



CENTRO DE INTEGRIDADE PÚBLICA  
Anticorrupção - Transparência - Integridade

# FINANÇAS PÚBLICAS

05 de Dezembro 2023 | Edição nº 19 | Distribuição Gratuita | [www.cipmoz.org](http://www.cipmoz.org)



## SEMANA DE CONSCIENCIALIZAÇÃO CONTRA A CORRUPÇÃO

TEMOS UMA VISÃO, UM MUNDO LIVRE DE CORRUPÇÃO

04 À 09 DE DEZEMBRO

## Repercussões fiscais nas Obrigações do Tesouro de Moçambique

**Desvendar os custos fiscais de 1,6 bilhões de meticais, uma vez que o banco BCI obtém benefícios significativos dos aumentos das taxas de juro**

### Resumo

No mercado de obrigações do tesouro de 2022, em Moçambique, as acções estratégicas dos operadores afectaram significativamente a emissão de obrigações e a participação em leilões públicos, levando a impactos fiscais profundos. A emissão de obrigações do tesouro, com taxas de juro variáveis, num contexto de subidas antecipadas das taxas de juro, favoreceu estrategicamente o operador de obrigações BCI (Banco Comercial de Investimentos), resultando em ganhos privados consideráveis à custa do Estado. Este artigo procura, também, ajudar a esclarecer a transição de antigos líderes do partido Frelimo para posições de topo nos principais bancos do país. A análise sublinha dinâmicas políticas problemáticas, com a nomeação pelo BCI do antigo primeiro-ministro de Moçambique como Presidente do Conselho de Administração, levantando preocupações sobre potenciais conflitos de interesse e a captura do sector público por interesses privados. Consequentemente, o Estado enfrenta uma carga fiscal adicional de 1,6 bilhões de meticais em pagamentos de juros devido à emissão de obrigações com taxas de juro variáveis, em vez de fixas, no início de 2022. Estas conclusões sublinham a necessidade de maior transparência e supervisão regulamentar ao mercado das obrigações do tesouro. O documento apela a medidas políticas imediatas para melhorar a prestação de contas e proteger a saúde fiscal de Moçambique de práticas que beneficiam desproporcionalmente poucas pessoas à custa dos cofres públicos.

# 1. Introdução

As *Obrigações do Tesouro* são instrumentos financeiros essenciais para o Governo de Moçambique, servindo como empréstimos, de médio e longo prazo, que são fundamentais para a gestão da dívida do país. Estas obrigações são instrumentais na gestão da dívida pública, no financiamento dos défices orçamentais, no refinanciamento das obrigações existentes e na substituição de títulos de custo mais elevado. Emitidos na moeda nacional com um valor nominal de 100 Meticais, o volume de títulos do tesouro registou um aumento significativo de 2018 até ao final de 2022, passando de 32,6 bilhões de meticais para uns impressionantes 144,0 bilhões, um aumento de 342% (*Tribunal Administrativo*, 2023).

A emissão das obrigações do tesouro para o ano de 2022 foi aprovada pelo Diploma Ministerial nº 2021/170, do Ministério da Economia e Finanças (MEF) (*República de Moçambique*, 2021). Este Diploma previa uma emissão de 53,1 bilhões de meticais. De acordo com a Conta Geral do Estado do MEF (2023), acabaram por ser emitidas obrigações do tesouro no valor de 51,5 bilhões de Meticais em 2022. De notar que os pagamentos de juros das obrigações do tesouro no ano de 2022 ascenderam a 12,7 bilhões de meticais, ultrapassando os valores utilizados para as amortizações de capital de 11,2 bilhões e culminando, assim, num saldo de dívida, no final do ano, de quase 144 bilhões de meticais.

A chave para a distribuição e gestão destas obrigações são os *Operadores Especializados de Obrigações do Tesouro (OEOT)*, um grupo de 17 intermediários financeiros registados na *Bolsa de Valores de Moçambique (BVM)*.<sup>1</sup> Estes intermediários financeiros são obrigados a garantir a distribuição das obrigações em conformidade com o plano anual de emissão e com o objectivo do Estado. Os operadores de tesouraria têm a missão de colmatar a lacuna entre as necessidades de financiamento de Moçambique e o acesso dos investidores aos instrumentos de dívida pública. Em 2022, 15 OEOT registados participaram activamente no mercado primário de obrigações do tesouro, com as principais instituições financeiras como é o caso dos bancos BCI, Standard Bank, ABSA Bank, Millennium BIM, BIG e Amaramba Capital Dealer<sup>2</sup> a gerir os maiores volumes.<sup>3</sup>

De acordo com as directrizes do Diploma Ministerial nº 2013/90, do Ministério da Economia e Finanças (2013), os operadores de obrigações do tesouro são responsáveis pela emissão de obrigações que aderem a taxas de juro competitivas - dentro da taxa máxima que o Estado está disposto a pagar. A *Direcção Nacional do Tesouro e Cooperação Económica e Financeira (DNTCEF)* do MEF tem a autoridade para tomar as decisões finais sobre a aceitação das taxas de juro.

Os operadores de obrigações do tesouro têm acesso exclusivo ao mercado primário de obrigações do tesouro. Os operadores podem indicar à Direcção do Tesouro Nacional as suas taxas de juro preferidas e o montante total que pretendem investir. Após a aprovação final do MEF, os operadores de tesouraria participantes devem alocar as obrigações em duas contas separadas: uma que inclui as obrigações do tesouro que podem ser detidas pelos operadores até à maturidade e outra para transacções públicas (*Conselho de Ministros*, 2013). De acordo com o objectivo de promover o acesso generalizado e a participação equitativa no mercado de obrigações do tesouro de Moçambique, os operadores são obrigados a assegurar que um mínimo de 30% das suas obrigações do tesouro adquiridas seja disponibilizado ao público através da Bolsa de Valores de Moçambique (mercado secundário de obrigações).

A Tabela 1 ilustra a repartição das obrigações do tesouro distribuídas ao público em 2022. É de salientar que a segunda série de obrigações, emitidas nesse ano, ficou aquém da taxa de dispersão exigida ao público, com apenas 28,5% a chegar ao público contra os 30% exigidos. O BCI, o Standard Bank, o BIG e o Amaramba Capital Dealer actuaram como operadores de obrigações nesta série de emissões. A Tabela 1 mostra, ainda, que as taxas de dispersão ao público das obrigações do tesouro foram consideravelmente mais baixas na primeira série de 2022.

