

---

**Nota técnica**

**Diretoria de Estudos Macroeconômicos (DIMAC)**

**Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)**

---

## **A gravidade da crise e a despesa de juro do governo<sup>1</sup>**

João Sicsú – Diretor DIMAC/IPEA

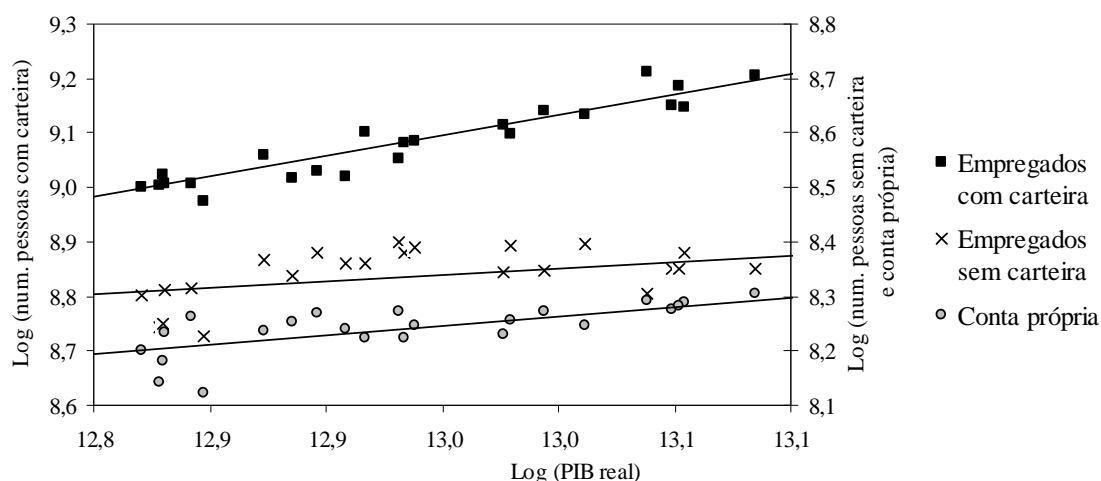
1-A crise que a economia brasileira enfrenta é gravíssima e poderá, portanto, eliminar milhões de postos de trabalho. No Brasil, em períodos de aceleração ou desaceleração econômica, o nível de emprego formal é o mais sensível quando comparado com as demais formas de ocupação, tal como pode ser observado no gráfico 1. No gráfico é possível constatar que a reta de ajuste referente aos empregados com carteira é muito mais inclinada que as retas referentes às outras formas de ocupação: empregos com carteira são bastante sensíveis às taxas de crescimento do PIB. Em outras palavras, era esperado o que ocorreu em termos da robusta criação de empregos com carteira no ciclo de forte aceleração durante o último triênio; e também é previsível que o emprego formal seja aquele que sofrerá acentuada redução de patamar em tempos de forte redução da taxa de crescimento.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Esta nota recebeu comentários bastante proveitosos feitos pelos colegas André de Melo Modenesi, Anna Carolina Saba dos Reis, Claudio Hamilton do Santos, Denise Gentil, Félix A. Manhiça, Marcos Vinícius Chiliatto Leite, Mario Rubens de Mello Neto, Miguel Bruno, Renaut Michel, Roberto Messenberg e Salvador Teixeira Werneck Vianna. Como é de praxe, cabe eximí-los de qualquer responsabilidade sobre a versão final do trabalho.

<sup>2</sup> O último trimestre do ano passado deve ser analisado com cautela. Provavelmente, outros fatores além da crise, podem ter contribuído para que o desempenho econômico tenha sido, em particular, da indústria, tão negativo: (i) a indústria automobilística vinha acumulando estoques em excesso ao longo do ano de 2008, que em algum momento teriam que ser ajustados; (ii) grande parte da frota de veículos leves e pesados já tinha sido renovada e, portanto, seria esperada uma queda de demanda; e (iii) a política de aperto monetário iniciada pelo Banco Central em março do ano passado estava fazendo efeito.

