

## Política Monetária chinesa aponta para um “pouso suave”

Por **Gilberto Borça Jr.**  
Economista e gerente da APE

**Crescimento menor com rigidez cambial pode gerar superávit comercial maior na China**

A economia mundial encontra-se, atualmente, no segundo ano de recuperação da pior crise financeira desde a Grande Depressão da década de 1930. Durante a fase mais intensa da turbulência internacional, entre o final de 2008 e o início de 2009, houve uma ampla coordenação entre os países no que tange à realização das políticas econômicas. Utilizou-se, de maneira intensa, um arsenal de instrumentos fiscais e monetários para evitar uma queda ainda mais pronunciada da atividade econômica. Todo esse esforço mostrou-se suficiente para evitar uma nova grande depressão.

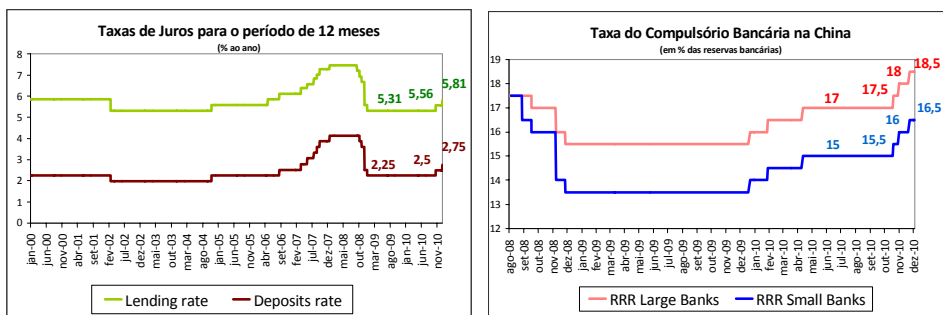
No entanto, passado o momento

mais agudo da crise, a trajetória de recuperação das economias tem ocorrido de maneira assimétrica. De forma geral, enquanto os países avançados continuam a enfrentar forte restrição creditícia, elevados níveis de desemprego e tendências deflacionárias, as economias emergentes recuperaram plenamente seus níveis de produção e emprego, tendo desafios opostos pela frente – elevado ritmo de expansão do crédito (com risco de bolhas), forte crescimento econômico, pressões inflacionárias e apreciação cambial.

Nesse sentido, ao mesmo tempo em que as principais economias avança-

Visão do Desenvolvimento é uma publicação da área de Pesquisas Econômicas (APE), do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. As opiniões deste informe são de responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente o pensamento da administração do BNDES.

## Gráfico 1: Taxas de Juros e Depósitos Compulsórios na China (var. % ao ano e em % das reservas bancárias)



Fonte: Bloomberg. Elaboração APE/BNDES

das (EUA, Zona do Euro, Japão e Reino Unido) continuam com suas taxas básicas de juros próximas de zero, além de em alguns casos, como nos EUA, adotarem novas medidas de afrouxamento monetário quantitativo (*quantitative easing 2* – QE2), muitos países emergentes já deram início a um ciclo de alta de juros. É o caso, por exemplo, de Brasil, Chile, Índia, Coreia do Sul e, mais recentemente, da China.

Com esse panorama em perspectiva, o objetivo dessa edição do Visão do Desenvolvimento é analisar o recente ciclo de aperto monetário implementado pela China, mapeando quais são seus fatores motivadores e os possíveis impactos para a economia mundial.

### Determinantes do aperto monetário chinês

Entre os meses de outubro e dezembro de 2010, o banco central da

China iniciou um processo de aperto das condições monetárias do país, elevando não apenas as taxas de juros em 50 *basis points*, mas também os depósitos compulsórios (*reserve requirement rate*) dos bancos em 150 *basis points*.

