

Baixando a inflação nas economias em transição

O papel do ajuste do preço relativo

SHARMINI COOREY, MAURO MECAGNI E ERIK OFFERDAL

Muitas economias em transição não têm conseguido baixar a inflação de forma sustentada. O crescimento monetário tem-se apresentado como um dos fatores dominantes. O ajuste do preço relativo e os choques de salários nominais também têm levado parte da culpa, mas é possível modificar o seu impacto por meio das políticas monetária e cambial.

MUITAS ECONOMIAS em transição tiveram êxito na redução de taxas muito elevadas de inflação para 15-30% ao ano. Mas poucas conseguiram baixar a inflação para 10% ou menos de forma sustentada. São as políticas financeiras frouxas e as fortes pressões salariais — os culpados de sempre — que alimentam a inflação nos países em transição ou existem forças peculiares a essas economias que dificultam a redução rápida do nível da inflação? Seria o contínuo ajuste do preço relativo — um processo necessário nas economias em transição — o responsável por não se conseguir sustentar taxas baixas de inflação?

Quando os ajustes do preço relativo são um fator importante, a redução da inflação para níveis baixos nesses países pode estar

associada com algum custo em função do crescimento. Nos países em que os choques de preço relativo são significativos, rápidas reduções na inflação tendem a produzir uma perda maior de produção quando os agentes econômicos cujos preços não aumentaram resistem ou enfrentam custos no ajuste de seus próprios preços. Quando os preços são “rígidos”, o seu ajuste na baixa normalmente ocorre por meio de desemprego e recessão ou, nas economias em rápido crescimento, por meio de uma desaceleração temporária no crescimento. Como a transformação estrutural está associada com grandes choques de preço relativo que podem tornar cara a desinflação no curto prazo, os países em transição precisam cuidar para que as tentativas de atingir metas de inflação baixa não resultem em atrasos nas reformas estruturais. O adiamento das reformas estruturais possivelmente abreviará a existência das conquistas na redução da inflação, posto que as pressões econômicas se farão inevitavelmente sentir e conduzirão a ataques renovados da inflação. (Por exemplo, a manutenção dos preços de serviços públicos artificialmente deprimidos pode exigir subsídios fiscais insustentáveis que criam pressões inflacionárias.)

Qual é o vínculo?

De acordo com a teoria clássica da economia, as mudanças nos preços relativos são causadas por choques reais e não devem necessariamente levar a um aumento global no nível dos preços — ou seja, à inflação. Não obstante, desde a década de 20 tem-se observado um vínculo entre a inflação e a variação dos preços relativos nas economias de mercado. Mas a medição da

variabilidade do preço relativo de forma objetiva e coerente entre os países não é uma tarefa simples, sendo uma de suas causas mais importantes a falta de dados comparáveis. A literatura define a mudança do preço relativo de um bem em relação a um índice de preços agregados, como o índice de preços ao consumidor (IPC). Assim, se a taxa de inflação do pão excede a taxa de inflação global do IPC, pode-se dizer que o preço relativo do pão aumentou.

Segue daí que grandes mudanças do preço relativo resultam em uma dispersão maior de taxas de inflação de bens ou serviços individuais (*commodities*) ao redor da taxa de inflação do índice global — ou seja, um aumento na *variância* das taxas de inflação das *commodities* individuais (diagrama 1). É de se esperar que os países que liberalizam preços e empreendem reformas estruturais substanciais apresentem uma variância maior na distribuição das taxas de inflação de suas *commodities* do que os países plenamente liberalizados ou os que não enveredaram pelo caminho das reformas. A questão da associação do ajuste do preço relativo com a inflação global pode, então, ser analisada empiricamente em função de as mudanças na variação da *commodity* individual relacionarem-se ou não sistematicamente com mudanças na taxa de inflação do IPC (diagrama 2).

