



MUDANÇA NA ESTRATÉGIA DA POLÍTICA MONETÀRIA E MOVIMENTOS NA ESTRUTURA A TERMO DAS TAXAS DE JUROS

Por: Eduardo Sengo e Roque Magaia



Maputo, Agosto de 2018

1. INTRODUÇÃO

Com vista a modernizar o processo de operacionalização da política monetária, em Abril de 2017 o Banco de Moçambique adoptou uma nova estratégia baseada na fixação e monitoramento da taxa de juros básica do mercado interbancário denominada taxa de juros da política monetária ou abreviadamente taxa MIMO (Quadro da Política Monetária, 2017). A transição de uma estratégia assente no controlo de agregados monetários (base monetária) para uma estratégia baseada no controlo da taxa de juros visa, essencialmente, responder os desafios da política monetária face à instabilidade da procura por moeda e do multiplicador monetário que se tem verificado recentemente com o advento das inovações financeiras e das pressões cambiais geradas por incertezas e desequilíbrios orçamentais.

A sinalização da política monetária através de variações da taxa de juros de curto prazo (taxa MIMO), exige que o banco central preste especial atenção a estrutura a termo das taxas de juros e ao efeito da taxa de juros de política monetária sobre as taxas de juros de longo prazo. A estrutura a termo das taxas de juros mostra o comportamento das taxas de juros de um activo financeiro em diferentes maturidades, ou seja, mostra como as expectativas dos agentes económicos sobre o comportamento da taxa de juros de curto prazo afectam as taxas de juros de longo prazo.

A estrutura a termo das taxas de juros é, geralmente, representada por uma curva denominada curva de rendimento (*yield curve*) que ilustra o comportamento das taxas de juros a medida que a sua maturidade aumenta. Se a curva de rendimento é positivamente inclinada, as taxas de juros de curto prazo são menores que as taxas de juros de longo prazo, o que sugere que os agentes económicos esperam que as taxas de juros futuras de curto prazo tendam a aumentar e vice-versa (Bomfim, 2003).

Assim, uma vez que a estratégia actual do Banco de Moçambique assenta na fixação da taxa de juros de política monetária para controlar o nível geral de preços e promover o crescimento económico, o papel da estrutura a termo das taxas de juros torna-se cada vez mais relevante pois para além de mostrar como os agentes económicos respondem aos sinais da política monetária permite avaliar a eficácia dos mecanismos de transmissão assim como da variável operacional adoptada.

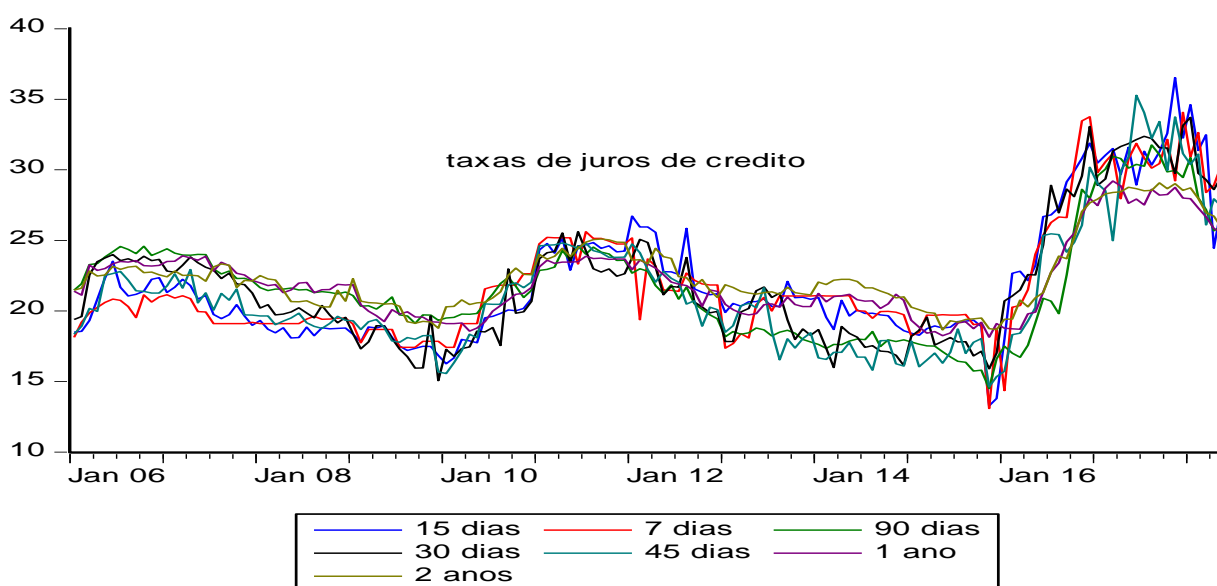
Neste contexto, sendo que a MIMO é uma taxa de juros de curto prazo e, as decisões de consumo e investimento dependem das taxas de juros de longo prazo, para que a política monetária seja capaz de afectar a procura agregada, o nível geral de preços e o PIB é necessário que seja capaz de controlar as taxas de juros de longo prazo conforme discutido por Kozicki & Sellon (2005). Neste âmbito, o presente artigo traz uma reflexão sobre a nova estratégia da política monetária e os seus efeitos os movimentos na estrutura a termo das taxas de juros da economia moçambicana.

2. EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE JUROS DE CURTO E LONGO PRAZO

2.1. *Taxas de Juros de Crédito a economia*

O Gráfico 1 ilustra a evolução das taxas de juros de crédito a economia moçambicana de diferentes maturidades ao longo do período de Janeiro de 2006 a Março de 2018. Este gráfico mostra que as taxas de juros de curto prazo e de longo prazo movem-se juntas assim como se verifica em quase todas economias do mundo.

Gráfico 1: evolução das taxas de juros mensais de crédito a economia (2006-2018)



Nota-se ainda que a partir de 2016 as taxas de juros subiram drasticamente por conta da crise económica e financeira que se verificou nesse período. Contudo, a partir de Abril de 2017, quando o Banco de Moçambique introduziu a taxa MIMO como variável operacional da política monetária e iniciou um processo de redução sucessiva desta taxa com vista a conter a inflação e estimular o crescimento da economia, as

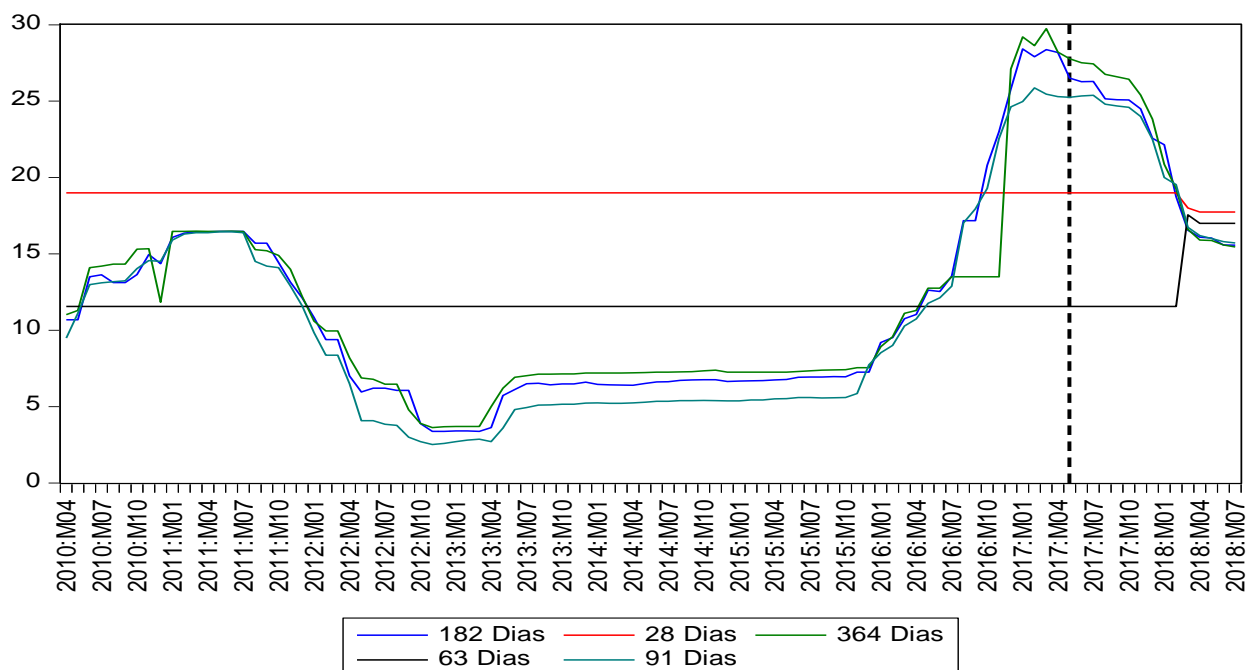
taxas de juros apresentaram um comportamento decrescente conforme ilustra o Gráfico 1.

Portanto, assim como prevê a teoria das expectativas, no caso de Moçambique as taxas de juros de curto prazo e as taxas de juros de longo prazo movem-se juntas.

2.2. Taxas de Juros dos BT's

O Gráfico 2 ilustra a evolução das taxas de juros mensais dos bilhetes de tesouro (BT's) de diferentes maturidades no período de 2010 a 2018. Conforme se pode notar, as taxas de juros dos BT's de curto prazo (28 dias e 63 dias) permaneceram constantes em praticamente todo período, embora tenha apresentado uma variação a partir de Janeiro de 2018.

Gráfico 2: evolução das taxas de juros mensais dos Bilhetes de tesouro (2010-2018)

