



18-Mar-2016

Economista/ Chief Economist:

Fáusio Mussá

Fausio.Mussa@standardbank.co.mz

+258-21-50-10-00

Sumário Executivo:

- Estes primeiros meses de 2016 têm-se caracterizado por uma elevada volatilidade nos mercados financeiros a nível mundial, num contexto de manutenção de baixos preços dos *commodities* em geral, incluindo os do petróleo que atingiram mínimos recentes em Janeiro. Esta situação traduz um aumento da incerteza em relação às perspectivas de evolução da economia mundial no geral e da China em particular, que implementa um ambicioso conjunto de reformas para transformar a sua economia, de uma base assente na indústria e em exportações para maior ênfase no consumo e nos serviços. O anúncio a 16 de Março da decisão do Banco Central (Fed) dos Estados Unidos (EUA) de manter inalterada a taxa de juro dos *fed funds* na actual banda de 0.25% a 0.5% deu algum ânimo aos mercados, com alguns aumentos nos índices bolsistas e alguma depreciação do Dólar. O Fed indicou que considerando um crescimento económico moderado e fortes ganhos de emprego, seria apropriado efectuar dois aumentos de taxa de juro de 0.25pp (pontos percentuais) cada um, ao invés de quatro, até o final do ano, alinhando as suas expectativas com as do mercado, e ajustou a sua previsão de inflação para 2016, de 1.6% para 1.2%, abaixo do objectivo de 2%. O alinhamento das expectativas do Fed com as do mercado é considerado a ocorrência mais positiva desde final do ano passado.
- Em Moçambique, dados publicados pelo Instituto Nacional de Estatística (INE)

Executive Summary:

- These initial months of 2016 were characterized by an increased volatility in financial markets globally, in a context of low commodity prices in general, with crude oil prices reaching recent lows in January. It translates to increased uncertainty around the world economy prospects in general, and China in particular, which has embarked ambitious reforms aiming to change its economy from an industry and export led growth towards focus in consumption and services. The 16th of March announcement of US Federal Reserve (Fed) decision to keep on hold their fed funds interest rate at 0.25% to 0.5% range was well received by the markets, with equities posting some gains and the US Dollar losing some ground. US Central Bank also indicated that moderate economic growth and strong job gains would make appropriate to lift interest rates two times in 2016 (0.25pp-percentage points each), instead of four times, aligning with market expectations. Also indicated that forecasts inflation in 2016 at 1.2%, from 1.6% and a target of 2%. The alignment of expectations is seen as the most positive outcome since the end of last year.
- National Statistics Institute (INE) published recently its first estimates for Mozambique's Gross Domestic Product (GDP) expansion for the last quarter of 2015, growing 5.6% year on year (y/y) from an upward revised figure of 6.4% in the previous quarter. As a result, cumulative growth for the year eased from 7.4% in 2014 to 6.3% in 2015.

indicam uma desaceleração da expansão do Produto Interno Bruto (PIB) para 5.6% ano a ano (a/a) no último trimestre de 2015, de 6.4% revistos em alta no trimestre anterior, o que resulta num crescimento anual acumulado de 6.3%, contra 7.4% no ano anterior, a partir das estimativas trimestrais, que produzem resultados diferentes das estimativas anuais, ainda não disponíveis. Estimamos que em termos nominais o PIB se tenha fixado em MT 595.6bilhões (bl), o que convertido para Dólares corresponde a uma queda anual de 21.8% (U\$ 3.7bl) para U\$ 13.2bl para reflectir o câmbio mais alto do fecho de 2015. Espera-se que o país continue exposto aos efeitos negativos da desaceleração do investimento directo estrangeiro e da queda das receitas de exportação, que resultaram num Metical que perdeu quase metade do seu valor em relação ao Dólar em 2015. O aumento da tensão política também traduz expectativas de desaceleração da actividade económica. A estes factores adiciona-se o efeito negativo das mudanças climáticas sobre a agricultura, um sector que representa cerca de um quarto do PIB, o que torna urgente acelerar reformas estruturais e manter políticas mais restritivas, tanto do lado fiscal como do lado monetário para ajudar a gerir os desequilíbrios macroeconómicos, incluindo os défices gémeos, nomeadamente da conta corrente da balança de pagamentos e fiscal, num ambiente de aumento de pressões inflacionárias. Apesar de se manterem boas perspectivas para a economia nacional a médio e longo prazo, suportadas pelas expectativas de desenvolvimento dos projectos de gás natural da bacia do Rovuma, espera-se condições económicas difíceis decorrentes da actual conjuntura, exacerbadas pelos atrasos no arranque desses projectos. Estes factores concorrem

Quarterly estimates generally differ from annual estimates, which are not yet available. We estimate nominal GDP at MT 595.6billion (bn) at the end of 2015 which represents a U\$ 3.7bn (21.8%) decline in US Dollar terms to U\$ 13.2bn when converted at year end higher exchange rate. Mozambique is expected to continue to face the negative effects of an ease in foreign direct investment (FDI) and weak export revenues which resulted in the Metical losing nearly half of its value to the US Dollar last year. Increased political tension also translates expectations of an ease in economic activity. Adding to the downside risks is the negative impact of climate change in agricultural output, a sector which contributes for nearly 25% of GDP, exacerbating the need to accelerate structural reforms and simultaneously adopt tighter monetary and fiscal policies to address macroeconomic imbalances including the twin deficits (balance of payments current account and fiscal) in a rising inflation environment. While the medium to long term prospects for the Mozambique remains positive, fueled by expectations of development of its Rovuma basin natural gas projects, we expect difficult economic conditions in the meantime as the projects experiences delays. Taking into account these factors, we expect a lower real GDP expansion this year, at 5.5%, which most probably will be revised downwards, with Government maintaining its target at 7%.

- Monthly inflation measured by Maputo City Consumer Price Index (CPI) remained elevated in February at 2.3% month on month (m/m) mainly due to food price pressures, as a result of lower agriculture output and higher import costs when taking into account the Metical depreciation and South African inflation. As a result, annual and average inflations increased 123bp and

para uma expansão mais lenta do PIB, em termos reais, este ano, com a nossa expectativa inicial em torno dos 5.5%, que muito provavelmente será revista em baixa, mas com o Governo a manter ainda um objectivo de 7%.

- A inflação mensal medida pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC) da Cidade de Maputo manteve-se elevada em Fevereiro, em 2.3% mês a mês (m/m), devido essencialmente à subida do preço dos alimentos, que traduz os efeitos das mudanças climáticas sobre a produção agrícola e um custo mais elevado dos alimentos importados para reflectir em grande medida o efeito da depreciação do Metical e a inflação na África do Sul. Como resultado, observou-se um aumento de 123 e 91 pontos base (pb), respectivamente na inflação anual e média para 12.9% e 4.2%, com nossa expectativa para o final do ano entre 14% e 16%, acima do objectivo do Governo de 5.6%.
- Após o aumento de 100pb para 10.75% na taxa de juro dos empréstimos *overnight* aos bancos comerciais (FPC) observado em Fevereiro, que totaliza 325bp desde o início do actual ciclo de subida de taxas de juro em Outubro último, o Comité de Política Monetária (CPMO) manteve inalteradas as taxas de juro de referência do Banco de Moçambique (BM) na reunião de 14 de Março. Apesar do aumento recente da inflação estar associado a factores do lado da oferta e o mecanismo de transmissão da política monetária permanecer fraco, persistem pressões do lado da procura e parece-nos inevitável que as taxas de juro mantenham uma tendência ascendente. A nossa expectativa é de um aumento na FPC em torno dos 100pb por trimestre até o final do ano, colocando-a em torno dos 14%, ainda assim inferior a taxa de juro da FPC de 16.5% do início de 2011.
- Dados preliminares da Balança de Pagam-

91bp, respectivamente, to 12.9% and 4.2% with our expectation for the year between 14% and 16%, higher than Gov. target of 5.6%.