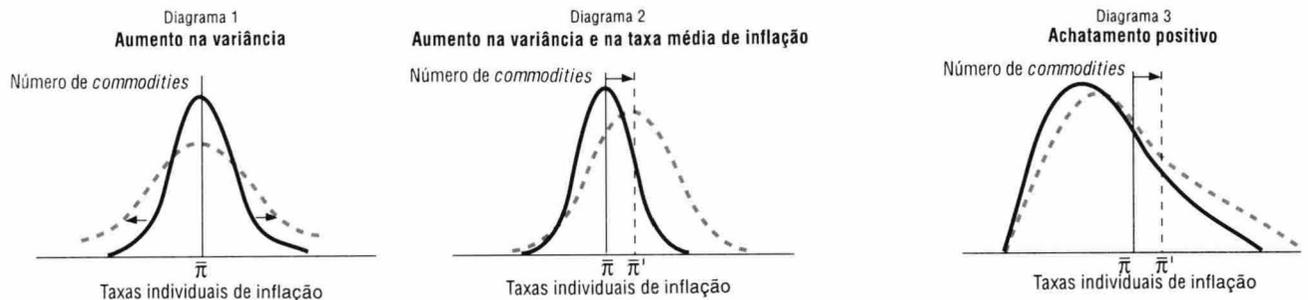
Mas a variância não é tudo. A literatura recente sobre o assunto sugere que, no caso de os choques de preço relativo causarem inflação — em vez de revertê-la —, observa-se uma distribuição das taxas de inflação da *commodity* com achatamento na direção positiva (diagrama 3). Isso se deve ao fato de que um aumento somente na variância não faz necessariamente a infla-

Sharmini Coorey,
do Sri Lanka, é assistente do diretor do
Departamento da Ásia e do Pacífico do FMI.

Mauro Mecagni,
da Itália, é representante residente do FMI no
Egito.

Erik Offerdal,
da Noruega, é representante residente do FMI
no Vietnã.

Qual é o vínculo entre as mudanças de preço relativo e a inflação?



Fonte: Coorey, Sharmini; Mecagni, Mauro & Offerdal, Erik. 1996.
 $\bar{\pi}$ = a taxa média de inflação do índice de preços ao consumidor.

ção acelerar-se quando o aumento nos preços de certos bens são compensados pelo declínio dos preços de outros. Todavia, quando o ajuste do preço é rígido — ou porque os produtores e os assalariados resistem em baixar os seus preços ou porque existem custos para a mudança dos preços (“custos do menu”) —, choques de preço relativo levam à elevação da inflação. Neste caso, a distribuição das taxas de inflação da *commodity* se caracterizaria por alguns aumentos maiores de preço que excedem (“puxam”) a inflação global, enquanto a maioria das mudanças de preço se agruparia ligeiramente abaixo da média. Dessa forma, um achatamento positivo na distribuição das taxas de inflação de *commodities* individuais forneceria, *prima facie*, a evidência de grandes choques de preço relativo e rigidez de preço na baixa.

A intensidade do ajuste

À luz dessas considerações, analisamos as distribuições das taxas de inflação para *commodities* que compõem o IPC de 21 economias em transição no Báltico, no Leste europeu e na ex-URSS do primeiro trimestre de 1992 até o terceiro trimestre de 1995. A análise oferece as seguintes conclusões:

- As distribuições da inflação nas economias em transição apresentam um elevado grau de variância, indicando a ocorrência de ajustes significativos do preço relativo ao longo do período de transição, que vão muito além do estágio inicial de liberalização abrangente. Tipicamente, a variância do preço relativo aumenta de forma acentuada no início do período de transição, coincidindo com a liberalização inicial. Embora a variância decline em seguida, ela permanece elevada em relação às economias de mercado. Mesmo no final do processo em 1995, a variância do preço relativo nas economias em transição, com poucas exceções (a República Tcheca, por exemplo), permanecia significativamente mais alta do que nas economias de mercado. Isso era verda-

de até mesmo para países, como a Estônia e a Polônia, que liberalizaram de forma abrangente no início da transição — se bem que a variância nesses casos tende a ser mais baixa do que para a maioria dos reformadores graduais, como a Moldova e a Rússia (gráfico 1).

- As distribuições de inflação nas economias em transição são com freqüência altamente achatadas na direção positiva, o que sugere — como se viu acima — que os preços individuais são rígidos na baixa e que alguns poucos choques significativos de preço relativo são subjacentes à inflação. Além do mais, uma análise mais detida de cinco países — Estônia, Moldova, Polônia, República Tcheca e Rússia — mostra que isso não é simplesmente o resultado de choques aleatórios de preço, mas antes de ajustes sustentados do preço relativo.