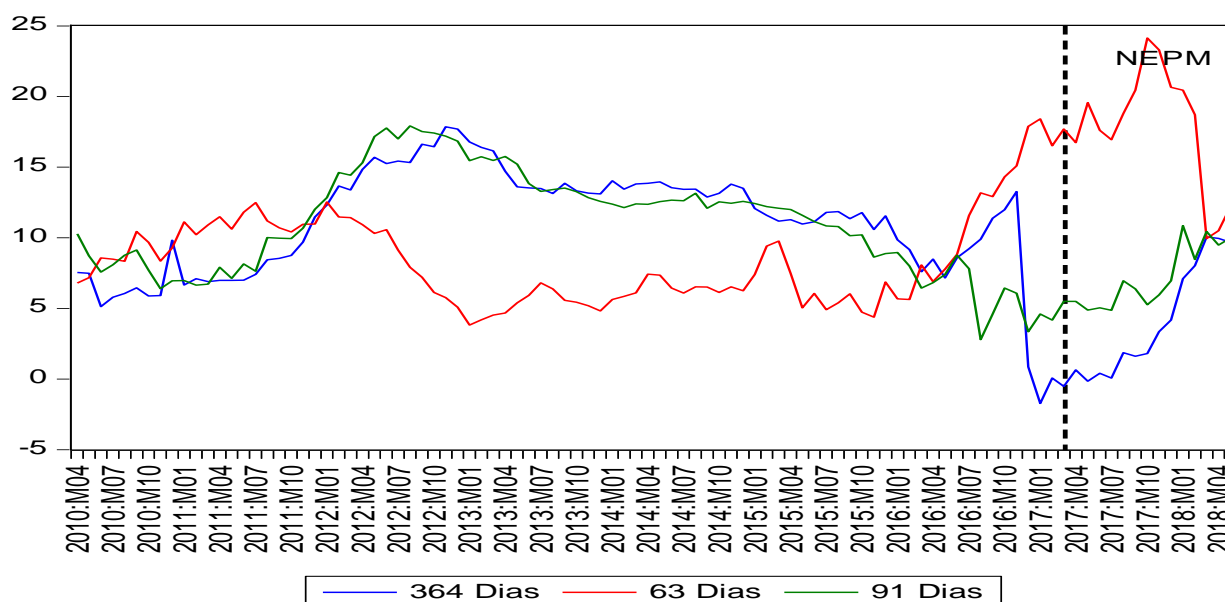


Por sua vez, as taxas de juros das restantes maturidades (91 dias, 182 dias e 364 dias) tendem a mover-se juntas a semelhança das taxas de juros de crédito a economia. Importa ainda realçar que em 2016 verificou-se uma subida drástica das taxas de juros dos BT's, contudo, começaram a reduzir sucessivamente a partir da adopção da NEPM conforme mostra o gráfico 2.

2.3. Spread entre taxas de juros de crédito a economia e dos BT's

O Spread entre a taxa de juros de crédito a economia e do crédito ao governo (BT's) mostra em que dimensão a taxa de juros de crédito a economia supera as taxas de juros de crédito ao governo. O Gráfico 3 ilustra a evolução deste spread entre Abril de 2010 e Abril de 2018.

Gráfico 3: Spread mensal entre taxas de juros de crédito e dos BT's (2010-2018)



Conforme mostra o Gráfico, em geral a taxa de juros de crédito a economia supera a taxa de juros dos Bilhetes de Tesouro e esta diferença manteve-se praticamente estável ao longo do período antes da adopção da nova estratégia da política monetária. Contudo, no período em que o quadro da política monetária sofreu alterações estratégicas verificou-se uma mudança na evolução do spread.

Neste período, verificou-se, por um lado, uma redução do spread entre a taxa de juros de crédito a economia e dos BT's de 364 dias, que chegou a ser negativo entre Janeiro e Abril de 2017 por conta da redução das taxas directoras que levou a redução das taxas de juros de crédito a economia, e por outro lado um aumento esporádico do spread entre as taxas de juros de crédito a economia e dos BT's de 63 dias como consequência da redução sucessiva das taxas de juros do BTs gerada pelo aumento da oferta dos BT's por conta das pressões orçamentais que levaram a necessidade de aumento da emissão de títulos públicos.