- After lifting its overnight lending interest rate (FPC) by 100bps to 10.75% in February, totaling 325bps since the start of current tightening cycle last October, Central Bank kept its interest rates on hold on March 14, MPC meeting. While inflation is increasingly supply side driven, and monetary policy transmission mechanisms remains weak, we still see demand side pressures and expect interest rates to increase by a minimum of 100bp per quarter for the remainder of the year, closing at around 14%, lower than the 16.5% recorded at the beginning of 2011.
- Central Bank released Balance of Payments (BoP) provisional data for 2015, with the main drivers of recent Metical depreciation being the 6.7% increase in current account deficit to U\$ 6.2bn (47% of GDP) and the 24.3% y/y decline in FDI to U\$ 3.7bn. This resulted in overall BoP deficit of U\$ 681million (m), funded by a combination of a loan from the International Monetary Fund (IMF) and a decline in Gross International Reserves of U\$ 602m to a balance of U\$ 2.5bn which represents slightly above 3 months import cover when excluded the large projects. As international reserves declines, the Metical maintains a depreciating bias and seems to be searching for a new equilibrium between USD/MZM 55 and USD/MZM 60, levels experienced November last year. Taking into account the 15th of March closing interbank foreign exchange (fx) average rates of USD/MZM 48.3, EUR/MZM 53.7 and ZAR/MZM 3.1, the Metical lost since the beginning of the year, respectively, 7.5% to the Dollar, 9.5% to the Euro and 6.1% to the Rand with annual depreciations of respectively 39.6%, 44.4% and 7.4%, y/y. Following the experience of other central

entos (BoP) referentes ao ano 2015 indicam que os principais determinantes da depreciação do Metical foram o aumento em 6.7% no défice da conta corrente da BoP para U\$ 6.2bl, o que representa 47% do PIB e a redução de 24.3% no investimento directo estrangeiro para U\$ 3.7bl. O défice global da BoP foi de U\$ 681milhões (m), financiando por uma combinação entre a utilização de um empréstimo do Fundo Monetário Internacional (FMI) e a queda de Reservas Internacionais Brutas em U\$602 milhões para um saldo de U\$ 2.5bl no final do ano, que representa pouco acima de 3 meses de cobertura de importações, quando excluídos os grandes projectos. Com as reservas internacionais em queda, o Metical mantém uma tendência de depreciação e indica estar a procura de um novo equilíbrio entre MZM/USD 55 e 60, níveis experimentados em Novembro do ano passado. Considerando as taxas de câmbio de fecho de 15 de Março do Mercado Cambial Interbancário (MCI), de MZM/USD 48.3, MZM/EUR 53.7 e MZM/ZAR 3.1, nota-se que o Metical se depreciou desde o início do ano, 7.5% contra o Dólar, 9.5% face ao Euro e 6.1% em relação ao Rand, o que traduz depreciações anuais de 39.6%, 44.4% e 7.4%, respectivamente. À semelhança de outros bancos centrais da região, espera-se que o BM introduza novas medidas administrativas para estabilizar o Metical, mas o câmbio em si não resolve os desequilíbrios e as atenções voltam-se para o impacto negativo que a falta de liquidez em moeda externa pode ter sobre a economia. As agências internacionais de *rating*, S&P e Moody's efectuaram esta semana o *downgrade* da notação de risco de Moçambique, com a primeira a considerar que está eminente a alteração das condições iniciais da dívida da EMATUM e a segunda a indicar que

banks in the region, we expect Banco de Moçambique to issue additional administrative measures to limit the Metical losses, but exchange rate itself does not address the imbalances. We see concerns shifting towards fx liquidity pressures, which may have a higher negative impact on economic activity. International rating agencies, S&P and Moody's downgraded Mozambique's ratings this week, with the first indicating that it is imminent a debt exchange (EMATUM), and the second indicating that expects international reserves to continue to decline. This occurs in a period were Mozambican Government is negotiating with EMATUM bond holders an extension of the repayment profile of the debt which reflects the need to alleviate foreign exchange liquidity pressures and national treasury pressures.

- Preliminary data on fiscal performance for 2015 indicates that revenue collection came at MT 159.8bn (U\$ 3.5bn at year end exchange rate) close to the target, but unlike previous years, not higher than the budgeted figure. The ease in economic activity could result in a much lower revenue collection than the budgeted figure of MT 176.4bn for this year. This would compromise the execution of budgeted expenditure targeted at MT 228.2bn when excluded principal reimbursement of Government loans. Overall deficit is targeted at MT 51.8 (nearly U\$1 billion) before grants and net loans. Under this scenario, and taking into account the low level of resources to deal with the climate change effects, we may see the Government reviewing its initial decision of not launching an international aid request to assist affected populations if the drought in the south and floods in the south persists, in a country were more than 70% of the families lives from subsistence agriculture and more than 50% of population is poor.

espera que as reservas internacionais continuem a baixar, o que ocorre numa altura em que o Governo esta a renegociar o perfil de reembolso da dívida da para aliviar a pressão sobre as contas externas e sobre as finanças públicas

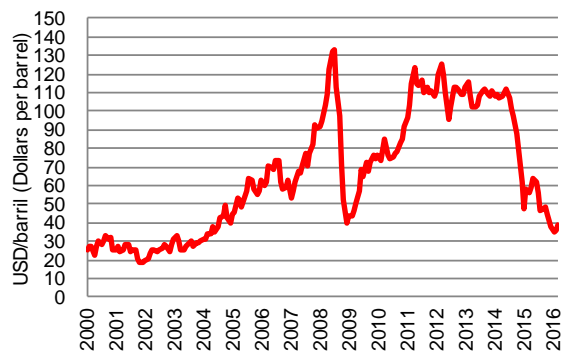
- Dados preliminares sobre a execução orçamental de 2015 indicam uma cobrança de receitas de MT 159.8bl (U\$ 3.5bl ao câmbio do fecho do ano), muito próxima da meta, mas ao contrário do que se observou em anos anteriores, não superou a meta. A desaceleração da actividade económica este ano pode resultar numa cobrança de receitas muito inferior aos MT 176.4bl previstos no Orçamento Geral do Estado (OGE), o que irá comprometer a execução da despesa orçamentada em MT 228.2bl, excluindo o reembolso de empréstimos, que resulta num défice de MT51.8bn (cerca de U\$1 bilião), antes de donativos e empréstimos líquidos. Neste cenário, e considerando os fracos recursos ao dispor do Governo para gerir o impacto das mudanças climáticas, pode ser que o executivo mude a sua decisão de não lançar um apelo internacional para acudir as populações afectadas se a situação da seca no sul e cheias no norte se mantiver, com a produção agrícola referente à primeira safra tida como perdida em várias regiões, num país em que mais de 70% das famílias vive da agricultura de subsistência e mais de metade da população continua a viver abaixo da linha da pobreza.

Economia Internacional

Este ano, a economia mundial teve um dos piores meses de Janeiro desde a crise económica e financeira de 2008/9, com quedas acentuadas nos índices das principais bolsas mundiais, mas com alguma recuperação no final do mês suportadas, pelo estímulo monetário anunciado pelo Banco do Japão (BOJ), que incluiu o corte da sua taxa de juro de depósitos para território negativo.

O petróleo (*Brent crude*) após fechar 2015 a 36.6 Dólares por barril (U\$/bbl) chegou a cotar-se próximo dos 26U\$/bbl, antes de recuperar para 33.1U\$/bbl no final de Janeiro, 35.9U\$/bbl no final de Fevereiro, transaccionando-se em torno dos 40U\$/bbl em meados de Março, mas com acentuada volatilidade.

Preços do petróleo (Brent spot, Europa)
Crude oil prices (Brent spot fob, Europe)



Fonte (Source): US Energy Information Administration, Standard Bank

Dentre as razões para a volatilidade incluem-se as expectativas aumento da oferta decorrente de uma provável entrada do Irão para o mercado, os avanços e recuos dos países membros da OPEP em chegar a um acordo para cortar a produção e os receios de desaceleração da recuperação da economia mundial, com destaque para a expectativa de desaceleração da expansão da economia Chinesa.