✓ Os juros foram elevadas em duas oportunidades. Primeiramente, em meados de out/10, com a taxa dos empréstimos (*lending rate*), para o período de 12 meses, saindo de 5,31% a.a. para 5,56% a.a., enquanto a taxa de juros dos depósitos (*deposits rate*), para o mesmo período de 1 ano, foi elevada de 2,25% a.a. para 2,5% a.a.. Posteriormente, em dez/10, os juros dos empréstimos atingiram 5,81% a.a., e os juros dos depósitos foram elevados para 2,75% a.a..

✓ Os depósitos compulsórios foram elevados em três oportunidades. Primeiramente em meados de outubro em 50 *basis points*, com a taxa saindo de 17% para 17,5% para os

maiores bancos, e de 15% para 15,5% para os bancos menores. Posteriormente, no dia 19 de novembro, em mais 50 *basis points*, com a taxa atingindo 18% para os bancos maiores, e 16% para os bancos menores. Finalmente, em 10 de dezembro, as taxas foram novamente elevadas em 50 *basis points*, atingindo 18,5% para os grandes bancos, e 16,5% para os pequenos bancos (Gráfico1). Estima-se que essas medidas de elevação dos depósitos compulsórios tenham retirado mais de RMB 350 bilhões do mercado interbancário chinês.

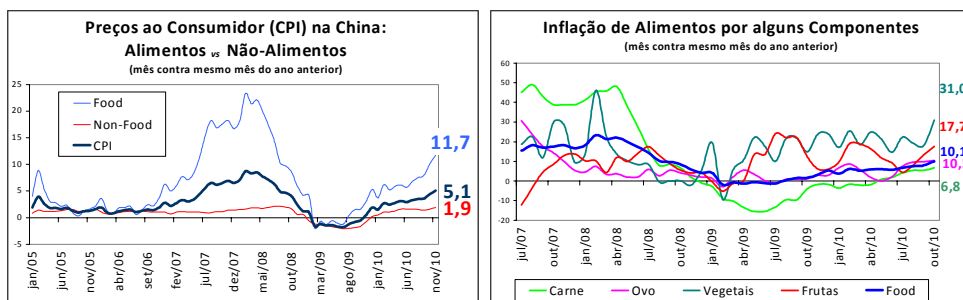
Ao nosso entender, o processo de aperto da política monetária chinesa tem a intenção de trazer o crescimento da economia para uma trajetória mais equilibrada. O sucesso do pacote anticrise implementado pela China – colocado em prática em novembro de 2008 na esteira da crise internacional, com gastos de quase RMB 4 trilhões ou US\$ 600 bilhões

– e a aceleração da atividade econômica subsequente, gerou temores, em meados de 2010, de um superaquecimento na economia. Nesse momento, três preocupações parecem estar em pauta para os gestores da política econômica chinesa: i) a elevação da inflação ao consumidor, liderada pela alta dos alimentos; ii) o aquecimento do mercado imobiliário; e iii) o ritmo de crescimento do crédito bancário doméstico.