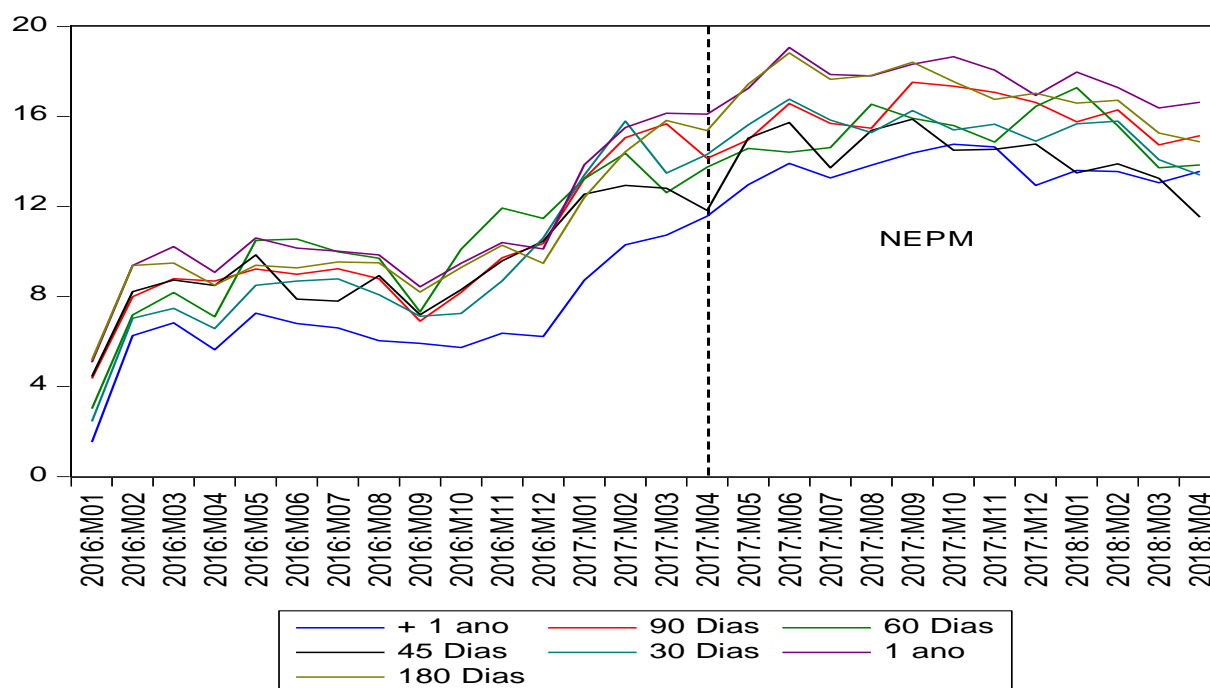
2.4. Taxas de juros reais de depósito

A taxa de juros real corresponde a taxa de juros nominal subtraída da taxa de inflação e mede o ganho real que se obtém em operações de poupança de fundos.

2.4.1. Operações passivas dos bancos comerciais

O Gráfico 4 ilustra a evolução da taxa de juros sobre os depósitos dos agentes económicos em operações passivas dos bancos comerciais no período de 2016 a 2018. Conforme se pode notar, ao longo deste período, a remuneração dos depósitos sempre foi positiva significando que a taxa de juros nominais supera a taxa de inflação.

Gráfico 4: Taxas de juros reais mensais de depósitos (2016-2018)

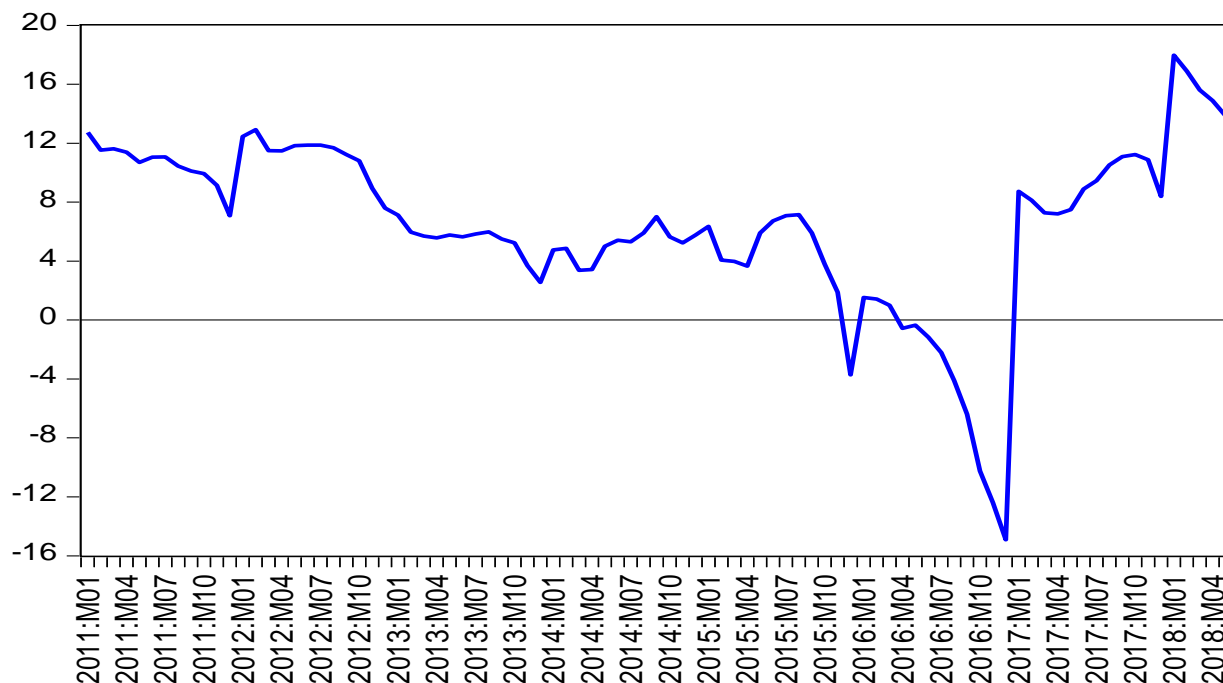


Nota-se ainda que após a adopção da NEPM as taxas de juros reais apresentaram um comportamento relativamente estável seguido de um comportamento ascendente entre Setembro de 2016 e Abril de 2017.

Olhando para a taxa de juros real mensal dos depósitos de maturidade de 1 ano, obtida através diferença entre a taxa nominal e a taxa de inflação acumulada, nota-se que entre Janeiro de 2016 a Fevereiro de 2017 a taxa de juros real de depósito é menor que zero, o que mostra que os agentes económicos obtinham uma

remuneração negativa nos depósitos com maturidade de 1 ano, conforme ilustra o gráfico 5.

Gráfico 5: Evolução da taxa de juros real mensal de depósitos de 1 ano no período de 2011-2018



No entanto, com a adopção da NEPM (Abril de 2017), a taxa de juros real destes depósitos tornou-se positiva, essencialmente por conta da desaceleração da inflação que se verificou a partir deste período.

