

## **2º Trimestre de 2018**

### **1. Mercado petrolífero manteve trajectória de recuperação em Abril e Maio, oscilando em Junho mas retomando subida após novo acordo da OPEC**

#### **1.1 Evolução do preço do BRENT no 2º trimestre de 2018**

O preço médio do barril Brent subiu em Abril para USD 72 e em Maio para USD 76,8 USD (valor médio mensal mais elevado desde Novembro de 2014) - valores que superam bastante o do primeiro trimestre (cerca de USD 67) - tendo em Junho recuado ligeiramente para USD 75,8, evidenciando algumas oscilações ao longo do mês mas terminando com sinal ascendente, traduzido num valor médio superior a USD 77 na última semana de Junho (atingindo USD 79,23 no último dia do mês).

A evolução em Junho terá resultado, entre outros factores:

- i. da incerteza quanto ao prolongamento (ou aos seus termos) do acordo de limitação da produção firmado no final de 2016 entre os países da OPEC e alguns países não OPEC, finalmente ultrapassada em 23 de Junho,
- ii. do crescimento da produção nos EUA que em 2018 deverá, em média, atingir um máximo histórico de 10,8 milhões de barris/dia (9,4 milhões em 2017), sendo esperada nova subida em 2019 para 11,8 milhões de barris/dia (dados revelados pela Energy Information Administration – EIA, no seu “Short Term Outlook” de Junho).

Não obstante esses factores de potencial incerteza, a EIA aponta para um preço médio do Brent de USD 72 em 2018, baixando para USD 69 em 2019, valores que indiciam uma razoável sustentação do mercado.

#### **1.2 Impactos favoráveis na economia de Angola, como previsto**

A recuperação do mercado petrolífero teve reflexos importantes em variáveis decisivas para o cumprimento do objectivo de estabilização macroeconómica, tal como assinalado nas últimas edições deste Boletim (4º trimestre/2017 e 1º trimestre/2018), a saber:

- i. Forte subida das receitas fiscais petrolíferas, que nos 5 primeiros meses de 2018 (e apesar de alguma quebra nas quantidades produzidas face ao período homólogo) ascenderam a AKZ 1.170.962 milhões, cerca de 18% acima da previsão orçamental e 75% acima dos valores arrecadados no mesmo período de 2017;
- ii. Melhor comportamento das reservas internacionais líquidas que no final de Maio atingiram USD 14,6 mil milhões, uma subida de 14,2% face ao mês anterior e valor mais elevado dos últimos 7 meses;
- iii. Declínio da inflação, resultante, em parte, de um fluxo mais regular de importação de bens de consumo graças a uma gestão mais eficiente da venda de divisas ao mercado por parte do BNA, (como bem assinala o FMI no relatório da última consulta no âmbito do artigo IV dos estatutos do Fundo, divulgado em 11 de Junho último) e, noutra parte, do prosseguimento de uma política monetária mais rigorosa e da revalorização do AKZ no mercado informal.

Assim, ao nível do País a inflação atingiu em Maio uma variação homóloga de 19,84%, situando-se a média dos primeiros 5 meses do ano em 21,03% (contra 36,38% no período homólogo de 2017).

### **1.2.1 Receitas fiscais petrolíferas**

No tocante às receitas fiscais petrolíferas, caso possam manter no resto de 2018 valores semelhantes aos observados nos primeiros 5 meses, deverão, num cenário “ceteris paribus”, permitir que o défice orçamental venha a ser inferior ao previsto em cerca de AKZ 400 mil milhões, valor equivalente a 1,65% do PIB previsto para 2018.

Esse desempenho da receita petrolífera permitirá reduzir o défice e as necessidades de financiamento do Estado/Administração Pública (segundo o próprio FMI e, mais recentemente, a Moody's, o défice orçamental de 2018 deverá quedar-se por 2% do PIB, abaixo dos 3,37% previstos no OGE aprovado em Fevereiro).

Em alternativa à redução das necessidades de financiamento previstas/menor recurso ao crédito, o Estado poderá optar por utilizar as linhas de financiamento previstas no PAE, aplicando os meios financeiros sobrantes na redução dos atrasos de pagamento ao sector privado (dívida informal) - que ascenderão a cerca de 4,5% do PIB segundo o FMI - tal como sugerido pelo Fundo Monetário e com reflexos positivos para a actividade económica.

### **1.2.2 Reservas Internacionais em divisas**

No que respeita às reservas internacionais em divisas, admite-se que o nível atingido em Maio possa estar influenciado pelo encaixe da emissão de Euro Notes, no montante (bruto) de USD 2 mil milhões, mas cumpre notar, em contraponto, que o BNA efectuou em Maio vendas de divisas no valor de quase € 1.518 milhões, valor mensal mais elevado desde Março/2017, podendo por isso concluir-se que a recuperação do preço do petróleo começa a ter impacto favorável também na disponibilidade de divisas.