## Inflação

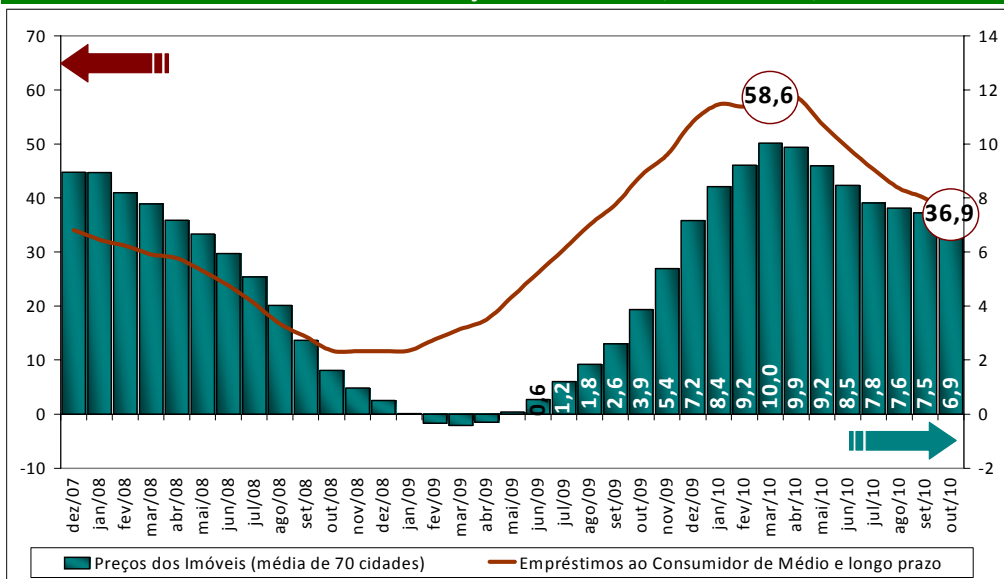
A inflação ao consumidor na China atingiu seu nível mais elevado em 28 meses na comparação interanual, chegando a 5,1% em nov/10. Esse resultado, conforme mostra o Gráfico 2, foi impulsionado pela forte alta nos preços dos alimentos, que atingiu 11,7% nessa mesma base de comparação. A inflação ao consumidor, excluindo os itens ligados à alimentação, foi de apenas 1,9%.

**Gráfico 2: Taxa de Inflação ao Consumidor na China: Alimentos vs não-Alimentos (var. % m/m-12)**



Fonte: Bloomberg. Elaboração APE/BNDES

**Gráfico 3: Taxa de Crescimento dos Empréstimos de Médio e Longo prazo ao Consumidor e dos Preços dos Imóveis (var. % m/m-12)**



Fonte: Bloomberg. Elaboração APE/BNDES

Esse resultado foi influenciado, em boa medida, pela alta de preços de vegetais e frutas, isto é, foram decorrentes de choques de oferta advindos de enchentes e quebra de safras em algumas regiões do país. Além disso, não se pode esquecer o impacto altista nos preços das *commodities* da nova rodada de afrouxamento da política monetária norte-americana (*quantitative easing 2 - QE2*).

Embora as pressões inflacionárias estejam concentradas no setor de alimentos, pode haver alguma contaminação das expectativas inflacionárias sobre o índice geral de preços, uma vez que o item alimentação represen-

ta cerca de 1/3 da inflação ao consumidor. Nesse sentido, em conjunto com o aperto na política monetária, as autoridades chinesas adotaram uma série de medidas de controles de preços de alimentos, tentando evitar a continuidade de sua trajetória de alta. Exemplos dessas medidas foram a expansão da oferta de itens como vegetais, grãos, açúcar e óleo de cozinha a partir das reservas do Estado; subsídios para os grupos de mais baixa renda (mais afetado com a alta de alimentos); repressão a compras especulativas no setor de alimentos; e a imposição de limites temporários de preços a itens de importância diária.

## Aquecimento do mercado imobiliário

Enquanto as autoridades tentam manter inflação ao consumidor sob controle, há também preocupações quanto ao aquecimento do mercado imobiliário. Em março de 2010, a taxa de crescimento dos preços dos imóveis - que correspondem a uma média que abrange 70 cidades chinesas - atingiu 10,0% *vis-à-vis* o mesmo período do ano anterior.

Juntamente com os aumentos de juros nas taxas de recolhimento compulsório, as políticas adotadas pelas autoridades chinesas para conter a elevação dos preços dos imóveis vêm se concentrando em algumas medidas administrativas. Em abril, houve elevação das taxas de juros das hipotecas e dos pagamentos mínimos das entradas dos financiamentos imobiliários. Em setembro de 2010, o pagamento mínimo na entrada do