1 De acordo com a informação do *Tribunal Administrativo* (2023), estão registadas como operadores de obrigações do tesouro as seguintes instituições: *BancABC*; *Cooperativa de Poupança e Crédito*; *Millennium BIM*; *Banco Comercial e de Investimentos (BCI)*; *ABSA Bank Moçambique*; *Banco Nacional de Investimentos*; *Banco Terra Moçambique*; *Ecobank Moçambique*; *Moza Banco*; *Standard Bank*; *First National Bank*; *Banco de Investimento Global (BIG)*; *Nedbank Moçambique*; *Banco Mais e First Capital Bank*; *Access Bank Moçambique*; *Amaramba Capital Dealer*; *United Bank for Africa Moçambique e SL Capitais*.

2 A Amaramba Capital Dealer (2023) é uma empresa de serviços financeiros em Moçambique que presta serviços de corretagem e de concessionária. A Amaramba Capital Dealer foi fundada em 2015 pelo seu sócio-gerente Joaquim Moisés Bazar, um antigo funcionário do Barclays Bank que trabalha como Professor de finanças na *Universidade Técnica de Moçambique*. De acordo com informações do site da empresa, a Amaramba Capital Dealer evoluiu para se tornar a maior instituição de consultoria não bancária de serviço completo do país. Regulada pelo Banco de Moçambique, é membro da Bolsa de Valores de Moçambique e presta uma série de serviços, incluindo execução de transacções, liquidação, serviços de custódia e análise de mercado.

3 O volume do ABSA Moçambique ascendeu a 12,08 bilhões de MZN, do Millennium BIM a 9,52 bilhões de MZN, do Standard Bank a 7,91 bilhões de MZN, do BCI a 7,01 bilhões de MZN, do Amaramba Capital Dealer a 6,44 bilhões de MZN, e do BIG a 2,99 bilhões de MZN.

Tabela 1 Percentagem de obrigações do tesouro dispersas ao público em 2022

Série	Valor da série (1000s MZN)	Dispersão ao público (mercado secundário)
1 <sup>st</sup>	3.105.009	34,2%
2 <sup>nd</sup>	3.656.073	28,5%
3 <sup>rd</sup>	1.454.041	36,7%
4 <sup>th</sup>	1.306.699	57,0%
5 <sup>th</sup>	4.063.479	43,6%
6 <sup>th</sup>	4.998.887	35,2%
7 <sup>th</sup>	4.192.123	84,4%
8 <sup>th</sup>	4.119.819	75,1%
9 <sup>th</sup>	6.709.667	67,2%
10 <sup>th</sup>	16.842.017	77,3%
11 <sup>th</sup>	1.061.000	100,0%
<b>Total</b>	<b>51.508.714</b>	<b>62,4%</b>
Fonte: <i>Tribunal Administrativo</i> (2023).		

O presente documento esclarece a dispersão estratégica das obrigações do tesouro ao público. Especificamente, questiona se certos operadores de obrigações do tesouro limitam o acesso do público a estas obrigações para obterem ganhos financeiros privados. Este estudo examina a interação entre os operadores de obrigações e o aumento das taxas de juro. Mostra como os operadores de obrigações do tesouro alavancaram as obrigações com taxas de juro variáveis e quantifica o seu impacto fiscal.<sup>4</sup>

Analisamos o posicionamento estratégico do BCI no mercado de obrigações do tesouro de Moçambique no início de 2022, um período caracterizado pela expectativa de subida das taxas de juro de referência. A nossa análise estatística revela que o envolvimento do BCI, como operador de obrigações do tesouro, está associado a uma diminuição acentuada da participação em leilões públicos. Os operadores de obrigações do tesouro tinham interesse na emissão de obrigações com taxas de juro variáveis no início de 2022 - em antecipação das subidas iminentes das taxas do Banco Central. Esta estratégia posicionou o BCI para beneficiar substancialmente do aumento das taxas de referência, que ocorreu durante 2022, acabando por impor um custo fiscal ao Estado.

A parte restante do artigo está organizada da seguinte forma: A secção 2 analisa se o envolvimento dos operadores de obrigações do tesouro do BCI traduziu-se, sistematicamente, numa menor dispersão de obrigações junto do público. A secção 3 explora a relação entre as actividades dos operadores de obrigações e a prevalência de obrigações de taxa de juro variável. A secção 4 mostra quem beneficia do aumento das taxas de juro e avalia as implicações financeiras para o Estado. A secção 5 resume as principais constatações e discute os laços políticos do BCI. Finalmente, a Secção 6 propõe recomendações políticas para melhorar a transparência no mercado das obrigações do tesouro.

## 2. Operadores de obrigações do Tesouro e dispersão das obrigações ao público

Esta secção investiga se a distribuição de obrigações do tesouro ao público depende do operador de obrigações envolvido.

Devido à ausência de dados desagregados sobre o nível de dispersão das obrigações por operadores individuais, baseamo-nos em valores agregados de dispersão ao público e no nível de participação dos operadores em cada

<sup>4</sup> De acordo com o Banco Mundial (2023), Moçambique tem uma das taxas de juro reais mais elevadas da África Subsaariana.

série de leilões. Usando esta informação, inferimos, estatisticamente, se operadores específicos de obrigações estão ligados a níveis reduzidos de dispersão ao público de obrigações do tesouro. Utilizando os registos da Bolsa de Valores de Moçambique (*BVM, 2023a*) relativos às transacções de Obrigações do Tesouro para o ano de 2022, aplicamos um modelo de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO).

Regredimos o nível de dispersão das obrigações públicas<sup>5</sup> no envolvimento dos operadores de obrigações do tesouro – BCI, Standard Bank, BIG e Amaramba Capital Dealer - relativamente à emissão total de obrigações em cada série. Esses operadores de obrigações são explicitamente incluídos como factores de previsão na análise de regressão porque participaram no leilão quando a dispersão ao público das obrigações do tesouro caiu abaixo dos 30% obrigatórios.

Os resultados da regressão, apresentados na Tabela 2, indicam que o envolvimento do BCI, como operador de obrigações, está associado a uma redução estatisticamente significativa das taxas de dispersão ao público.<sup>6</sup> Especificamente, um aumento de 10 pontos percentuais na quota de leilões do BCI está associado a uma redução de cerca de 35% na dispersão ao público das obrigações do tesouro, quando outros factores são mantidos constantes. A presença do BCI como operador de obrigações está assim associada a uma diminuição significativa da probabilidade de dispersão ao público das obrigações do tesouro.