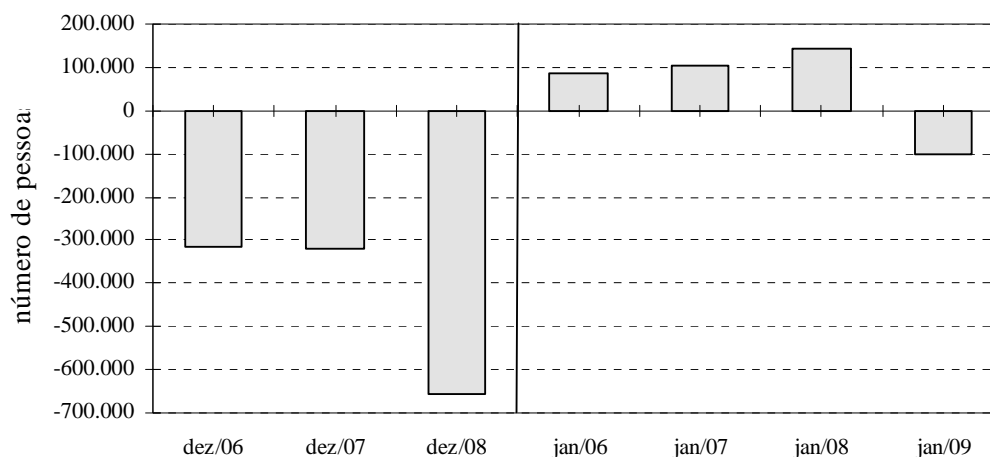
**Gráfico 1 - Ocupação e Crescimento (2002.T1 - 2008.T3)**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE

2-A gravidade da situação atual tem causado perplexidade. Entretanto, há uma característica muito peculiar desta crise que merece ser destacada: a velocidade do processo. Os números dos segmentos mais formalizados da economia revelam, para além da profundidade, que em tempo bastante curto houve uma forte desaceleração do ritmo da atividade econômica, notadamente na indústria. O mês de dezembro é conhecido por apresentar demissões líquidas nos postos com carteira, por ser um período em que as empresas realizam seus “ajustes” anuais. O mês de janeiro é marcado por ser um período de moderada criação desse tipo ocupação. Entretanto, como mostra o gráfico 2, houve muito mais demissões no último dezembro que nos anteriores, assim como janeiro apresentou um resultado bastante expressivo de demissões líquidas.

