



BCEAO

BANQUE CENTRALE DES ÉTATS
DE L'AFRIQUE DE L'OUEST

Direcção-Geral de Economia e Moeda

Departamento de Conjuntura Económica e Análise Monetária

Direcção-Geral do Centro de Formação e de Estudos Bancários da África Ocidental

Departamento de Investigação e Parcerias

Jornadas Científicas do Banco de Moçambique subordinada ao tema “Interacção entre as Políticas Monetária e Fiscal”

(Maputo, 14 de Junho de 2024)

Intervenção do Governador do BCEAO

**Senhor Governador do Banco de Moçambique,
Excelência,**

**Senhor Vice-Ministro da Economia e Finanças,
Excelência,**

**Excelentíssimos Membros do Conselho de Administração do Banco
de Moçambique,**

**Digníssimos Representantes de Banco Centrais e de Instituições
Internacionais,**

**Senhores Representantes do Sector Académico e Centros de
Investigação,**

Distintos Convidados,

Minhas Senhoras e Meus Senhores,

Bom dia!

1. É com enorme satisfação que participo nestas XV Jornadas Científicas do Banco de Moçambique, subordinadas ao tema “Interacção entre as Políticas Monetária e Fiscal”.
 2. Gostaria de aproveitar esta oportunidade para agradecer ao Banco de Moçambique pelo caloroso acolhimento que nos foi reservado e pela atenção especial dispensada. Permitam-me, em nome dos oito países do Banco Central dos Estados da África Ocidental (BCEAO) aqui acolhidos e por mim representados agradecer pela
-

hospitalidade.

3. Ontem, visitamos o Museu Banco de Moçambique, que retrata a história do banco central da República de Moçambique. Saúdo os imensos progressos realizados, desde Maio de 1975, simbolizados, em particular, pela magnífica nova torre do Banco de Moçambique.
 4. Vimos, igualmente, neste belo vídeo, o lançamento, dentro de algumas horas, da nova série da moeda nacional, o Metical. Parabéns!
 5. Permitam-me manifestar a minha profunda gratidão ao Governador do Banco de Moçambique, Rogério Lucas Zandamela, por me ter convidado para ser o orador principal deste evento. A nossa relação remonta deste o tempo em que ambos trabalhámos no Fundo Monetário Internacional. Fui testemunha da sua brilhante carreira nessa grande instituição internacional. Felicito-o pelo desempenho do Banco de Moçambique, no que diz respeito à inflação, estabilidade cambial e crescimento económico.
 6. Saúdo, igualmente, a presença dos representantes de bancos centrais, instituições regionais e internacionais, bem como figuras eminentes do mundo académico. Estas jornadas científicas constituem uma excelente oportunidade para os decisores de políticas económicas e académicos debaterem os grandes desafios que se colocam à economia moçambicana, em particular, e do continente africano, em geral.
-

Minhas Senhoras e Meus Senhores,

7. Como é sabido, a interecção entre as políticas monetária e fiscal é um tema amplamente discutido na literatura económica (Keeper (1991)¹; Kuncoro and Sebayang (2013)²; António Afonso (2019)³, Nabil e Francisco (2021)⁴, Teles e Tristan (2021)⁵, Liu e Su (2023)⁶. Recentemente, esta problemática ganhou maior interesse, face às crises económicas e financeiras que abalaram a economia mundial, nas últimas décadas.
8. Os desafios associados à coordenação das políticas monetária e fiscal resultam do facto de os seus objectivos poderem entrar em conflito. Por um lado, pelo facto de o banco central ter como objectivo a estabilidade de preços, assegurando, simultaneamente, a estabilidade financeira, através da política monetária e, por outro, a política fiscal procurar o pleno emprego, garantido, simultaneamente, a sustentabilidade da dívida pública.
9. É claro que, em termos de política monetária, estes objectivos variam de um banco central para outro. Nos Estados Unidos, além de garantir a estabilidade dos preços, a Reserva Federal visa, igualmente assegurar o pleno emprego. Nos países em desenvolvimento, especialmente em África, há que ter em conta vários factores. A sustentabilidade das contas externas, a

¹ “Equilibria under ‘active’ and ‘passive’ monetary and fiscal policies”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 27, No 1, pp. 129-147