*Tabela 2 Regressão que mostra como o envolvimento dos operadores de obrigações do tesouro influencia a dispersão ao público*

Variável dependente:	Dispersão ao público (em log)
Constante	22,52*** (0,44)
<i>BCI</i>	-0,035** (0,010)
<i>Standard Bank</i>	-0,004 (0,011)
<i>BIG</i>	-0,017 (0,022)
<i>Amaramba Capital Dealer</i>	-0,013 (0,016)
$R^2$	0,72

Notas: Códigos de significância: \*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,10$ . Os erros padrão estão entre parêntesis. O valor da dispersão ao público está em MZN. A regressão dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) inclui as quotas de obrigações do tesouro geridas pelos operadores BCI, Standard Bank, BIG e Amaramba Capital Dealer como proporção do total de obrigações do tesouro emitidas nas respectivas séries.

***O envolvimento do BCI como operador de obrigações do tesouro tornou significativamente menos provável a dispersão ao público das obrigações do tesouro em 2022.***

Embora a análise estatística também indique associações negativas entre a distribuição pública de obrigações do tesouro e a participação do Standard Bank, do BIG e do Amaramba Capital Dealer no mercado primário de obrigações, estas não são estatisticamente significativas, sugerindo que a sua influência nas taxas de dispersão ao público não foi substancial para o ano de 2022.

<sup>5</sup> Para a variável dependente, é utilizada uma transformação logarítmica dos valores de dispersão pública, o que ajuda a lidar com a heterocedasticidade, comprimindo valores maiores e reduzindo o impacto potencial de valores atípicos.

<sup>6</sup> O valor do *R-quadrado* de 0,72 sugere que uma grande parte da variabilidade da dispersão pública pode ser explicada pelo modelo de regressão, o que indica uma boa adequação do modelo aos dados.

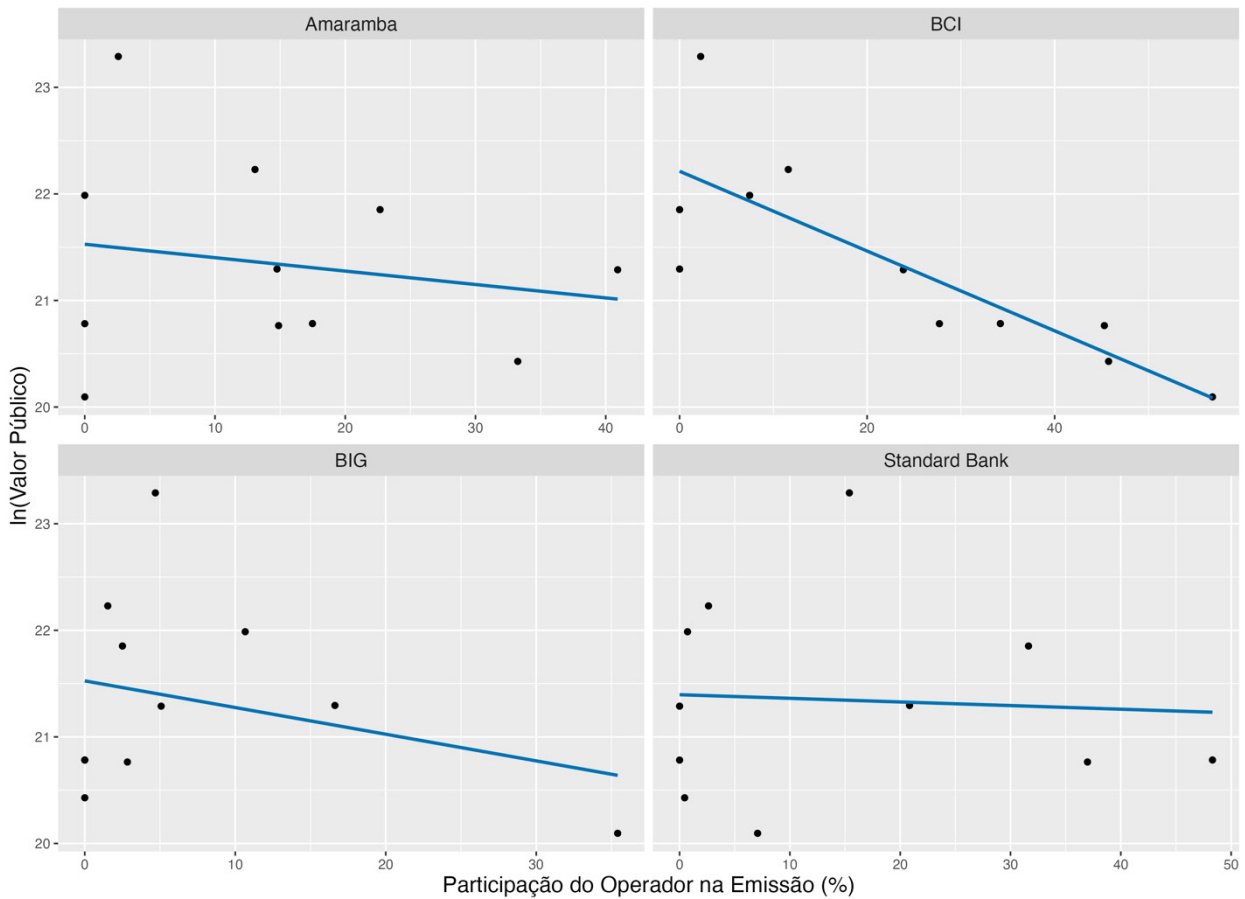


Figura 1 Dispersão ao público com diferentes operadores de obrigações do Tesouro

Em suma, o BCI surge como o operador com a influência negativa mais determinante na dispersão ao público das obrigações do tesouro (ver também Figura 1). A ausência de impactos significativos por parte de outros operadores não exclui a possibilidade de estes beneficiarem da emissão de obrigações através de diferentes mecanismos, que serão explorados nas secções seguintes.