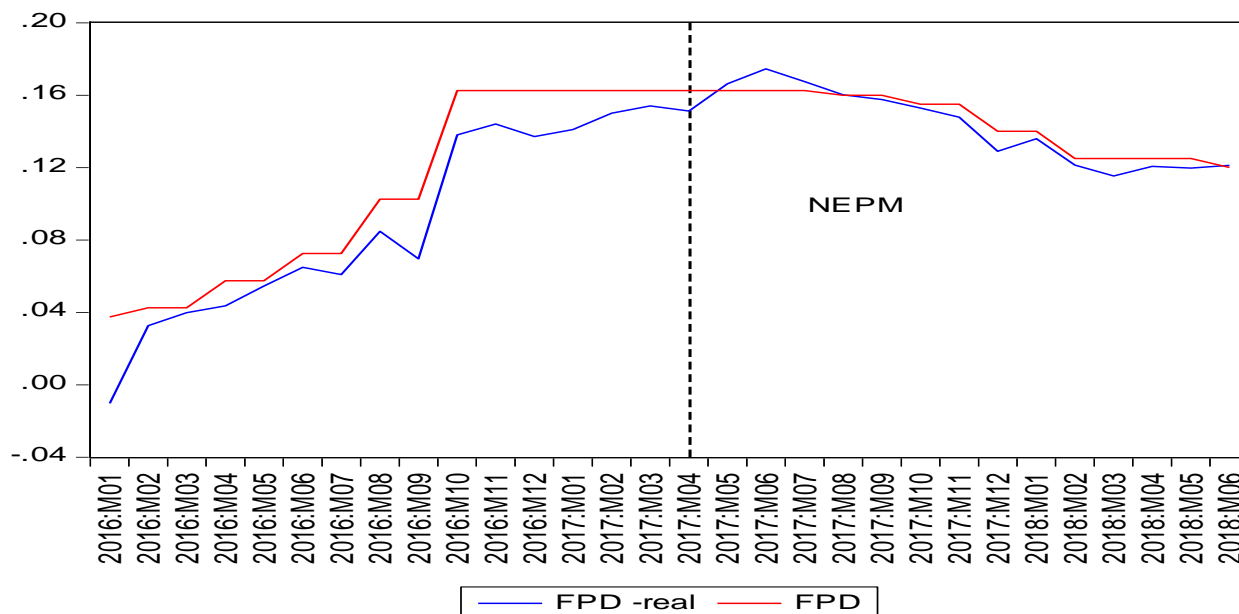
Este cenário ilustra que sendo a taxa de juros real dos depósitos positiva, ainda existe espaço para reduzir as taxas de juros através de cortes nas taxas directoras sem prejudicar a remuneração real dos depósitos dos investidores.

Em Maio de 2018, pouco mais de 1 mês após a última sessão do CPMO (18 de Junho), a taxa de juros real de depósitos de 1 ano ascendia a aproximadamente 14%, o que mostra que o Banco de Moçambique ainda pode reduzir as taxas de juros directoras sem prejudicar a remuneração real dos investidores.

2.4.2. Facilidade permanente de depósito

O Gráfico 5 ilustra a evolução das taxas de juros reais de facilidade permanente de depósito ao longo do período de 2016 – 2018. Com base neste gráfico é possível observar que em geral a taxa de juros real e nominal da FPD estão muito próximas sendo que após a adopção da NEPM tornaram-se cada vez mais próximas.

Gráfico 5: Taxas de juros reais mensais de Facilidade Permanente de Depósito - FPD (2016-2018)

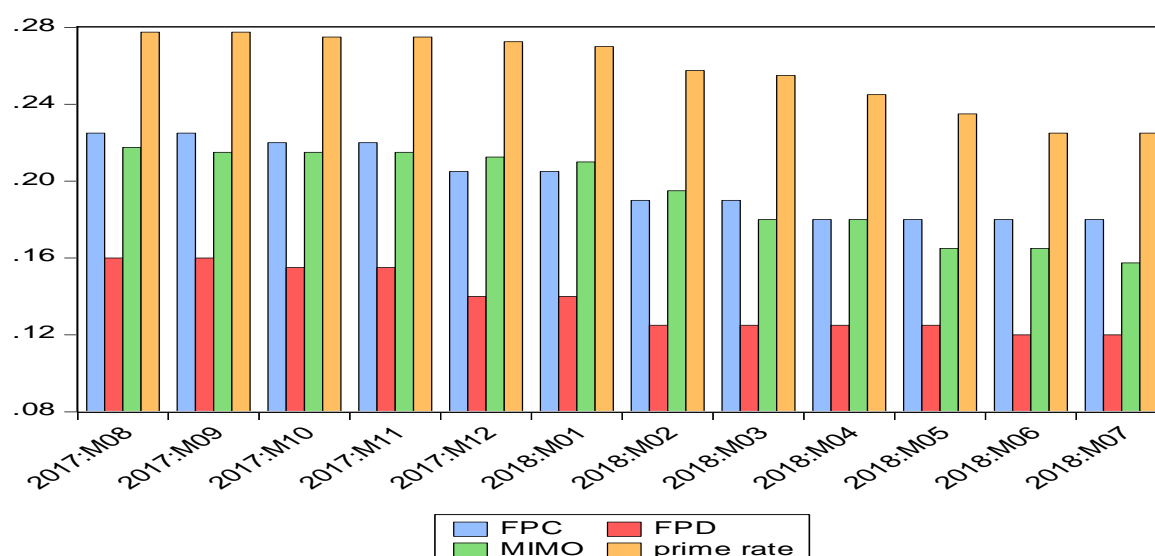


Nota-se ainda que após a adopção da NEPM verificou-se uma redução da FPD acompanhada pela redução da FPD real, por conta das medidas expansionistas da política monetária que levaram a redução das taxas directoras com o fito de aumentar a liquidez no sistema e estimular a economia.