**Gráfico 2 - Saldo de Admissões e Desligamentos**

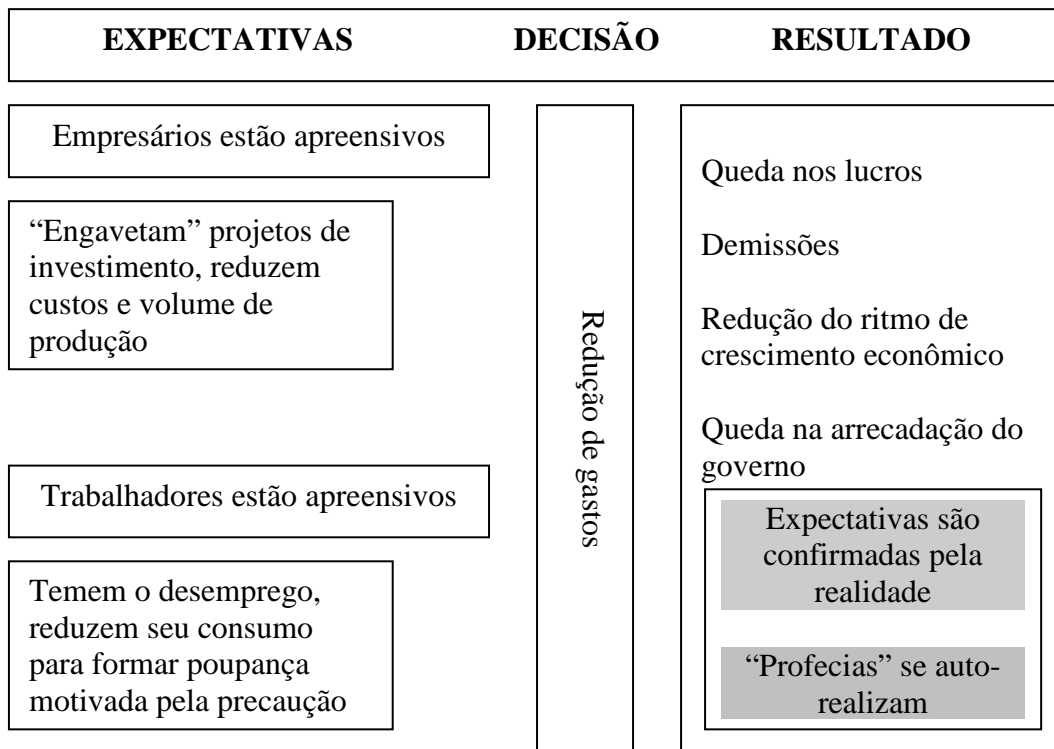


Fonte: Caged-MTE

3-Tudo indica que grande parte da crise da economia brasileira é um evento expectacional genuíno em que “profecias” se auto-realizam. A velocidade da queda do emprego e da atividade industrial recente não parece ser explicada totalmente por dificuldades no mercado de crédito. Não seria uma crise do lado real que teve sua origem exclusiva no lado monetário/financeiro da economia.

4-A explicação mais plausível parece ser que os agentes econômicos estão apreensivos e, em consequência, tomam a decisão mais racional do ponto de vista individual: reduzem, de forma drástica, seus gastos. Por um lado, os empresários “engavetam” projetos de investimento, reduzem custos e volume de produção; por outro, os trabalhadores, temendo o desemprego, reduzem seu consumo para formar poupança motivada pela precaução. Nesse modelo, as “profecias” se auto-realizam. É esperado que o futuro seja adverso, reduzem-se os gastos no presente e o resultado é que o futuro, de fato, torna-se ruim. Segundo a pesquisa Sensor Econômico do Ipea, o setor industrial espera para o ano de 2009 uma queda no nível de utilização da capacidade instalada, uma redução na contratação de mão de obra e uma diminuição da margem de lucro. O esquema 1 a seguir resume as idéias expostas neste item.

ESQUEMA 1

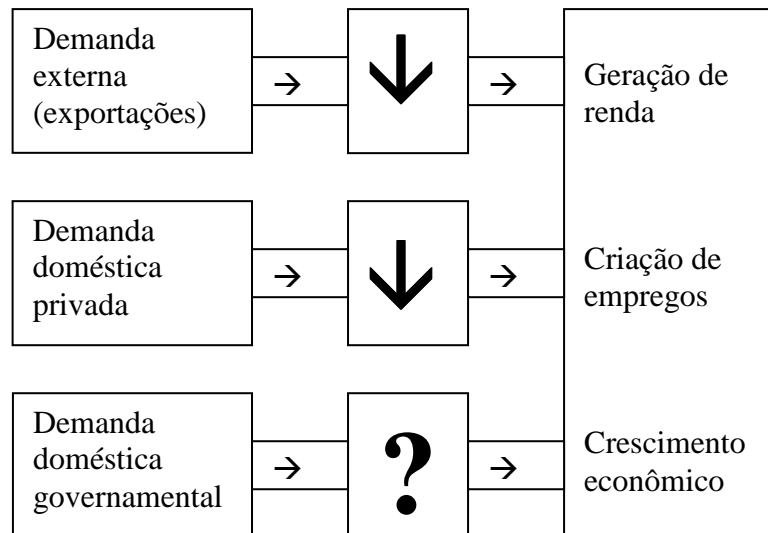


5-Com esta descrição, de forma alguma pretende-se concluir que a culpa pela crise é de trabalhadores e/ou empresários. Os indivíduos são racionais e tomam decisões buscando segurança. Empresários tentam proteger seus negócios e trabalhadores tentam defender a sua capacidade de gasto ao longo do tempo. Uma das relações que tornam as economias de mercado complexas é exatamente esta: as decisões individuais racionais nem sempre são aquelas que produzem os melhores resultados coletivo-sociais.

