

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS  
CURSO DE ESPECIALIZAÇÃO ESTRATÉGICA EM FINANÇAS EMPRESARIAIS

JESSÉ DELGADO DA COSTA DE SOUZA E CUNHA

**CRISE DE 2008: UM ESTUDO DA RECUPERAÇÃO BRASILEIRA NO  
PÓS-RECESSÃO**

BELO HORIZONTE

2019

JESSÉ DELGADO DA COSTA DE SOUZA E CUNHA

**CRISE DE 2008: UM ESTUDO DA RECUPERAÇÃO BRASILEIRA NO  
PÓS-RECESSÃO**

Monografia apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Especialista, Curso de Especialização Estratégica em Finanças Empresariais, Faculdade de Ciências Econômicas da UFMG.

Orientador: Prof. Ivan Beck Ckagnazaroff, Ph.D

BELO HORIZONTE

2019



**Universidade Federal de Minas Gerais**  
**Faculdade de Ciências Econômicas**  
**Departamento de Ciências Administrativas**  
**Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração**  
**Curso de Especialização em Gestão Estratégica**

ATA DA DEFESA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO do Senhor **JESSÉ DELGADO DA COSTA DE SOUZA E CUNHA**, REGISTRO Nº **2018705223**. No dia 12/12/2019 às 13:00 horas, reuniu-se na Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG, a Comissão Examinadora de Trabalho de Conclusão de Curso - TCC, indicada pela Coordenação do Curso de Especialização em Gestão Estratégica - CEGE, para julgar o Trabalho de Conclusão de Curso intitulado "**CRISE DE 2008: UM ESTUDO DA RECUPERAÇÃO BRASILEIRA NO PÓS-RECESSÃO**", requisito para a obtenção do **Título de Especialista**. Abrindo a sessão, o orientador e Presidente da Comissão, Professor Ivan Beck Ckagnazaroff, após dar conhecimento aos presentes do teor das Normas Regulamentares de apresentação do TCC, passou a palavra ao aluno para apresentação de seu trabalho. Seguiu-se a arguição pelos examinadores, seguido das respostas do aluno. Logo após, a Comissão se reuniu sem a presença do aluno e do público, para avaliação do TCC, que foi considerado:

APROVADO

( ) APROVAÇÃO CONDICIONADA A SATISFAÇÃO DAS EXIGÊNCIAS CONSTANTES NO VERSO DESTA FOLHA, NO PRAZO FIXADO PELA BANCA EXAMINADORA - PRAZO MÁXIMO DE 60 (SESENTA) DIAS

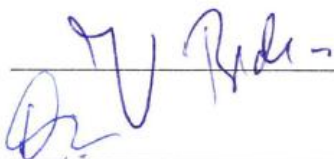
( ) NÃO APROVADO

90 pontos (naute) trabalhos com nota maior ou igual a 60 serão considerados aprovados.

O resultado final foi comunicado publicamente ao aluno pelo orientador e Presidente da Comissão. Nada mais havendo a tratar, o Senhor Presidente encerrou a reunião e lavrou a presente ATA, que será assinada por todos os membros participantes da Comissão Examinadora. Belo Horizonte, 12/12/2019.

Prof. Ivan Beck Ckagnazaroff  
(Orientador)

Prof. João Eduardo Ribeiro

  
\_\_\_\_\_

## RESUMO

Este trabalho busca descrever os efeitos da crise financeira de 2008 sobre a economia brasileira, bem como os fatores que influenciaram a recomposição dos indicadores econômicos que teve início no segundo trimestre de 2009. Inicialmente foi realizada uma pesquisa bibliográfica a fim de se apontarem as causas da recessão e as medidas tomadas pelo governo brasileiro para suavizar seus efeitos, a exemplo do aumento do crédito e de renúncias tributárias. Posteriormente foi feito um levantamento de dados a fim de se analisar de forma quantitativa o desaquecimento econômico e sua recuperação, enfatizando tanto fatores internos da economia brasileira quanto fatores do cenário internacional que contribuíram para a retomada dos índices de produção e consumo. Na seção final, voltou-se ao levantamento bibliográfico com o intuito de se levantarem críticas às medidas tomadas e conseqüências negativas destas para a realidade social e fiscal do país.

**Palavras-chave:** crise de 2008, recessão, políticas anticíclicas, crédito, IPI, Brasil, investimentos, comércio internacional.

## ABSTRACT

This work aims to describe the effects of the 2008's financial crisis over Brazilian economy, as well as the factors which have influenced the economic indicators' recovery that began at the 2009's second trimester. At first it was made a bibliographic research intended to indicate the causes of the recession and also the measures taken by the Brazilian government in order to mitigate its effects, measures such as credit rise and tributary renouncement. Afterwards, it was done a data search with the purpose of analyzing the economic downturn and the improvement that has followed it, emphasizing both internal economic aspects and foreign ones which have helped the uplift of the production and consumption indicators. In the final section it was made new bibliographic research with the objective of rising constructive criticism to the measures taken as well as its negative consequences to Brazil's social reality and to the public sector financial health.

**Keywords:** 2008's crisis, recession, countercyclical measures, credit, IPI, Brazil, investment, international trade

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Gráfico do volume das hipotecas <i>subprime</i> por ano, em bilhões de dólares (2001-2006).....	16
Figura 2 - Gráfico da participação das hipotecas <i>subprime</i> em relação ao total de hipotecas (2001-2006) .....	16
Figura 3 - Gráfico da taxa básica de juros nos Estados Unidos (2002-2006) .....	17
Figura 4 - Gráfico da evolução do nível de inadimplência nos contratos <i>subprime</i> (2001-2008).....	18
Figura 5 - Gráfico da evolução do preço dos imóveis a nível nacional - índice <i>Case-Shiller</i> base 100 = jan/2000 - (2001-2008) .....	18
Figura 6 - Gráfico da taxa básica de juros nos Estados Unidos (jun/07-dez/10).....	20
Figura 7 - Gráfico da evolução do crédito por controle de capital, em percentual do PIB (1995-2010).....	21
Figura 8 - Gráfico da evolução do crédito pessoal e do crédito consignado, em percentual do PIB (2002-2010) .....	22
Figura 9 - Gráfico da evolução das taxas (ao ano) e dos prazos médios (em dias) para crédito pessoal (2003-2010).....	23
Figura 10 - Gráfico da evolução do crédito para financiamento de veículos (dez/02-dez/10) .....	24
Figura 11 - Gráfico da evolução da taxa média (ao ano) e dos prazos (em dias) de financiamento de veículos (jan/03-set/10).....	24
Figura 12 - Gráfico da evolução do crédito livre e do crédito direcionado para pessoa física, em percentual do PIB (2002-2010) .....	25
Figura 13 - Gráfico da evolução do crédito à pessoa jurídica com recursos livres, em percentual do PIB (2002-2010) .....	26
Figura 14 - Gráfico da evolução das taxas de juros médias (modalidade flutuante, ao ano) e dos prazos de pagamento (em dias) para financiamento de capital de giro (2002-2010).....	27
Figura 15 - Gráfico do resultado primário do governo central, em milhões de reais, ajustado pelo IPCA em valores de julho de 2019 (jan/03-dez/10).....	28
Figura 16 - Gráfico dos desembolsos anuais do BNDES (2008-2010) .....	29
Figura 17 - Gráfico dos desembolsos do BNDES para micro e pequenas empresas e para pessoa física (2008-2010).....	30