### 3. Relação entre os operadores de obrigações e as taxas de juro variáveis

O mercado de obrigações do tesouro de Moçambique apresenta uma relação diferenciada entre os operadores de obrigações e a composição das taxas de juro. Estas taxas de juro consistem tipicamente em duas partes: uma componente fixa que permanece inalterada durante toda a vida da obrigação e; uma componente variável que se ajusta em resposta a alterações numa taxa de juro de referência. A taxa de juro de referência, para estes ajustes de juros variáveis, é definida pelo Banco Central de Moçambique (*Banco de Moçambique*) e é conhecida como a taxa MIMO (*Taxa do Mercado Monetário Interbancário de Moçambique*).<sup>7</sup>

A rentabilidade de uma obrigação do tesouro é afectada pela composição da sua taxa de juro. As Obrigações do Tesouro com componente variável ajustam as suas taxas de juro em função das flutuações da taxa MIMO, enquanto as que não têm componente variável não são afectadas pelas variações da taxa MIMO. A presença de uma componente variável de juros numa obrigação é estabelecida no momento da emissão e requer a aprovação da Direcção Nacional do Tesouro do MEF. As taxas de juro variáveis, ligadas à taxa MIMO, tornam-se mais atractivas para os obrigacionistas quando estes antecipam aumentos da taxa de referência, devido ao potencial

<sup>7</sup> A taxa de referência do MIMO é a taxa de juro média medida pelo volume de operações monetárias interbancárias com prazo de um dia útil (prazo *overnight*).



de rendimentos mais elevados. Por outro lado, se se prevê uma descida da taxa MIMO, os obrigacionistas podem preferir taxas fixas devido à sua estabilidade num contexto de volatilidade do mercado.

As expectativas sobre a futura taxa MIMO moldam a dinâmica do mercado de obrigações do tesouro de Moçambique. Os operadores de obrigações do tesouro são particularmente sensíveis às expectativas das taxas de juro. Se os operadores de obrigações do tesouro tiverem informação privilegiada sobre a política monetária do Banco Central, os operadores de obrigações podem posicionar-se para beneficiar de futuros aumentos das taxas de juro à custa das finanças do Estado. A chave para compreender este facto reside na componente variável das taxas de juro das obrigações do tesouro, que se ajusta à taxa de referência do MIMO. Quando os operadores obrigacionistas esperam uma divergência substancial entre a taxa de juro de emissão e a taxa de juro futura (influenciada pelas expectativas de taxa do MIMO), há um maior incentivo para estes intermediários reterem mais obrigações com taxas variáveis para si próprios e limitarem a quantidade distribuída para o público. Este comportamento aumenta a sua rentabilidade, se a taxa MIMO subir como previsto.

Os detalhes técnicos relativos às componentes variável e fixa de cada série de emissão estão registados na Bolsa de Valores de Moçambique (BVM, 2023a). Os registos mostram que as taxas de juro variáveis foram utilizadas na emissão de obrigações, de forma predominante, no início do ano de 2022, quando a taxa MIMO de referência era 4% mais baixa em comparação com o final do ano.

Em 2022, o *Comité de Política Monetária (CPMO)* do banco central de Moçambique aumentou decisivamente a taxa MIMO em 400 pontos base cumulativos, de 13,25% para 17,25% (*Banco de Moçambique, 2023*). Esta política teve como objectivo mitigar a inflação num contexto de volatilidade persistente dos preços da energia e dos produtos alimentares.<sup>8</sup> Tendo em conta os retornos adicionais substanciais das obrigações do tesouro, com juros variáveis devido aos aumentos da taxa MIMO em 2022, examinamos se a emissão de obrigações do tesouro com componentes variáveis foi influenciada pelo operador de obrigações em exercício.

A análise de regressão, apresentada na coluna (1) do Quadro 3, revela que o envolvimento do BCI e do Standard Bank no mercado primário de obrigações está inversamente relacionado com a duração das taxas de juro fixas das obrigações do tesouro.<sup>9</sup> Especificamente, a análise mostra que por cada aumento de 10 pontos percentuais na participação do BCI nos leilões de obrigações do tesouro, há uma redução correspondente de mais de seis meses e meio na duração do período de juro fixo, o que, inversamente, prolonga a duração do juro variável. Do mesmo modo, um aumento de 10 pontos percentuais na participação do Standard Bank está associado a uma redução de cerca de três meses no período de juro fixo. Consequentemente, é mais provável que o BCI e o Standard Bank emitam obrigações com taxas variáveis em vez de taxas fixas, em 2022.

*Tabela 3 Regressões que mostram como o envolvimento de operadores de obrigações do tesouro reduz a probabilidade de obrigações com taxas de juro fixas.*

Variável dependente:	(1) Duração dos juros fixos (em meses)	(2) Desvio da taxa de juro variável (desde a emissão de obrigações; em pp)
Constante	46,08*** (5,77)	-1,43* (0,69)
BCI	-0,66*** (0,10)	0,093*** (0,016)
Standard Bank	-0,31* (0,15)	0,047** (0,018)
BIG	0,16 (0,28)	0,008 (0,033)
Amaramba Capital Dealer	0,14 (0,21)	0,008 (0,025)
R <sup>2</sup>	0,83	0,88

Notas: Códigos de significância: \*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,10$ . Os erros padrão encontram-se entre parêntesis. A regressão dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) inclui as quotas de obrigações do tesouro geridas pelos operadores BCI, Standard Bank, BIG e Amaramba Capital Dealer como proporção do total de obrigações do tesouro emitidas nas respectivas séries.

<sup>8</sup> Ver também a discussão no CIP (2023a) sobre as pressões inflacionistas decorrentes dos salários do sector público e da dívida pública.

<sup>9</sup> Não há provas estatisticamente significativas de que o envolvimento dos outros operadores de obrigações do tesouro no mercado primário de obrigações influencie a probabilidade de taxas de juro variáveis.

Uma maior participação no leilão por parte do BCI e do Standard Bank, em 2022, esteve associada a uma mudança acentuada para um regime de taxa variável, potencialmente em resposta aos ganhos projectados com a subida prevista das taxas de juro nesse ano. Esta mudança é também evidenciada na Figura 2, que retrata as variações na componente de juro fixo quando estão envolvidos diferentes operadores de obrigações do tesouro, ilustrando a menor duração das taxas de juro fixas com o envolvimento do BCI. A capacidade de estes operadores influenciarem potencialmente os resultados do mercado em seu benefício, à luz das alterações previstas das taxas MIMO, sublinha a necessidade de uma maior transparência nos processos de emissão de obrigações do tesouro.