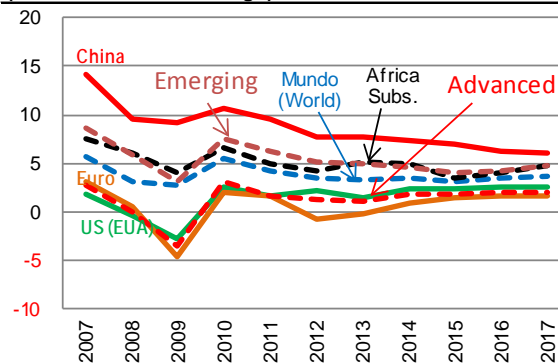
Global Economy

The world economy had one of the worse starts of the year since the 2008/9 world financial and economic crisis with equity markets recording strong losses mid-January, subsequently recovering partially before the end of the month when the Bank of Japan (BOJ) announced a package of monetary stimulus including bringing interest rates into negative territory.

From a close of 36.6U\$/bbl (Dollars per barrel) Brent crude recorded lows near 26 U\$/bbl before closing January at 33.1U\$/bbl and 35.9U\$/bbl in February, trading around 40U\$/bbl mid-March but remaining highly volatile.

Among the reasons for increased volatility are the expectations of an increase in supply as Iran prepares to enter the market, the OPEC countries moving forward and backwards in terms of an agreement to cut oil production, and fears of a deceleration of the world economy recovery, including expectations around the ease in China's growth.

Variação anual % real do PIB
(Real GDP annual % change)

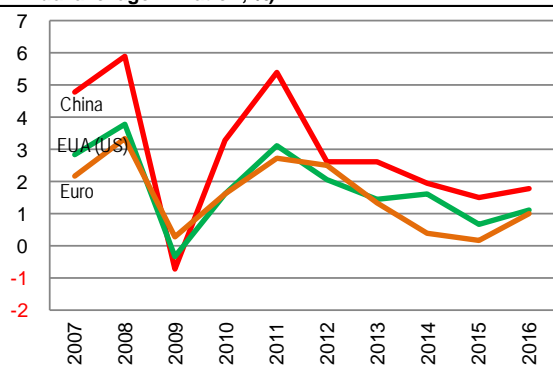


Fonte (Source): FMI, Standard Bank

Low commodity prices, including crude oil, increase the risk of a deceleration of global aggregate demand and revive the threat of deflation for a number of economies, including some of the advanced ones, which

A manutenção dos preços do petróleo e de outros *commodities* a níveis baixos aumenta os riscos de desaceleração da procura agregada e de deflação para um conjunto de economias, incluindo as avançadas, o que parcialmente explica a manutenção da divergência entre a política monetária nos EUA relativamente à Europa e ao Japão.

Inflação média anual, %
(Annual average inflation, %)



Fonte (Source): FMI, Standard Bank

Na reunião de Março, o BCE anunciou o aumento do estímulo monetário, *quantitative easing* (QE), e voltou a cortar as taxas de juro que já se encontravam em território negativo, mas o estímulo veio um pouco acima das expectativas, o que levanta suspeitas de que as condições económicas estejam mais frágeis o que não ajuda a reduzir a aversão ao risco.

O anúncio a 16 de Março da decisão do Banco Central (Fed) dos Estados Unidos (EUA) de manter inalterada a taxa de juro dos *fed funds* na actual banda de 0.25% a 0.5% deu algum ânimo aos mercados, com alguns aumentos nos índices bolsistas e alguma depreciação do Dólar.

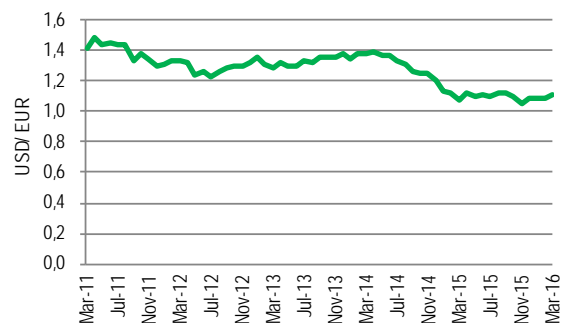
O Fed indicou que considerando um crescimento económico moderado e fortes ganhos de emprego, seria apropriado efectuar dois aumentos de taxa de juro de 0.25pp (pontos percentuais) cada um, ao

partially explains the divergence between the monetary policy in the US, Europe and Japan.

At its March meeting, European Central Bank (ECB) announced an increase in Quantitative Easing (QE) and decided to cut interest rates further into negative territory. While this move was anticipated by the market, it came above the expectations raising concerns that economy could be weaker which does not help to ease risk aversion sentiment.

The 16th of March announcement of US Federal Reserve (Fed) decision to keep on hold their fed funds interest rate at 0.25% to 0.5% range was well received by the markets, with equities posting some gains and the US Dollar losing some ground.

Câmbios de fim de período, Dólares por Euro
End of period foreign exchange rates, US Dollars per Euro



Fonte (Source): Reuters, Standard Bank

US Central Bank also indicated that moderate economic growth and strong job gains would make appropriate to lift interest rates two times in 2016 (0.25pp-percentage points each), instead of four times, aligning with market expectations. Also indicated that forecasts inflation in 2016 at 1.2%, from 1.6% and a target of 2%.

The alignment of expectations is seen as the most positive outcome since the end of last year.

invés de quatro, até o final do ano, alinhando as suas expectativas com as do mercado, e ajustou a sua previsão de inflação para 2016, de 1.6% para 1.2%, abaixo do objectivo de 2%.

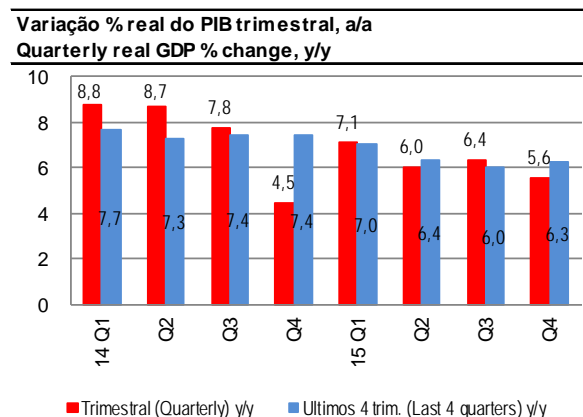
O alinhamento das expectativas do Fed com as do mercado é considerado o aspecto mais positivo desde o final do ano passado.

Esta situação, associada à incerteza em relação aos resultados da conturbada campanha política em curso para as eleições presidenciais nos EUA poderá permitir ao Dólar ceder alguns dos ganhos.

Economia Moçambicana

A actividade económica desacelera

Dados publicados pelo Instituto Nacional de Estatística (INE) indicam uma desaceleração da expansão do Produto Interno Bruto (PIB) para 5.6% ano a ano (a/a) no último trimestre de 2015, de 6.4% revistos em alta no trimestre anterior, o que resulta num crescimento anual acumulado de 6.3%, contra 7.4% no ano anterior.



Fonte (Source): Instituto Nacional de Estatística

Trata-se de estimativas trimestrais, que produzem resultados diferentes das estimativas anuais, ainda não disponíveis. Estimamos que em termos nominais o PIB

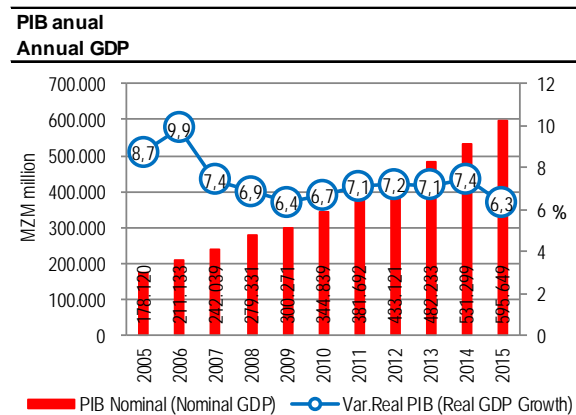
This, associated with the uncertainty around the controversial campaigns for the US presidential elections could allow the US Dollar to cede some of its gains.