Figura 18 - Gráfico dos desembolsos totais da AOI ao ano, em milhões de reais (2004-2010).....	30
Figura 19 - Gráfico do valor de desembolsos e nº de operações ao ano para a região Nordeste (2006-2010) .....	31
Figura 20 - Gráfico do valor dos desembolsos e nº de operações ao ano para a região Norte (2006-2010) .....	32
Figura 21 - Gráfico dos percentuais das fontes de recursos do BNDES (2010).....	33
Figura 22 - Gráfico do giro da carteira de renda variável do BNDESPar (2005-2010) .....	34
Figura 23 - Gráfico da quantidade mensal de veículos nacionais vendidos (2008-2009) .....	37
Figura 24 - Gráfico do índice mensal de vendas de veículos, motos e autopeças, base 100 = 2003 (2008-2009) .....	37
Figura 25 - Gráfico de simulações de vendas mensais de veículos, em milhares de unidades, considerando efeitos de redução do IPI e de disponibilidade de crédito (jan/09-nov/09) .....	38
Figura 26 - Gráfico da produção de insumos para a construção civil, base 100 = 2002 (2008-2009).....	39
Figura 27 - Gráfico da produção de eletrodomésticos de linha branca, excluindo fornos de microondas, base 100 = 2002 (jan/06-jul/09) .....	40
Figura 28 - Gráfico da produção de máquinas e equipamentos industriais, base 100 = 2002 (jan/06-jul/09) .....	40
Figura 29 - Gráfico da receita bruta do IPI por modalidade, em milhares de reais, valores de 2015 corrigidos pelo IPCA (200-2015).....	41
Figura 30 - Gráfico do índice agregado de FBCF, base 100 = 1995 (jan/06-set/11).43	43
Figura 31 – Gráfico do consumo aparente de máquinas e equipamentos industriais, incluindo importados, base 100 = 1995 (jan/06-out/11).....	44
Figura 32 – Gráfico do índice de FBCF para o setor da construção civil, base 100 = 1995 (jan/06-set/11) .....	45
Figura 33 – Gráfico do indicador CNI do percentual de utilização da capacidade instalada, dessazonalizado (mar/08-mai/11).....	46
Figura 34 – Gráfico da taxa de desemprego mensal em percentual da PEA (2008-2010) .....	47

Figura 35 - Renda média mensal por posição ocupada no setor privado, para carteira assinada e para trabalhadores sem carteira, dessazonalizado e deflacionado em valores de janeiro de 2011 (dez/07-dez/10) .....	48
Figura 36 - Índice de Confiança do Consumidor para renda até 10 salários mínimos e para renda maior que dez salários mínimos (jan/08-jul/11).....	48
Figura 37 – Gráficos da evolução da SELIC e do ICC (jan/07-dez/10) .....	50
Figura 38 - Gráfico dos índices conjunturais da indústria, modalidade de bens duráveis e modalidade de bens não-duráveis, dessazonalizado, base 100 = 2002 (mar/08-fev/11).....	51
Figura 39 - Gráfico da variação percentual real do PIB por setor, acumulado de 4 trimestres em relação aos 4 trimestres anteriores, sem ajuste sazonal (08.1 - 10.4)	52
Figura 40 – Gráfico da balança comercial modalidade <i>Free On Board</i> , em US\$, deflacionado pelo IPC-EUA para valores de dezembro de 2010 (2007-2010).....	53
Figura 41 – Gráfico da taxa de câmbio comercial, média mensal do valor de venda (R\$/US\$) (jan/08-dez/10) .....	54
Figura 42 – Gráfico do valor das importações por intensidade tecnológica, em US\$, deflacionado pelo IPC-EUA para valores de dezembro de 2010 (2007-2010).....	55
Figura 43 - Gráfico do valor das exportações por intensidade tecnológica, em US\$, deflacionados pelo IPC-EUA para valores de dezembro de 2010 (2007-2010) .....	55
Figura 44 - Gráfico do índice geral do preço internacional das <i>commodities</i> , base 100 = jan/02 (fev/08 - jan/11) .....	56
Figura 45 - Gráfico do índice do preço internacional das <i>commodities</i> por modalidade, base 100 = jan/02 (fev/08 - jan/11) .....	56
Figura 46 - Gráfico dos valores exportados por parceiro comercial, em US\$, deflacionado pelo IPC-EUA para valores de dezembro de 2010 (2008 - 2010).....	58
Figura 47 - Gráfico da evolução do PIB per capita da China, em US\$, deflacionado pelo IPC-EUA para valores de dezembro de 2010 (2007 - 2010) .....	58
Figura 48 - Gráficos da evolução do iBOV e do EMBI+, em pontos (06/01/2008 - 27/12/2010) .....	60
Figura 49 - Gráfico do saldo trimestral dos investimentos estrangeiros em carteira e dos investimentos estrangeiros diretos, em US\$, valores correntes (2008.1 - 2010.4) .....	61
Figura 50 - Gráfico do resultado primário do governo central, em percentual do PIB (2006 - 2015).....	65



Figura 51 - Gráfico das dívidas públicas externa, interna e total como proporção do PIB (2006 - 2015) .....	66
---	----

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 - Desembolsos ao ano por programa, AOI, em milhões de reais (2009-2010) .....	31
Tabela 2 - Desembolsos do PAC por região e por eixo de atuação, em milhões de reais (2010) .....	33
Tabela 3 - Alterações em tributos promulgadas após a crise .....	35
Tabela 4 - Saldo de vagas formais criadas no Brasil por setor. por ano e variação em relação ao total de empregados do setor (2009-2010).....	47

## SUMÁRIO

1 – INTRODUÇÃO .....	10
2 – OBJETIVOS E METODOLOGIA .....	12
3 – A BOLHA IMOBILIÁRIA .....	13
4 – O CRÉDITO NO GOVERNO LULA.....	21
4.1 – Panorama geral.....	21
4.2 – O papel do BNDES .....	28
5 – DESONERAÇÕES .....	34
6 – DISCUSSÃO: RESULTADOS, CENÁRIO INTERNACIONAL E CRÍTICAS ÀS MEDIDAS .....	42
6.1 – A recuperação econômica no pós-crise .....	42
6.2 – Setor externo.....	52
6.3 – Críticas às medidas.....	61
7 – CONCLUSÕES .....	66
REFERÊNCIAS.....	68

## 1 – INTRODUÇÃO

A última grande crise econômica estadunidense, que teve seu momento mais crítico em setembro de 2008, teve efeitos globais. Em um contexto econômico intensamente dependente do mercado financeiro, a recessão iniciada em um mercado hipotecário de alto risco (BLANCHARD, 2011) ocasionou uma falta de liquidez só comparável à acontecida quase oito décadas antes, com o *crash* da Bolsa de Nova Iorque em 1929. Uma desconfiança generalizada tomou conta não só dos investidores e das empresas, como também dos consumidores ao redor do globo.

Apesar de notícias e declarações políticas afirmando o contrário, o estouro da bolha imobiliária teve grandes efeitos sobre a economia brasileira. A falta de liquidez que atingia grande número de países afetou o comércio internacional, prejudicando tanto a pauta de exportações, que remunera o setor produtivo do país, quanto a pauta de importações, que impulsiona a indústria e o mercado consumidor. Além disso, o capital especulativo teve fuga maciça em direção aos títulos de baixo risco do Tesouro Americano, o que tornou ainda mais grave a situação brasileira.