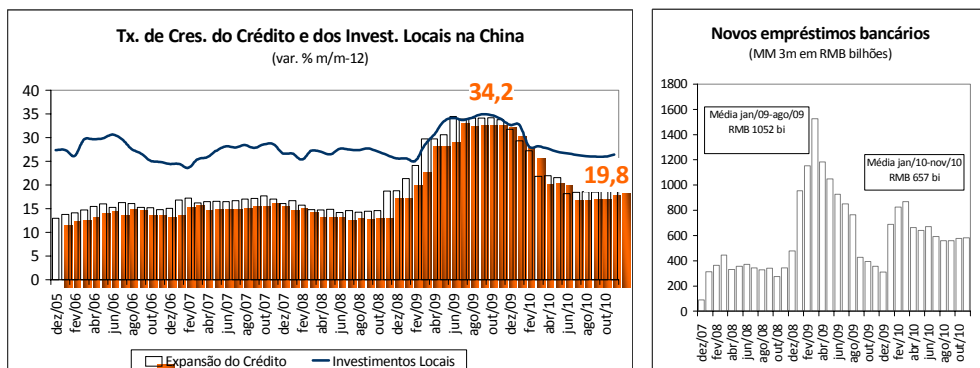
financiamento hipotecário para a compra da primeira casa se elevou de 20% para 30% do valor do imóvel. Para a compra da segunda casa, elevou-se de 40% para 50%. Além do mais, os bancos estão proibidos de disponibilizarem crédito para a compra da terceira casa.

Essas medidas já começam a fazer efeito. O Gráfico 3 mostra o declínio na taxa de crescimento dos empréstimos de médio e longo prazo ao consumidor, que em boa medida são formados por financiamentos imobiliários, saindo de 58,6% em março de 2010 para 36,9% em outubro. Os preços dos imóveis, nesse mesmo período, também desaceleraram, saindo de 10% para 6,9%.

## Ritmo de crescimento do crédito

O governo também vem procurando reduzir o ritmo de expansão do

**Gráfico 4: Taxa de Crescimento dos Empréstimos do Estoque de Crédito Bancário e das Novas concessões na China (var. % m/m-12 e média móvel 3 meses (MM 3m))**



Fonte: Bloomberg. Elaboração APE/BNDES

crédito para equilibrar a trajetória de crescimento da economia. Como mostra o Gráfico 4, a alta do crédito chegou a 34,2% em out/09, após forte política expansionista implementada pelas instituições públicas para acelerar o crescimento dos investimentos (locais, i.e., nas províncias) em infraestrutura. Um ano depois, influenciada pelas medidas restritivas das autoridades, ela atingiu 19,3% (Gráfico 4).

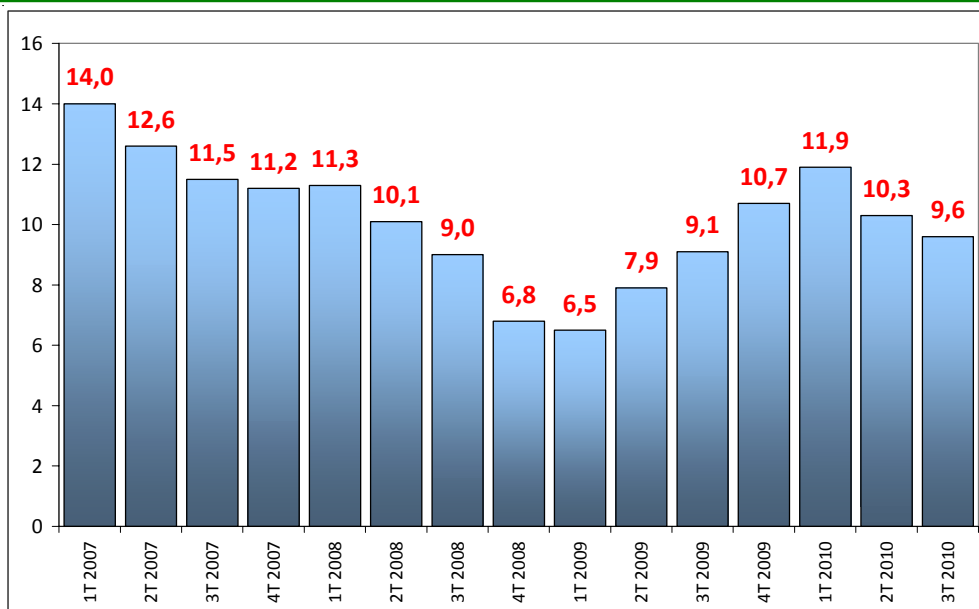
Nos 10 primeiros meses de 2010, os bancos chineses realizaram empréstimos líquidos da ordem de RMB 6,88 trilhões (ou US\$ 1 trilhão). De acordo com estimativas do IIF (Institute of International Finance), esse valor está RMB 620 bilhões (ou US\$ 90 bilhões) aquém do