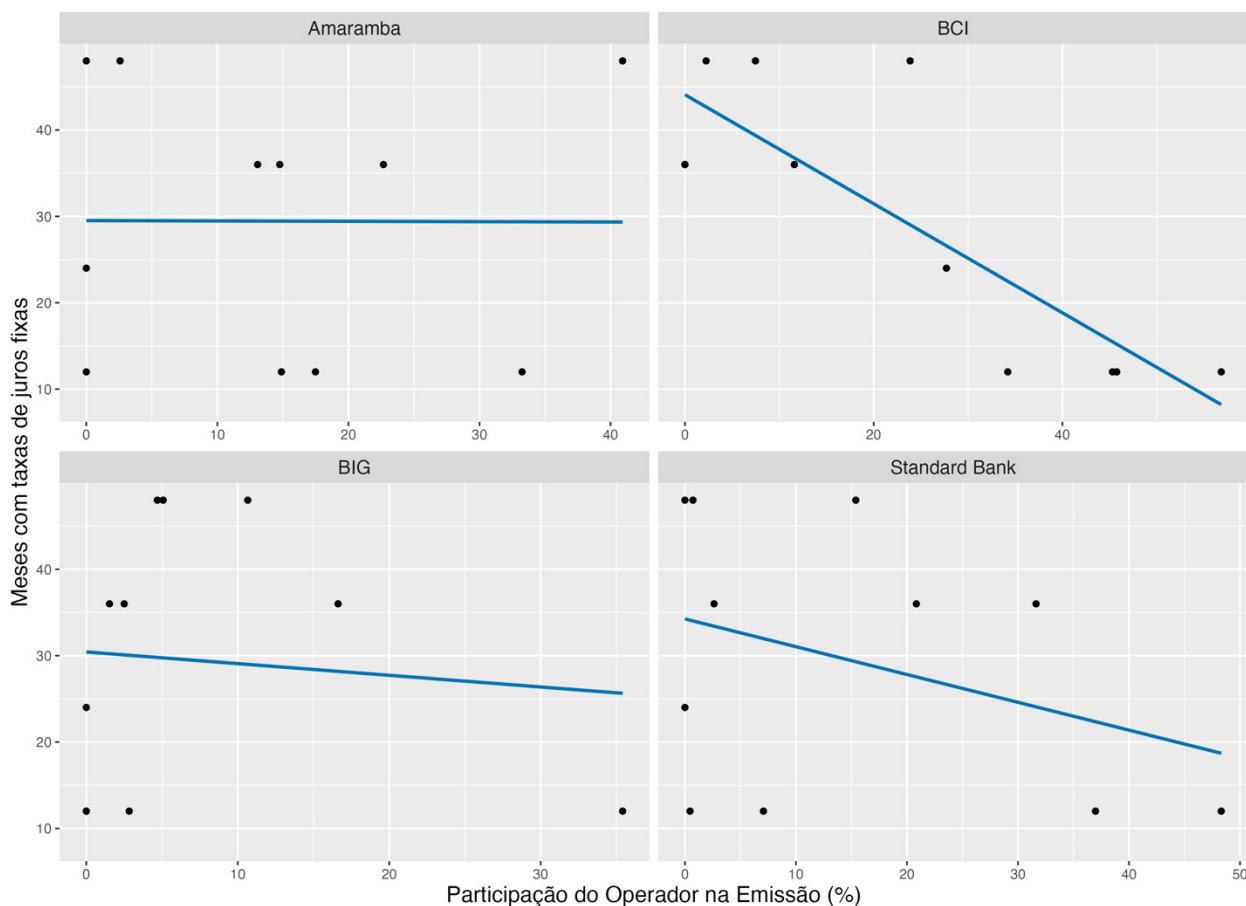


Figura 2 Componente de juros fixos com diferentes operadores de obrigações do Tesouro

A Figura 3 apresenta uma visualização pormenorizada da taxa de juro para as diferentes séries de obrigações do tesouro de 2022.<sup>10</sup> As séries de obrigações do tesouro 1-4 e 11 apresentam componentes de juro variáveis, enquanto as séries de emissão 5-10 apresentam apenas taxas de juro fixas. A figura mostra as taxas de referência do MIMO (ilustradas por uma linha verde) juntamente com as taxas de juro na altura da emissão das obrigações (linha azul). A figura apresenta, ainda, as taxas de juro actualizadas para as obrigações com componentes de juro variável a partir de Outubro de 2023 (linha preta a tracejado).<sup>11</sup> Por último, acompanha o aumento das taxas de juro variáveis, a partir de Outubro de 2023, relativamente à taxa atingida aquando da emissão da obrigação do tesouro no ano de 2022 (linha vermelha).

<sup>10</sup> A informação sobre as taxas de juro realizadas aquando da emissão das obrigações do tesouro pode ser consultada em BVM (2023a).

<sup>11</sup> As taxas de juro actuais das obrigações do tesouro podem ser consultadas em BVM (2023b).