Medidas econômicas de grande extensão foram tomadas por todos os países centrais e por diversos países em desenvolvimento no sentido de injeção de liquidez e sustentação da produção e do consumo. Baixas nas taxas básicas de juros, intensificação do fomento ao crédito e renúncias fiscais foram os principais componentes do movimento anticíclico colocado em prática em todo o mundo, inclusive no Brasil. No caso brasileiro, o aumento do crédito foi liderado pelos bancos públicos. Pelo lado da oferta, o grande indutor do reaquecimento foi o BNDES, com volumosos financiamentos empresariais. Pelo lado da demanda, os maiores montantes foram concedidos por intermédio da Caixa Econômica Federal e do Banco do Brasil, com o crédito ao consumidor.

Em relação às renúncias fiscais, diversos tributos foram reduzidos ou temporariamente anulados, a fim de se incentivar um aumento da demanda pela redução do preço final de produtos como automóveis, eletrodomésticos, materiais de construção e máquinas e equipamentos industriais. As principais desonerações

aplicadas foram para o IPI (Imposto sobre Produtos Industrializados), que pode ter suas alíquotas alteradas por decreto presidencial e é considerado um importante instrumento de política econômica por seu poder de induzir ou restringir o consumo.

As medidas internas contra a crise foram importantes e de fato contribuíram para a retomada do crescimento (ARAÚJO E GENTIL, 2011; GERACY, 2018; AGUIAR, 2009; IPEA, 2011). Porém, o setor externo foi tão importante quanto essas medidas. O restabelecimento dos níveis de liquidez ao redor do mundo foi essencial para a recuperação do comércio brasileiro com outros países, a exemplo dos países norte-americanos e do bloco comum europeu, grandes parceiros comerciais do Brasil.

A evolução econômica dos países asiáticos, em especial a da China, teve grandes efeitos benéficos sobre a economia brasileira, que aumentou enormemente o patamar de comércio com esses países no pós-recessão. Com um maior nível de capital disponível, os investimentos estrangeiros em carteira tiveram uma retomada já no segundo trimestre de 2009, tendo sido relevantes para o financiamento tanto do setor privado quanto do setor público brasileiros. O ambiente de negócios melhorava, animando o ambiente de investimentos, que por sua vez dava mais propulsão aos negócios.

Há muitas indicações de que as medidas governamentais anticíclicas, contextualizadas pela evolução do cenário internacional, tiveram efetividade em suas pretensões expansionistas. Se após o auge da crise, em setembro de 2008, houvera uma aguda inflexão negativa em todos os indicadores conjunturais da economia, a partir do segundo trimestre de 2009 houve uma recuperação de praticamente todos eles, incluindo resultados tais como:

- expansão do nível de emprego
- elevação consistente da renda média da população
- elevação da formação bruta de capital fixo
- grande crescimento real do PIB em 2010 (+7,5%)

Pretende-se olhar mais de perto para esses números a fim de se estabelecer qual foi o nível da queda e da recuperação brasileira no pós-crise, quais medidas

internas e fatores externos favoreceram o reaquecimento e se houve falhas ou incompletudes na implementação das políticas expansionistas praticadas.

## 2 – OBJETIVOS E METODOLOGIA

. Este trabalho tem por objetivos:

- descrever o contexto histórico e econômico que levou à crise
- avaliar a efetividade das medidas anticíclicas tomadas pelo governo sobre os indicadores econômicos conjunturais
- avaliar em que aspectos o cenário internacional contribuiu para a retomada do crescimento brasileiro
- apontar conseqüências negativas geradas pelas medidas e críticas à sua implementação

Primeiramente será feito um levantamento bibliográfico (capítulos 3, 4 e 5) com o intuito de contextualizar o tema de forma expositiva. No capítulo 3 serão consideradas as causas da crise, suas conseqüências e a resposta generalizada dos países centrais. No capítulo 4 será dado o panorama geral da política de crédito do governo Lula, tanto pelo lado do crédito empresarial quanto pelo lado do crédito ao consumidor, com ênfase nos bancos públicos, especialmente o BNDES. No capítulo 5 serão descritas as principais medidas fiscais colocadas em prática e seus efeitos, com atenção especial para as desonerações do IPI.

Posteriormente serão detalhadas séries temporais que possam lançar luz sobre a discussão da recuperação no pós-crise. Na seção 6.1 será analisada a recuperação dos principais indicadores econômicos conjunturais, como os níveis de emprego, renda e investimentos. Na seção 6.2, serão analisados os fatores externos que tiveram importância para essa recuperação, como a entrada de capital estrangeiro no país, a elevação dos preços das *commodities* e a retomada do comércio internacional.

Na seção 6.3 serão expostas críticas às medidas tomadas pelo governo brasileiro no que diz respeito ao seu planejamento e à sua execução, apontando

conseqüências negativas de sua implementação, a exemplo de uma contribuição para o aumento da desigualdade social.

### 3 – A BOLHA IMOBILIÁRIA

A crise do mercado financeiro estadunidense teve três componentes principais que podem ser considerados fundamentais para a expansão e estouro da bolha imobiliária. O primeiro fator é a sofisticação dos instrumentos utilizados no mercado de capitais. As chamadas inovações financeiras aumentavam a complexidade e diversidade dos instrumentos presentes em contratos, em especial no que diz respeito aos derivativos. O segundo fator foi a falta de regulação no que toca ao risco das operações e às manobras contábeis que maquiaram por muito tempo a situação de um grande número de instituições financeiras. O terceiro fator foi a política monetária do Federal Reserve, o Banco Central estadunidense. Na baixa da taxa básica de juros, a bolha se inflou. Na alta, a bolha explodiu (SOBREIRA, 2008).

O crédito hipotecário nos Estados Unidos ganhou força no mandato do presidente democrata Franklin Delano Roosevelt, na década de 1930, mais especificamente em 1934, quando foi criada a *Federal Housing Administration* (FHA), seguradora governamental que cobria possíveis inadimplências em empréstimos imobiliários, transferindo para o Estado o risco de crédito nesse setor e aumentando a oferta de financiamentos. Poucos anos depois, foi criada a *Federal National Mortgage Association*, a notória FNMA, instituição apoiada pelo governo que comprava empréstimos hipotecários garantidos pela FHA e os mantinha em seu portfólio (SILVA, 2010).

O mercado de hipotecas teve um salto de complexidade nas décadas de 1960 e 1970. Em 1968, durante o mandato do presidente Lyndon Johnson, outro democrata, foi criada a *Government National Mortgage Association*, a GNMA. À semelhança da FNMA, esta instituição fornecia seguros e outras coberturas associadas a créditos hipotecários também assegurados pela FHA. Em 1970, foi criada a *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (FHLMC), a *Freddie Mac*, que,

dando um passo em direção ao risco, comprava e vendia créditos hipotecários não assegurados pela FHA (SILVA, 2010).

Essas três instituições foram determinantes na consolidação do chamado mercado secundários das hipotecas: os contratos eram comprados e recomprados e também eram sofisticados, sendo securitizados. Assim, tornaram-se mais acessíveis e difundidos títulos cujo lastro era o pagamento das parcelas dos financiamentos imobiliários. Com o passar do tempo, havia três principais modalidades desses títulos (BLANCHARD, 2011):

- MBS (*Mortgage-Backed Securities*): títulos cujos lastros são os pagamentos das hipotecas por parte dos mutuários
- CDO (*Collateralized Debt Obligations*): esses títulos envolviam não só os pagamentos de hipotecas, como também outros tipos de dívida, como cartões de crédito e financiamento de automóveis
- CDS hipotecários (*Credit Default Swaps*): são derivativos com função de *hedge*, atuando como proteção contra eventuais perdas de crédito

A ausência de regulação dessas operações, ao longo da década de 1980 e no começo da década de 1990, foi incentivada pelo tom liberalizante dos governos republicanos de Ronald Reagan e George Bush pai. Com isso, a sofisticação do mercado financeiro ganhava maiores proporções e difusão. Instituições privadas que atuavam nos mercados hipotecários, os denominados *Mortgage Banks* surgiram em grande quantidade nesse período.