Mozambican Economy

Economic activity slowing down

National Statistics Institute (INE) published recently its first estimates for Mozambique's Gross Domestic Product (GDP) expansion for the last quarter of 2015, growing 5.6% year on year (y/y) from an upward revised figure of 6.4% in the previous quarter. As a result, cumulative growth for the year eased from 7.4% in 2014 to 6.3% in 2015.

Quarterly estimates generally differ from annual estimates, which are not yet available. We estimate nominal GDP at MT 595.6billion (bn) at the end of 2015 which represents a U\$ 3.7bn (21.8%) decline in US Dollar terms to U\$ 13.2bn when converted at year end higher exchange rate.



Fonte (Source): Instituto Nacional de Estatística, Standard Bank

The numbers indicate that secondary activities, which accounts for 14% of GDP recorded the highest expansion of 8.5% year-on-year, mainly attributed to higher growth in the sector comprising electricity, water and gas activities of 13.9% and continued performance on construction

se tenha fixado em MT 595.6bilhões (bl), o que convertido para Dólares corresponde a uma queda anual de 21.8% (U\$ 3.7bl) para U\$ 13.2bl para reflectir o câmbio mais alto do fecho de 2015.

Os dados indicam que as actividades secundárias, que representam 14% do PIB tiveram a maior expansão, 8.5% ano a ano (a/a), devido essencialmente a um crescimento de 13.9% do sector que compreende a electricidade, água e gás e um desempenho no sector da construção de 7.4% a/a, alimentado pelos estágios finais de um conjunto de projectos de infra-estruturas, incluindo o boom da construção de edifícios altos em Maputo, alimentado por expectativas de procura de espaços para escritório e habitação associadas aos grandes projectos do gás natural.

O sector primário, que representa 27% do PIB, teve a segunda maior expansão, de 6.6%, associada ao crescimento de 8.8% na indústria extractiva e 5.9% e 10.4% na agricultura e pescas, respectivamente.

O sector terciário, que representa mais de 50% do PIB foi o que registou a menor expansão, de 5.9%, devido essencialmente a fraca performance nos transportes, turismo, *property* e serviços no geral.

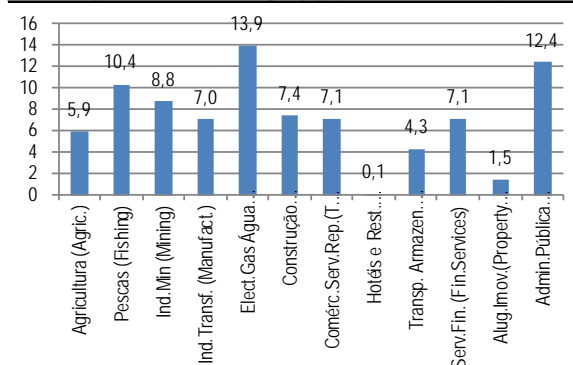
Espera-se que o país continue exposto aos efeitos negativos da desaceleração do investimento directo estrangeiro e da queda das receitas de exportação, que resultaram num Metical que perdeu quase metade do seu valor em relação ao Dólar em 2015.

O aumento da tensão política também traduz expectativas de desaceleração da actividade económica.

A estes factores adiciona-se o efeito

sector growing 7.4% y/y fuelled by final stages of implementation of a few infrastructure projects and the boom of high rising building construction in Maputo, associated with expectations of housing and office space demand from the large natural gas projects.

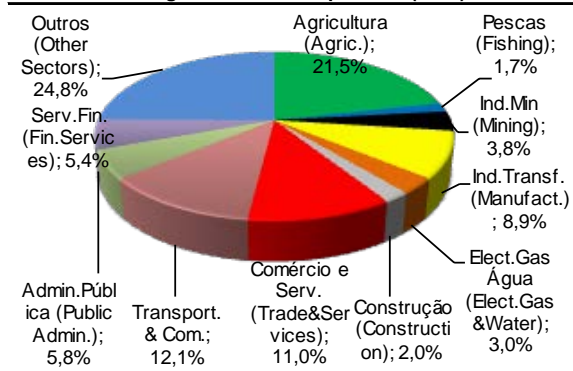
Varição % real do PIB trimestral, a/a (2015, 4T, ult. 4trim.)
Quarterly real GDP % change, y/y (2015, Q4, last 4 quarters)



Fonte (Source): Instituto Nacional de Estatística

Primary activities accounting for nearly 27% of GDP recorded the second largest expansion of 6.6% on the back of 8.8% expansion in mining, 5.9% and 10.4% growth in agriculture and fishing activities, respectively.

Produto interno bruto real por sectores (2015)
Per sector real gross domestic product (2015)



Fonte (Source): Instituto Nacional de Estatística

The services sector which accounts for more than 50% of GDP recorded the slowest expansion of 5.9%, mainly attributed to weak performances on

negativo das mudanças climáticas sobre a agricultura, um sector que representa cerca de um quarto do PIB, o que torna urgente acelerar reformas estruturais e manter políticas mais restritivas, tanto do lado fiscal como do lado monetário para ajudar a gerir os desequilíbrios macroeconómicos, incluindo os défices gémeos, nomeadamente da conta corrente da balança de pagamentos e fiscal, num ambiente de aumento de pressões inflacionárias.

Apesar de se manterem boas perspectivas para a economia nacional a médio e longo prazo, suportadas pelas expectativas de desenvolvimento dos projectos de gás natural da bacia do Rovuma, espera-se condições económicas difíceis decorrentes da actual conjuntura, exacerbadas pelos atrasos no arranque desses projectos.

Estes factores concorrem para uma expansão mais lenta do PIB, em termos reais, este ano, com a nossa expectativa inicial em torno dos 5.5% suportados pela natureza ainda diversificada da economia. Esta previsão muito provavelmente será revista em baixa, considerando o aumento de riscos de desaceleração económica, mas com o Governo a manter ainda um objectivo de 7%.

A inflação continua a subir

O Índice de Preços ao Consumidor (IPC) da Cidade de Maputo, barómetro da inflação do país, registou em Fevereiro um aumento mensal de preços elevado, de 2.3% mês a mês (m/m), devido essencialmente à subida do custo dos alimentos, que traduz os efeitos das mudanças climáticas sobre a produção agrícola e um custo mais elevado dos alimentos importados para reflectir em grande medida o efeito da depreciação do

transport, tourism, property and services in general.

Mozambique is expected to continue to face the negative effects of an ease in foreign direct investment (FDI) and weak export revenues which resulted in the Metical losing nearly half of its value to the US Dollar last year.

The increased political tension also translates expectations of an ease in economic activity.

Adding to the downside risks is the negative impact of climate change in agricultural output, a sector which contributes for nearly 25% of GDP, exacerbating the need to accelerate structural reforms and simultaneously adopt tighter monetary and fiscal policies to address macroeconomic imbalances including the twin deficits (balance of payments current account and fiscal) in a rising inflation environment.

While the medium to long term prospects for the Mozambique remains positive, fueled by expectations of development of its Rovuma basin natural gas projects, we expect difficult economic conditions in the meantime as the projects experiences delays.

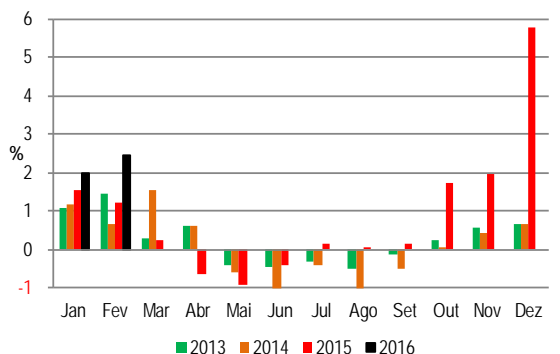
Taking into account these factors, we expect a lower real GDP expansion this year, at 5.5%, supported by the diversified nature of the economy, a forecast that most probably will be revised downwards as downside risks increases, with Government maintaining its target at 7%.