2.5. Taxas de juros da política monetária

O Gráfico 6 ilustra a evolução das taxas de juros da política monetária, ou seja, as taxas de juros controladas directamente pelo banco central. Com base neste gráfico é possível verificar que a Prime Rate (indexante das taxas de juros de crédito a economia) é a taxa de juros de política mais elevada em comparação com as outras.

Gráfico 6: Taxas de juros da política monetária (2017-2018)



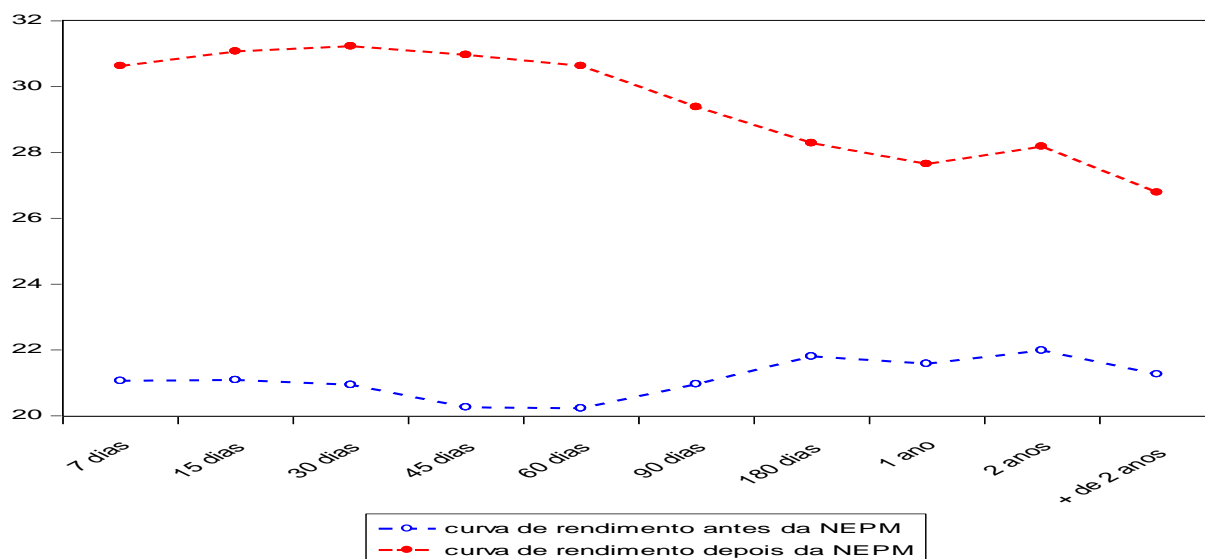
Por sua vez, a FPD é a menor taxa directora, essencialmente por ser a única taxa passiva da política monetária. As taxas directoras da política monetária são revistas bimensalmente no Comité da Política Monetária (CPMO) do Banco de Moçambique.

3. MUDANÇA NA ESTRATÉGIA DA POLÍTICA MONETÀRIA E MOVIMENTOS NA ESTRUTURA A TERMO DAS TAXAS DE JUROS

3.1. Taxas de juros de crédito a economia (CE)

O Gráfico 2 ilustra a curva de rendimento antes adopção da nova estratégia da política monetária (que cobre o período de jan 2006 a Mar 2017) e curva de rendimento depois da adopção da NEPM (que cobre o período de Apr 2017 a Maio 2018).

Gráfico 2: curva de rendimento do CE antes e depois da Nova Estratégia da Política Monetária (NEPM)