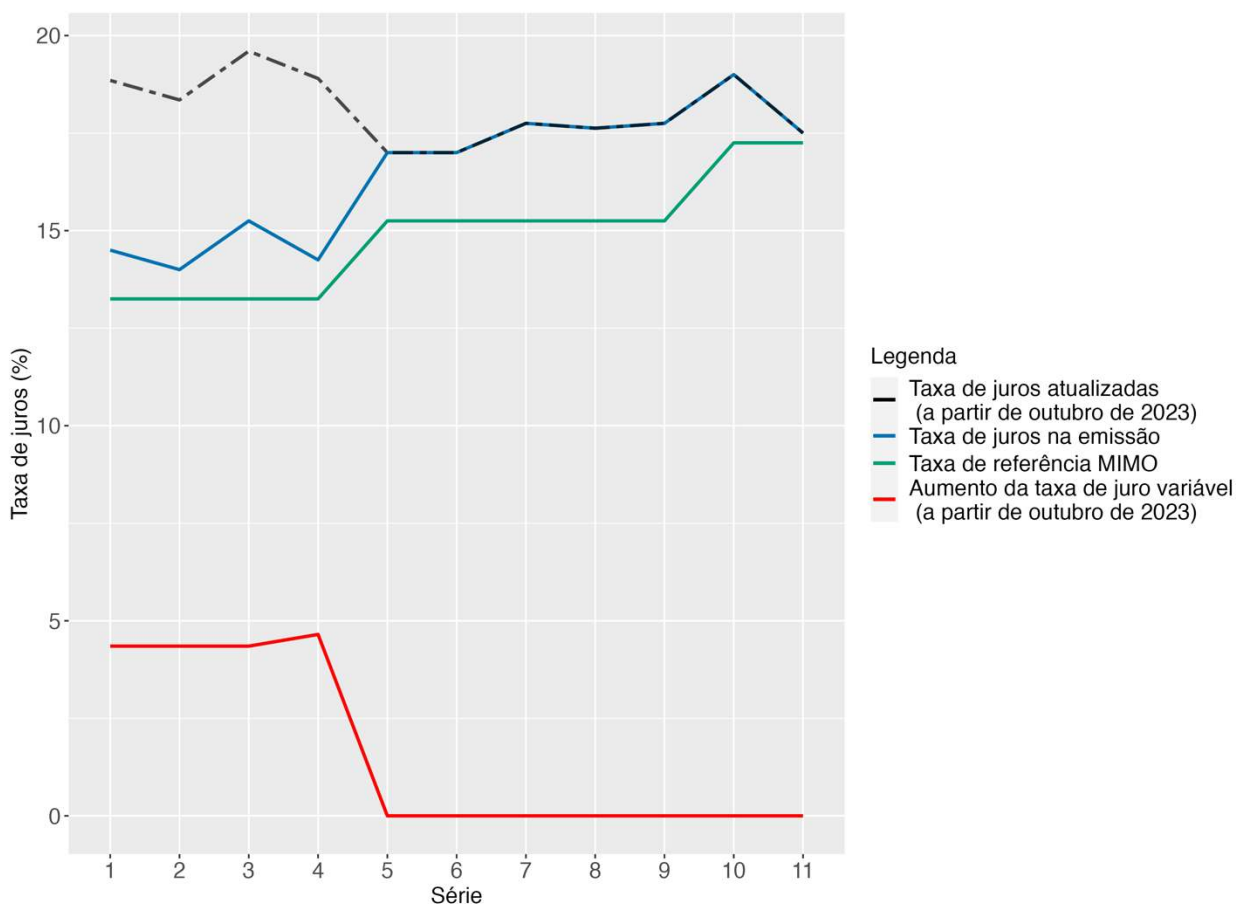


Figura 3 Aumento da taxa de juro variável (a partir de Outubro de 2023) desde a emissão da obrigação

A análise de regressão apresentada na coluna (2) do Quadro 3 esclarece a forma como o envolvimento dos operadores de obrigações do tesouro, BCI e Standard Bank, influencia o mercado de obrigações do tesouro. Por cada aumento de 10 pontos percentuais na participação do BCI no mercado primário de obrigações de 2022, há um aumento associado de aproximadamente 0,93 pontos percentuais na taxa de juro actualizada da obrigação em 2023, quando comparada com a taxa inicial fixada na emissão da obrigação em 2022 (atribuível à componente de juro variável). Do mesmo modo, um aumento de 30 pontos percentuais na quota do BCI está associado a um aumento de cerca de 2,8 pontos percentuais nas taxas variáveis pós-emissão, por exemplo.

No caso do Standard Bank, um aumento de 10 pontos percentuais na sua quota de leilão traduz-se num aumento subsequente de cerca de 0,47 pontos percentuais na taxa de juro variável, relativamente à taxa inicial.

Esta constatação é significativa, uma vez que sublinha a influência que os principais operadores de obrigações, o BCI e o Standard Bank, exercem na fixação do preço da dívida pública. Dado o aumento previsível da taxa de referência do MIMO, devido a pressões inflacionistas no início de 2022, a lógica subjacente à aprovação, pela Direcção do Tesouro Nacional do MEF, da emissão de obrigações com componentes de juros variáveis significativas permanece ambígua. Este padrão sugere uma influência estratégica na dinâmica do mercado por parte dos operadores de obrigações do tesouro, o que, por sua vez, afecta os custos de financiamento do Estado.

*A emissão de obrigações do tesouro com taxas de juro variáveis, em meio a aumentos antecipados das taxas de referência MIMO no início de 2022, beneficiou estrategicamente o operador de obrigações, o Banco BCI. Com a aprovação do Ministério da Economia e Finanças, esta decisão posicionou o BCI para beneficiar dos aumentos esperados das taxas de juro no final do ano. Por outro lado, no segundo semestre de 2022, quando as taxas de juro já estavam elevadas, não houve preferência pela emissão de obrigações do tesouro com taxas de juro variáveis em relação às de taxa fixa.*

A próxima secção quantificará o impacto orçamental dos aumentos observados nas taxas de juro variáveis das obrigações do tesouro.



## 4. Consequências orçamentais da emissão de obrigações do Tesouro com taxas de juro variáveis em 2022

O desfasamento entre as taxas de juro iniciais, aquando da emissão das obrigações do tesouro em 2022, e as taxas de juro aplicáveis, a partir de Outubro de 2023, conduziu a pagamentos de juros adicionais significativos, devido às componentes de juros variáveis das obrigações. A nossa análise, que incorpora juros compostos ao longo do período de vida variável das obrigações (entre 6 e 14 semestres), indica um passivo financeiro significativo para o Estado.

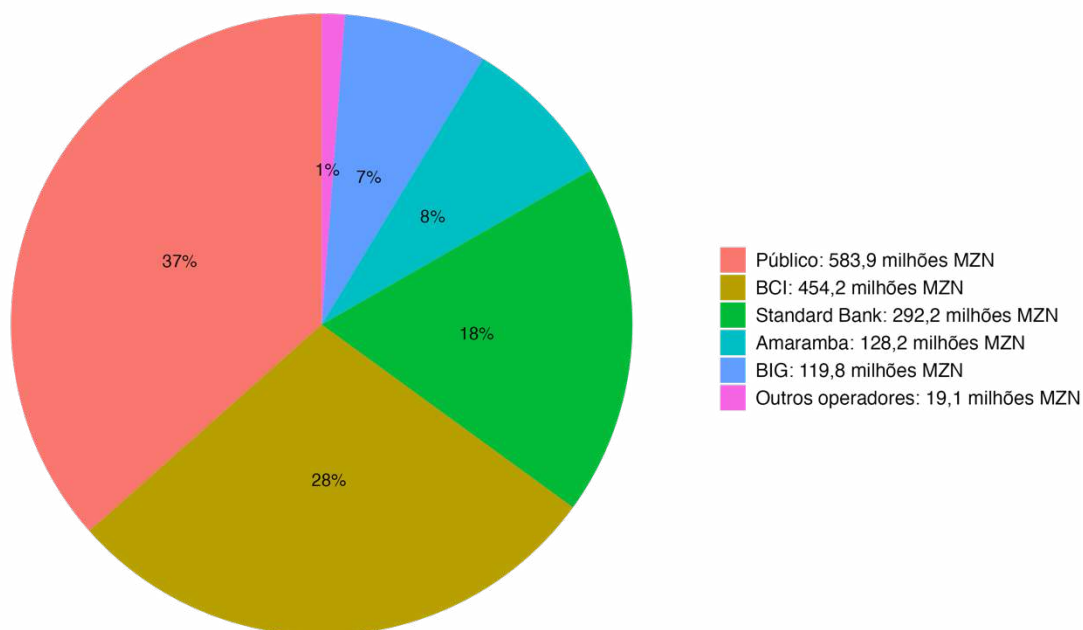
Esta carga fiscal está directamente relacionada com os aumentos das taxas de juro variáveis. Os resultados da regressão, apresentados no Quadro 4, demonstram a relação entre o envolvimento dos operadores de obrigações do tesouro e os custos fiscais subsequentes. Indicam que um aumento de 10 pontos percentuais no envolvimento do BCI, numa série de obrigações, está associado a um aumento das obrigações financeiras do Estado devido a ajustes da taxa de juro variável desta série de obrigações de aproximadamente 78,7 milhões de meticais. Da mesma forma, um aumento de 10 pontos percentuais no envolvimento do Standard Bank, numa série, corresponde a um aumento das obrigações financeiras do Estado de cerca de 70,4 milhões de meticais. Estes números sublinham a ligação directa entre o envolvimento dos operadores de obrigações do tesouro no mercado de obrigações do tesouro e as consequentes responsabilidades financeiras impostas ao Estado devido à flutuação das taxas de juro.