Inflation keeps trending higher

Maputo City Consumer Price Index (CPI), the barometer of the country's inflation remain elevated in February, up 2.3%

Metical e a inflação na África do Sul.

Inflação mensal (m/m) Maputo
Maputo monthly (m/m) inflation



Fonte (Source): Instituto Nacional de Estatística

A inflação anual dos alimentos foi de 22.7% a/a com o preço dos itens não alimentares a aumentar 5.5% a/a. Como resultado, observou-se um aumento de 123 e 91 pontos base (pb), respectivamente na inflação anual e média para 12.9% a/a e 4.2%, com nossa expectativa para o final do ano entre 14% e 16%, acima do objectivo do Governo de 5.6%.

As taxas de juro podem voltar a subir

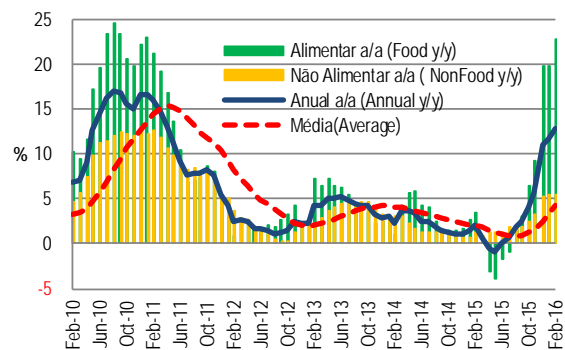
Após o aumento de 100pb para 10.75% na taxa de juro dos empréstimos *overnight* aos bancos comerciais (FPC) observado em Fevereiro, que totaliza 325bp desde o início do actual ciclo de subida de taxas de juro em Outubro último, o Comité de Política Monetária (CPMO) manteve inalteradas as taxas de juro de referência do Banco de Moçambique (BM) na reunião de 14 de Março.

Apesar do aumento recente da inflação estar associado a factores do lado da oferta e o mecanismo de transmissão da política monetária permanecer fraco, persistem pressões do lado da procura e parece-nos inevitável que as taxas de juro mantenham uma tendência ascendente. A nossa expectativa é de um aumento na FPC em

month on month (m/m) mainly due to food price pressures, as a result of lower agriculture output and higher import costs when taking into account the Metical depreciation and South African inflation.

Annual food inflation came in at 22.7% y/y with the cost of non-food items expanding 5.5% y/y. As a result, annual and average inflations increased 123bp and 91bp, respectively, to 12.9% y/y and 4.2%, with our expectation for the year between 14% and 16%, higher than the Government target of 5.6%.

Inflação Maputo
Maputo inflation



Fonte (Source): Instituto Nacional de Estatística, Standard Bank

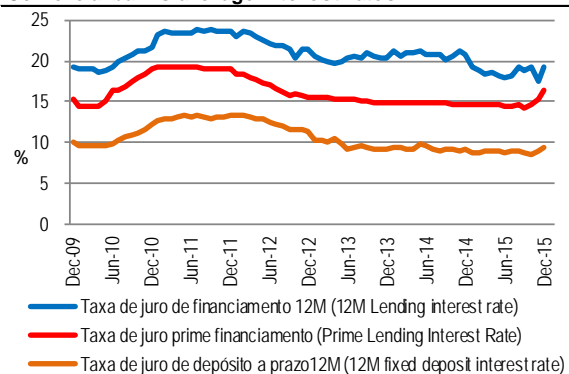
Interest rates could increase further

After lifting its overnight lending interest rate (FPC) by 100bps to 10.75% in February, totaling 325bps since the start of current tightening cycle last October, Central Bank kept its interest rates on hold on March 14, MPC meeting.

While inflation is increasingly supply side driven, and monetary policy transmission mechanisms remains weak, we still see demand side pressures and expect interest rates to increase by a minimum of 100bp per quarter for the remainder of the year, closing at around 14%, lower than the 16.5% recorded at the start of 2011, which could help address the Metical weakness.

torno dos 100pb por trimestre até o final do ano, colocando-a em torno dos 14%, ainda assim inferior a taxa de juro da FPC de 16.5% do início de 2011, o que poderá ajudar a gerir a fragilidade do Metical.

Taxas de juro médias da banca comercial
Commercial banks average interest rates



Fonte (Source): Banco de Moçambique

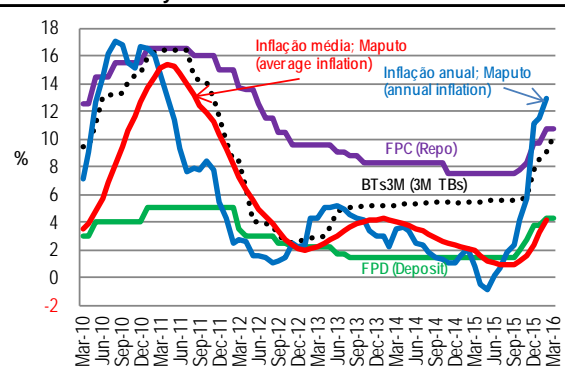
O objectivo de expansão da base monetária, variável operacional da política monetária, foi fixado em 12% para este ano, após um crescimento anual de 29% em 2015, o que indica que se pode esperar uma pressão sobre a liquidez em moeda nacional, uma situação similar ao que se experimentou em 2011, para corrigir os efeitos de fortes expansões monetárias de anos anteriores.

A posição externa deteriorou-se

Dados preliminares da Balança de Pagamentos (BoP) referentes ao ano 2015 indicam que os principais determinantes da depreciação do Metical foram o aumento em 6.7% no défice da conta corrente da BoP para U\$ 6.2bl, o que representa 47% do PIB e a redução de 24.3% no investimento directo estrangeiro para U\$ 3.7bl.

O défice global da BoP foi de U\$ 681milhões (m), financiando por uma combinação entre a utilização de um

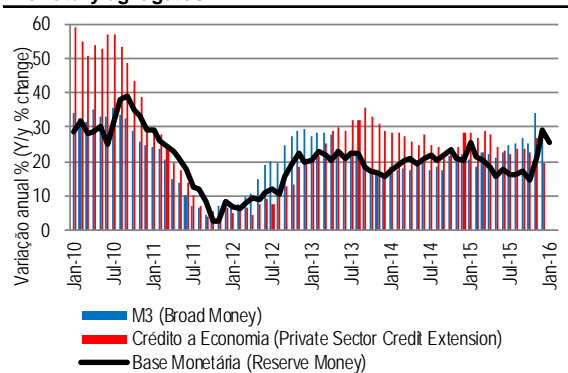
Taxas de juro do mercado monetário interbancário
Interbank money market interest rates



Fonte (Source): Banco de Moçambique; INE

Reserve money, the monetary policy operational variable is targeted to grow less this year, at 12% y/y, from 29% last year, which may result in local currency liquidity pressures similar to the ones recorded in 2011 to correct previous year's strong monetary expansions.

Agregados monetários
Monetary aggregates



Fonte (Source): Banco de Moçambique

External position worsened

Central Bank released Balance of Payments (BoP) provisional data for 2015, with the main drivers of recent Metical depreciation being the 6.7% increase in current account deficit to U\$ 6.2bn (47% of GDP) and the 24.3% y/y decline in FDI to U\$ 3.7bn.

This resulted in overall BoP deficit of U\$ 681million (m), funded by a combination of

empréstimo do FMI e a queda de Reservas Internacionais Brutas em U\$602 milhões para um saldo de U\$ 2.5bl no final do ano, que representa pouco acima de 3 meses de cobertura de importações, quando excluídos os grandes projectos.

a loan from the International Monetary Fund (IMF) and a decline in Gross International Reserves of U\$ 602m to a balance of U\$ 2.5bn which represents slightly above 3 months import cover when excluded the large projects.