6-O crescimento econômico e o nível de emprego estão comprometidos, de forma bastante negativa, neste primeiro trimestre. A retração da demanda externa (ou seja, impacto negativo sobre as exportações) é fruto da crise internacional. A demanda interna está retraída. E somente existem três tipos de demanda em uma economia: a externa, a privada (feita por empresários e trabalhadores) e a governamental. As duas primeiras, como já explicado, tendem a uma retração. Sobre as transações com o exterior, o governo tem capacidade limitada para influenciá-las. Tão somente pode tentar atender as demandas por financiamento para exportações que fontes estrangeiras

suspenderam.<sup>3</sup> Portanto, a reação a partir da demanda governamental é o único instrumento de combate à crise que pode ser utilizado. Essas idéias estão resumidas no esquema 2 apresentado a seguir.

ESQUEMA 2

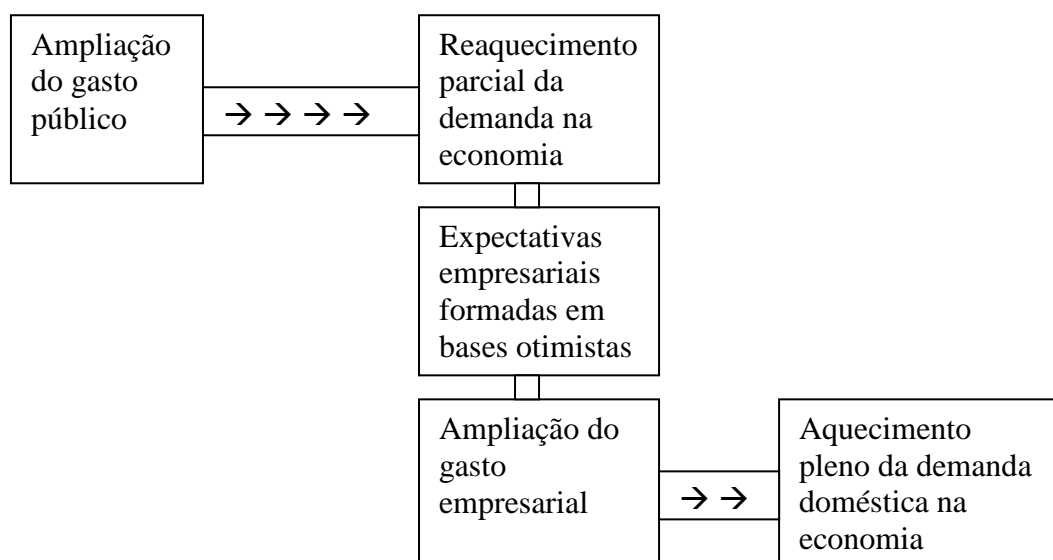


7-Embora necessária, a reação a partir do aumento do gasto público não será suficiente. O gasto público não é capaz de substituir integralmente o gasto privado, nem no Brasil, nem em qualquer outra economia de mercado. O gasto público, como instrumento reativo, cumpre o papel de estimular a demanda privada tendo como objetivo preliminar reconstruir a base sobre a qual empresários e trabalhadores formam suas expectativas. Portanto, o gasto público deve ser ampliado com o objetivo de mudar o quadro expectacional e, por conseguinte, estimular o gasto privado. A reação à crise somente será efetiva quando o gasto público, combinado com o gasto privado, estiver em curso. O esquema 3 a seguir resume essas idéias.

---

<sup>3</sup> A partir de outubro de 2008, o governo adotou uma série de medidas para tentar compensar a retração do fluxo externo de crédito: i) retirou a alíquota do IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) para operações de empréstimos e financiamentos externos; ii) passou a utilizar as reservas cambiais para financiar as exportações, por meio de leilão de compra de títulos de bancos que financiam o comércio exterior brasileiro (os contratos prevêem a recompra desses papéis); iii) abriu a possibilidade de empréstimos em moeda estrangeira do Banco Central do Brasil a bancos privados voltados exclusivamente para o atendimento de necessidades de financiamento do comércio exterior; e iv) repassou ao BNDES R\$ 5 bilhões para adiantar receitas ao exportadores, através do chamado apoio financeiro pré-embarque.