Foi nesse ponto que as hipotecas começaram a se disseminar entre as classes mais pobres. O presidente Bill Clinton, em consonância com seus adversários republicanos, também incentivou a distribuição do crédito imobiliário, alegando benefício social. Mudanças nas metodologias de filtragem de mutuários na concessão de crédito, como sistemas automatizados que permitiam simplificação e redução de custos no processo de subscrição de novos mutuários, também foram relevantes no aumento da oferta de crédito para pessoas que, alguns anos antes, sequer teriam chance de conseguir um financiamento.

Inovações financeiras também tiveram importante papel na facilitação da aquisição de crédito por pessoas de baixa renda. Dentre essas inovações, podem-se

citar(SILVA,2010):

- Contratos do tipo ARM (*Adjusted Rate Mortgages*): nos três primeiros anos do financiamento as taxas eram fixas e de baixo valor, passando a flutuar posteriormente
- *Piggyback*: a entrada ou sinal, geralmente na casa dos 20% do valor do imóvel, também passava a ser financiada
- IO *Mortgages* (apenas juros): o mutuário tinha a opção de pagar apenas os juros em algumas parcelas, prorrogando o pagamento da amortização
- *Negative Amortization*: nessa modalidade o tomador tinha a opção de, em algumas parcelas, pagar um valor mínimo menor que o valor dos juros. A diferença entre o valor da parcela e o valor pago era acrescentado ao montante devido

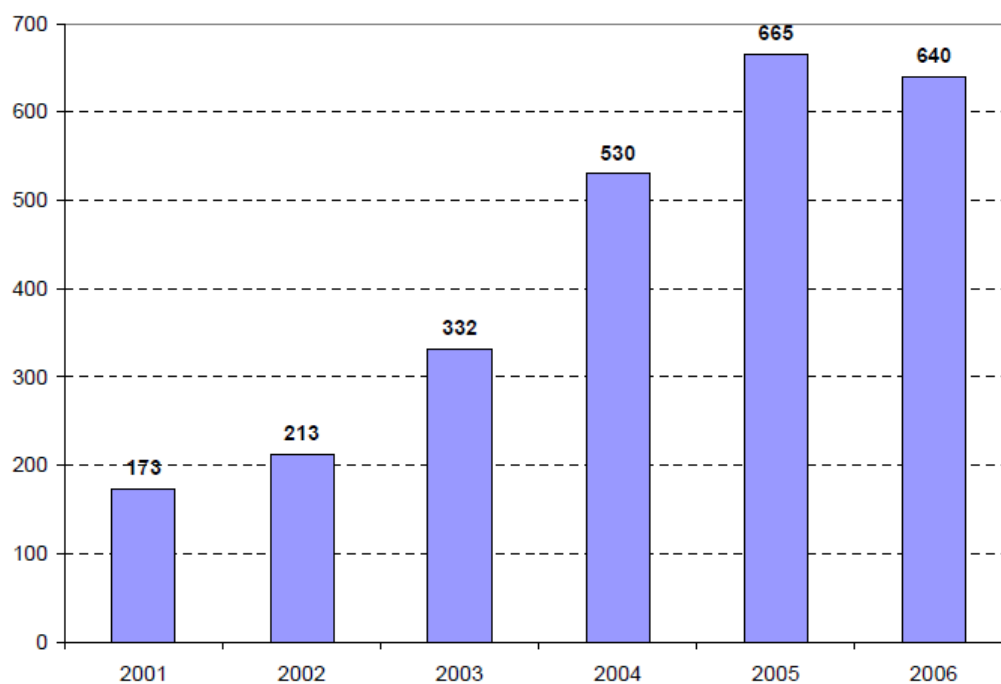
Dessa forma, os mutuários tinham a sensação de facilidade de pagamento aumentada em grande proporção, o que aumentou a demanda por esses tipos de contrato. Em muitos aspectos, era a assimetria de informação que determinava a subscrição: os clientes ou não tinham real consciência do risco que estavam tomando para si, ou resolviam ignorá-lo.

Para completar o cenário favorável à tomada de empréstimos imobiliários, o *Federal Reserve* começa um movimento contínuo de queda na taxa básica de juros em janeiro de 2001, após a recessão conhecida como bolha das empresas pontocom. O valor passou de 6,5% ao ano em dezembro de 2000 para 1% ao ano em agosto de 2003, mantendo esse patamar até junho de 2004. Com isso, os juros das hipotecas também caíram, aumentando enormemente a demanda pelos financiamentos (BLANCHARD, 2011).

Qualquer pessoa, mesmo sem renda ou patrimônio, era aceita pelas instituições como mutuária. Essas eram as hipotecas que ficaram conhecidas como *subprime*, em contraste com as hipotecas sênior, adquiridas por pessoas com capacidade comprovada de pagamento. Uma verdadeira corrida pelo financiamento de imóveis começou a acontecer. Foi aí que a bolha começou a inflar. Os gráficos a seguir (FIGURAS 1 E 2) ilustram bem esse aumento expressivo da oferta e da demanda por hipotecas *subprime*:

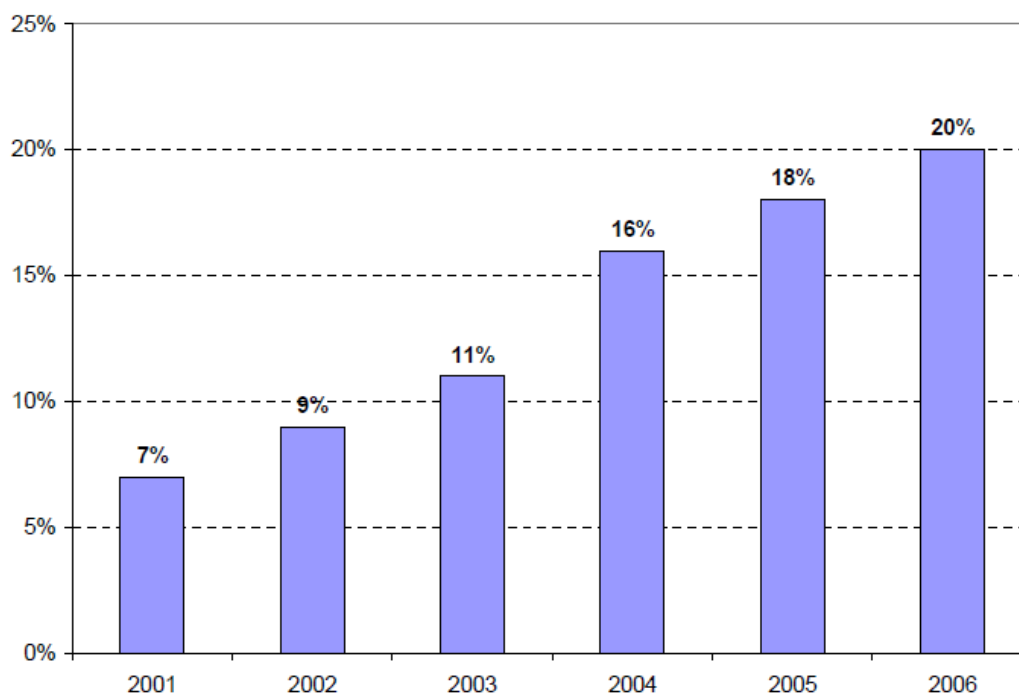


Figura 1 - Gráfico do volume das hipotecas *subprime* por ano, em bilhões de dólares (2001-2006)