Tabela 4 Regressão que mostra a relação entre os operadores de obrigações do tesouro e a carga fiscal

Variável dependente:	Carga fiscal (em MZN)
Constante	-154.366.389* (65.195.347)
<i>BCI</i>	7.872.850*** (1.520.648)
<i>Standard Bank</i>	7.042.238*** (1.735.124)
<i>BIG</i>	4.098.899 (3.190.195)
<i>Amaramba Capital Dealer</i>	-1.204.322 (2.364.598)
$R^2$	0,90

Notas: Códigos de significância: \*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,10$ . Os erros padrão encontram-se entre parêntesis. A regressão dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) inclui as quotas de obrigações do tesouro geridas pelos operadores BCI, Standard Bank, BIG e Amaramba Capital Dealer como proporção do total de obrigações do tesouro emitidas nas respectivas séries.

A Figura 4 mostra a distribuição dos beneficiários do aumento das taxas de juro variáveis, realçando os elevados benefícios usufruídos pelos operadores de obrigações do tesouro em relação ao público. Os operadores de obrigações do tesouro obtêm uma parte desproporcionada dos pagamentos de juros adicionais, que ascendem a 63%, em comparação com apenas 37% recebidos pelos participantes públicos. Os pagamentos de juros suplementares dos operadores de obrigações do tesouro ascendem a 1 013,4 milhões de meticais, enquanto os pagamentos de juros suplementares aos participantes públicos são de 583,9 milhões de Meticais. Esta discrepância é notória, especialmente se se tiver em conta que a participação média do público nos leilões de obrigações foi superior a 62% (comparar Quadro 1). Assim, apesar de deter a maior parte das obrigações do tesouro, o público beneficiou menos da subida das taxas de juro do que os operadores.



*Figura 4 Beneficiários de taxas de juro variáveis mais elevadas sobre as obrigações do tesouro*

O BCI e o Standard Bank obtêm a maior parte dos pagamentos de juros adicionais resultantes do aumento das taxas variáveis. O BCI ganha mais 454,2 milhões de meticais e o Standard Bank 292,2 milhões de meticais. Quando se considera a quota de obrigações do tesouro geridas pelo BCI, estes ganhos de juros são particularmente notáveis. O BCI obteve apenas 13,7% das obrigações do tesouro, no ano de 2022, mas recebeu 28,4% de todos os pagamentos de juros extra - o que é mais do dobro do montante esperado, dada a sua participação no leilão.

*A carga fiscal resultante das taxas de juro variáveis das obrigações do tesouro é de aproximadamente 1,6 bilhões de meticais. Apesar de deter a maior parte das obrigações do tesouro, o público beneficiou menos dos aumentos das taxas de juro variáveis do que os operadores de obrigações do tesouro. O BCI obteve menos de 14% das obrigações do tesouro em 2022 mas recebeu mais de 28% dos pagamentos de juros adicionais.*

Esta repartição desequilibrada sublinha o interesse dos operadores de obrigações do tesouro, particularmente do BCI, na subida da taxa de referência do MIMO. A subida da taxa MIMO traduziu-se directamente num aumento dos lucros das obrigações com taxa de juro variável. Com o aumento da taxa MIMO, aumentaram também os seus ganhos com as obrigações do tesouro. Dadas estas implicações financeiras significativas, é urgente aumentar a transparência e a supervisão rigorosa do processo de emissão de obrigações - para salvaguardar a saúde fiscal do Estado contra impactos tão desproporcionados.

## 5. Conclusão

Este estudo destaca o papel dos operadores especializados em obrigações do tesouro em Moçambique. Revela como os operadores do tesouro aproveitam a participação estratégica em leilões e a distribuição de obrigações para obter ganhos financeiros privados substanciais. Este comportamento não só diverge dos objectivos do Estado, incluindo a garantia de uma dispersão ao público de uma parte das obrigações do tesouro, como também impôs encargos fiscais significativos. Os aumentos das taxas de juro variáveis das obrigações custaram ao Estado cerca de 1,6 bilhões de meticaís, com o BCI a obter ganhos adicionais de 454 milhões de meticaís e o Standard Bank a ganhar 292 milhões de Meticaís. As conclusões sublinham a necessidade de mudanças críticas na governação do mercado de obrigações do tesouro.

A ligação entre a presença estratégica do BCI nos leilões e a emissão preferencial de obrigações de taxa variável, durante períodos de subida das taxas MIMO, levanta questões sobre o potencial uso indevido de informação privilegiada com implicações fiscais de grande alcance. Os laços políticos do BCI, em particular a nomeação do antigo primeiro-ministro Carlos Agostinho do Rosário para o cargo de Presidente do Conselho de Administração (PCA) do Banco, no início de 2023, são objecto de uma nova luz. Esta nomeação reflecte uma tendência preocupante de captura do sector público por interesses privados, com transições frequentes de ex-funcionários do Governo para posições de topo no sector bancário comercial (CIP, 2023b)

As implicações fiscais exigem uma reavaliação da estrutura e da supervisão do mercado das obrigações do tesouro, a fim de garantir que este serve efectivamente os interesses do público e do Estado.

