



DOMINÂNCIA FISCAL

FRACA APETÊNCIA POR TÍTULOS PÚBLICOS AUMENTA A DEPENDÊNCIA DO ESTADO DO FINANCIAMENTO DIRECTO DO BANCO DE MOÇAMBIQUE

Por: Gift Essinalo*

1. Introdução

O Relatório e Contas do Banco de Moçambique (BdM) relativo a 2025 revela uma deterioração acentuada da posição financeira da instituição. Depois de registar um resultado líquido positivo de 2.727 milhões de meticaís em 2023, o Banco Central apresentou prejuízos de 3.794 milhões, em 2024, e de 12.822 milhões, em 2025, o que representa um agravamento de cerca de 238% face ao exercício anterior.

Esta evolução resulta da conjugação entre a contracção dos rendimentos e a expansão dos gastos operacionais. Entre 2023 e 2025, os rendimentos consolidados recuaram de 15.438 para 6.245 milhões de meticaís, enquanto os gastos operacionais aumentaram de 12.711 para 19.067 milhões. Em apenas dois exercícios, a instituição transitou de uma situação de excedente para um défice significativo.

Esta deterioração ocorre num contexto em que a apetência dos investidores pelas Obrigações do Tesouro (OT) têm vindo a diminuir, em resultado do agravamento da percepção de risco de incumprimento. A tendência intensificou-se após o Governo ter procedido, em 2024 e 2025, à substituição de títulos de curto prazo por instrumentos de médio e longo prazo, uma prática frequentemente associada ao incumprimento da dívida.

Perante a fraca procura pelos títulos públicos, o Governo tem recorrido, de forma crescente, ao financiamento junto do Banco de Moçambique. Contudo, este mecanismo acarreta custos financeiros e operacionais para a Autoridade Monetária. Ao conceder financiamento ao Estado, o Banco Central injecta liquidez na economia e para evitar que essa liquidez exerça pressões sobre a inflação e a estabilidade monetária vê-se obrigado a emitir instrumentos de política monetária destinados à sua esterilização. Este processo gera encargos adicionais que se reflectem nos resultados financeiros da instituição.

A literatura económica designa este fenómeno por dominância fiscal, situação em que as necessidades de financiamento do Estado passam a influenciar a actuação do Banco Central, limitando a sua capacidade de conduzir a política monetária de forma plenamente independente e comprometendo, gradualmente, a sua autonomia operacional e financeira.

- Em caso de dúvidas e mais informações contacte: gift.essinalo@cipmoz.org

O presente artigo examina a evolução recente do crédito ao Estado, dos custos de esterilização monetária e dos resultados financeiros do BdM, entre 2023 e 2025. Procura ver se é consistente com uma intensificação das pressões de dominância fiscal.

2. Análise

2.1. Reorientação do financiamento do Estado e exposição crescente do BdM

A análise dos recursos do Estado, segundo a fonte de financiamento, mostra que 2024 e 2025 constituíram os exercícios mais críticos do quinquénio, quer pela quebra da arrecadação relativamente às previsões, quer pela queda abrupta na execução dos recursos externos.

A tabela 1 mostra que o nível de execução das OT ficou muito abaixo do planificado, nos dois últimos anos, 2024 e 2025. Em 2024, a execução dos OT's foi de 83,4% e em 2025 foi de apenas 15,8%. A quebra na execução das OT's reflecte a perda de credibilidade do Governo em termos de cumprimento das suas obrigações, num contexto em que uma das estratégias adoptadas para a gestão da dívida foi de substituição dos títulos de curto prazo por títulos de médio-longo prazo, uma prática consistente com incumprimento.

A insuficiente mobilização de recursos através das Obrigações do Tesouro tem obrigado o Governo a recorrer, de forma crescente, à emissão de Bilhetes do Tesouro (BT) e ao financiamento directo junto do Banco de Moçambique. Em conjunto, estas duas fontes representaram cerca de 13,5% dos recursos totais do Estado em 2024 e 12,2% em 2025. Deste montante, o financiamento concedido pelo Banco de Moçambique correspondeu a 4,7% dos recursos do Estado em 2024 e a 6,2% em 2025.