### ESQUEMA 3



8-O governo tem condições orçamentárias para enfrentar a crise. A situação fiscal brasileira encontra-se muito bem equacionada. Em 2008, o déficit nominal do orçamento federal foi de apenas 1,53% do PIB. A relação dívida líquida/PIB descreve uma trajetória muito favorável, tendo atingido, em janeiro, 36,6%. Contudo, em 2009, a arrecadação de impostos, contribuições e taxas tende a uma queda compatível com a redução do nível da atividade econômica. Analistas têm afirmado que haverá uma queda de aproximadamente R\$ 25 bilhões na arrecadação federal. Caso os gastos públicos sejam mantidos no mesmo ritmo de 2008 ou ampliados devido à necessidade de enfrentamento da crise, muitos serão induzidos, então, a pensar que necessariamente haverá uma piora no quadro fiscal. Contudo, como será visto, é possível manter ou ampliar os gastos públicos em rubricas que geram renda e novos empregos e, ao mesmo tempo, manter o déficit nominal e a relação dívida líquida/PIB em patamares aceitáveis.

9-Como sugestão, o gasto público poderia ser reorganizado, ao longo de 2009, tendo como parâmetros: (a) a profundidade e a velocidade da crise; (b) um ranking de impacto de grandes rubricas do gasto público sobre a criação de novos empregos e a geração de renda; e (c) um déficit nominal e uma relação dívida líquida/PIB projetados. Dessa forma, a administração fiscal estaria comprometida com um leque amplo de responsabilidades: (i) manutenção da atividade empresarial; (ii) redução do nível de desemprego; (iii) administração orçamentária/contábil da dívida pública; e (iv) melhoria das condições sociais.

10-Algumas observações preliminares podem ser feitas sobre grandes rubricas do gasto público federal. A despesa com juros tem uma capacidade aproximadamente nula de gerar empregos e renda. Quem recebe este gasto público, em geral, já possui suas necessidades de consumo satisfeitas. Esse é um tipo de gasto público que não se transforma em gasto privado no interior da economia. Se transforma em poupança e, por vezes, em produtos importados que não geram empregos no País.

11-As despesas com investimentos em infra-estrutura logística são volumosas e mobilizam contingentes elevados de trabalhadores. Contudo, são lentas devido ao processo intrínseco de elaboração e execução de engenharia.

12-O gasto social via ampliação de programas (tais como o Bolsa Família e o Bolsa Atleta) ou ainda via aumento real do salário mínimo que atinge milhões de benefícios previdenciários possui volume elevado, alta capacidade de gerar emprego/renda e velocidade máxima de impacto na medida em que quem recebe esse gasto transforma-o quase que imediatamente em consumo. Ademais, o consumo dessas famílias quase não contém itens importados.

13-O multiplicador do gasto público - sua capacidade de gerar renda e emprego - das despesas com juro é muito baixo. Os multiplicadores dos gastos sociais e do investimento público são relevantes - embora deva ser mencionado que a velocidade de geração de renda e de novos empregos dos gastos sociais seja muito maior que a dos gastos com investimentos. A tabela 1 resume as idéias apresentadas nos itens 9 a 13.

**Tabela 1: Tipo de gasto, força do multiplicador e velocidade de ação**

<b>Tipo de gasto público</b>	<b>Multiplicador</b>	<b>Velocidade</b>
Gasto com pagamento de juro	baixo; quase nulo	alta
Gastos com investimento	Alto	baixa
Gastos sociais (Bolsa Família, Previdência, etc)	Alto	alta

Elaboração: DIMAC/Ipea

14-A política ideal, do ponto de vista fiscal, para o enfrentamento da crise é aquela que combina redução da taxa de juro Selic (porque reduz uma despesa que tem baixa capacidade de gerar renda e novos empregos) com ampliação dos gastos sociais (na

medida em que a velocidade da crise exige a utilização de instrumento cujo efeito seja rápido) e dos gastos de investimento (que melhoram as condições para que novos investimentos privados ocorram).