- A análise de dados dos cinco países sugere que os choques de preço relativo têm causas diferentes em diferentes estágios da transição. A arrancada inicial da variância (que freqüentemente coincide com uma aguilhoada da inflação) no começo do processo de transição tende a coincidir com períodos de intensa liberalização de comércio e preços, reforma fiscal e choques de relações de troca. Ao contrário, nos últimos estágios da transição, os preços dos serviços com uso intensivo de capital (por exemplo, moradia, serviços públicos e transporte) aumentam em relação aos outros preços. A recuperação dos custos tende a afetar a determinação dos preços desses tipos de serviços (que em muitos casos são fornecidos pelo setor público) de forma mais gradual do que afeta a fixação de preços de outros bens e serviços — em particular, bens comerciáveis, que estão sujeitos à concorrência internacional. Isso é coerente com a noção de que os ajustes de preços para esses serviços são mais acentuados nos derradeiros estágios da transição, quando as rendas reais dos consumidores aumentaram, porque os pro-

dutores reavaliam os seus ativos e se recapitalizam para atender ao crescimento da demanda.

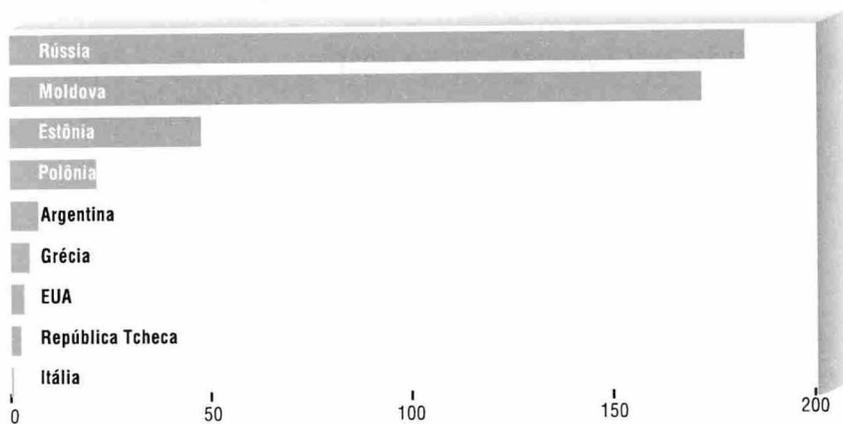
Influências sobre a inflação

Outras variáveis macroeconômicas condicionam a relação entre o ajuste do preço relativo e a inflação. Em particular, os choques de preço relativo terão um efeito maior sobre a inflação se forem acomodados por políticas monetárias. Dessa forma, o fato de que as taxas de inflação subiram mais nos EUA do que na Alemanha em seguida ao choque do petróleo do início dos anos 70 foi atribuído à postura menos propícia a acomodações da política monetária alemã. A constatação de que os choques de preço relativo têm efeito sobre a inflação mesmo depois do controle em relação ao crescimento monetário deve ser o resultado de um aumento na velocidade de circulação do dinheiro, pressupondo-se um crescimento da produção mais ou menos fixo durante o período relevante. Com efeito, os choques de preços afastam temporariamente os haveres em dinheiro real — ou seja, o estoque de dinheiro dividido pelo nível de preços — do equilíbrio até o público ser capaz de reajustar os seus haveres ao nível desejado. Nas economias em transição como nas economias de mercado, qualquer efeito de longo prazo sobre a inflação dependerá da rigidez do preço na baixa e da extensão da acomodação monetária.

Com essas considerações em mente, analisamos a associação entre o ajuste de preço relativo — conforme medido pela variância e pelo achatamento — e a inflação, controlando o impacto de diversos outros fatores — dinheiro, crescimento, aumentos de salários nominais, inércia e movimentos da taxa de câmbio real (Coorey, Mecagni & Offerdal, 1996). Os três grupos de países — os do Báltico, do Leste europeu e da ex-URSS — apresentaram padrões distintamente diversos, apesar de algumas semelhanças entre os 21 países da amostra.