² <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/107951/1/818545747.pdf>

³ https://www.researchgate.net/publication/330703191_Interactions_between_Monetary_and_Fiscal_Policies

⁴ https://www.cemla.org/PDF/ic/2021-07-jrp/Dominicana_Lopez-Ramirez_JRP2020.pdf

⁵ “The monetary financing of a large fiscal shock”, paper delivered at the Bank of Finland-CEPR 2021 Conference on New Avenues for Monetary Policy, 10-11 September

⁶ “Fiscal stimulus under average inflation targeting”, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2022-22

estabilidade das taxas de câmbio para os países com um regime de câmbio flexível, a estabilidade financeira e o reforço da inclusão financeira são preocupações principais. No caso do Banco de Moçambique, de acordo como o artigo 3 da sua Lei Orgânica, o objectivo principal é o de preservar o valor da moeda nacional e promover um sistema financeiro sólido, moderno e inclusivo. Além disso, todos os bancos centrais do continente africano sabem que é importante estar atento às condições de financiamento dos orçamentos do Estado, que são os principais intervenientes para o equilíbrio económico e a estabilidade social.

10. A minha intervenção centrar-se-á em três pontos:

- Em primeiro lugar, farei uma breve apresentação dos instrumentos das políticas monetária e fiscal e os condicionalismos que estas enfrentam.
 - Abordarei, em seguida, a interacção entre as políticas monetária e fiscal, com particular ênfase, por um lado, para os efeitos da política monetária sobre a política fiscal e, por outro, a influência da política fiscal sobre a política monetária.
 - Terminarei a minha apresentação com uma discussão sobre as diferentes estratégias de coordenação, tanto em situações normais como em períodos de instabilidade económica. Aproveitarei esta oportunidade para partilhar as recentes experiências da União Económica e Monetária da África Ocidental (UEMOA), em matéria de coordenação das políticas monetária e fiscal.
-

Minhas Senhoras e Meus Senhores,**[Instrumentos de política monetária e fiscal e restrições]**

11. Por definição, a política monetária refere-se à regulação, pelo banco central, da liquidez na economia, com vista a alcançar o principal objectivo, que é garantir a estabilidade de preços e, em última instância, preservar o valor interno e externo da moeda. Ou seja, sem prejuízo dos factores acima referidos, o pressuposto implícito é o de que uma inflação baixa e estável reforça a confiança na moeda, mantém o poder de compra dos agentes económicos e tranquiliza os investidores e aforradores nacionais e internacionais que tomam decisões intertemporais.
12. Para o efeito, o banco central apoia-se nas taxas directoras e na quantidade de moeda oferecida para agir sobre as condições de financiamento da economia e, por conseguinte, sobre a procura global, bem assim sobre o nível de preços. A aplicação desta política pode ser confrontada com os constrangimentos estruturais, nomeadamente, um mercado de capitais pouco desenvolvido ou ausente, e um baixo nível de inclusão financeira.
13. A política fiscal refere-se às escolhas do governo quanto à utilização dos impostos e da despesa pública para regular o nível global da actividade económica. As suas principais alavancas incluem, por um lado, os níveis e a composição das receitas fiscais e, por outro lado, o nível e a afectação das despesas do Estado e da dívida pública.
14. As restrições da política fiscal dizem respeito à sustentabilidade da
-

dívida pública, a capacidade de mobilização de receitas fiscais e o risco de exclusão que ocorre quando o financiamento público reduz a disponibilidade de recursos para o financiamento do sector privado. Além disso, existem outras formas de restrições, designadamente, a dimensão do sector informal e a reduzida profundidade do mercado financeiro.

Minhas Senhoras e Meus Senhores,

[Interacção entre as políticas monetária e fiscal]

15. A interacção entre as políticas monetária e fiscal resulta do facto de ambas terem implicações de conjuntura, associadas à sua capacidade de influenciar o crescimento económico, a inflação e a taxa de câmbio real.

