

# INFLAÇÃO: transferências, custos e perspectivas

**Rubens Penha Cysne**

---

Nos últimos dois anos, o déficit nominal do setor público consolidado (três esferas mais autarquias) tem se situado entre 3% e 3,5% do PIB. Ao mesmo tempo, o Relatório de Inflação publicado em dezembro de 2009 pelo Banco Central aponta, com 50% de probabilidade, e sem necessidade de uma elevação da taxa de referência dos juros atualmente em vigor (8,75% ao ano), uma inflação anualizada nunca superior a 5,8% até o final de 2011. Alternativamente, com taxa de juros de referência indefinida, mantêm-se as metas de 2010 e 2011 como 4,5% ao ano, com oscilação máxima de 2% em torno da meta. Os fiscalistas de plantão indagam se tais fatos se coadunam.

Este artigo se inicia calculando, para o momento atual, números aproximados relativos às transferências inflacionárias para o Banco Central (imposto inflacionário) e para os bancos comerciais. Em uma

segunda etapa calculam-se os custos de bem-estar da inflação. Em ambos os casos, comparam-se os números relativos ao período atual com aqueles referentes aos períodos de elevada inflação. Mensurados os custos potenciais de uma possível elevação da inflação, discute-se a questão colocada no parágrafo acima.

Iniciemos com as transferências inflacionárias. Os meios de pagamento (M1) e a base monetária apresentaram saldo médio anual em 2009, respectivamente, de R\$ 205,0 bilhões e R\$ 142,9 bilhões. Ao mesmo tempo, a inflação anualizada medida pelo IPCA foi de 4,3%.

## **Transferências**

Usando-se cálculo aproximado definido em Simonsen e Cysne (2009, cap. 3, p. 173<sup>1</sup>), chega-se, para um PIB de 2009 estimado em R\$ 3,2 trilhões, a algo em torno de 0,19% do PIB e 0,08 % do PIB, respectivamente, para o imposto inflacionário e as transferências inflacionárias aos bancos comerciais. As transferências inflacionárias totais, desta forma, giraram em torno de 0,28% do PIB. Nos Estados Unidos, entre 1989 e 2003, a título de comparação, tal valor atingiu 0,39% do PIB, para uma inflação média anual de 2,3%.

São números fortemente inferiores àqueles observados durante o período de alta inflação, ou mesmo

na fase imediatamente após o Plano Real. Entre 1989 e 1994, por exemplo, com uma inflação média anual de 1291%, o imposto inflacionário e as transferências inflacionárias para os bancos comerciais no Brasil atingiram números em torno de, respectivamente, 2,91% e 1,80% do PIB. Os números são inferiores também àqueles observados no período pós-real (1995-2003), quando a inflação média foi de 11,76% e tais montantes se situaram em 0,39% do PIB e 0,16% do PIB, respectivamente.<sup>2</sup> Ainda assim, cabe levar em consideração que os valores atuais são monetariamente expressivos: R\$ 6,02 bilhões para o Banco Central e R\$ 2,6 bilhões aos bancos comerciais, totalizando R\$ 8,62 bilhões por ano pago (em termos de perda de capital) pelo setor não bancário da economia pelo direito de usar meios de pagamento.

Refletem, respectivamente, o imposto inflacionário e as transferências inflacionárias, os juros reais negativos pagos, respectivamente, pelo Banco Central e pelos bancos comerciais, incidentes (também respectivamente) sobre a base monetária e sobre o excesso de depósitos à vista sobre o total de reservas bancárias não remuneradas. Como tais passivos líquidos não rendem juros nominais, eles se desvalorizam com a inflação, representando um ganho de capital para os emitentes dos mesmos e uma perda de capital para o restante da economia.<sup>3</sup> Cabe observar que tais números não traduzem ganhos ou perdas líquidas totais das instituições (Banco Central e bancos comerciais) com a inflação, tendo em vista que levam em consideração apenas as respectivas parcelas de passivos líquidos que pagam juros nominais nulos.

Até agora restringimo-nos a transferências de riqueza entre agentes econômicos causadas pela inflação. Como em tais transferências uns ganham e outros perdem, não há, a princípio, custos líquidos para a sociedade. A estes últimos, quando existentes, dá-se o nome de “custos de bem-estar da inflação”. No que se segue, mensuramos aproximadamente tais custos.

### **Custo social**

Sua natureza provém dos recursos produtivos desperdiçados com a administração de meios de pagamentos da

## A possibilidade de retomada de um sério processo inflacionário implicaria elevados custos futuros de perda de atividade econômica

parte de cada agente econômico, com o objetivo (nunca alcançado no agregado) de não pagar juros reais sobre os mesmos em função da inflação. Como tais recursos poderiam estar sendo alocados na produção de bens e serviços úteis para a sociedade como um todo, trata-se de um efetivo custo social. Ao invés de transferências entre uns e outros, neste caso todos perdem.