### **1.2.3 Inflação desacelera**

Quanto à inflação, importa salientar, em primeiro lugar, o facto de o FMI ter reconhecido, no citado Relatório, que a evolução deste indicador tem sido melhor que esperado, provavelmente como resultado do efeito moderador sobre os preços da apreciação do AKZ no mercado informal/paralelo, compensando o impacto altista da desvalorização verificada no mercado oficial – explicação, note-se, que já havia sido avançada na última edição deste Boletim, em que, a propósito da surpresa que a desaceleração da inflação terá provocado em alguns comentadores, se referia o seguinte:

*“Convém todavia notar o facto, já atrás mencionado, de o “spread” entre a taxa de câmbio no mercado paralelo e no mercado oficial ter estreitado significativamente, na sequência da implementação da nova política cambial do BNA e como resultado de movimentos simultâneos de alta do câmbio oficial e de baixa do câmbio paralelo.*

*E pode ter acontecido que a baixa do câmbio paralelo haja contribuído para amortecer a subida dos preços, mais do que compensando o efeito altista da subida do câmbio oficial”*

Tendo em conta a evolução observada até Maio, afigura-se provável que a inflação média anual venha a ficar claramente abaixo de 20% (recorda-se que a previsão/objectivo apontada no OGE oficial é de 28,7%).

Em todo o caso, o FMI manteve para o final do ano uma previsão para a variação dos preços no consumidor de 24,75%, antecipando um possível impacto de aumentos nos preços de venda ao público dos combustíveis (tal como havia sucedido em 2016), para refletir a desvalorização cambial e a subida dos preços internacionais do crude e reduzir o ónus dos subsídios nas contas da Sonangol e no OGE.

Esta subida dos preços dos combustíveis é algo que as autoridades não excluem, segundo o FMI, embora considerem necessário, previamente, proceder a uma revisão das margens de comercialização que a Sonangol pratica na venda de combustíveis, não se sabendo, por isso, quando poderá ocorrer esse aumento dos preços.

No seu Relatório, o FMI antecipa que seja necessário um aumento de cerca de 100% no preço dos combustíveis – gasolina e gasóleo – para que seja eliminado o subsídio presentemente suportado pela Sonangol, embora sugerindo, para suavizar o impacto sobre a inflação, que esse aumento seja faseado ao longo de um período de 8 meses (como sucedeu em 2016).

## 2. Relatório do FMI avalia positivamente as alterações no “policy mix”

O relatório do FMI atrás citado atribui nota claramente positiva às alterações de política económica postas em prática pelo novo Executivo de Angola (“policy mix”), em particular a prioridade atribuída à estabilização macroeconómica e a ênfase colocada nas medidas estruturais indispensáveis à realização do objectivo da diversificação económica.

### 2.1 Principais recomendações de política económica, objectivos do programa de estabilização e foco da análise do Fundo

#### 2.1.1 Principais recomendações

O Relatório enuncia como principais recomendações de política económica (“Key Policy Recommendations”), as seguintes:

- Implementar a consolidação orçamental prevista para 2018 (consolidação “upfront”), a fim de conter o crescimento da dívida pública;
- Promover uma gradual mas sustentada consolidação orçamental primária da componente não-petrolífera (“non-oil primary consolidation”) no médio prazo em ordem a colocar o rácio dívida pública/PIB numa trajectória claramente descendente até atingir um valor não superior a 60%;
- Implementar uma estrutura orçamental de médio prazo (“medium term fiscal framework”) focada na aplicação de regras de execução da despesa e na criação de um fundo de estabilização orçamental com o objectivo de reduzir a tendência pró-cíclica da despesa pública;
- Progredir no sentido de uma taxa de câmbio que seja determinada pelo mercado (oferta e procura) – adequadamente suportada por políticas orçamental e monetária rigorosas em ordem a conter impactos indesejados da depreciação da taxa de câmbio sobre a inflação – ao mesmo tempo que são gradualmente eliminadas as restrições cambiais e as práticas de “multiple currency”;
- Reforçar a solidez do sector bancário e financeiro, através da exigência de novos (e mais elevados) valores mínimos para os capitais próprios, da recapitalização e reestruturação dos bancos pertencentes ao sector público, ao mesmo tempo que devem ser melhoradas as estruturas de gestão de crises e de resolução de bancos;

- Promover um modelo de crescimento e de diversificação económica dinamizado pelo sector privado, reduzindo os custos (de contexto) no sector não-petrolífero e melhorando a qualidade de governo e o clima de negócios.