A variabilidade do preço relativo é alta em certas economias em transição¹

(média dos três primeiros trimestres de 1995)



Fonte: Coorey, Sharmini; Mecagni, Mauro & Offerdal, Erik, 1996.

¹ Medida pela variância calculada como a soma ponderada dos desvios dos quadrados das taxas de inflação das commodities individuais a partir da taxa de inflação global ponderada, em logaritmos.

- O crescimento monetário desempenha um papel dominante na explicação da inflação nos três grupos. Na média, ele responde por cerca de um terço à metade da inflação do trimestre (gráfico 2). Os agregados monetários mais estreitamente associados com a inflação são moeda em sentido amplo (inclusive depósitos estrangeiros) e crédito interno do sistema bancário.

- Os choques de salário nominal têm um impacto substancial sobre a inflação em dois dos grupos, respondendo, na média, por cerca de um quinto a um quarto da inflação no Leste europeu e na ex-URSS. No entanto, as pressões salariais não parecem ter sido um fator significativo nos países do Báltico.

- O ajuste do preço relativo — conforme medido pela variância e pelo achatamento — tem um impacto estatisticamente significativo sobre a inflação, embora a magnitude do impacto varie mais por grupo de países e períodos da amostra do que acontece com as outras variáveis. Constatou-se que a variância do preço relativo está intimamente associada com os choques de salário da ex-URSS. A variância tem um impacto considerável sobre a inflação durante o período inicial de liberalização no Leste europeu, mas em geral o seu impacto decresce a partir daí. A contribuição estimada dos choques de preço relativo — medido pelo achatamento — é pequena no Báltico.

- Como já se viu, o indicador (variância e achatamento) que captura o efeito do ajuste do preço relativo sobre a inflação parece relacionar-se com o estágio da transição. Em geral, no Leste europeu e na ex-URSS a variância parece ser significativa durante a fase inicial da liberalização. Todavia, o achatamento, e não a variância, se torna significativo nos períodos pós-liberalização no Leste europeu e no Báltico, sugerindo que a rigidez de preços passa a ser um fator importante nos níveis intermediários de inflação.

- A inércia — capturada pela inflação defasada — é um fator significativo nos níveis intermediários da inflação e nos estágios finais da transição, sugerindo que a redução da inflação nesses estágios pode acarretar custos em termos de produção.

- Embora muitas economias em transição tenham experimentado acentuada valorização de suas taxas de câmbio reais, as estimativas não demonstram que a valorização real tem impacto significativo sobre a inflação.

Acomodação monetária

Como reconciliar a forte evidência do ajuste substancial e prolongado do preço relativo — conforme indicado pela alta variância e pelo freqüente achatamento acentuado — com o impacto direto estimado comparativamente limitado da variância e do achatamento sobre a inflação durante o período pós-liberalização no Báltico e no Leste europeu? Da mesma forma, por que a substancial valorização real experimentada por muitas economias em transição não apresenta uma associação estimada mais forte com a inflação? Uma das explicações é que

as estimativas captam apenas o impacto direto dos choques de preço relativo, inclusive o movimento da taxa de câmbio real, dentro de um dado trimestre. Se a acomodação monetária ocorresse durante o mesmo ou os trimestres subseqüentes, o efeito total desses choques sobre a inflação seriam captados pela variável do crescimento monetário. Assim, embora o ajuste e a valorização real substanciais do preço relativo sejam características das economias em transição, é provável que o impacto limitado sobre a inflação estimado para essas variáveis reflita uma rápida acomodação monetária.

Como ocorre essa rápida acomodação monetária? Uma análise mais detida das fontes do crescimento monetário nos cinco países é ilustrativa. Em países com âncoras cambiais — Estônia, Polônia e República Tcheca — quase todo o crescimento da base monetária, que fundamenta o aumento da moeda em sentido amplo, origina-se da acumulação de reservas internacionais pelo banco central, muitas vezes a passo acelerado (ver tabela). Isso sugere que, mesmo que esses países perseguissem políticas de aperto creditício, a acomodação monetária dos choques de preço relativo ocorreria via ingressos de capital por meio da balança de pagamentos. Na verdade, a República Tcheca parece ter tentado desacelerar a expansão da base monetária por meio de operações de considerável neutralização. Ao contrário, o crescimento monetário na Moldova e na Rússia — que não têm âncoras cambiais — reflete o crescimento do crédito interno pelo banco central em vez da acumulação de reservas oficiais.