Fonte: Cagnin (2007) apud Silva (2010)

Figura 2 - Gráfico da participação das hipotecas *subprime* em relação ao total de hipotecas (2001-2006)



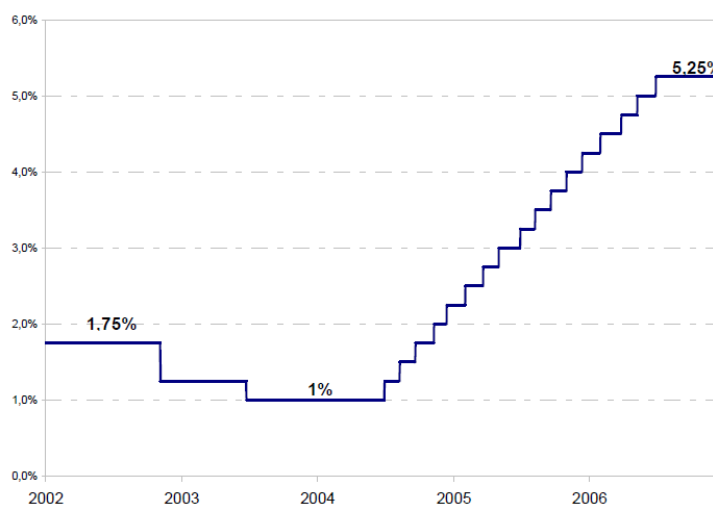
Fonte: Cagnin (2007) apud Silva (2010)

Em volume, o aumento das hipotecas *subprime* foi de 370% no período. O aumento da participação em relação ao total de financiamentos imobiliários foi de 286%. A expectativa dos mutuários era de que as parcelas continuassem a ser pagas, já que a valorização no preço de seus imóveis permitia, pelo aumento de seu patrimônio, refinanciamentos sucessivos. O ciclo de baixa na taxa básica de juros reforçava essa expectativa.

Essa valorização no mercado primário pressionava os preços também no mercado secundário. Os detentores de ativos lastreados nas hipotecas também estavam obtendo lucros substanciais no período. Porém, uma mudança na política monetária desencadeou um efeito reverso: em junho de 2004 foi iniciado um ciclo de aumentos na taxa básica pelo *Federal Reserve*. O patamar de 1% já vigorava há um ano e a economia mostrava sinais de recuperação, com uma trajetória crescente na variação do PIB, diminuição do desemprego e uma forte tendência inflacionária nos últimos doze meses (BCB). Em razão dessa fase de aquecimento econômico, o FED optou por medidas contracionistas, anunciando sucessivas elevações nos juros básicos.

Em junho de 2006 esse valor chegou a 5,25% ao ano (FIGURA 3), valor alto para uma economia desenvolvida. Com isso, as taxas das hipotecas aumentaram consideravelmente, passando de cerca de 3% ao ano em média em 2004 para cerca de 15% ao ano em 2006 (SILVA, 2010).

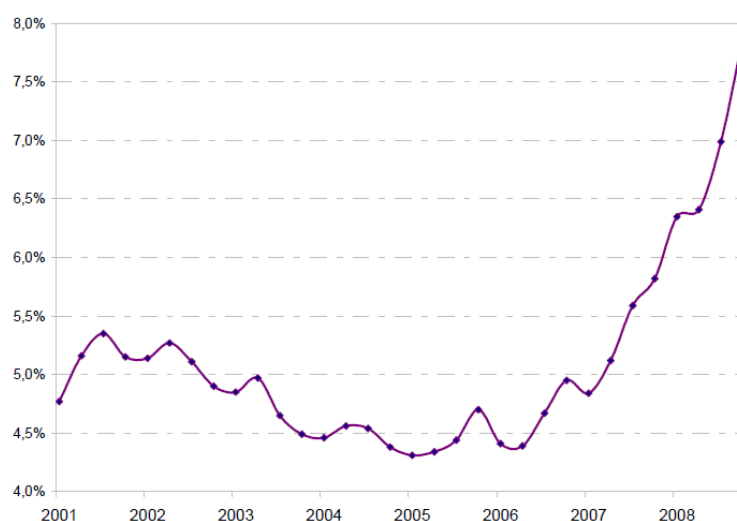
**Figura 3 - Gráfico da taxa básica de juros nos Estados Unidos (2002-2006)**



Fonte: Silva (2010)

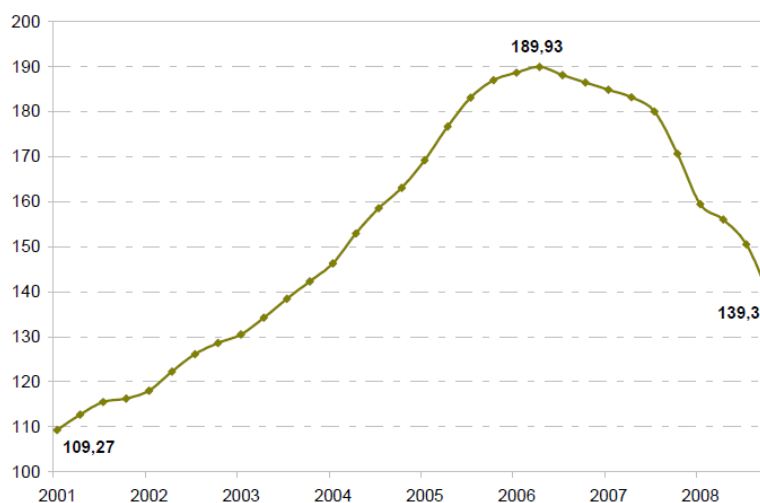
Com o aumento nos juros dos financiamentos, os mutuários com frágeis condições de pagamentos começaram a ficar inadimplentes (FIGURA 4). Um número crescente de execuções hipotecárias começou a ocorrer, o que pressionou uma baixa dos preços dos imóveis (FIGURA 5), resultando em uma baixa nos lucros no mercado secundário. Instaurou-se uma elevada desconfiança e, dessa vez, a corrida foi pela venda dos títulos cada vez mais desvalorizados. Frente a tal situação, as agências de *rating* se viram obrigadas a rebaixar a classificação desses investimentos, o que levou a uma queda nos preços ainda maior.

**Figura 4 - Gráfico da evolução do nível de inadimplência nos contratos *subprime* (2001-2008)**



Fonte *Bloomberg* apud Silva (2010)

**Figura 5 - Gráfico da evolução do preço dos imóveis a nível nacional - índice *Case-Shiller* base 100 = jan/2000 - (2001-2008)**



Fonte: *Standard & Poor's* apud Silva (2010)

A crise imobiliária se transformou em uma crise financeira geral porque os investimentos lastrados em hipotecas estavam amplamente difundidos no mercado. Com a corrida pela venda e desvalorização desses ativos, houve uma queda imensa no patrimônio de um grande número de instituições, que foram obrigadas a vender ativos saudáveis para cobrir o rombo. Com a crise de confiança, o nível de crédito geral despencou, o que contribuiu para uma situação de insolvência generalizada na economia estadunidense. A aversão ao risco atingiu um patamar elevado, o que levou a uma retirada de capitais nas Bolsas. A crise financeira se transformava em uma crise macroeconômica (BLANCHARD, 2011).