### **2.1.2 Objectivos do Programa de Estabilização**

O FMI destaca ainda os objectivos do programa de estabilização macroeconómica lançado no início de 2018 pelo novo Executivo, a saber:

- i. Consolidação orçamental com um esforço mais concentrado em 2018 (“upfront consolidation”), seguido de um processo mais gradual, mas persistente, de consolidação;
- ii. Maior flexibilidade na gestão da taxa de câmbio;
- iii. Redução do rácio dívida pública/PIB para um valor inferior a 60% no médio prazo;
- iv. Melhoria do perfil temporal da dívida pública para reduzir a pressão do respectivo serviço;
- v. Regularização dos atrasos de pagamento do Estado e de outros entes públicos ao sector privado;
- vi. Reforço da estrutura de combate ao branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo (AML/CFT) assegurando a efectiva implementação dos respectivos normativos.

### **2.1.3 Foco da análise do Fundo**

Enunciadas as principais recomendações de política económica e explicitados os objectivos da estabilização macroeconómica, o FMI focou a sua análise em quatro capítulos:

- i. Política Orçamental, recomendando um esforço de ajustamento mais concentrado em 2018 (“upfront adjustment”), já antecipado aliás pelo próprio Governo, seguido de um processo de ajustamento mais gradual a cumprir no médio prazo;
- ii. Política monetária e cambial, apontando a necessidade de modernização e afinação dos respectivos instrumentos;
- iii. Superação das vulnerabilidades do sector financeiro;
- iv. Aposta num modelo de crescimento e de diversificação da economia dinamizado pelo sector privado.

## **2.2. Política orçamental: ajustamento mais exigente em 2018, passando a um ritmo mais gradual no médio prazo**

### **2.2.1 Défice orçamental poderá baixar para 2% do PIB**

No domínio orçamental, o Relatório começa por destacar a redução prevista do défice orçamental para 3,5% do PIB em 2018 (3,37% na versão oficial), após a derrapagem verificada em 2017 (em que o défice terá atingido 6 a 7% do PIB), previsão que é baseada num pressuposto bastante conservador para o preço do barril de petróleo, de USD 50,00, e contando com uma redução do défice na componente não petrolífera (“non-oil fiscal deficit”) de 2 pp do PIB.

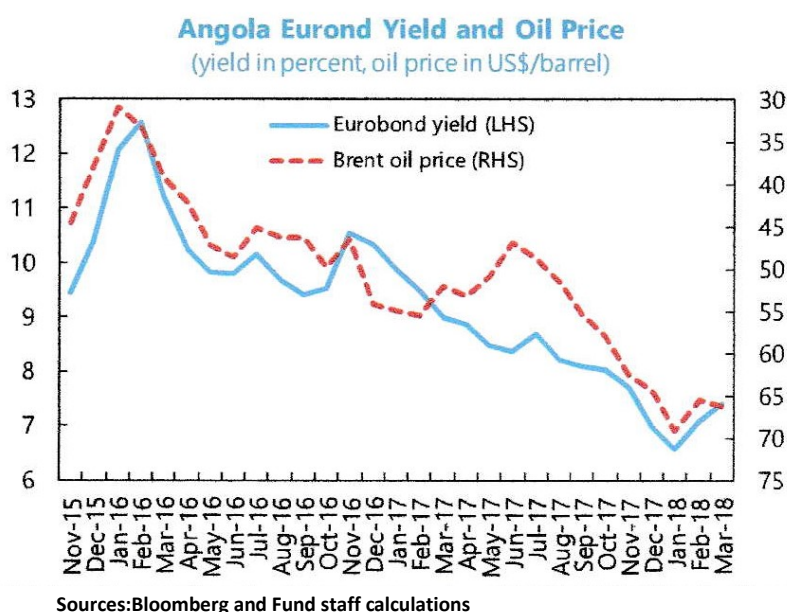
Todavia, a expectativa de um preço médio do petróleo para o conjunto do ano bastante superior ao referido, permite, segundo o FMI, antever um défice orçamental não superior a 2% do PIB, abrindo a possibilidade, mediante a utilização dos financiamentos previstos, de reduzir a dívida informal do Estado ao sector privado, tal como atrás mencionado (em 1.2.1).

## 2.2.2 Oportunidade para acesso a fontes externas de financiamento

O FMI considera, com base no pressuposto da manutenção de um ambiente relativamente benigno do mercado petrolífero, que Angola não deverá ter grandes dificuldades de acesso a financiamento externo desde que continue a evidenciar um propósito inequívoco de estabilização macroeconómica, sugerindo mesmo o recurso adicional à emissão de Euro Bonds, com vantagens para o perfil temporal da dívida e redução da pressão sobre o mercado de dívida doméstico.