Implicações para as políticas

A comprovação empírica sugere que o crescimento monetário é uma influência dominante sobre a inflação. Conquanto choques substanciais de preço relativo e rigidez de preço na baixa sejam evidentes em quase todas as economias em transição, o impacto estimado do ajuste de preço relativo sobre a inflação varia entre países e nos períodos de tempo. O impacto potencial do ajuste de preço relativo sobre a inflação depende das preferências e das rea-

Fontes do crescimento monetário, 1992-95¹

(taxas médias de crescimento por trimestre)

	República Tcheca	Polônia	Estônia	Moldova	Rússia
Moeda em sentido amplo	4,6	7,8	8,6	26,1	36,0
Base monetária	4,6	6,0	10,6	27,3	39,8
Ativos internos líquidos ^{2,3}	-17,8	1,4	-1,1	28,1	36,4
Reservas internacionais líquidas ³	22,4	4,6	11,7	-0,8	3,4

Fonte: Coorey; Mecagni & Offerdal, 1996.

¹ Do último trimestre de 1992 até o terceiro trimestre de 1995, com base no fim do período, exceto para a Polônia, para a qual os dados vão até o segundo trimestre de 1995.

² Derivados residualmente.

³ Contribuições para o crescimento na base monetária.

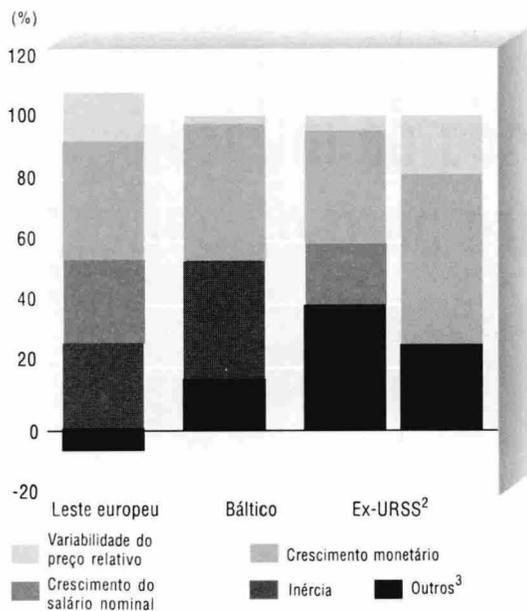
ções de políticas em cada país, em particular no que diz respeito à extensão da acomodação monetária. Quais são, então, as implicações para fins de políticas?

- Quando existe determinação de se usar a política monetária agressivamente, o ajuste do preço relativo não precisa criar um "piso" abaixo do qual não se pode reduzir a inflação. Os dados sugerem que para levar rapidamente a inflação a níveis baixos, as autoridades precisariam encurtar de forma acentuada a acomodação monetária. Mas mudanças consideráveis e contínuas do preço relativo poderiam, em princípio, compor o impacto adverso sobre o crescimento da política de aperto monetário suficiente para baixar a inflação, particularmente nos níveis intermediários da inflação, em que se constatou que a inércia e a rigidez de preço na baixa desempenham um papel maior.

- A piora de qualquer determinado *trade-off* entre crescimento e inflação quando as mudanças de preço relativo são importantes sugere que, para um dado conjunto de preferências entre esses objetivos, as autoridades podem optar por tolerar um nível mais alto de inflação na presença de ajuste substancial do preço relativo. Contra essa postura deve-se alertar para os riscos e os custos de oportunidade do restante nos níveis intermediários de inflação. Os fatos sugerem que a inércia e a rigidez na baixa se tornam significativas nesses níveis — implicando que os custos do resultado da desinflação aumentarão no futuro — e que existe a possibilidade de que a inflação alta possa retornar se a economia for submetida a grandes choques de preço relativo. Embora a rápida desinflação possa ser mais apropriada quando os benefícios de longo prazo são suficientemente grandes em relação aos custos de curto prazo, a necessidade de ajustar os preços relativos como pré-requisito para a reforma estrutural inclina o equilíbrio para uma redução mais gradual porém sustentada na inflação.