Balança de Pagamentos (BoP)	2013	2014	2015
Balance of Payments (BoP)	U\$ milhões (US million)		
1. Saldo da conta corrente (Current account balance)	(6.253,4)	(5.797,1)	(6.184,9)
1.1 Balança comercial (Trade balance)	(4.356,9)	(4.035,3)	(4.192,8)
1.2 Balança de serviços (Services balance)	(3.258,8)	(2.932,3)	(2.622,1)
1.2 Rendimento primário líquido (Net primary income)	(58,6)	(201,9)	(223,7)
1.3 Rendimento secundário líquido (Net secondary income)	1.420,8	1.372,3	853,7
Dos quais: Donativos (Of which: Grants)	459,7	567,5	
Dos quais: Imp.s/mais-valias (Of which: Capital gains tax)	624,0	520,0	
2. Saldo da Conta Capital (Capital account balance)	(422,8)	(374,9)	(287,8)
Dos quais: Donativos Invest. (Of which: Project Grants)	189,8	152,9	
3. Fluxos financeiros líquidos (Net financial flows) (*)	(6.204,4)	(5.338,9)	(5.233,6)
Dos quais: Invest.dir.estrangeiro (Of which: FDI)	(6.175,1)	(4.901,8)	(3.710,8)
Dos quais: Emp.líq.Gov.(Of which: Net Gov.Loans)	1.058,3	1.412,0	613,0
Dos quais: Emp.líq.s.priv.(Of which: Net private sect.loans)	148,4	54,2	226,4
4. Erros & Omissões (Erros & Omission)	22,3	(22,6)	(17,5)
5. Saldo global (Global balance)	396,0	(106,0)	(681,1)

Fonte (Source): Banco de Moçambique, Standard Bank
 Notas (Notes): (*) Exclui financiamento da BoP (Excludes components of BoP financing)

Financiamento da BoP (U\$ milhões)	2013	2014	2015 (*)
(BoP Financing), (US million)			
Fluxo líquido de financiamento da BoP (Balance of payments net financing flow s)	396,0	(106,0)	(681,1)
Activos de reserva (Reserve assets)	393,4	(119,9)	(601,8)
Utilização de empréstimos e créditos do FMI (Usage of IMF loans)	2,6	13,9	(79,3)
Financiamento excepcional (Exceptional financing)	0,0	0,0	0,0

Fonte (Source): Banco de Moçambique, Standard Bank
 Notas (Notes): (*) Dados preliminares (Preliminary data for 2015)

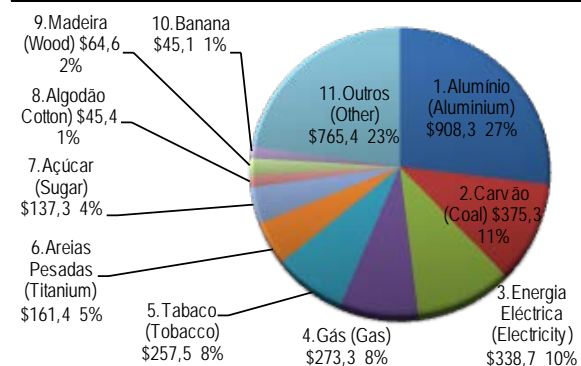
Tal como amplamente esperado, o aumento do défice da conta corrente foi influenciado por um conjunto de factores, incluindo:

- A queda das receitas de exportação de bens de 15.3% nos grandes projectos (GP) para U\$ 2.1bl e 11.5% excluindo os grandes projectos para U\$ 1.3bl, devido essencialmente a queda do preço dos *commodities* e ao impacto das condições climáticas adversas
- Aumento de 2.8% nas importações de bens excluindo os GP para U\$ 6.6bl
- Ausência de receitas de mais-valias na magnitude observada em 2013 e 2014
- Fraco desembolso da ajuda externa

As widely expected, the increase in current account deficit was mainly due to a number of factors including:

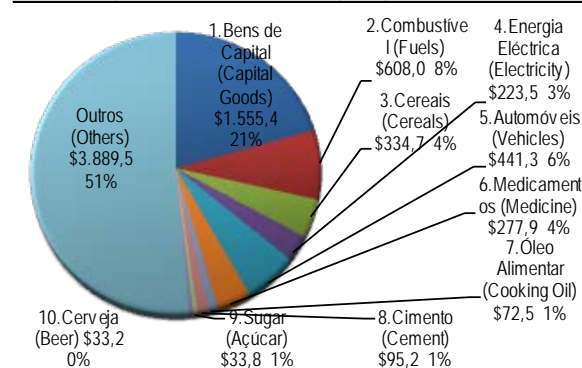
- A drop in goods exports of 15.3% in the large projects to U\$2.1bn and 11.5% to U\$1.3bn when excluded the large projects, mainly due to low commodity prices and the impact of adverse weather conditions
- An increase in imports when excluded the large projects of 2.8% to U\$6.6bn
- The absence of capital gains in a similar magnitude of what was recorded in 2013 and 2014
- Weak aid disbursements

Exportações bens, fob, milhões de Dólares (2015)
Goods exports, fob, USD million (2015)



Fonte (Source): Banco de Moçambique, Standard Bank

Importações de bens, fob, USD milhões (2015)
Goods imports, fob, USD million (2015)

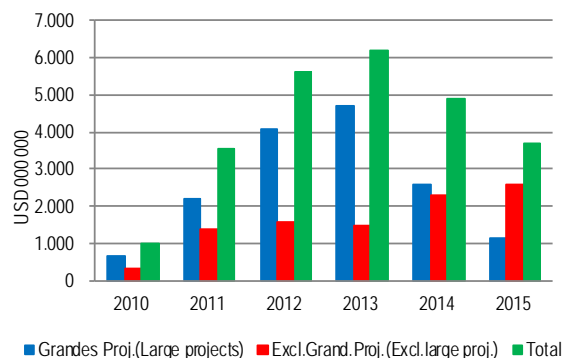


Fonte (Source): Banco de Moçambique, Standard Bank

Desde finais de 2014 que a conta corrente da balança de pagamentos exerce uma pressão sobre as reservas internacionais, o que reflectiu em grande medida a resistência das autoridades em deixar que o Metical se depreciasse mais cedo e que poderia ter ajudado a não agravar o desequilíbrio das contas externas.

Since the end of 2014, the BoP CA deficit has been pressurizing international reserves, which reflects to a large extent, authorities' resistance in allowing for an earlier depreciation of the Metical that could have helped to reduce external imbalances.

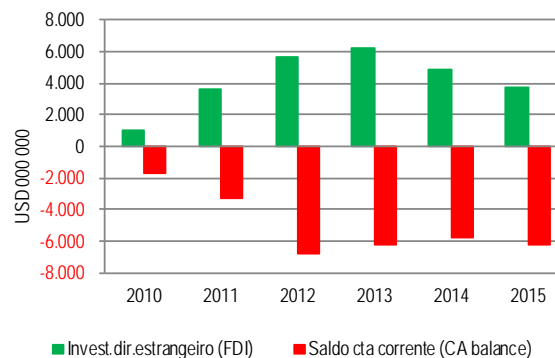
Investimento directo estrangeiro (IDE)
Foreign direct investment (FDI)



Fonte (Source): Banco de Moçambique, Standard Bank

Essa pressão sobre a conta corrente ocorre num período de abrandamento dos influxos de investimento directo estrangeiro, para reflectir o fim da fase inicial de investimento nos grandes projectos do carvão e da prospecção do gás natural, e o atraso do arranque do investimento para o desenvolvimento dos projectos de gás natural da bacia do Rovuma.

Investimento directo estrangeiro (IDE) & conta corrente
Foreign direct investment (FDI) & conta corrente (CA)

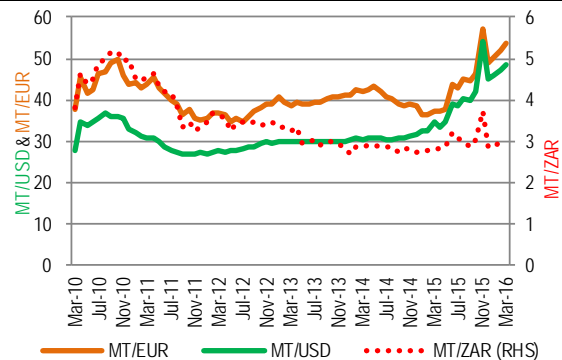


Fonte (Source): Banco de Moçambique, Standard Bank

The current account pressure occurs in a period where FDI inflows are slowing down to reflect the end of initial investments in the large coal projects and natural gas prospection, and a delay in the investments for the development of gas projects.