Essa maior disponibilidade dos mercados externos está patente na valorização da dívida externa de Angola (Euro Bonds) cotada em mercado, e consequente redução da yield, que tem vindo a observar-se: a yield, que no final de 2016 era superior a 10%, baixava em meados de 2017 para cerca de 8,5% e em Março de 2018 para 7,5% (tendo atingido um mínimo de 6,75% em Janeiro).

No gráfico abaixo, é apresentada a evolução da yield dos EuroBonds de Angola, sendo notória a correlação entre esta variável e o preço do barril de petróleo.



Fonte: Relatório do FMI (IMF Country Report No. 18/156, Angola, June 2018)

## 2.2.3 Consolidação orçamental para cumprir até 2023

Para o médio prazo, o FMI aponta uma trajetória de consolidação da componente orçamental não-petrolífera (“non-oil fiscal deficit”) de 0,75% do PIB por ano, até 2023, objectivo susceptível de ser atingido em cerca de 50% através da melhoria do sistema fiscal (incluindo o lançamento do IVA a partir de 2019) e, nos restantes 50%, mediante a racionalização das despesas com pessoal e com a aquisição de bens e serviços, designadamente a eliminação dos subsídios ao consumo de combustíveis.

O cumprimento desse programa de consolidação orçamental deverá ser suficiente para fazer baixar, até 2023, o rácio dívida pública/PIB para um valor não superior a 60%.

Em complemento da sua avaliação, o FMI aponta um vasto conjunto de medidas de política e de reformas estruturais susceptíveis de assegurar o cumprimento daquele objectivo de médio prazo (“additional policies and structural reforms to entrench medium-term fiscal sustainability and improve the quality of public spending”) que, pela sua extensão, não podem ser objecto de referência específica neste documento.

## **2.3 Política monetária e cambial**

### **2.3.1 Rigor da política monetária, tido como apropriado para acomodar maior flexibilidade na taxa de câmbio**

A política monetária e cambial posta em prática pelo BNA merece nota muito positiva do FMI, particularmente no que se refere às alterações da política cambial, assumidas a partir de 9 de Janeiro último.

Além disso, o Relatório considera terem sido adequadas, como instrumento de suporte da nova política cambial, as alterações na política monetária promovidas pelo BNA no final de 2017, mediante a redução do coeficiente de reservas de caixa incidente sobre as responsabilidades dos bancos em Moeda Nacional, de 30% para 21%, ao mesmo tempo que excluía da composição das ditas reservas de caixa os Bilhetes do Tesouro em carteira dos bancos bem como as carteiras de crédito a sectores considerados prioritários.

Segundo o FMI, este pacote de medidas teve um impacto contraccionista de 1% do PIB nas condições monetárias (reservas dos bancos), apropriado para suportar a transição para um regime mais flexível da taxa de câmbio.

### **2.3.2 Adopção da base monetária como objectivo intermédio da política monetária**

O Relatório avalia também positivamente o anúncio do BNA, no final de 2017, de passar a utilizar a base monetária (notas em circulação + reservas dos bancos) como objectivo intermédio da política, assumindo como objectivo final o controlo da inflação.

Não obstante essa avaliação positiva, o Relatório reconhece a necessidade de trabalho adicional no sentido de melhorar a função desta nova âncora monetária na estabilização das expectativas do mercado.

As expressivas flutuações da base monetária, ocorridas recentemente, constituem um obstáculo a corrigir no sentido de permitir a utilização eficiente da base monetária como objectivo intermédio.

Acresce que a percepção por parte dos agentes económicos da existência de uma relação de causa e efeito entre a base monetária e a inflação está ainda longe de ser um dado adquirido, requerendo uma persistente pedagogia por parte do BNA.

### **2.3.3 Depreciação da taxa de câmbio põe termo a política cambial insustentável**

Por outro lado, a forte apreciação real do AKZ decorrente da fixidez do câmbio oficial, juntamente com a elevada ineficiência do sistema de gestão das vendas de divisas que vigorou até ao final de 2017 - altamente penalizadores das actividades produtivas nacionais e comprometendo o objectivo da diversificação – tornavam indispensável e inadiável, segundo o FMI, uma depreciação do câmbio oficial, que o BNA decidiu finalmente promover em 9 de Janeiro, pondo termo a mais de 20 meses de taxa de câmbio oficial inalterada.