Tabela 1: Recursos do Estado por fonte de financiamento, 2023–2025 (em milhões de metcais)

Rúbrica	2023			2024			2025		
	Prev.	Realiz.	%	Prev.	Realiz.	%	Prev.	Realiz.	%
Receitas do Estado	357.063,8	327.790,5	91,8	383.537,5	351.277,8	91,6	385.871,8	364.496,5	94,5
Obrigações do Tesouro (OT)	36.648,0	36.433,5	99,4	46.333,0	38.984,5	83,4	35.094,4	5.535,0	15,8
Bilhetes do Tesouro (BT)	—	15.663,7	—	—	46.162,9	—	—	27.922,3	—
Financiamento via BdM	—	—	—	—	24.500,0	—	—	29.100,0	—
Créditos externos	20.932,7	24.374,8	116,4	30.126,0	18.586,2	39,1	29.972,9	6.792,8	22,7
Donativos	57.477,9	60.311,5	104,9	107.867,1	42.186,3	61,7	58.236,2	23.846,8	40,9

Fonte: Contas Gerais do Estado, 2023, 2024 e 2025.

O financiamento do BdM ao Governo encontra-se previsto no artigo 18.º da Lei Orgânica do BdM (Lei n.º 1/92, de 3 de Janeiro) que refere que o Banco, na qualidade de banqueiro do Estado, pode conceder anualmente crédito sem juros, em metcais, até ao limite de 10% das receitas ordinárias do penúltimo exercício orçamental e que o mesmo deve ser liquidado até ao último dia do ano económico em que for aberto e, não o sendo, vence juros à taxa de redesconto do Banco.

A tabela 2 apresenta a evolução das principais componentes da dívida interna do Estado. Os dados mostram que o stock da dívida junto do BdM aumentou de 42.064,5 milhões de metcais, em 2023, para 95.664,5 milhões, em 2025, o que corresponde a um crescimento acumulado de 127,4%, a taxa mais elevada entre as principais fontes de financiamento interno.

Importa referir que uma parcela significativa deste saldo resulta de dívida antiga não regularizada. Com efeito, o stock da dívida do Estado ao BdM, que ascendia a 4.500 milhões de metcais em 2015, aumentou para

34.528,1 milhões de meticais em 2016, permanecendo desde então incorporada no stock da dívida junto do Banco Central.

Tabela 2: Crédito interno ao Estado por componente, saldo em 31 de Dezembro (em milhões de meticais)

Crédito interno ao Estado	2023	2024	2025	Varição 2023–2025 (%)
Obrigações do Tesouro (OT)	158.140,8	181.722,1	193.298,3	+22,2
Bilhetes do Tesouro (BT)	85.535,8	131.698,7	159.621,0	+86,6
Banco de Moçambique	42.064,5	66.564,5	95.664,5	+127,4
Total	285.741,1	379.985,3	448.583,8	+57,0

Fonte: Contas Gerais do Estado, 2023, 2024 e 2025.

Ainda assim, mesmo descontando este factor histórico, os dados evidenciam uma intensificação do recurso ao financiamento do Banco de Moçambique nos dois últimos anos, reflectindo as crescentes dificuldades do Estado em mobilizar recursos através das fontes tradicionais de financiamento interno, tanto pela via da arrecadação fiscal, tanto como pela emissão de obrigações. Neste contexto, o BdM assume um papel crescente de financiador do Estado, com implicações para a autonomia da política monetária e para a robustez do balanço do próprio Banco Central.

2.2. Custos da esterilização da liquidez e encargos imputáveis ao Estado

Nos últimos três anos, tanto os encargos associados aos BT emitidos em nome do Estado, como os decorrentes dos instrumentos monetários utilizados na condução da política monetária registaram um aumento significativo. Os gastos com juros destes instrumentos passaram de 13.623,9 milhões de meticais, em 2023, para 19.686,5 milhões, em 2025. Adicionalmente, os custos das operações de absorção de liquidez reduziram-se de 1.143,5 milhões para 475,9 milhões de meticais no mesmo período.

Este custo tem sido absorvido pelo BdM, registado como custos e gastos equiparados, agravando a pressão sobre os resultados financeiros do Banco Central.