- A análise põe em evidência um dilema para a política cambial: embora a âncora cambial possa desempenhar um papel efetivo nos países com taxas elevadas de inflação, ela também pode diminuir o ritmo da desinflação nas economias em transição com taxas intermediárias de inflação, permitindo acomodação monetária de choques de preço relativo e valorização real. Os dados sugerem que o crescimento monetário resultante dos ingressos de capital e da acumulação de reservas externas — refletindo intervenção oficial — podem ser substanciais nos níveis intermediários de inflação. Uma âncora monetária poderia, em princípio, controlar a expansão mone-

Gráfico 2
A contribuição dos diferentes fatores para a inflação não é uniforme nas economias em transição, 1992-95¹



Fonte: Coorey, Sharmini; Mecagni, Mauro & Offerdal, Erik, 1996.

¹ De uma regressão da inflação trimestral sobre as respectivas variáveis, avaliadas pela amostra média.

² Baseado em duas especificações, incluindo e excluindo o crescimento do salário nominal.

³ Inclui as constantes da regressão, a mudança da taxa de câmbio real e variáveis simuladas para âncoras cambiais, efeitos sazonais e uma observação em separado para a ex-URSS.

tária e facilitar a desinflação nesses casos, mas a valorização nominal resultante pode reduzir o ritmo do crescimento da produção, sobretudo das exportações.

- Se as autoridades optarem por perseguir uma estratégia de âncora cambial — e podem existir boas razões para não se abandonar essa estratégia depois de colocada em prática — ou se não puderem permitir valorização nominal significativa, as metas da inflação deverão ser realistas e refletir a probabilidade de que a inflação persista nos níveis intermediários. Ainda que a inflação possa no final declinar, é possível que outros fatores (como a inércia) acarretem custos para a produção nesse estágio.

- Quando os programas de ajuste visam a uma redução gradual da inflação dos níveis intermediários para os baixos, talvez seja necessário o aumento da flexibilidade cambial — por meio da mudança para uma âncora monetária ou do alargamento das bandas cambiais. Se a meta é a redução mais acelerada da inflação para níveis baixos, as autoridades precisam assumir compromissos fortes e dignos de crédito de limitar a intervenção cambial, controlando desse modo o crescimento monetário e permitindo a valorização nominal. Isso assume especial importância quando se têm em mente reformas estruturais ambiciosas. No entanto, o desenho de programas monetários e a estratégia da âncora cambial

deverão prever que flutuações significativas na velocidade, e portanto instabilidade na demanda por dinheiro, podem acompanhar grandes ajustes do preço relativo, sobretudo no curto prazo.

Conclusão

A análise das taxas de inflação das *commodities* individuais que constituem o IPC de 21 economias em transição sugere que ajustes substanciais do preço relativo ocorrem ao longo do processo de transição, mesmo em seguida a uma liberalização inicial abrangente. Tipicamente, alguns poucos choques positivos de preço relativo são subjacentes à inflação, enquanto outros preços apresentam rigidez na baixa. Todavia, o impacto direto estimado do ajuste de preço relativo sobre a inflação é, no geral, modesto e depende do grau da acomodação monetária, que é um fator dominante na explicação da inflação. Os choques de salários nominais e a inércia também são importantes. Daí, a redução da inflação nas economias em transição não ser necessariamente compelida pelo ajuste do preço relativo, desde que haja disposição de se usar uma política monetária suficientemente agressiva, mesmo que isso possa signifi-

car valorização da taxa de câmbio nominal e, mais provavelmente, alguns custos para a produção no curto prazo. [F&D]

O trabalho em que este artigo se baseia foi produzido enquanto os autores estavam no Departamento de Desenvolvimento e Revisão de Políticas do FMI.

Sugestões de leitura:

Coorey, Sharmini; Mecagni, Mauro & Offerdal, Erik. *Disinflation in transition economies: the role of relative price adjustment*. Washington, International Monetary Fund, 1996. (IMF Working Paper 96/138.)

—. *Designing disinflation programs in transition economies: the implications of relative price adjustment*. Washington, International Monetary Fund, 1997. (IMF Paper on Policy Analysis Assessment 97/1.)