 16. A política monetária afecta a política fiscal através de cinco principais canais, a saber:
 - a. O custo dos empréstimos do Estado no mercado financeiro e com o sistema bancário;
 - b. O custo real da dívida pública através da inflação;
 - c. As taxas de juro reais que afectam os fluxos de capitais na economia;
 - d. A taxa de câmbio real que influencia a competitividade e as trocas comerciais; e
 - e. O dinamismo da actividade económica que determina o nível de cobrança de receitas fiscais.

 17. Por sua vez, a política fiscal interage com a política monetária através de vários mecanismos, como:
-

-
- a. A monetização do déficit orçamental, que tem um impacto sobre a capacidade da política monetária para conter a inflação;
 - b. O financiamento do déficit orçamental, que pode conduzir à exclusão do sector privado e reduzir a eficácia dos canais de transmissão da política monetária;
 - c. Uma deterioração das contas externas com a instabilidade da taxa de câmbio;
 - d. Uma crise da dívida que ameaçaria a estabilidade dos sistemas bancário e financeiro.

Minhas Senhoras e Meus Senhores,
[Estratégias de coordenação das políticas monetária e fiscal]

18. A interacção entre as políticas monetária e fiscal exige, por conseguinte, uma coordenação, na medida em que estas duas alavancas da política económica operam em horizontes temporais diferentes, em termos de tempo necessário para tomar decisões e na transmissão dos efeitos para a economia real. A ausência ou uma insuficiente coordenação entre estas duas políticas económicas pode pôr em causa a sua eficácia e credibilidade e, conseqüentemente, criar factores de vulnerabilidades e de instabilidade macroeconómica.

19. Irei debruçar-me sobre três tipos de interacção identificados na literatura, entre as políticas monetária e fiscal, antes de apresentar as melhores práticas, em termos de coordenação entre estas políticas, a nível internacional.

-
20. A primeira forma de interacção consiste em uma dominância da política fiscal. Esta dominância refere-se a uma situação em que a pressão exercida pela política fiscal sobre a política monetária de um banco central o leva a participar, directa ou indirectamente, no financiamento da despesa pública, sob o risco de não respeitar os seus próprios objectivos, sobretudo o da estabilidade de preços. Trata-se, na prática, de uma situação em que a política monetária procura garantir a solvabilidade orçamental do Estado, pondo, assim, em causa o seu principal mandato de estabilidade de preços.
21. A segunda forma de interacção é caracterizada por uma dominância monetária, que representa uma situação em que a autoridade monetária se concentra em respeitar o seu mandato de estabilidade de preços, sem ter em conta os condicionalismos da autoridade fiscal. Esta situação pode afectar a capacidade do Estado de mobilizar recursos e conduzir a um aumento excessivo das taxas de juro.
22. A terceira forma de interacção é a coordenação descentralizada, que consiste numa articulação das políticas monetária e fiscal em que o Estado e o banco central estão atentos aos efeitos recíprocos das suas respectivas políticas, na prossecução dos seus objectivos. Trata-se de uma colaboração óptima, muitas vezes designada por "*Policy Mix*" entre as duas políticas. Esta abordagem é facilitada pela existência de um quadro ou de regras credíveis e transparentes para as autoridades fiscal e monetária.
23. A nível internacional, a coordenação descentralizada das políticas
-

monetária e fiscal é considerada a melhor prática. Baseia-se na independência *de jure et de facto* do banco central e na adopção de regras fiscais. Com efeito, vários estudos empíricos demonstram que a independência do banco central ajuda a manter a inflação baixa e estável, estimular a poupança e o investimento, evitando, assim, a dolarização da economia, bem como garantir a estabilidade financeira. Além disso, a adopção de regras fiscais (que regem os défices orçamentais e a dívida pública) reforça a estabilidade financeira e facilita o financiamento e o crescimento do sector privado.

24. Embora a coordenação descentralizada das políticas monetária e fiscal se revele eficaz, em períodos normais, a experiência mostra que, em tempos de crises profundas, é necessária uma coordenação mais activa para manter a estabilidade macroeconómica.
25. A crise financeira internacional de 2008-2009 e a pandemia de COVID-19 são exemplos perfeitos. Estas duas crises demonstraram a necessidade de recorrer a políticas monetárias não convencionais para estabilizar os mercados financeiros e apoiar os planos de resgate orçamental e de estímulo económico postos em prática pelos Estados. Adicionalmente, a suspensão provisória das regras fiscais permitiu que os governos respondessem, de forma rápida e robusta, à crise humanitária, económica e social.
26. Os desenvolvimentos recentes tornaram estas interacções ainda mais complexas. Refiro-me ao elevado nível da dívida pública, em particular a dívida interna, ao impacto da estabilidade financeira,
-

causado pelos riscos relacionados com o clima e à inovação e o desenvolvimento tecnológico.