A análise dos stocks evidencia que o stock de Bilhetes do Tesouro emitidos em nome do Estado, e dos restantes instrumentos de política monetária, praticamente duplicou em dois exercícios, de 264.814 milhões de meticais, em 2023, para 530.939 milhões, em 2025. A componente, que afecta a política monetária destinada à esterilização da liquidez, cresceu cerca de 79% no mesmo período, enquanto a facilidade permanente de depósito duplicou.

Tabela 3: Bilhetes do Tesouro emitidos em nome do Estado e outros instrumentos monetários (em milhões de meticais)

Instrumento	2023	2024	2025
Bilhetes do Tesouro para financiamento do Estado	85.588,2	139.796,8	165.447,4
Bilhetes do Tesouro para política monetária	99.262,9	88.792,1	177.476,7
Facilidades permanentes de depósito	78.792,1	72.917,4	187.023,7
Juros a pagar	1.170,7	1.610,0	990,7
Total	264.814,1	303.116,4	530.938,8

Fonte: Banco de Moçambique, demonstrações financeiras consolidadas, 2023, 2024 e 2025.

A nota 33.1 das demonstrações financeiras do BdM de 2025 quantifica os encargos por transferir ao Governo, decorrentes da execução da política monetária por conta do Estado: são 138.521 milhões de meticais, em 2023, 153.489 milhões, em 2024, e 179.470 milhões, em 2025. O acréscimo de cerca de 41 mil milhões de meticais em dois anos indica que uma parcela crescente dos custos suportados pelo Banco Central decorre da necessidade de esterilizar a liquidez gerada pelo financiamento público.

A dinâmica acima descrita traduz o esforço acrescido do BdM na contenção dos efeitos monetários do financiamento do Estado através da emissão monetária e de BT's.

Refira-se que no presente exercício económico, 2026, para o Governo executar o seu plano pretende recorrer ao Fundo Soberano, o que evidencia a situação frágil das finanças públicas moçambicana. Perante uma posição fiscal fragilizada e uma reduzida apetência pelos títulos públicos, é provável que o BdM continue a financiar o Governo, o que poderá limitar a margem de actuação da política monetária e aumentar os custos associados às operações de esterilização, com impacto negativo sobre o seu balanço.

2.3. Implicações em matéria de dominância fiscal

A dominância fiscal refere-se à situação em que as necessidades de financiamento do Estado condicionam a condução da política monetária e reduzem a capacidade do Banco Central de prosseguir, de forma independente, o seu objectivo de estabilidade de preços. Em condições normais, as duas políticas actuam de forma coordenada. A política monetária controla a inflação, pela gestão das taxas de juro e da liquidez, enquanto a política fiscal promove o crescimento e o emprego, pela via da receita e da despesa públicas. No entanto, quando os défices e a dívida atingem níveis elevados surge um conflito entre estes objectivos.

O mecanismo central decorre da relação entre dívida, juros e inflação. Um aumento das taxas de juro destinado a conter a inflação torna o serviço da dívida mais caro. Por outra, a manutenção de juros baixos alivia o Tesouro, mas estimula a procura agregada e alimenta as pressões inflacionárias. A autoridade monetária enfrenta, assim, um dilema entre a estabilidade de preços e a sustentabilidade da dívida. Sargent e Wallace (1981) mostram que, perante défices persistentes, este dilema tende a resolver-se a favor da dívida, porquanto o aperto monetário no presente pode traduzir-se em mais inflação no futuro, dado que a dívida acumulada acaba por exigir financiamento monetário. Em casos extremos, a política monetária deixa de ser orientada pela estabilidade de preços e passa a acomodar as necessidades do Tesouro, com perda de eficácia no combate à inflação.

A experiência internacional ajuda a delimitar o fenómeno. A título de exemplo, o Banco Central do Chile operou com capitais próprios negativos durante a década de 1990, em consequência da esterilização de entradas de capital, sem perder o controlo da inflação. Isto evidencia que perdas no balanço não implicam, por si só, dominância fiscal (Stella, 1997). Em sentido inverso, o Banco do Gana registou, em 2022, um dos maiores prejuízos da sua história e capitais próprios negativos, num quadro de financiamento monetário do défice, o que ilustra os riscos de uma exposição prolongada ao financiamento do Estado.