Assumiremos, em linha com parte das evidências empíricas disponíveis para o Brasil, uma demanda por moeda com elasticidade de renda unitária e elasticidade de juros ao redor de 0,5%. Neste caso a utilização da fórmula de Bailey em equilíbrio geral (Lucas, 2000, e Cysne, 2009) associada a um juro real de 4,0% ao ano, nos dá os seguintes custos de bem-estar

## A valorização cambial, na qual se baseia a captação de poupança externa, pode passar a ser nociva ao produtor nacional

em função de diferentes taxas de inflação.

Embora se tratem de números bem inferiores àqueles do período de alta inflação<sup>4</sup>, são valores bastante significativos. Um pequeno, mas duradouro descontrole da inflação, passando-se de 4,5% ao ano para 8,5% ao ano, nos traria hoje em dia um custo de bem-estar da ordem de R\$ 11,8 bilhões. Um descontrole maior, com a taxa de inflação anual chegando a 12,5% implicaria, no longo prazo, um custo médio superior a R\$ 21,2 bilhões ao ano.

Na verdade, vários fatores sugerem uma perda real para a sociedade, ainda superior àquela aqui estimada com base apenas na queda dos encaixes monetários mantidos por agentes econômicos. Em particular, a possibilidade de retomada de um sério processo inflacionário implicaria elevados

INFLAÇÃO ANUAL (%)	CUSTO DA INFLAÇÃO (% DO PIB)
4,50	0,54
8,50	0,91
12,50	1,20

custos futuros (em termos de perda de atividade econômica), para se trazer a inflação de volta aos níveis de 4% ao ano.

Se os atuais números do déficit nominal do setor público implicam ou não, necessariamente, elevação da inflação e dos seus respectivos custos de bem-estar, trata-se de pergunta sem resposta definitiva.

O déficit público se financia pela poupança externa e pelo excesso da poupança privada sobre o investimento privado. Em um país com câmbio flexível e oferta abundante de capitais, ambos montantes reagem prontamente a elevações da taxa de juros de referência (Copom). Em grande parte, é este tipo de mecanismo que tem garantido o controle recente da inflação sem maiores percalços.

Com termos de troca favoráveis, descobertas de recursos minerais e razoável progresso institucional desde 1994 (em particular, na regulação financeira), o país tem atravessado um período de bonança, com inflação sob controle e algum ganho de renda real para seus habitantes. Sob a hipótese de continuidade de fácil captação de poupança externa (que já estará sendo usada a todo vapor em 2010), não há motivo para temor de imediato descontrole inflacionário.

### Ameaça

Há, entretanto, outro lado da moeda, aquele associado ao crescimento de longo prazo. Este pode ser fortemente ameaçado exatamente pelo uso exagerado dos dois fatos macroeconômicos que tornam possível o financiamento do déficit público sem recurso à inflação: a poupança externa e o excesso de poupança privada sobre investimentos privados.

No primeiro caso, porque manutenção (ou continuidade) do processo de valorização cambial na qual se baseia a captação de poupança externa pode passar, a partir de certo ponto, a ser fortemente nociva ao

## Referências bibliográficas

Cysne, Rubens P. e Lisboa, Paulo C. (2007). "Imposto Inflacionário e Transferências Inflacionárias no Mercosul e nos Estados Unidos." *Estudos Econômicos (IPE/USP)*, São Paulo, v.37, nº 2, p.275-291.

Cysne, Rubens P. (2009) "Bailey's Measure of the Welfare Costs of Inflation as a General-Equilibrium Measure". *Journal of Money, Credit and Banking*, v.41, nº2, p.451-459.

Cysne, Rubens P. e Simonsen,

Mario H. (2009). "Macroeconomia." Editora Atlas, São Paulo, 4ª Edição.

Lucas, Robert E. Jr (2000). "Inflation and Welfare." *Econometrica*, v. 68, nº 62, p. 247-274.

produtor nacional. E também ao crescimento. Principalmente se o déficit na conta corrente do balanço de pagamentos, às vezes contestavelmente considerado como fato positivo ou inevitável, estiver financiando consumo, ou mesmo investimentos de retorno demasiado baixo.

No segundo caso, quedas adicionais do investimento privado deslocados pelos gastos do setor público trocam fábricas, independência decisória e tecnologia por beneficiários de rendas públicas, fato que certamente também não fomenta a acumulação de capital, o espírito empresarial e o crescimento. ■

---

Rubens Penha Cysne é professor da Escola de Pós-Graduação em Economia/FGV (<http://www.epge.fgv.br/users/rubens/>)

---

<sup>1</sup>O cálculo pressupõe uma trajetória real constante do respectivo agregado monetário  $X$  ao longo do tempo, quando então o imposto (transferência) inflacionário ( $a$ ) em moeda do tempo  $t$  é dado por  $X(t) \cdot \ln(1+a)$ , sendo  $l$  a inflação considerada.

<sup>2</sup>Veja a tabela 1 em Cysne e Lisboa 2007.

<sup>3</sup>Estamos supondo aqui que o montante de meios de pagamento nacionais em poder de não residentes seja desprezível.

<sup>4</sup>O custo anual médio com a inflação no Brasil entre 1947 e 1993 girou em torno de 3,3% do PIB.



# CONJUNTURA ECONÔMICA

**Central de atendimento ao assinante**

conjunturaeconomica@fgv.br  
08000 25-7788