## **2.4 Corrigir as vulnerabilidades do sector financeiro**

### **2.4.1 Elevado nível do crédito vencido como consequência da crise económica dos últimos anos**

A crise económica que se seguiu ao choque petrolífero, traduzida em variações negativas do valor real do PIB tanto em 2016 como em 2017 (?), tiveram um grande impacto no sector bancário, resultando na acumulação de crédito vencido em montante equivalente a 31,4% do total da carteira de crédito no final de Abril/2018 (era de 28,75% no final de 2017 segundo o FMI).

Cabe salientar que para este nível muito elevado de crédito vencido é decisiva a contribuição do BPC, o qual concentra cerca de 80% do total de crédito vencido do sistema (também segundo o FMI).

Para além da actividade económica muito anémica nos últimos dois anos, a forte subida do crédito vencido explicará a elevada relutância com que os bancos encaram a concessão de crédito à economia (aversão ao risco) e a preferência pela concessão de crédito ao sector público (daí o forte crescimento do stock de crédito bancário ao sector público, no conjunto do crédito total, de que temos dado nota neste Boletim).

Por esse motivo, o FMI atribui elevada ênfase ao controlo e diminuição do crédito vencido, como elemento fundamental para restaurar a confiança dos bancos e permitir que estes dispensem à economia (sector privado) o apoio necessário para a gradual realização da diversificação económica.

#### **2.4.2 Medidas adoptadas pelo BNA para contrariar vulnerabilidades do sector**

Entre as medidas já adoptadas pelo BNA no sentido de forçar a ultrapassagem das vulnerabilidades do sector bancário, o FMI destaca:

- i. O novo requisito de liquidez para os bancos, limitando a sua exposição líquida em M/E (excluindo dessa posição as obrigações com valor de reembolso indexado ao USD e os empréstimos em M/E) a mais ou menos 20% do capital regulamentar até Março/2018 e a mais ou menos 10% do capital regulamentar até Junho/2018;
- ii. O aumento em 200% do capital social mínimo regulamentar, a ser cumprido até final de 2018, o qual poderá incentivar um processo de consolidação segundo a avaliação do FMI.

#### **2.4.3 O complexo problema do BPC**

No panorama das dificuldades do sector bancário em Angola, a situação do BPC merece especial destaque, atenta a gravíssima situação económica e financeira que evidencia.

Com efeito, o nível de crédito em incumprimento deste banco atingia 71,1% do total da carteira de crédito e 446,8% dos fundos próprios no final de 2017.

Esta situação é absolutamente insustentável, quase catastrófica – percebendo-se facilmente que as perdas implícitas na carteira de crédito consumirão a totalidade dos fundos próprios, tornando indispensáveis sucessivas injeções de capital até que o Banco consiga (?) equilibrar a sua exploração.

Em Março de 2017 foi aprovado pelos accionistas (o Estado, com 75% do capital, e outros entes públicos, detêm a totalidade do capital) um programa de reforço financeiro – materializado através da entrega ao Banco, em tranches, de títulos da dívida pública com vencimento a 20 anos e um juro anual de 5% - o qual foi acompanhado de alterações na gestão e da definição de objectivos para a redução de custos estruturais (reduções de pessoal e da rede de agências, entre outras).

Sobre este assunto, o FMI recomenda que a terceira tranche da recapitalização do Banco, prevista para 2018, só seja desembolsada depois de o Banco demonstrar que reduziu efectivamente, como previsto, os custos com pessoal e a rede de agências.

Acrescenta o Fundo que deveria ser vedada ao BPC a concessão de novo crédito, focando a actividade na melhoria da sua precária situação de liquidez.



O nível de degradação a que chegou a exploração deste Banco, agravada por recorrentes problemas de liquidez - com inevitáveis reflexos na sua reputação – poderão vir a tornar necessárias outras medidas de natureza estrutural/saneamento, para além das referidas.

Com efeito, os accionistas (Estado, sobretudo) poderão estar a correr o risco de efectuar sucessivas injeções de capital, num processo de destruição de valor sem fim à vista.

Em complemento desta avaliação do FMI, cumpre salientar que, em Comunicado de 26 de Junho, o BNA anunciou a intervenção no Banco Angolano de Negócios e Comércio, face à incapacidade dos accionistas para realizar o aumento de capital social que havia sido exigido pelo Banco Central, determinando a suspensão do Conselho de Administração, a nomeação de Administradores Provisórios e a adopção de medidas de saneamento económico e financeiro.