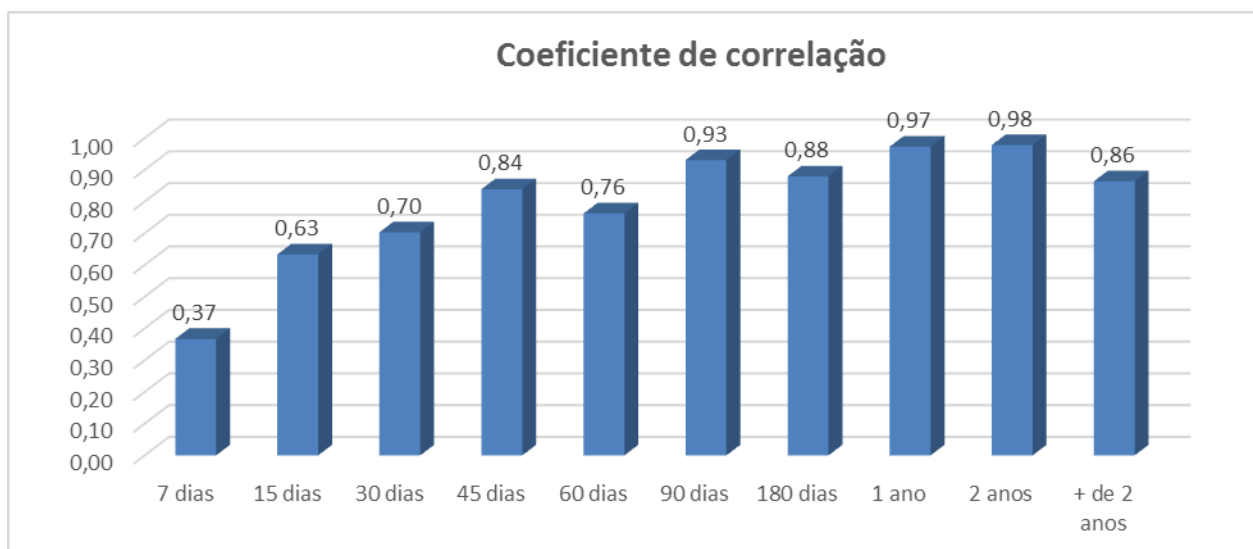


Conforme se pode notar, antes da NEPM a curva de rendimento apresentava uma inclinação positiva, que sugere que as taxas de juros de curto prazo são menores que as taxas de juros de longo prazo sendo que nesta situação presume-se que os agentes económicos esperavam que as taxas de juros futuras de curto prazo tendessem a aumentar. Por outro lado, nota-se que após a adopção da NEPM a curva de rendimento passa a ter uma inclinação negativa mostrando que as taxas de juros de curto prazo são maiores que as taxas de juros de longo prazo.

Neste contexto, infere-se que a mudança na estratégia da política monetária acompanhada da redução sucessiva da taxa de juros de política (MIMO) resultou na alteração da inclinação da curva de rendimento. Este movimento indica que a sinalização da política monetária pode ter um efeito significativo nas expectativas dos agentes económicos sobre as taxas de juros futuras de curto prazo, o que faz com a taxa de juros de política afecte as taxas de juros de longo prazo e consequentemente a procura agregada e o nível geral de preços com maior eficácia.

O efeito da MIMO sobre as taxas de juros de longo prazo pode-se verificar através do Gráfico 3 que mostra o coeficiente de correlação entre as taxas de juros de curto e longo prazo e a MIMO no período compreendido entre Agosto de 2017 e Julho de 2018.

Gráfico 3: Coeficiente de correlação entre as taxas de juros de curto e longo prazo e a MIMO



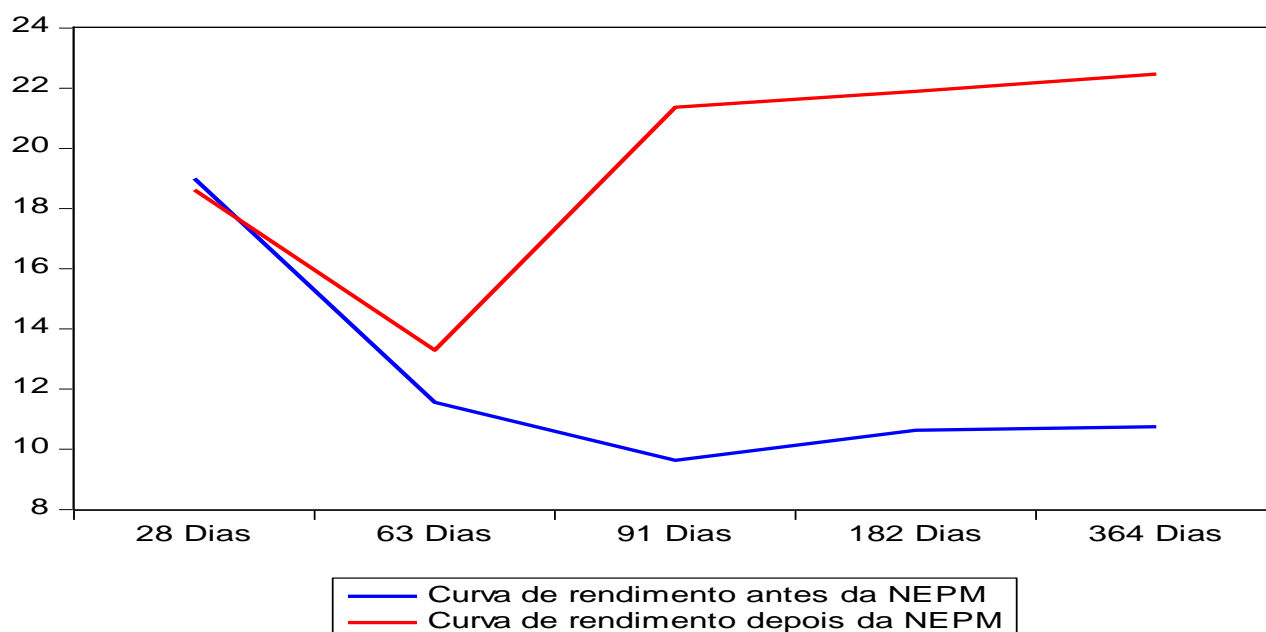
Conforme mostra este Gráfico, a medida que o prazo das taxas de juros vai aumentando, a correlação entre a MIMO e a taxa de juros de crédito a economia aumenta. Nota-se claramente que a MIMO tem uma maior correlação com as taxas de juros de longo prazo em comparação com as taxas de juros de curto prazo, o que constitui um fenómeno positivo para a condução da política monetária. Contudo, este fenómeno é incomum, uma vez que, sendo a MIMO uma taxa de juros de curto prazo, esperava-se que tivesse uma maior correlação com as taxas de juros de curto prazo.

