, um crescimento de 159%. As emissões de BT's e OT's, componentes responsáveis por mais de 70% da dívida interna, conheceram, no igual período, crescimento de 390.1% e 378.5% respectivamente.

O volume das emissões (desembolsos) e de reembolsos de capital revelam que o Governo tem estado a acumular saldos de dívida a um ritmo acelerado. De 2017 a 2021 estes cresceram em 514.8%. Saíram de 21,414.95 milhões de MT para 131,653.52 milhões de MT, conforme ilustra o gráfico 1. Até final de 2021 estes fluxos representavam mais de 57.9% do *stock* da dívida interna.

A equação da dinâmica da dívida³ considera que o crescimento só é problemático se a diferença entre o seu crescimento em relação ao PIB for significativa em vários anos consecutivos. Numa perspectiva estática, o rácio da dívida em relação ao PIB, mostra quão o crescimento da dívida é ou não compatível com o desempenho da economia. Assim, um baixo rácio da dívida em relação ao PIB indica que a economia está a crescer mais que a dívida e, por conseguinte, o país terá capacidade de mobilizar recursos para pagá-la, enquanto um rácio elevado indica que a dívida está a crescer mais do que a capacidade da economia gerar receitas para pagá-la.

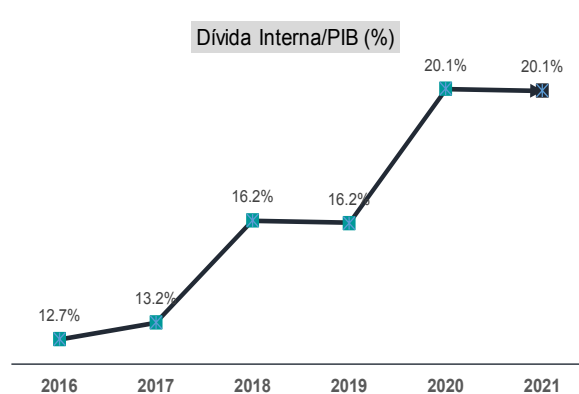
O gráfico 2 revela que, no período em análise, o rácio da dívida/PIB cresceu significativamente. Saiu de 12.7%, em 2016, para 20.1%, em 2021, representando um incremento em 7.3pp. Portanto, pode-se afirmar que o nível de crescimento da dívida interna é incompatível com a performance da economia, daí que se pode considerar que o ritmo de crescimento da dívida pública interna é problemático.

Gráfico 1: Evolução dos saldos acumulados da dívida interna, 2016-2021 (em mil milhões de MT)⁴



Fonte: MEF - Relatório da Dívida Pública, 2016-2021.

Gráfico 2: Evolução da dívida/PIB (%), 2016-2021.



Os crescimentos dos saldos da dívida constituem risco de refinanciamento a médio e a longo prazo na porque podem fazer com que as futuras contratações de dívida sejam orientadas para pagar as dívidas existentes, em detrimento de projectos de investimento, quebrando desta forma a “Regra de Ouro do Orçamento”⁵. O refinanciamento da dívida amplia o custo da dívida uma vez que os pagamentos de juros, são em grande medida, determinados pela dimensão da dívida.

É importante realçar que o elevado crescimento da dívida e a relativa estagnação do PIB, no período em análise, estão inseridos num contexto de restrições de financiamento no mercado internacional e ao corte de apoio, por parte dos parceiros programáticos, no âmbito da descoberta das dívidas ocultas, agravado pelos efeitos da pandemia da Covid-19 nos anos 2019 a 2021.

A tabela 1 mostra a evolução dos indicadores do risco de refinanciamento, a destacar: i) O tempo médio de maturidade (*Average Time to Maturity - ATM*), que mostra o prazo médio de vencimento ponderado da carteira da dívida. Com base neste indicador, um período maior de maturidade é desejável na medida que permite dar espaço ao Governo para mobir

3 A equação da dinâmica da dívida pública é dada por, onde d é rácio do défice primário em relação ao PIB, g é a taxa de crescimento do PIB, r é a taxa de juro da dívida pública e D é o rácio da dívida em relação PIB, do ano anterior. De acordo com a equação, *tudo o resto constante*, um crescimento mais rápido do PIB reduz o peso da dívida e consequentemente melhora o défice primário, enquanto uma taxa de juro mais alta eleva o défice primário e consequentemente menos recursos para pagar a dívida, o que pode abrir espaço para a necessidade de emitir dívida adicional.