## **2.5 Apoio ao processo de crescimento e de diversificação da economia dinamizado pelo sector privado**

### **2.5.1 Factores limitativos da actividade económica**

Neste capítulo, o Relatório do FMI começa por elencar os factores que mais negativamente condicionam a actividade económica, em especial o investimento privado, a saber:

- Grande dificuldade de acesso a financiamento bancário (atrás referido);
- Excessiva presença do Estado em todos os domínios da actividade económica;
- Processo de insolvência extremamente ineficaz, ditando o arrastamento, por tempo indeterminado, de empresas “moribundas”;
- Escassa protecção dos direitos de propriedade, dos direitos dos investidores minoritários e pouca eficácia dos mecanismos de cumprimento dos contratos;
- Problemas de “governance”, salientando o facto de Angola se encontrar muito mal classificada no que se refere a indicadores de “governance” e de corrupção quando comparada aos parceiros da Africa ao Sul do Sahara, o que desencoraja o investimento privado, compromete a eficiente provisão de bens públicos e dificulta a formação de capital humano.

### **2.5.2 Importantes medidas já tomadas com o objectivo de melhorar o clima de negócios e abrir caminho à diversificação da economia**

O Relatório enaltece, de seguida, o esforço recente das autoridades no sentido de corrigir estes problemas estruturais, designadamente a aprovação de uma **Lei da Concorrência** - que coloca em causa privilégios inaceitáveis em sectores como o dos cimentos e das telecomunicações - ao mesmo tempo que prevê a instituição de uma **Autoridade da Concorrência**, com poderes para fazer aplicar a nova Lei.

Igual importância é reconhecida à nova **Lei do Investimento Estrangeiro**, a qual foi já objecto de apreciação na anterior edição deste Boletim.

É ainda destacada a **política de combate à corrupção**, com a citação de casos exemplares de PEP's a quem foram movidos processos crime por suspeita de corrupção, bem como a criação pelo Presidente da República de uma unidade de combate à corrupção, incumbida de preparar e instruir os processos a desencadear para corrigir este problema estrutural da sociedade angolana.



Trata-se de condições “sine qua non” para permitir uma efectiva diversificação da economia, juntamente com o investimento em infraestruturas básicas para o desenvolvimento (fornecimento de energia, abastecimento de água, transportes rodovias e ferroviários, vias de comunicação, ensino, saúde, etc).

Este enunciado de condições permite entender que a diversificação da economia, tal como tem sido frequentemente referido neste Boletim, não só não pode resumir-se a um processo retórico – como foi durante anos a fio - como exige a adopção de um programa coerente, amplo e persistente, a cumprir no médio/longo prazo.

## 2.6 O enigma do “eclipse parcial” da dívida pública em 2017

Um dos pontos mais curiosos do Relatório do FMI consiste na forma de apresentar a evolução da dívida pública e do rácio dívida pública/PIB, tema desenvolvido no anexo denominado “Public Debt Sustainability Analysis”.

Com efeito, depois de atingir um pico de 79,1% do PIB em 2016, a dívida pública caiu, surpreendentemente, para 64,1% do PIB em 2017.

Essa surpresa é justificada pelo facto de, como de resto é assinalado pelo Fundo, a política orçamental de 2017 ter sido caracterizada por um aumento expressivo do défice (de 4% para 6 a 7% do PIB), no contexto daquilo que o FMI qualifica de “unsustainable policy mix” no período que antecedeu as eleições de Agosto de 2017.

Torna-se difícil entender como é que, após um resultado orçamental tão desfavorável, a dívida pública tenha diminuído expressivamente – exactamente 15 pp do PIB.

Este “eclipse parcial” da dívida pública em 2017 está explicado no quadro da página 8 (Figure 3) da “Debt Sustainability Analysis”, sendo resultante da aplicação de uma fórmula, desenvolvida na nota de pé de página nº5, na qual o efeito da taxa de juro real tem um impacto fortemente negativo sobre a expressão da dívida (equivalente a 15,6 pp do PIB em 2017).

É curioso notar que este mesmo efeito já tinha sido registado em 2016, nesse ano com uma expressão igual a 11 pp do PIB, só que foi suplantado por outro efeito, em sentido contrário, resultante da depreciação nominal da taxa de câmbio (de 15,7 pp).

Não pretendendo entrar na discussão da metodologia de cálculo do Fundo, que no plano teórico até será muito respeitável, cumpre no entanto deixar aqui algumas reservas a esta forma de apresentação:

- i. Para um leitor medianamente informado, ficará a ideia de que a forte redução da dívida pública constitui prémio incompreensível a uma política económica que mereceu nota claramente negativa do próprio FMI, em especial nos domínios orçamental e cambial;
- ii. Para um mesmo leitor, fica igualmente a estranha ideia de que em 2018, após a adopção de medidas que merecem o apoio inequívoco do Fundo, em particular a esperada forte redução do défice orçamental e a política de desvalorização progressiva da taxa de câmbio oficial, o rácio dívida pública/PIB volte a subir acentuadamente, de 64,1% para 72,9% do PIB - um amargo resultado que não aconteceria, na metodologia do FMI, se a taxa de câmbio oficial tivesse permanecido inalterada;
- iii. Da comparação com o Prospecto que acompanhou a recente emissão dos Euro Bonds – documento certamente preparado com recurso às melhores fontes de informação – resulta uma discrepância clara entre o rácio dívida pública/PIB calculado pelo FMI para 2017 e o rácio divulgado nesse documento: 64,1% para o FMI e 67% no Prospecto, sendo que neste último caso, ao contrário do FMI, as dívidas da Sonangol e da TAAG não são consideradas, o que, em termos comparáveis, elevaria o “gap” entre os dois valores para cerca de 8pp.