No entanto, a fraca correção entre a MIMO e as taxas de juros de curto prazo em comparação com as taxas de juros de longo prazo pode ser explicada pelo facto de que, geralmente, as taxas de juros de crédito para um período muito curto são fixas e não incorporam imediatamente o efeito das variações da MIMO, enquanto que as taxas de juros de longo prazo são muitas das vezes variáveis e incorporam os movimentos da MIMO ao longo da vida útil do crédito.

3.2. Taxas de juros dos Bilhetes de Tesouro (BT's)

O Gráfico 4 ilustra a curva de rendimento dos BT's antes e depois da adopção da Nova estratégia da política monetária. Conforme se pode verificar, para o caso dos BT's tanto antes assim como depois da NEPM a curva de rendimento apresenta inclinações diferentes nos seguintes segmentos: (i) entre o muito curto e curto prazo; (ii) entre o curto e médio prazo; e (iii) entre o médio e longo prazo.

Gráfico 4: curva de rendimento dos BT's antes e depois da Nova Estratégia da Política Monetária (NEPM)



Este cenário mostra que, tanto antes, assim como depois da NEPM no horizonte compreendido entre o muito curto e curto prazo (curva de rendimento negativa) os agentes económicos esperam que as taxas de juros dos BT's de muito curto prazo tendem a reduzir. Contudo, entre o curto e médio prazo, antes da adopção da NEPM a curva de rendimento apresenta uma inclinação negativa, o que sugere que os agentes económicos esperam que as taxas de juros dos BT's de curto prazo tendem a aumentar. Todavia, após a adopção da NEPM, a curva de rendimento passou a apresentar uma inclinação positiva que mostra que as taxas de juros de curto prazo são menores que as taxas de juros de médio prazo.

Quanto ao horizonte compreendido entre o médio e longo prazo, nota-se que a curva de rendimento apresenta uma inclinação horizontal, que mostra que as taxas de juros de médio prazo estão próximas das taxas de juros de longo prazo tanto antes assim como depois da adopção da NEPM.

Portanto, nesta avaliação destaca-se o segmento compreendido entre o curto prazo e o médio prazo que apresentou uma alteração na inclinação da curva de rendimento com a mudança da estratégia da PM. Esta alteração de uma inclinação negativa para positiva implica que a sinalização da PM através das operações de mercado aberto pode ser adversamente respondida pelos agentes económicos, ou seja, considerando que desde a adopção da NEPM o Banco de Moçambique vem reduzindo a taxa de

juros da PM, esperava-se que a curva de rendimento apresentasse uma inclinação negativa a semelhança do que acontece com a curva de rendimento das taxas de juros de crédito a economia.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objectivo deste artigo foi de discutir o efeito da nova estratégia da política monetária sobre os movimentos na estrutura a termo das taxas de juros da economia moçambicana.

Da avaliação feita, verificou-se que a partir de Abril de 2017 o quadro da política monetária sofreu alterações estratégicas que consistiram na mudança da variável operacional da PM, que antes era a base monetária e passou para taxa de juros da política monetária abreviadamente MIMO e no melhoramento dos mecanismos de comunicação entre o banco central e o público.

Com a mudança da estratégia da política monetária verificou-se uma alteração na estrutura a termo das taxas de juros de crédito a economia, bem como dos bilhetes de tesouro. A estrutura a termo das taxas de juros de crédito a economia passou de uma inclinação positiva para negativa, o que mostra que a NEPM acompanhada da redução sucessiva da taxa de juros da política monetária fez com que as expectativas dos agentes económicos em relação as taxas de juros de curto prazo tendam a reduzir, fazendo com que as taxas de juros de curto prazo sejam maiores que as taxas de juros de longo prazo. Alguns autores como Bullard (2017) consideram que a inversão da curva de rendimento sinaliza a previsão de uma recessão futura, sendo que para o caso Moçambique, esta proposição pode ganhar respaldo por conta do aperto financeiro em que a economia se encontra actualmente e a elevada incerteza associada aos principais indicadores macroeconómicos.

Quanto a estrutura de prazo das taxas de juros dos BT's, nota-se que com a NEPM verificou-se uma alteração da curva de rendimento de uma inclinação negativa para uma inclinação positiva no segmento compreendido entre o curto e o médio prazo (taxas de juros de 63 dias e 91 dias). Este movimento indica que as taxas de juros de 91 dias são maiores que as taxas de juros de 63 dias, o que

mostra que os agentes económicos esperam que as taxas de juros de 63 dias tendem a aumentar. Esta expectativa do mercado em relação às taxas de juro das BTs pode revelar, também, a assunção de risco que os agentes económicos têm em relação ao Estado.

Portanto, como foi possível notar, a curva de rendimento das taxas de juros de crédito a economia e dos BT's apresentam inclinações diferentes e, com a NEPM a curva de rendimento das taxas de juros de crédito a economia tornou-se negativa, enquanto a curva de rendimento dos BT's tornou-se positiva (no segmento entre o curto e médio prazo), o que impõe ao Banco de Moçambique sérios desafios na condução da política monetária