4 Para efeitos deste artigo de pesquisa, o termo saldo de dívida acumulada foi usado para referir o somatório das diferenças entre as emissões e os pagamentos de capital.

5 A Regra de Ouro do Orçamento é um princípio de política fiscal que diz que o Governo só pode contrair dívida para financiar projectos de investimento e não para pagar despesas correntes, inclui o serviço da dívida. Com base nesta regra, o Governo deve contrair a dívida contando que a mesma será paga com receitas fiscais (IMF, 2007). Excepções podem ocorrer em períodos de guerra, pandemia e crises económicas (*Idem*).

lizar recursos de modo a fazer face à dívida e; ii) a proporção da dívida com vencimento até 1 ano, que mostra a concentração de dívida que deve ser paga no prazo máximo de 12 meses. Com base neste indicador, uma maior concentração da dívida com este perfil implica que o Governo deverá, num curto espaço, ter saldos de tesouraria para pagá-la, o que pode gerar pressão para o refinanciamento ou para a rolagem da dívida no curto prazo.

Tabela 1: Evolução de risco de refinanciamento da dívida interna, 2016-2021

Indicadores	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Δ 2016-2021
Stock da dívida total (em milhões de MT)	699.791,69	662.449,84	735.598,63	750.316,08	907.600,77	890.747,65	27.3%
Stock da dívida interna (em milhões MT)	87.709,64	106.899,61	139.377,17	154.595,16	195.963,73	227.451,82	159.3%
Stock da dívida total (% do PIB)	101,53	81,90	85,63	78,42	93,12	78,55	-22,6%
Stock da dívida interna (% do PIB)	12,73	13,22	16,23	16,16	20,11	20,06	57,6%
Risco de refinanciamento							
Tempo médio para maturidade – ATM (em anos)	4,00	4,00	4,50	4,46	3,80	7,70	-
Vencimento da dívida interna em 1 ano (% do total)	26,00	32,80	23,10	23,10	44,50	31,30	-
Vencimento da dívida interna em 1 ano (% do PIB)	3,31	4,34	3,75	3,73	8,95	6,28	-

Fonte: MEF- Relatório de Riscos Fiscais, 2018-2021.

Os resultados da tabela 1 mostram que o prazo médio de maturidade da dívida interna foi de 4 anos em quase todo o período, com exceção de 2021 ano em que o mesmo passou para 7 anos. Este facto pode ser interpretado como uma estratégia de gestão da dívida por meio de substituição de instrumentos de prazos de vencimento relativamente curtos por instrumentos com prazo de vencimento relativamente longos, com vista a dar espaço para o Governo mobilizar recursos. Apesar de se considerar uma boa estratégia, essa alteração também pode ser considerada problemática se o Governo estiver a usar os títulos de dívida pública de médio-longo prazo para financiar défices de tesouraria.

No que refere à proporção da dívida com vencimento até 1 ano, os resultados mostram que a mesma esteve a níveis elevados, com maior destaque para os anos 2020 e 2021, em que chegou a atingir cerca de 44.5% e 31.3% respectivamente, conforme tabela 2. A elevada concentração da dívida de curto prazo é um factor de risco para a gestão de tesouraria do Governo. Neste indicador nota-se também uma alta variabilidade dos valores o que pode ser interpretado como ausência de monitoria e aplicação de estratégias de mitigação deste tipo de risco.

A monitoria e a aplicação de estratégia de mitigação de risco de refinanciamento abrem espaço para a necessidade do Governo definir a proporção máxima de dívida permissível para a rolagem bem como dos tectos máximos de concentração de dívida de curto prazo que não coloquem em causa a sua sustentabilidade. Portugal é um dos países que definiu os limites máximos de concentração de dívida por perfil de maturidade, conforme ilustra a tabela 2.⁶

Tabela 2: Limites de proporção da dívida por maturidade.

Proporção da dívida	Prazo
25%	12 meses
40%	24 meses
50%	36 meses

Fonte: IGCP.

Conforme ilustra a tabela 2, Portugal definiu o nível máximo de concentração de dívida com maturidade até 1, 2 e 3 anos em 25%, 40% e 50% do total da dívida, respectivamente. Estes tectos indicam aos fazedores da política fiscal que durante o processo de emissão da dívida esta não deve exceder os limites fixados.