## 6. Recomendações

### **Garantir o cumprimento dos mandatos de dispersão ao público:**

É essencial impor e fazer cumprir rigorosamente a regra que exige que pelo menos 30 % das obrigações do tesouro sejam objecto de dispersão ao público. Esta aplicação deve ser efectuada por um órgão regulador independente para reforçar a integridade do mercado e aumentar a confiança do público.

### **Reforçar a transparência e a prestação de contas nos processos de leilão:**

O processo dos leilões de obrigações do tesouro deve ser mais transparente e a informação a ele relacionado deve ser claramente comunicada a todos os participantes no mercado. Isto inclui fornecer pormenores sobre a duração da componente variável das obrigações e as circunstâncias em que as taxas variáveis são escolhidas em vez das taxas fixas.

### **Reforçar a prestação de contas e a integridade na aprovação da emissão de obrigações:**

A Direcção do Tesouro Nacional deve manter a prestação de contas e a integridade no processo de emissão de obrigações do tesouro, estabelecendo critérios claros e apresentando justificações completas para a aprovação dos termos das obrigações. Isto é particularmente importante para as obrigações com componentes de juros variáveis. O Ministério da Economia e das Finanças deve garantir que estas decisões sejam tomadas após uma avaliação completa do potencial impacto fiscal e que são do interesse geral da estabilidade financeira do Estado. As auditorias regulares e a divulgação pública do processo de aprovação das obrigações do tesouro devem ser obrigatórias para garantir a transparência, a justificação e o alinhamento com os objectivos económicos nacionais.

### **Examinar as nomeações políticas:**

Deve ser efectuada uma análise cuidadosa dos conflitos de interesses nas nomeações políticas dos operadores de obrigações do tesouro. Esta análise deve garantir a transparência e avaliar as implicações para a integridade do sector público e a influência do sector privado.

**Proteger as finanças do Estado:**

Para salvaguardar as implicações orçamentais das vendas de obrigações do Tesouro, é fundamental dispor de procedimentos de controlo sólidos. Estes procedimentos devem garantir a transparência e proteger os interesses financeiros do Estado de qualquer influência indevida.

A implementação destas recomendações permitirá a Moçambique estabelecer um mercado de obrigações do tesouro mais equitativo e transparente. Isto protegerá a saúde fiscal do país e fortalecerá a confiança do público nas suas instituições financeiras.

## 7. Referências

*Amaramba Capital Dealer* (2023). “Sobre nós”. Acedido a 3 de Dezembro de 2023 em <https://amaramba.co.mz/about-us/>.

*Banco de Moçambique* (2023). “Taxa MIMO mantém-se em 17,25%”. Acedido a 13 de Novembro de 2023 em <https://www.bancomoc.mz/pt/media/noticias/taxa-mimo-mantem-se-em-17-25-3/>.

*Bolsa de Valores de Moçambique* (BVM, 2023a). “Histórico de Operações”. Acedido a 23 de Outubro de 2023 em <https://www.bvm.co.mz/index.php/pt/obrigacoes-do-tesouro/historico-de-operacoes>.

*Bolsa de Valores de Moçambique* (BVM, 2023b). “Títulos Cotados”. Acedido a 31 de Outubro de 2023 em <https://www.bvm.co.mz/index.php/pt/mercado/titulos-cotados/titulos-cotados#obriga%C3%A7%C3%B5es>.

*Centro de Integridade Pública* (CIP, 2023a). “Aumento da despesa com salários e dívida interna “forçam” o Banco de Moçambique a manter taxas de juros elevadas.” Acedido a 14 de Novembro de 2023 em <https://www.cipmoz.org/wp-content/uploads/2023/10/Aumento-da-despesa-com-salarios.pdf>.

*Centro de Integridade Pública* (CIP, 2023b). “Indicação do ex-primeiro - ministro Carlos Agostinho do Rosário para PCA do Banco Comercial e de Investimentos mostra padrão de captura do sector público por interesses privados.” Acedido a 14 de Novembro de 2023 em <https://www.cipmoz.org/wp-content/uploads/2023/07/Indicacao-do-ex-primeiro-ministro-Carlos-Agostinho-do-Rosario.pdf>.

*Conselho de Ministros* (2013). “Decreto n.º 5/2013 de 22 de março.” Acedido através da BVM a 15 de Outubro de 2023 em [https://www.bvm.co.mz/documentos/Decreto\\_n5\\_2013\\_de\\_%2022\\_de\\_Marco.pdf](https://www.bvm.co.mz/documentos/Decreto_n5_2013_de_%2022_de_Marco.pdf).

Ministério da Economia e Finanças (MEF, 2013). “Diploma Ministerial N.º 90/2013.” Acedido através da BVM a 15 de Outubro de 2023 em [https://www.bvm.co.mz/documentos/Diploma\\_Ministerial\\_N90\\_2013.pdf](https://www.bvm.co.mz/documentos/Diploma_Ministerial_N90_2013.pdf).

Ministério da Economia e Finanças (MEF, 2023). “Conta Geral do Estado (CGE).” Acedido a 1 de novembro de 2023 em <https://www.mef.gov.mz/>.

*República de Moçambique* (2021). “Diploma Ministerial n.º 170/2021”. Acedido através da BVM a 15 de Outubro de 2023 em [https://www.bvm.co.mz/documentos/Diploma\\_Ministerial\\_Calendarizacao\\_Emissoes\\_OTs\\_2022\\_BR.pdf](https://www.bvm.co.mz/documentos/Diploma_Ministerial_Calendarizacao_Emissoes_OTs_2022_BR.pdf).

*Tribunal Administrativo* (2023). “Relatório e Parecer Sobre A Conta Geral Do Estado De 2022”. Versão: Setembro de 2023.

Banco Mundial (2023). “Atualidade económica de Moçambique. Moldando o futuro. O papel dos serviços no crescimento económico e geração de emprego.” Acedido a 23 de Outubro de 2023 em <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099559003092327850/pdf/IDU0e15297f30e50e04e050b25c0071917a72e9e.pdf>.





CENTRO DE INTEGRIDADE PÚBLICA  
Anticorrupção - Transparência - Integridade

Parceiros:



Schweizerische Eidgenossenschaft  
Confédération suisse  
Confederazione Svizzera  
Confederaziun svizra

Embaixada da Suíça em Moçambique



Norwegian Embassy



Suécia  
Sverige



Reino dos Países Baixos



## Informação editorial

**Director:** Edson Cortez

**Revisão de pares:** Borges Nhamirre, Estrela Charles,  
Gift Essinalo e Edson Cortez

**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](http://www.cipmoz.org) | Maputo - Moçambique