Milhões de pessoas perderam suas casas, voltando a depender de aluguel, de favores de conhecidos e da família ou mesmo partindo para uma vida nas ruas. O índice de desemprego escalou rapidamente durante o ano de 2008, passando de 5% da população economicamente ativa em janeiro daquele ano para 7,8% em janeiro de 2009 (OCDE). Com uma situação de calamidade social estabelecida, várias medidas foram tomadas pelas instituições públicas estadunidenses para reverter os efeitos da recessão. Para diminuir a desconfiança dos investidores, o seguro de depósito federal garantido pela *Federal Deposit Insurance Corporation*, o FDIC, foi elevado de US\$100.000,00 para US\$250.000,00. O FED afrouxou exigências junto aos órgãos financeiros, ampliando o leque de ativos que seriam passíveis de ser dados como colateral em linhas de financiamento institucional. O número de instituições contempladas com crédito diferenciado também foi ampliado (BLANCHARD, 2011).

Em conjunto com o FED, o Tesouro Nacional lançou o *Troubled Asset Relief Program* (TARF), um programa de apoio que visava ao mesmo tempo fortalecer os bancos financeiramente e incentivá-los a reduzir a complexidade dos ativos contidos em seus balanços. Foram cedidos US\$200 bilhões na forma de compra de ações e de MBSs desses bancos. O FED passou a ser o principal detentor de MBSs, transferindo para o Estado a responsabilidade por esses ativos que passaram a ser considerados tóxicos.

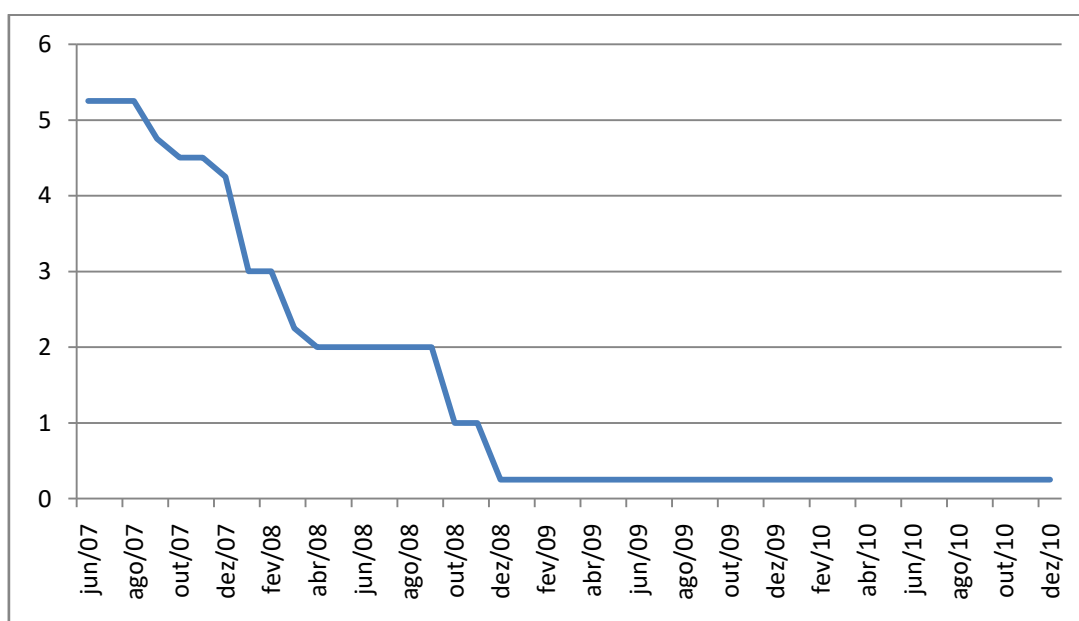
Além disso, o Congresso elaborou um pacote de medidas econômicas denominado *American Recovery and Reinvestment Act* (ARRA), transformadas em

Lei pelo recém-eleito presidente Barack Obama em fevereiro de 2009. Esse conjunto de medidas envolvia (BLANCHARD, 2011):

- desonerações no valor de US\$288 bilhões
- expansões de gastos na ordem de US\$240 bilhões com saúde, educação e treinamento profissional
- investimentos na ordem de US\$170 bilhões em infraestrutura
- benefícios aos desempregados no valor de US\$82 bilhões
- reduções de encargos sociais de até US\$400 por trabalhador contratado

Em harmonia com a iniciativa anticíclica colocada em vigor pelo governo dos Estados Unidos, a taxa básica de juros, que já se encontrava em declínio desde o final de 2007, foi reduzida para 0,25% ao ano em dezembro de 2008 (FIGURA 6), patamar mantido durante bastante tempo.

**Figura 6 - Gráfico da taxa básica de juros nos Estados Unidos (jun/07-dez/10)**



Fonte: *Federal Reserve* – elaboração própria

Com isso, a retração na oferta de moeda foi contida, o que foi importante para reaquecer a economia. Era um momento de intensa intervenção, feita às custas do resultado das contas públicas. O déficit primário do governo federal dos Estados Unidos chegou a 11,6% do PIB no acumulado de janeiro a setembro de 2009 (IPEA,

2011) Os bancos centrais das principais economias do mundo realizaram movimento coordenado semelhante.

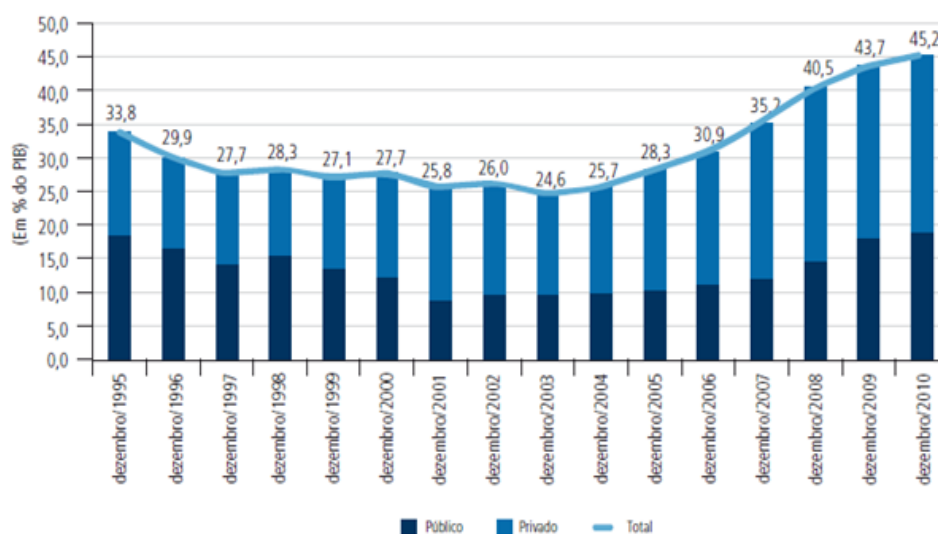
## 4 – O CRÉDITO NO GOVERNO LULA

### 4.1 – Panorama geral

A expansão do crédito, tanto para pessoa física quanto para pessoa jurídica, foi notável ao longo de toda a extensão dos dois mandatos do governo Lula, entre janeiro de 2003 e dezembro de 2010. Essa propensão foi favorecida por mudanças no ambiente legal e institucional do país. Um dos fatores-chave foi o reforço às condições de alienação fiduciária proporcionados pela Lei nº 10.931/2004, garantindo segurança para os credores no financiamento habitacional e de veículos. Outro fator de relevância foi a Nova Lei de Falências (Lei nº 11.101/2005), que alterava a legislação no sentido de retirar obstáculos ao crédito à pessoa jurídica, resguardando os credores frente a inadimplências (MORA, 2015).