27. As questões climáticas tornaram-se primordiais para vários países africanos, em especial para Moçambique, com os últimos acontecimentos causados pelo ciclone Freddy, em Março de 2023. Tal como Moçambique, os países da UEMOA enfrentam os efeitos de eventos climáticos extremos. Estes incluem a alternância de secas e inundações, a invasão do deserto na zona do Sahel, a escassez de chuvas nalguns países e inundações nas zonas de produção de outros países membros.

28. Daí a necessidade urgente de criar mecanismos, a nível internacional, que permitam a estes países mitigar e atenuar os impactos destes fenómenos.

Minhas Senhoras e Meus Senhores,

29. Gostaria, agora, de partilhar a experiência de UEMOA em matéria de coordenação das políticas monetária e fiscal.

30. O BCEAO é um banco central comum dos oito países da UEMOA, caracterizado por:

- Uma moeda comum a estes oito Estados, o Franco CFA, com uma taxa de câmbio fixa em relação ao Euro;
 - Uma lei bancária única e um sistema de supervisão e controlo bancário único;
 - Um mercado financeiro único.
-

-
31. O mandato do BCEAO consiste em implementar a política monetária comum, garantir a estabilidade dos preços e assegurar a estabilidade financeira na nossa Zona.
32. A UEMOA dispõe de um mercado financeiro sub-regional funcional (Bolsa Regional de Valores Mobiliários) e de um banco comum de financiamento ao desenvolvimento (Banco Oeste-Africano de Desenvolvimento) cuja principal missão é financiar os investimentos em diferentes sectores dos países-membros.
33. A coordenação das políticas monetária e fiscal revelou-se relativamente peculiar. Enquanto a política monetária da UEMOA é gerida por um banco central comum e independente, os países da região conduzem políticas fiscais nacionais autónomas, respeitando, no entanto, as regras fiscais adoptadas em 1999, através de um Pacto de convergência, estabilidade, crescimento e solidariedade entre os Estados-membros. Este pacto limita o défice orçamental (a um máximo de 3 % do PIB) e o rácio da dívida (a um máximo de 70 % do PIB).
34. No contexto actual, a estratégia de coordenação das políticas fiscal e monetária na zona da UEMOA assemelha-se à da coordenação descentralizada entre três intervenientes principais: os ministérios das Finanças dos Estados (responsáveis pela condução da política fiscal), o BCEAO (responsável pela execução da política monetária comum) e a Comissão da UEMOA (responsável pela supervisão multilateral e pelo cumprimento das regras fiscais, bem como pela coordenação das políticas fiscais).
-

-
35. Na prática, esta coordenação é efectuada através de um quadro de intercâmbios que permite a estes três intervenientes participar nas reuniões dos órgãos de decisão de cada um deles. Assim, a Comissão da UEMOA, através do seu Presidente, pode participar nas reuniões do Comité de Política Monetária. Do mesmo modo, o Governador do BCEAO participa “de pleno direito, a título consultivo, nas reuniões da Comissão da UEMOA”. Além disso, o Governador do banco central dispõe, perante o Conselho de Ministros das Finanças, de poder de apresentar políticas económicas gerais dos Estados-membros, em matérias fiscal e de endividamento.
36. Esta coordenação entre as políticas monetária e fiscal foi particularmente ilustrada durante a crise da COVID-19. Com efeito, durante a pandemia, à semelhança dos outros bancos centrais, a nível mundial, o BCEAO implementou medidas excepcionais como:
- a. A criação de várias janelas de financiamento, em 2020 e 2021, acompanhadas de uma redução das taxas de juro, para acompanhar os Estados-membros na mobilização de recursos e apoiar os seus planos de recuperação económica;
 - b. Uma autorização para os bancos concederem períodos de diferimento de prestações de empréstimos às famílias e empresas afectadas pela pandemia e com dificuldades em pagar as suas prestações.
37. Ademais, a aplicação do Pacto de convergência, ou seja, as regras fiscais, foi suspensa para permitir uma resposta orçamental robusta.
-