Por todas estas razões, fica a noção de que teria sido adequado o FMI prestar um esclarecimento mais desenvolvido sobre a metodologia de cálculo utilizada, que não deixasse dúvidas quanto ao significado a atribuir à forte queda do rácio da dívida em 2017 e à nova subida prevista para 2018.

Na verdade, a descida da dívida em 2017 terá sido tão “real” quanto terão sido “benéficas” para a economia a decisão de manter inalterada a taxa de câmbio oficial e o disparo do défice orçamental...

### **3. Evolução recente das variáveis económicas, monetárias e cambiais mais relevantes e novas medidas de política do BNA**

Como habitualmente, cabe aqui divulgar a informação mais recente relativa a (i) inflação, (ii) desempenho do PIB, (iii) venda de divisas e nível das reservas oficiais, (iv) taxa de câmbio e (v) taxas de juro (LUIBOR).

#### **3.1 Inflação**

Como referido em 1.2.3, a inflação tem mantido em 2018 uma trajectória descendente, permitindo antecipar – salvo se os preços dos combustíveis vierem a ser ajustados para reduzir o nível de subsidiação em vigor – uma inflação média anual inferior a 20% ao nível do País.

A descida da inflação é explicável, para além dos factores já citados em 1.2.3, pela anemia da actividade económica e pela perda do poder aquisitivo real decorrente de uma subida dos preços de bens de consumo não compensada pela actualização dos rendimentos do trabalho.

Nessa perspetiva, compreende-se a decisão tomada pelo BNA, em 24 Maio, no sentido de:

- Reduzir, de 20% para 18%, a taxa de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez aos bancos;
- Reduzir, de 21% para 19%, o coeficiente das Reservas Obrigatórias incidentes sobre as responsabilidades em moeda nacional.

Atentas os factores acima referidos, não parece que estas medidas sejam susceptíveis de afectar o processo de abrandamento da inflação, não sendo crível que da concessão de crédito ao sector privado possa surgir, no actual contexto, impacto visível sobre os preços no consumidor.

#### **3.2 Desempenho do PIB**

A evolução do PIB em 2016 e em 2017 é matéria que se encontra ainda envolta em alguma dúvida, tendo já este ano o Instituto Nacional de Estatística divulgado informação que confirma a queda desta variável tanto em 2016 (-2,6%) como em 2017 (-2,5%).

Entretanto, o FMI, no Relatório já citado, baseado em informação divulgada pelo Ministério da Economia e do Planeamento, aponta para valores diferentes: queda do PIB de -0,8% em 2016, seguida de recuperação em 2017, com +1%.

Por sua vez, a proposta de OGE para 2018, indicava, para os mesmos anos, variações positivas, de 0,1% em 2016 e de 1,1% em 2017.

Quanto a 2018, o FMI aponta para uma recuperação mais acentuada, com um crescimento de 2,25% - admitindo, para o período do programa de estabilização, até 2023, a retoma de um ritmo de crescimento mais forte, podendo chegar a 5%.

Como se sabe, na proposta de OGE para 2018 era assumido um objectivo de crescimento do PIB mais ambicioso, de 4,9%, tendo entretanto o Governo admitido tratar-se de uma meta dificilmente cumprível e optando pela previsão do FMI.

Uma tão grande diversidade de valores para uma variável fundamental na avaliação da actividade económica, retira credibilidade à informação produzida e torna o exercício de análise bastante mais complexo.

Seria por isso da maior utilidade que fosse feito um trabalho de arrumação e de clarificação das contas nacionais, que evitasse a divulgação de dados tão discrepantes, começando por fixar apenas uma versão oficial para o PIB dos últimos anos.

### **3.3 Venda de divisas e posição das reservas internacionais**

As vendas de divisas, no período de Janeiro a Maio, ascenderam a Euros 4.360.083 milhares, valor que compara a Euros 5.930.114 milhares no período homólogo de 2017, ou seja menos 26,48%.