Esse cenário favorável serviu como pano de fundo para as medidas expansionistas que muito bem se encaixavam no perfil ideológico do Partido dos Trabalhadores. A tendência altista na concessão creditícia pode ser verificada em diferentes modalidades, conforme ilustrado pelos gráficos a seguir (FIGURAS 7 E 8):

**Figura 7 - Gráfico da evolução do crédito por controle de capital, em percentual do PIB (1995-2010)**

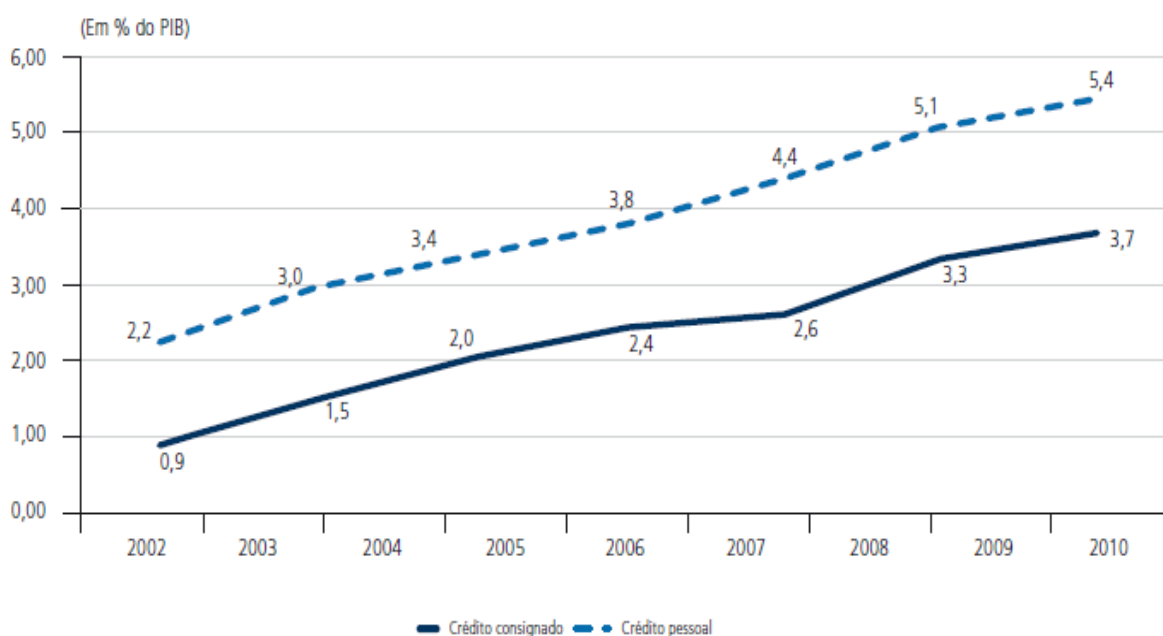


Fonte: Mora, 2015

Ao longo dos governos FHC houve uma retração do crédito, o que foi revertido logo no primeiro ano do novo governo Lula. O volume das operações passou de 26% do PIB ao final de 2002 para 40,5% ao final de 2008. Mesmo após a eclosão da crise, o montante concedido continuou subindo, chegando a 45,2% do PIB em dezembro de 2010.

A consignação sobre folha de pagamento, estabelecida durante o primeiro ano de mandato por meio da Lei nº 10820/2003, também teve peso na facilitação da concessão de crédito à pessoa física.

**Figura 8 - Gráfico da evolução do crédito pessoal e do crédito consignado, em percentual do PIB (2002-2010)**



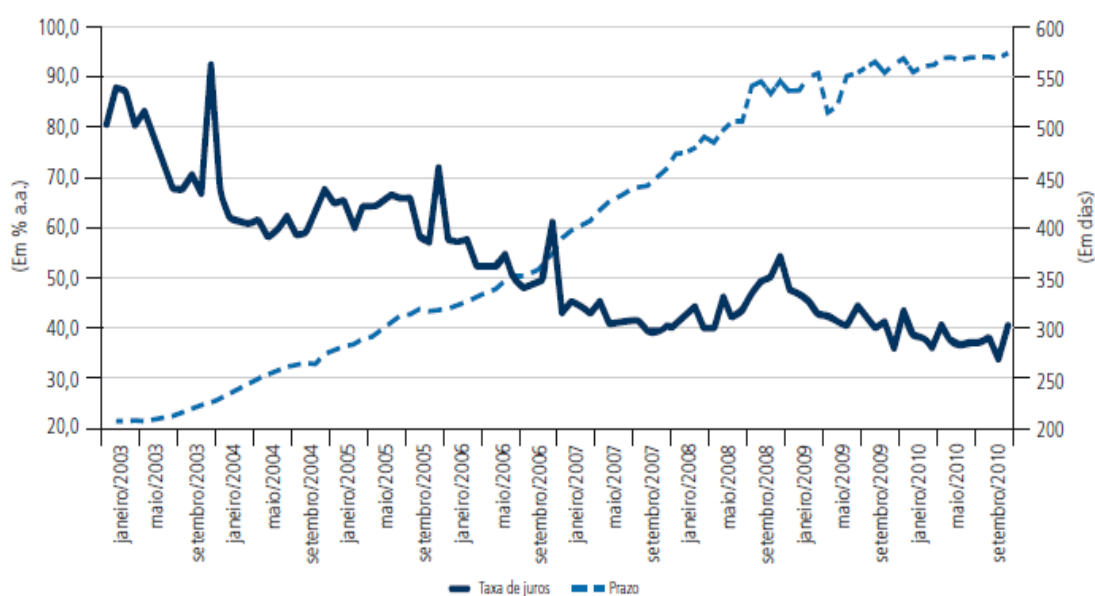
Fonte: Mora, 2015

O volume do crédito consignado passou de 0,9% do PIB em 2002 para 3,7% do PIB em 2010. A proporção dessa modalidade em relação ao montante de todas as modalidades de empréstimo pessoal também aumentou, passando de 40,9% do total em 2002 para 68,5% do total em 2010. Novamente, o ritmo do crescimento não diminuiu após 2008.

Os juros mais baixos dessa modalidade e seus prazos extensos repercutiram sobre a média dos juros e dos prazos relativos a crédito pessoal no geral. A taxa média teve queda acumulada de cerca de 50%, passando de cerca de 80% ao ano em janeiro de 2003 para cerca de 40% ao ano em setembro de 2010. Já os prazos

médios de pagamento se estenderam enormemente, passando de poucomais de 200 dias no começo do primeiro mandato para quase 600 dias no final do segundo mandato (FIGURA 9).