15-Somente a gravidade da situação já exigiria uma redução drástica da taxa de juro Selic. Uma taxa de juro menor geraria custos da produção e do investimento mais baixos. Contudo, nas condições atuais é improvável que uma redução da taxa básica de juro possa estimular de forma considerável a realização de gastos privados, dado o quadro estabelecido e generalizado de apreensão. Neste momento, uma redução persistente e significativa do juro é uma medida que tem efeitos fiscais mais importantes do que os efeitos que provocaria sobre o lado real da economia – na medida em que estimularia gastos privados apenas de forma muito modesta.

16-É possível enfrentar a crise mantendo ou ampliando os gastos do governo, sem desorganizar as finanças públicas. Basta que seja realizada uma redução de 1 ponto percentual (p.p.) na taxa Selic em cada uma das próximas cinco reuniões ordinárias do Comitê de Política Monetária (Copom) e uma redução de 0,75 p.p. na reunião seguinte. Em outros termos, reduções da taxa Selic da segunda reunião do ano até a sétima proporcionariam uma diminuição do patamar atual de 12,75% para 7% ao ano (a.a.) e uma economia fiscal de mais de R\$ 30 bilhões. Se esta redução de 5,75 p.p. (ou seja, de 12,75 para 7,00% a.a.) ocorresse já na próxima reunião do Copom, a economia fiscal no ano de 2009 seria de R\$ 43 bilhões. As tabelas 2 e 3, a seguir, apresentam esses cálculos.<sup>4</sup> A estratégia sugerida está representada no cenário 1.

---

<sup>4</sup> Tais cálculos foram feitos pelos técnicos Roberto Messenberg e Anna Carolina Saba dos Reis com base no método apresentado no anexo.



**Tabela 2 – Cenários de reduções para a taxa Selic**

Datas das reuniões do Copom		2ª. 10 e 11/03	3ª. 28 e 29/04	4ª. 9 e 10/06	5ª. 21 e 22/07	6ª. 1 e 2/09	7ª. 20 e 21/10
Cenários de reduções da taxa Selic (em p.p.)	Cenário 1	-1	-1	-1	-1	-1	-0,75
	Cenário 2	-1	-1	-1	-1	-1	0
	Cenário 3	-1	-1	-1	-1	0	0
	Cenário 4	-1	-1	-1	0	0	0
	Cenário 5	-1	-1	0	0	0	0
	Cenário 6	-1	0	0	0	0	0
	Cenário 7	0	0	0	0	0	0
<b>Evolução da Taxa Selic Nominal (em %) no Cenário 1</b>		11,75	10,75	9,75	8,75	7,75	7,00

Fonte primária: Banco Central do Brasil – Elaboração: DIMAC/IPEA

**Tabela 3 – Cenários, taxa Selic e economia fiscal em 2009**

Cenários	Taxa Selic média no ano de 2009 (em %)	Taxa Selic ao final de 2009 (em %)	Economia Fiscal no ano de 2009 (em R\$ milhões)
1	9,85	7,00	30.018
2	9,99	7,75	28.895
3	10,32	8,75	26.366
4	10,77	9,75	22.952
5	11,33	10,75	18.652
6	12,00	11,75	13.468
7	12,81	12,75	7.250*

Fonte primária: Banco Central do Brasil – Elaboração: DIMAC/IPEA

\*A economia fiscal de mais de R\$ 7 bilhões neste cenário ocorrerá em função da redução de 1 p.p. na taxa Selic realizada na 1ª reunião do Copom deste ano, em janeiro, que reduziu a taxa média do ano de 13,75 para 12,81%, mesmo que não haja novos cortes.

17-Uma taxa Selic de 7% alcançada somente em outubro ainda será uma taxa demasiadamente alta para tempos de crise, já que a taxa Selic média de 2009 nesse cenário será de aproximadamente 10% a.a. Para fins de comparação, a tabela 4, a seguir, mostra a taxa de juro em vigor em diversos países.