No caso de Moçambique, os dados indicam um aumento da interdependência entre as políticas fiscal e monetária, mas não permitem concluir pela existência de dominância fiscal plena. Ao longo do período, a inflação manteve-se em níveis de um dígito e em trajectória descendente: segundo o Instituto Nacional de Estatística, a taxa homóloga recuou de 5,3%, no final de 2023, para 4,2%, em 2024, e 3,2%, em 2025. O Banco de Moçambique conservou uma postura restritiva, com a taxa de juro de política monetária (MIMO) mantida em 17,25%, durante 2023, e reduzida apenas de forma gradual, a partir de Janeiro de 2024, para 12,75%, no final desse ano, e 9,75%, em Setembro de 2025, o nível mais baixo desde 2015.

Tabela 4: Inflação e taxa de juro de política monetária em Moçambique, 2023–2025

Indicador	2023	2024	2025
Inflação homóloga, fim de período (%)	5,3	4,2	3,2
Taxa de juro de política monetária — MIMO (%)	17,25	12,75	9,75
Taxa de juro real aproximada (p.p.)	12,0	8,6	6,5

Fonte: Instituto Nacional de Estatística (inflação homóloga) e Banco de Moçambique (taxa MIMO em fim de período; valor de Setembro para 2025). Taxa de juro real aproximada pela diferença entre a MIMO e a inflação.

A trajetória da taxa de inflação no período analisado mostra que o Banco de Moçambique manteve a inflação a níveis de um dígito, apesar dos choques internos e externos. As taxas de juro moderadas contribuíram simultaneamente para a estabilidade macroeconómica e para a contenção do serviço da dívida.

A capacidade de manter a inflação sob controlo através da absorção de liquidez sugere que a política monetária ainda conserva influência sobre as condições monetárias, traço que distingue a situação actual de uma dominância fiscal plena. Contudo, o crescimento continuado do financiamento ao Estado e dos respectivos custos de esterilização tende a estreitar a margem do Banco Central. A manter-se esta trajectória, será progressivamente mais difícil compatibilizar a estabilidade de preços com as exigências de financiamento do sector público, o que eleva o risco de pressões de dominância fiscal no médio e longo prazo e justifica acompanhamento permanente.

3. Considerações finais

A análise sugere que a deterioração dos resultados financeiros do Banco de Moçambique, entre 2023 e 2025, é consistente com uma intensificação das pressões da política fiscal sobre a política monetária, fenómeno conhecido na literatura como dominância fiscal. Três sinais convergem nesse sentido: a expansão acelerada do crédito ao Estado pelo Banco Central (+127,4% em dois anos), o crescimento do stock dos instrumentos de absorção de liquidez, que praticamente duplicou no período, e o aumento dos encargos por transferir ao Estado pela execução da política monetária, próximo de 30%, equivalentes a cerca de 41 mil milhões de meticais.

Os dados indicam que uma parcela crescente dos encargos suportados pelo Banco de Moçambique decorre da necessidade de acomodar e neutralizar os efeitos monetários associados ao financiamento do sector público.

Embora esta evolução apresente características associadas à dominância fiscal, a evidência disponível não permite concluir pela existência de uma situação de dominância fiscal plena, dado que o Banco de Moçambique, no período analisado, preservou o controlo da inflação. O que os dados revelam é uma exposição crescente do Banco Central aos custos do financiamento do Estado que, a prolongar-se, poderá reduzir gradualmente a sua margem de actuação independente.

Contudo, a persistência desta trajectória comporta riscos para a estabilidade macroeconómica no médio prazo: pressões inflacionárias, caso a liquidez não seja integralmente esterilizada e enfraquecimento da posição financeira do Banco de Moçambique, à medida que aumentam os custos de esterilização. Ademais, a recorrência a este tipo de operação transmite a percepção de incapacidade do Estado em mobilizar recursos fiscais o que pode reforçar a percepção de riscos eminentes de incumprimento da dívida e, conseqüentemente, exigências de prémios de risco e taxas de juro mais elevados sobre o título do Estado. O resultado é um efeito de expulsão (*crowding out*) sobre o investimento privado, com impacto negativo sobre o crescimento e o emprego.