indicativo alvo de RMB 7,5 trilhões (ou US\$ 1,1 trilhão) para a totalidade do ano de 2010. Há, conforme fica claro no Gráfico 4, uma tentativa de arrefecer a concessão de novos empréstimos.

## Perspectivas

Em função da relutância do governo chinês em apreciar de forma mais intensa sua taxa de câmbio para combater as pressões inflacionárias e o aquecimento no mercado imobiliário, a utilização dos instrumentos de política monetária tende a crescer em importância. As projeções de mercado indicam que, mesmo com a desaceleração, a taxa de crescimento

**Gráfico 5: Taxa de Crescimento da China**  
(var. % trimestre contra mesmo trimestre do ano anterior)



Fonte: IIF, OCDE, FMI e Bloomberg. Elaboração APE/BNDES

**Tabela 1: Previsão para a Taxa de Crescimento da China 2010 e 2011**  
(var. % ao ano)

	<b>2010</b>	<b>2011</b>
IIF	10,0	9,5
OCDE	10,5	9,7
FMI	10,5	9,6
18 Instituições privadas (*)	10,0	9,0

(\*) representa a mediana das expectativas de mercado de 18 instituições coletadas pela Bloomberg.

Fonte: IIF, OCDE, FMI e Bloomberg. Elaboração APE/BNDES

da economia chinesa é, e continuará elevada (Gráfico 5 e Tabela 1). Assim, a expectativa é de que haja novas rodadas de aperto monetário, em especial a elevação dos depósitos compulsórios para o enxugamento da liquidez excessiva (intervenções esterilizadas) advinda do superávit de balanço de pagamentos.

O ajuste fino da política macroeconômica e o *soft landing* da China terão algumas implicações importantes sobre o resto do mundo e para a dinâmica de recuperação da economia mundial:

✓ A conjugação de menor crescimento da demanda doméstica com a rigidez da política cambial, tenderá a gerar um excedente exportável chinês ainda maior. Isso significa que a China continuará a incorrer em expressivos superávits comerciais, reduzindo demanda efetiva global e, por conseguinte, a sua contribuição para a recuperação da atividade econômica mundial. Isso significa que a retração

da demanda dos países avançados – que enfrentam problemas de desalavancagem e ajustes patrimoniais – não será compensada por uma maior demanda chinesa. Haverá, portanto, uma lacuna de demanda agregada a nível mundial que prolongará o processo de recuperação global.

✓ Além disso, a trajetória de aperto monetário da China tende a mitigar os efeitos altistas do QE2 americano nos preços internacionais das *commodities*. Um menor ritmo de crescimento da China levará a uma menor demanda por *commodities*, gerando uma tendência de acomodação nos preços dos principais produtos básicos.

✓ Esse fato poderá gerar efeitos negativos na evolução líquida do comércio exterior brasileiro, uma vez que o desempenho das exportações, no período pós-crise internacional, tem sido caracterizado tanto pela majoração dos preços dos bens exportados, quanto pela estagnação de seu quantum.



Se você quer receber os próximos números desta  
publicação envie e-mail para  
*[visao.do.desenvolvimento@bndes.gov.br](mailto:visao.do.desenvolvimento@bndes.gov.br)*.