**Tabela 3: Taxas básicas nominais de juro em diversos países**

Taxas Básicas de Juro (a.a., em %)			
Países	Taxa Anterior	Taxa Atual	
		Data da alteração	Taxa
Islândia	12,00	28-out-08	18,00
Turquia	13,00	20-fev-09	11,50
<b>Brasil</b>	<b>12,75</b>	<b>11-mar-09</b>	<b>11,25</b>
Egito	11,50	13-fev-09	10,50
África do Sul	11,50	5-fev-09	10,50
Hungria	10,00	19-jan-09	9,50
Índia	7,50	2-jan-09	5,50
China	5,58	22-dez-08	5,31
Polónia	4,25	25-fev-09	4,00
Austrália	4,25	3-fev-09	3,25
Nova Zelândia	3,50	11-mar-09	3,00
Coréia do Sul	4,00	11-dez-08	3,00
Eslováquia	3,25	10-dez-08	2,50
Noruega	3,00	4-fev-09	2,50
República Tcheca	2,25	5-fev-09	1,75
União Européia	2,00	5-mar-09	1,50
Taiwan	2,00	7-jan-09	1,50
Suécia	2,00	11-fev-09	1,00
Canadá	1,00	3-mar-09	0,50
Reino Unido	1,00	5-fev-09	0,50
Hong Kong	1,50	17-dez-08	0,50
Suíça	0,50	12-mar-09	0,25
EUA	1,00	16-dez-08	0,25
Japão	0,30	19-dez-08	0,10

Fonte Primária: <http://www.fxstreet.com/fundamental/interest-rates-table/>. Acessado em 18/03/2009.  
Elaboração DIMAC/IPEA

18-Em tempos de crise, uma administração orçamentária/contábil responsável das finanças públicas deve continuar sendo um dos objetivos do governo. É esperada uma queda de arrecadação em 2009. Para enfrentá-la, a melhor política é a do corte das despesas com juro que remunera o carregamento da dívida pública. Cortar gastos sociais, correntes ou de investimento significa reduzir a demanda da economia e reduzir ainda mais as possibilidades de crescimento. Com menor crescimento, haverá menos arrecadação. Portanto, cortar gastos públicos cujos multiplicadores de renda e emprego são relevantes significa ampliar as dificuldades de arrecadação, criar um problema fiscal e aprofundar a crise de demanda que se instalou no setor privado da economia.

### **Sobre o cálculo da economia com despesas de juro através da queda da taxa Selic**

Para o cálculo do impacto sobre as despesas financeiras do Governo, de uma alteração na taxa de juro nominal Selic, utilizou-se os quadros de detalhamento por indexador das Dívidas Bruta e Líquida do Setor Público Consolidado, constantes da Nota para a Imprensa (NI) sobre a política fiscal, a partir das alterações conceituais explicitadas no Anexo 1 da NI de 27/02/2008. Isto é: exclusão, no cálculo da dívida, dos títulos do Tesouro na carteira do Banco Central e inclusão das operações compromissadas de responsabilidade da autoridade monetária. Conforme o Anexo 1, a exclusão dos títulos em carteira e a inclusão das operações compromissadas evidenciam a real situação patrimonial do governo, passando a incorporar no conceito de dívida bruta toda a dívida mobiliária em poder do mercado.

A partir de tais dados disponíveis na NI, calculou-se os fluxos de juros hipotéticos a serem pagos sobre o estoque da dívida líquida indexada à Selic (posição em janeiro de 2009) nos diversos cenários propostos. A economia se refere à diferença entre o montante de juros que seria pago caso a Selic se mantivesse em 13,75% e o montante que seria pago em cada situação hipotética.

Segundo o quadro XI da NI de Política Fiscal, divulgada em 27/02/2009, o estoque “selicado” da dívida pública líquida em janeiro de 2009 era de R\$769.278,27 milhões. Considerando este estoque como uma *proxy* para o estoque médio do ano de 2009, o cálculo da economia fiscal pode ser representado pela seguinte equação:

Economia fiscal:  $Ef_i = (0,1375 - r_i) \times R\$ 769.278,27$  milhões,  
onde  $r_i$  é a taxa Selic média em 2009 segundo o cenário  $i$ .