Portanto, o reforço da disciplina fiscal, a recomposição das fontes de financiamento do Estado e a preservação da autonomia operacional do Banco Central constituem condições essenciais para salvaguardar a eficácia da política monetária, a estabilidade de preços e a sustentabilidade das finanças públicas.

Referências bibliográficas

- Banco de Moçambique. (2024). Relatório anual e demonstrações financeiras 2023. Banco de Moçambique. Disponível em https://www.bancomoc.mz/media/wyid04n1/demonstra%C3%A7%C3%B5es-financeiras_rel%C3%B3rio-e-contas-2023.pdf. Consultado a 2 de Junho de 2026.
- Banco de Moçambique. (2024–2025). Comunicados do Comité de Política Monetária. Banco de Moçambique.
- Banco de Moçambique. (2025). Relatório anual e demonstrações financeiras 2024. Banco de Moçambique. Disponível em <https://www.bancomoc.mz/media/3njnu000/demonstra%C3%A7%C3%B5es-financeiras-2024.pdf>. Consultado a 2 de Junho de 2026.
- Banco de Moçambique. (2026). Relatório anual e demonstrações financeiras 2025. Banco de Moçambique. Disponível em <https://www.bancomoc.mz/media/24pcllwd/demonstra%C3%A7%C3%B5es-financeiras-2025.pdf>. Consultado a 2 de Junho de 2026.
- Bank of Ghana. (2023). Annual report and financial statements 2022. Bank of Ghana.
- Instituto Nacional de Estatística. (2026). Índice de Preços no Consumidor: Moçambique, Dezembro de 2025. INE.
- Lei n.º 1/92, de 3 de Janeiro. Lei Orgânica do Banco de Moçambique.
- Ministério da Economia e Finanças. (2024). Conta Geral do Estado: exercício económico de 2023. Governo de Moçambique. Disponível em <https://mef.gov.mz/index.php/todas-publicacoes/instrumentos-de-gestao-economica-e-social/conta-geral-do-estado-cge/cge-2023>. Consultado a 2 de Junho de 2026.
- Ministério da Economia e Finanças. (2025). Conta Geral do Estado: exercício económico de 2024. Governo de Moçambique. Disponível em <https://mef.gov.mz/index.php/todas-publicacoes/instrumentos-de-gestao-economica-e-social/conta-geral-do-estado-cge/cge-2024>. Consultado a 2 de Junho de 2026.
- Ministério da Economia e Finanças. (2026). Conta Geral do Estado: exercício económico de 2025. Governo de Moçambique. Disponível em <https://mef.gov.mz/index.php/todas-publicacoes/instrumentos-de-gestao-economica-e-social/conta-geral-do-estado-cge/cge-2025>. Consultado a 2 de Junho de 2026.
- Sargent, T. J., & Wallace, N. (1981). Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5(3), 1–17.
- Stella, P. (1997). Do central banks need capital? IMF Working Paper n.º WP/97/83. Fundo Monetário Internacional.



CENTRO DE INTEGRIDADE PÚBLICA

Boa Governação - Transparência - Integridade

Parceiros:



Schweizerische Eidgenossenschaft
Confédération suisse
Confederazione Svizzera
Confederaziun svizra

Embaixada da Suíça em Moçambique



Norway



UKaid
from the British people



TRANSPARENCY
INTERNATIONAL
the global coalition against corruption

Informação editorial

Director: Edson Cortez

Autora: Gift Essinalo

Revisão de pares: Rui Mate e Teresa Boene

Revisão Linguística: Samuel Monjane

Propriedade: Centro de Integridade Pública

Rua Fernão Melo e Castro,

Bairro da Sommerschield, n° 124

Tel: (+258) 21 499916 | Fax: (+258) 21 499917

Cel: (+258) 82 3016391

[f](#)@CIP.Mozambique [t](#)@CIPMoz

www.cipmoz.org | Maputo - Moçambique