Os benefícios de se estabelecer limites de refinanciamento bem como da proporção da dívida permissível para rolagem residem no facto de em cada momento o Governo saber o perfil de dívida a emitir ou a buscar alternativas de financiamento que não coloquem em causa a sustentabilidade da dívida ou que aumentem a exposição ao risco de refinanciamento.

6 https://www.igcp.pt/fotos/editor2/OrientacoesGestDiv_definicoes_2_2004.pdf

3. Considerações finais

A dívida pública interna tem estado a crescer a ritmos acelerados. Saiu de 87,709.64 milhões de MT, em 2016, para 227,451.82 milhões de MT, em 2021, representando um crescimento de 57.9%. O elevado crescimento da dívida interna resulta de acumulação de saldos de dívidas anteriores, que até em 2021 perfaziam cerca de 57.9% do *stock* da dívida interna. Adicionalmente, nota-se uma maior concentração de dívida interna de curto prazo o que pode pressionar o Governo a acumular saldos de tesouraria para responder a essas obrigações.

A conjugação de acumulação de saldos de dívida e concentração da dívida de curto prazo constituem principais riscos de refinanciamento e de sustentabilidade da dívida no curto, médio e longo prazo. A gestão destes riscos requer que o Governo estabeleça limites de referência de risco de refinanciamento dentro da Estratégia de Gestão da Dívida Pública. Estes limites deverão indicar a percentagem máxima admissível de dívida com maturidade até 1, 2 e 3 anos, bem como da proporção da dívida pública aceitável para a rolagem. Estes limites permitirão, não só monitorar o risco de refinanciamento, como também procurar alternativas de financiamento que não aumentem a vulnerabilidade da dívida pública.

4. Documentos consultados

IGCP (S/D). *Orientações para a Gestão da Dívida Directa do Estado pelo IGCP*. Disponível em https://www.igcp.pt/fotos/editor2/OrientacoesGestDiv_definicoes_2_2004.pdf.

IMF (2007), *The Golden Rule and the Economic Cycles*. Disponível em www.elibrary.imf.org.

MEF (2022), *Relatórios da Dívida Pública 2021*. Maputo. Disponível em www.mef.gov.mz

____ (2021), *Relatórios da Dívida Pública 2020*. Maputo. Disponível em www.mef.gov.mz

____ (2020), *Relatórios da Dívida Pública 2019*. Maputo. Disponível em www.mef.gov.mz

____ (2019), *Relatórios da Dívida Pública 2018*. Maputo. Disponível em www.mef.gov.mz

____ (2018), *Relatórios da Dívida Pública 2017*. Maputo. Disponível em www.mef.gov.mz

____ (2016), *Relatórios da dívida pública 2015*. Maputo. Disponível em www.mef.gov.mz

MEF (2022), *Relatórios de Riscos Fiscais 2023*. Maputo. Disponível em www.mef.gov.mz

____ (2021), *Relatórios de Riscos Fiscais 2022*. Maputo. Disponível em www.mef.gov.mz

____ (2020), *Relatórios de Riscos Fiscais 2021*. Maputo. Disponível em www.mef.gov.mz

____ (2019), *Relatórios de Riscos Fiscais 2020*. Maputo. Disponível em www.mef.gov.mz

____ (2018), *Relatórios de Riscos Fiscais 2019*. Maputo. Disponível em www.mef.gov.mz

Zenghelis, D; Manley, A; & J. Wdowin (2020), *Public Debt, Public Wealth and Economic Dynamics*. Bennett Institute Working Paper. www.bennettinstitute.cam.ac.uk



CENTRO DE INTEGRIDADE PÚBLICA
Anticorrupção - Transparência - Integridade

Parceiros:



Schweizerische Eidgenossenschaft
Confédération suisse
Confederazione Svizzera
Confederaziun svizra



Norwegian Embassy



Suécia
Sverige

Embaixada da Suíça em Moçambique



Reino dos Países Baixos



Informação editorial

Director: Edson Cortez

Autor: Gift Essinalo

Revisão de pares: Borges Nhamirre, Rui Mate,
Estrela Charles

Revisão Linguística: Samuel Monjane

Propriedade: Centro de Integridade Pública

Rua Fernão Melo e Castro,
Bairro da Sommerschild, nº 124
Tel: (+258) 21 499916 | Fax: (+258) 21 499917
Cel: (+258) 82 3016391
[f](#)@CIP.Mozambique [t](#)@CIPMoz
www.cipmoz.org | Maputo - Moçambique