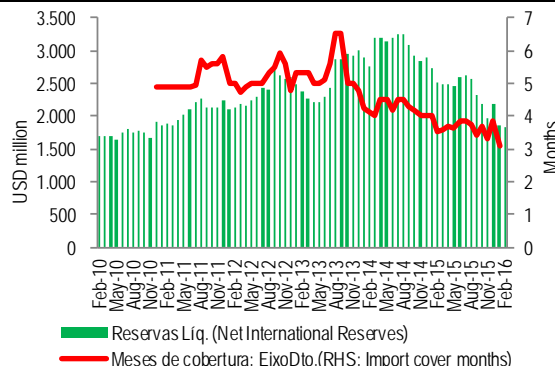
As international reserves declines, the Metical maintains a depreciating bias and seems to be searching for a new equilibrium between USD/MZM 55 and USD/MZM 60, as indicated by recent transactions at levels experienced November last year.

Taxas de câmbio do Metical no MCI
Interbank foreign exchange market (MCI) Metical fx rates



Fonte (Source): Banco de Moçambique, Standard Bank

Reservas internacionais líquidas & cobertura de import.
Net international reserves & import cover



Fonte (Source): Banco de Moçambique, Standard Bank

Com as reservas internacionais em queda, o Metical mantém uma tendência de depreciação, com as transacções mais recentes a indicarem que está à procura de um novo equilíbrio entre MZM/USD 55 e 60, níveis experimentados em Novembro do ano passado.

Considerando as taxas de câmbio de fecho de 15 de Março do Mercado Cambial Interbancário (MCI), de MZM/USD 48.3, MZM/EUR 53.7 e MZM/ZAR 3.1, nota-se que o Metical se depreciou desde o início do ano, 7.5% contra o Dólar, 9.5% face ao Euro e 6.1% em relação ao Rand, o que traduz depreciações anuais de 39.6%, 44.4% e 7.4%, respectivamente.

Estas taxas de câmbio do MCI divergem substancialmente das praticadas nas transacções para montantes acima dos U\$5000.

À semelhança de outros bancos centrais da região, espera-se que o BM introduza novas medidas administrativas para estabilizar o Metical, mas o câmbio em si não resolve os desequilíbrios e as atenções viram-se para o impacto negativo que a falta de liquidez em moeda externa tem sobre a economia.

As agências internacionais de *rating*, S&P e Moody's efectuaram o *downgrade* da notação de risco de Moçambique, com a primeira a considerar que está eminente a alteração das condições iniciais da dívida da EMATUM e a segunda a indicar que espera que as reservas internacionais continuem a baixar.

Este *downgrade* ocorre numa altura em que o Governo está a renegociar o perfil de reembolso da dívida da EMATUM para aliviar a pressão sobre as contas externas.

Taking into account the 15th of March closing interbank foreign exchange (fx) average rates of USD/MZM 48.3, EUR/MZM 53.7 and ZAR/MZM 3.1, the Metical lost since the beginning of the year, respectively, 7.5% to the Dollar, 9.5% to the Euro and 6.1% to the Rand with annual depreciations of respectively 39.6%, 44.4% and 7.4%, y/y.

These MCI averages diverge substantially from the fx rates on the large transactions, defined as above the equivalent of U\$5000 which illustrates fx liquidity pressures.

Following the experience of other central banks in the region, we expect Banco de Moçambique to issue additional administrative measures to limit the Metical losses, but exchange rate itself does not address the imbalances. We see concerns shifting towards fx liquidity pressures, which may have a higher negative impact on economic activity.

International rating agencies, S&P and Moody's downgraded Mozambique's ratings, with the first indicating that it is imminent a debt exchange, which refers to EMATUM and the second indicating that expects international reserves to continue to decline. This occurs in a period were Mozambican Government is negotiating with Ematum bond holders, an extension of the repayment profile of the debt which reflects the need to alleviate foreign exchange liquidity constrains.

In South Africa, SARB decided to lift interest rates by 25bp, showing commitment to the inflation target, in a week were Moody's placed SA ratings for review.

In Mozambique, sovereign debt is expected to breach nominal sustainability limits of

Na vizinha África do Sul, O Banco Central (SARB) aumentou a taxa de juro em 25pb, o que reforça o seu compromisso com o objectivo de inflação, numa altura em que a Agência Moody's colocou o *rating* do país em revisão.

Em Moçambique, a dívida pública apresenta sinais de *stress*, prevendo-se que ultrapasse o limite nominal de sustentabilidade de 70% do PIB este ano, considerando o impacto cambial.

Finanças públicas sob pressão

Dados preliminares sobre a execução orçamental de 2015 indicam uma cobrança de receitas de MT 159.8bl (U\$ 3.5bl ao câmbio do fecho do ano), muito próxima da meta, mas ao contrário do que se observou em anos anteriores, não superou a meta.

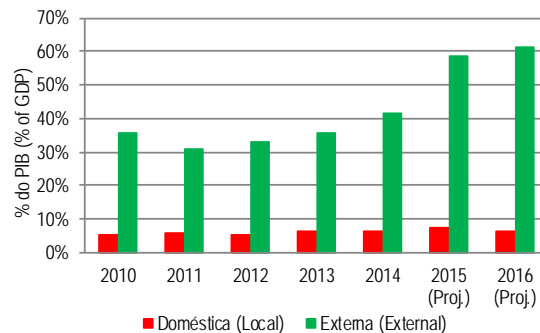
A desaceleração da actividade económica este ano pode traduzir-se numa cobrança de receitas muito inferior aos MT 176.4bl previstos no Orçamento Geral do Estado (OGE), o que irá comprometer a execução da despesa orçamentada em MT 228.2bl, excluindo o reembolso de empréstimos, que resulta num défice de MT51.8bn (em torno de um bilião de Dólares), antes de donativos e empréstimos líquidos.

Considerando os fracos recursos ao dispor do Governo para gerir o impacto das mudanças climáticas, pode ser que o executivo decida lançar um apelo internacional para acudir as populações afectadas.

Este cenário é mais provável se a situação da seca no sul e cheias no norte se mantiver, num ano em que a produção agrícola referente à primeira safra é tida como perdida em várias regiões do país.

70% of GDP this year as the Metical experiences further depreciation.

Saldo de dívida do Governo
Sovereign debt stock



Fonte (Source): Governo de Moçambique, Standard Bank

Government finances under pressure

Preliminary data on fiscal performance for 2015 indicates that revenue collection came at MT 159.8bn (U\$ 3.5bn at year end exchange rate) close to the target, but unlike previous years, not higher than the budgeted figure.

The ease in economic activity could result in a much lower revenue collection than the budgeted figure of MT 176.4bn for this year. This would compromise the execution of budgeted expenditure targeted at MT 228.2bn when excluded principal reimbursement of Government loans. Overall deficit is targeted at MT 51.8 (around U\$1 billion) before grants and net loans.

Taking into account the low level of resources to deal with the climate change effects, we may see the Government deciding to launch an international aid request to assist affected populations if the drought in the south and floods in the north persists, in a country where more than 70% of the families live from agriculture and more than 50% of the population is poor.