-
38. Estas acções permitiram reforçar a resiliência dos países da UEMOA face à crise sanitária e garantiram uma recuperação da actividade económica. O crescimento económico na zona da UEMOA foi positivo em 1,4 %, em 2020, e retornou ao nível pré-crise de 6,0 %, em 2021.
39. No entanto, a partir de 2022, a UEMOA enfrentou grandes desafios associados às fortes pressões inflacionárias e ao agravamento das condições financeiras internacionais.
40. Estas pressões resultaram, sobretudo, de vários factores como a crise na Ucrânia, o impacto dos choques climáticos e as crises de segurança dentro da União.
41. Para fazer face a estas pressões e à deterioração das contas externas, o banco central iniciou, a partir de Junho de 2022, um aumento gradual das suas taxas directoras. No final de Maio de 2024, a principal taxa directora era de 3,50 % e a taxa de cedência de liquidez era de 5,50 %.
42. Além disso, os efeitos cumulativos das sucessivas crises multifacetadas reduziram o espaço fiscal dos Estados-membros. Os défices orçamentais mantiveram-se em níveis elevados, sobretudo em 2022 e 2023, num contexto de acesso limitado aos mercados financeiros internacionais, o que levou a um recurso significativo à dívida no mercado financeiro regional.
43. Esta situação levou a fortes tensões de liquidez no sistema bancário, durante o ano de 2023, causando riscos de
-

incumprimento por partes dos governos e um forte aumento das taxas de rendibilidade dos títulos públicos.

44. Face a este risco para a estabilidade financeira, o banco central interveio no mercado secundário para recomprar títulos públicos, a fim de injectar liquidez e aliviar as tensões.
45. Assim, aproveitando o quadro de intercâmbios entre os três actores de coordenação, o banco central apresentou, em Dezembro de 2023, a situação monetária e financeira aos ministros das Finanças da UEMOA, incluindo os riscos para a estabilidade monetária, bem como a necessidade de acelerar a convergência orçamental e mobilizar mais recursos externos.
46. A aplicação das decisões resultantes dessa concertação, nomeadamente, a mobilização de Eurobonds e a redução progressiva dos défices actualmente em curso, permitiu melhorar a situação, desde o início de 2024. As nossas reservas cambiais começaram a reconstituir-se, melhorando, assim, as perspectivas para a UEMOA.
47. Em suma, a coordenação estreita e estruturada entre as duas políticas, nas últimas duas décadas, permitiu à UEMOA ser mais resiliente face a diversas crises. Mais recentemente, foi decisiva na luta contra as pressões inflacionárias, na preservação da estabilidade financeira e no reforço do equilíbrio externo. A inflação estabilizou em 2,8 %, no primeiro trimestre de 2024. A taxa de crescimento económico situou-se em 5,3 %, em 2023, e deverá atingir 6 %, em 2024.
-

Minhas Senhores e Meus Senhores,

48. Antes de terminar a minha intervenção, permitam-me partilhar algumas lições importantes colhidas com a nossa experiência.

49. A interacção entre as políticas monetária e fiscal exige uma coordenação óptima baseada em dois grandes pilares:

- a. Independência (estatutária e de facto) do banco central;
- b. Adopção de regras fiscais pelo Estado.

Estes dois pilares complementam-se para evitar objectivos contraditórios. Em tempos de crise, esta coordenação deve ser mais activa para reduzir os custos económicos da recessão.

Minhas Senhores e Meus Senhores,

50. Estas são algumas das reflexões que hoje desejei partilhar convosco, sobre a problemática da interacção entre as políticas monetária e fiscal.

51. Para concluir, gostaria de desejar os maiores sucessos às Jornadas Científicas do Banco de Moçambique e felicitar os premiados pela qualidade das suas investigações. Espero que as mesmas contribuam para as reflexões do Banco de Moçambique.

Muito obrigado pela vossa atenção!