Convém todavia não esquecer que a venda de divisas em 2017 foi feita à custa de uma elevada perda da posição das reservas internacionais líquidas - de USD 20,8 mil milhões para USD 13,3 mil milhões (- 36%).

Ao contrário, nos primeiros 5 meses de 2018 a posição das reservas internacionais líquidas subiu, de USD 13,3 mil milhões para USD 14,6 mil milhões (+ 12%), o que será explicável, entre outros factores, pela recuperação do preço do petróleo.

### **3.4 Taxa de câmbio**

Tal como já referido, foi no domínio da política cambial que se registaram, em 2018 e até agora, as alterações mais significativas, promovidas pelo BNA, a saber:

- O abandono da rigidez da taxa de câmbio oficial, que perdurava desde Abril de 2016, passando para um regime de deslizamento controlado da taxa de câmbio, através dos leilões de divisas;
- A progressiva simplificação dos mecanismos de venda de divisas, mediante a redução (visando mesmo a sua extinção) das vendas directas para sectores considerados prioritários e da prática de câmbios diferenciados, mecanismos que se revelaram altamente ineficientes e que penalizaram fortemente a produção nacional, passando a privilegiar a venda sob a forma de leilões de divisas;
- A aproximação gradual a um regime de taxa de câmbio determinada pelo mercado.

Em resultado desta nova política, como o FMI assinala, têm-se verificado significativas melhorias no acesso a divisas por parte dos diferentes sectores económicos, ao mesmo tempo que a depreciação da taxa de câmbio oficial permitiu diminuir expressivamente o “spread” para o mercado informal.

No quadro seguinte apresenta-se a evolução das taxas de câmbio (médias) no final do 1º e do 2º trimestre de 2018, bem como a depreciação do AKZ desde 8 de Janeiro até final do semestre.

#### Taxas de câmbio médias

	08/01	31/03	30/06	Depreciação
<b>Euro/AKZ</b>	185,4	264,378	288,871	55,81%
<b>USD/AKZ</b>	165,9	214,168	249,263	50,25%

Cumpra-se notar que a depreciação do AKZ foi mais rápida no primeiro trimestre do que no segundo, em consequência das acentuadas correções verificadas até 23 de Janeiro, sendo que a partir desta última data o BNA passou a limitar o ajustamento, em cada leilão de divisas, a um máximo de 2% relativamente à taxa de câmbio de referência resultante do leilão imediatamente anterior.

Importa acrescentar que o “spread” entre as taxas oficiais e as do mercado informal tem vindo a baixar, de forma persistente, ao longo do semestre: de cerca de 150% no final de 2017, para cerca de 90% no final do 1º trimestre e 60% no final do semestre.

Caso este movimento de redução do “spread” prossiga, o que parece razoável admitir, chegará o momento em que deixará de haver motivo para a depreciação da taxa oficial do AKZ, podendo perspectivar-se, em tal cenário, a ocorrência de movimentos alternados de depreciação/apreciação da moeda nacional.

### 3.5 Taxas de juro

Ao contrário do primeiro trimestre em que se verificaram subidas apreciáveis das taxas LUIBOR, no segundo trimestre assistiu-se a alguma estabilização das taxas interbancárias, como se pode verificar no quadro seguinte, sinalizando uma certa normalização das condições monetárias.

#### Taxas Luibor

Prazos	Março	Abril	Maio	Junho
<b>O/N</b>	20,10	20,05	21,02	21,04
<b>Mês</b>	18,87	19,02	18,89	18,87
<b>3 Meses</b>	19,87	19,92	19,83	19,80
<b>6 Meses</b>	21,20	21,30	20,71	20,76
<b>9 Meses</b>	22,67	22,58	21,71	21,62
<b>12 Meses</b>	23,67	23,87	22,77	22,42

Pela leitura do quadro, infere-se que as taxas LUIBOR no final do 2º trimestre situavam-se em nível idêntico ao do final do 1º trimestre no prazo de um mês e inferiores nos demais prazos (com descidas algo acentuadas para os prazos de 6, 9 e 12 meses), tendo subido apenas no O/N.

---

**Disclaimer:**

Disclaimer

Este documento foi elaborado com base em informação disponível até 29 de Junho de 2018.

As observações e opiniões que se encontram expressas neste documento acerca do significado da informação objectiva nele apresentada não constituem opinião do Banco BAI Europa, representando, exclusivamente, a opinião das pessoas responsáveis pela sua elaboração.

Principais fontes consultadas:

- “Staff Report” do FMI, divulgado em 11/06/2018, referente à consulta efectuada ao abrigo do artigo IV dos Estatutos do Fundo;
- BNA: Estatísticas e Comunicados;
- BAI: Newsletter Mercados Financeiros
- *Energy Information Administration Monthly Report*