Anexo (Appendix): Indicadores Macroeconómicos (Macroeconomic Indicators)

Indicadores (Indicators)	Unidade (Unit)	Escala (scale)	2013	2014	2015(*)	2016(*)	2017(*)	2018(*)	2019(*)
PIB nominal (Nominal GDP)**	MZN	10 ⁶	482.233,0	535.533,0	595.649,0	680.487,0	780.695,7	888.368,1	1.017.000,0
PIB nominal (Nominal GDP)**	USD	10 ⁶	16.101,3	16.949,9	13.251,4	13.609,7	15.613,9	17.767,4	20.340,0
PIB real (Real GDP)**	MZN	10 ⁶	394.124,0	422.582,0	449.204,7	473.910,9	497.606,5	532.438,9	575.034,0
PIB real (Real GDP)**	variação % (% change)		7,1	7,2	6,3	5,5	5,0	7,0	8,0
PIB per capita (Per capita GDP)	MZM		19.791,1	21.385,5	23.151,9	25.753,0	28.777,7	31.905,3	35.595,1
PIB per capita (Per capita GDP)	USD		660,8	676,9	515,1	515,1	575,6	638,1	711,9
População (Population)	habitantes (Inhabitants)	10 ⁶	24,4	25,0	25,7	26,4	27,1	27,8	28,6
Inflação média (Average Inflation) - Maputo	variação % (% change)		4,2	2,3	2,4	15,9	13,0	9,8	5,6
Inflação fdp (Inflation end of period) - Maputo	variação % (% change)		3,0	1,1	11,1	14,2	12,6	9,0	2,5
Inflação média (Average Inflation) - Moç.	variação % (% change)		4,3	2,6	3,6	15,6	13,0	9,8	5,6
Inflação fdp (Inflation end of period) - Moç.	variação % (% change)		3,5	1,9	10,6	14,7	12,6	9,0	2,5
Taxa de câmbio média (Average exchange rate)	MZN/USD		29,9	30,8	38,9				
	variação % (% change)		5,7	2,7	26,3				
Taxa de câmbio fdp (End of period exchange rate)	MZN/USD		30,0	31,6	45,0				
	variação % (% change)		1,5	5,5	42,3				
Taxa de juro dos Bilhetes do Tesouro (3M, fdp) 3 Month-Treasury Bills interest rate, end of period)	por cento (percentage)		5,2	5,4	7,8	12,6	14,4	9,9	8,1
Taxa de juro da FPC (fdp-fim de período) (Central Bank overnight lending rate, end of period)	por cento (percentage)		8,3	7,5	9,8	14,0	16,0	11,0	9,0
Taxa de juro prime média do mercado (Market average prime lending rate)	por cento (percentage)		15,0	14,8	15,4	19,0	21,0	16,0	14,0
Défice da conta corrente (Current account deficit)	% do PIB (% of GDP)	%	(38,8)	(34,2)	(46,7)				
Exportações de bens (Exports of goods)	USD	10 ⁶	4.122,6	3.916,4	3.372,2				
Importações de bens (Imports of goods)	USD	10 ⁶	(8.479,5)	(7.951,7)	(7.565,1)				
Reservas Intern. Brutas (Gross Inter. Reserves)	USD	10 ⁶	3.191,9	3.072,0	2.472,3				
Reservas Internac. Liq. (Net Internat. Reserves)	USD	10 ⁶	2.995,6	2.882,0	2.195,6	2.251,0			
Cobertura importações exc.g.p. (Import cover excl)	meses (months)		4,8	4,0	3,8	4,3			
M3, massa monetária (M3, money supply)	variação % (% change)		16,3	22,2	26,1	12,0			
Crédito à economia (Private sector credit ext.	variação % (% change)		28,7	28,3	19,3	17,5			
Base monetária (Reserve money)	variação % (% change)		15,7	20,5	29,0	12,0			
Receita do Estado (Gov.Total Revenue) (***)	% of GDP	%	26,2	29,2	27,0	25,9			
Despesa Funcion. (Current Expenditure) (***)	% of GDP	%	19,8	22,1	20,2	20,0			
Despesa Investimento (Capital Expenditure) (***)	% of GDP	%	15,0	16,3	14,0	12,3			
Oper.Financeiras.Act.(Net Lending to SOEs) (***)	% of GDP	%	2,2	3,1	1,7	1,2			
Despesa Total (General Gov.Expenditure) (***)	% of GDP	%	37,0	41,5	35,9	33,5			
Défice Global (Overall Balance) (***)	% of GDP	%	(10,8)	(12,3)	(8,9)	(7,6)			
Donativos (Grants) (***)	% of GDP	%	6,3	4,5	3,4	3,6			
Défice Após Donat.(Overall Bal.After Grants) (***)	% of GDP	%	(4,6)	(7,8)	(5,5)	(4,0)			
Financiam.Externo (Net External Financing) (***)	% of GDP	%	5,5	8,8	5,2	4,2			
Financiam.Interno (Net Domestic Financing) (***)	% of GDP	%	(1,0)	(1,1)	0,3	(0,2)			
Juro Dívida Doméstica (Inter. Domestic Debt)(***)	% of GDP	%	0,5	0,5	0,7	1,1			
Juro Dívida Externa (Interest External Debt)(***)	% of GDP	%	0,4	0,4	0,5	0,8			
Saldo Primário Doméstico Antes de Donativos (Domestic Primary Balance Before Grants) (***)	% of GDP	%	0,1	(0,6)	0,3	1,6			
Saldo Primário Global Após Donativos (Primary Balance After Grants) (***)	% of GDP	%	(3,7)	(6,8)	(4,3)	(2,1)			
Dívida Pública Externa (External Public Debt) (***)	USD	10 ⁶	5.783,5	7.044,0	7.738,7	8.309,5			
Dívida Pública Externa (External Public Debt) (***)	% of GDP	%	35,9	41,6	58,4	61,1			
Dívida Pública Interna (Domestic Public Debt) (***)	MZN	10 ⁶	29.726,1	34.822,0	44.805,0	43.279,1			
Dívida Pública Interna (Domestic Public Debt) (***)	% of GDP	%	6,2	6,5	7,5	6,4			

Fontes (Sources): Standard Bank, Banco de Moçambique, Governo de Moçambique, INE, FMI

Notas notes: (*) Dados a cinzento indicam previsão, estimativa (Figures in grey indicates forecast, estimate)

(**) Ano base do PIB alterado de 2003 para 2009 em Jul2014 (GDP base year changed from 2003 to 2009 in July2014)

(***) Histórico = Conta Geral do Estado (Government General Account), Orçamento Geral do Estado (Government General Budget), Projeções (Projections)

Nota

Este documento foi preparado com base em informação de fontes que o Grupo Standard Bank acredita e são confiáveis. Apesar de todo o cuidado ter sido tomado na elaboração deste documento, nenhum analista ou membro do Grupo Standard Bank fornece qualquer garantia ou aceita qualquer responsabilidade sobre a informação contida neste documento. Todas as opiniões, previsões e estimativas contidas neste documento podem ser alteradas após a sua publicação e a qualquer momento, sem aviso prévio. O desempenho histórico não é indicativo de resultados futuros. Os investimentos e estratégias discutidos aqui podem não ser adequados para todos os investidores ou qualquer grupo particular de investidores. Este documento foi elaborado para efeitos informativos, apenas para clientes do Standard Bank ou potenciais clientes e não deve ser reproduzido ou distribuído a qualquer outra pessoa sem o consentimento prévio de um membro do Grupo Standard Bank. O uso não autorizado deste documento é estritamente proibido. Ao aceitar este documento, concorda ser guiado pelas limitações que existem ou que venham a existir. Copyright 2016 Standard Bank Group. Todos os direitos reservados.

Disclaimer

This research report is based on information from sources that Standard Bank Group believes to be reliable. Whilst every care has been taken in preparing this document, no research analyst or member of the Standard Bank Group gives any representation, warranty or undertaking and accepts responsibility or liability as to the accuracy or completeness of the information set out in this document. All views, opinions, estimates contained in this document may be changed after publication at any time without notice. Past performance is not indicative of future results. The investments and strategies discussed here may not be suitable for all investors or any particular class of investors. This report is intended solely for clients and prospective clients of members of Standard Bank Group and may not be reproduced or distributed to any other person without the prior consent of a member of the Standard Bank Group. Unauthorized use or disclosure of this document is strictly prohibited. By accepting this document, you agree to be bound by the foregoing limitations. Copyright 2016 Standard Bank Group. All rights reserved.