**Figura 9 - Gráfico da evolução das taxas (ao ano) e dos prazos médios (em dias) para crédito pessoal (2003-2010)**

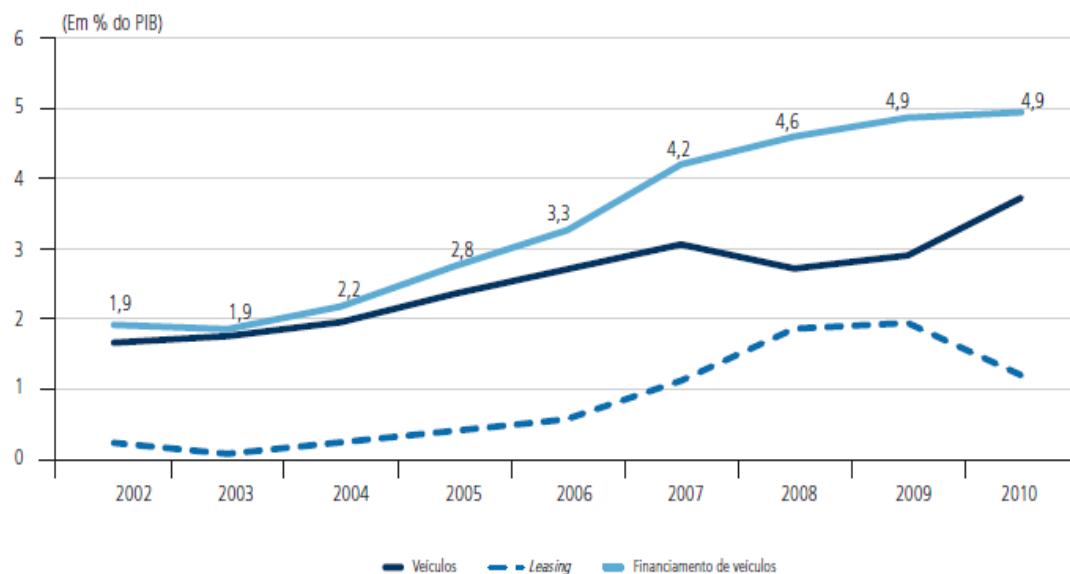


Fonte: Mora, 2015

O crédito para financiamento da compra e *leasing* de veículos teve movimento semelhante. O volume concedido passou de 1,9% do PIB em 2002 para 4,9% do PIB em 2010 (FIGURA 10). Além disso, a taxa média de juros passou de cerca de 45% ao ano em 2002 para cerca de 20% ao ano em 2010 (gráfico 4), paralelamente à extensão dos prazos médios de pagamento indo de 400 dias para 550 dias, aproximadamente (FIGURA 11).

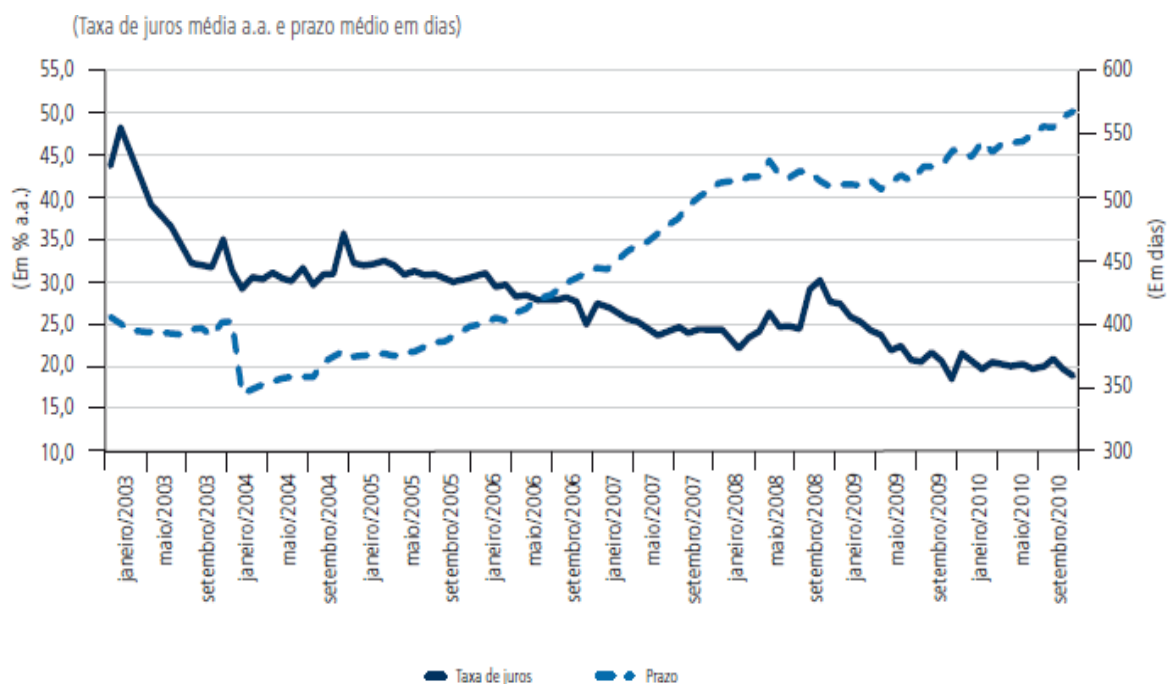


**Figura 10 - Gráfico da evolução do crédito para financiamento de veículos (dez/02-dez/10)**



Fonte: Mora, 2015

**Figura 11 - Gráfico da evolução da taxa média (ao ano) e dos prazos (em dias) de financiamento de veículos (jan/03-set/10)**

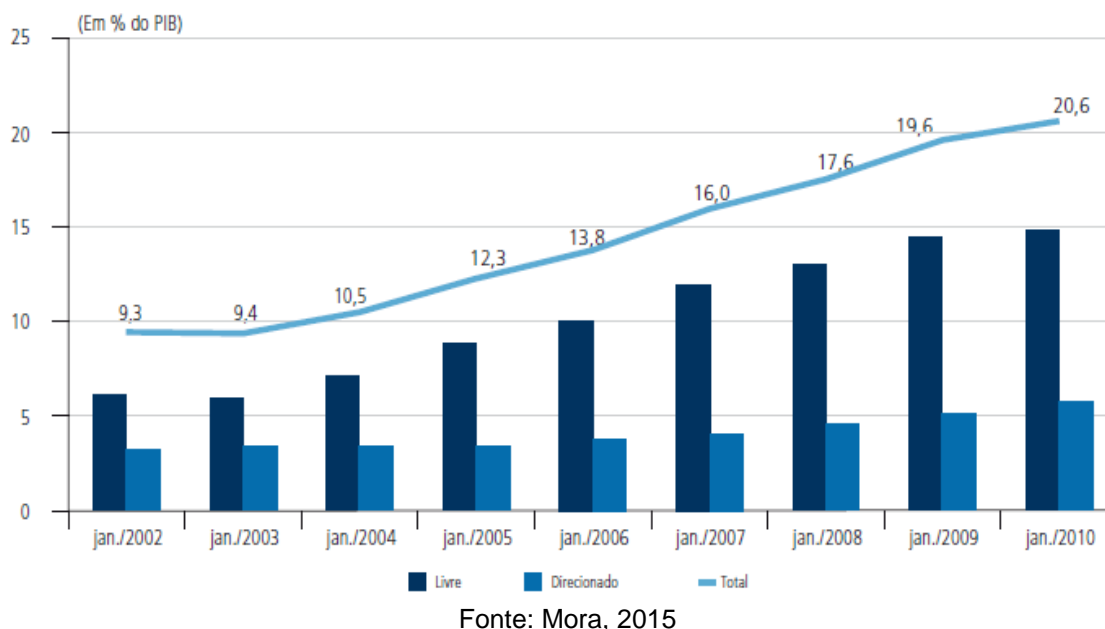


Fonte: Mora, 2015

Quando se consideram todas as modalidades de empréstimo à pessoa física, houve elevação do volume de crédito, em relação ao PIB, em todos os anos do período. Em 2002 esse percentual era de 9,3% e, em 2010, atingia 20,6% do PIB. O crescimento do crédito com recursos livres, aqueles não direcionados especificamente para algum ramo do consumo (como habitação ou financiamento de

veículos), tiveram aumento mais significativo tanto em termos relativos quanto em termos absolutos, chegando a 15% do PIB em 2010 (FIGURA 12).

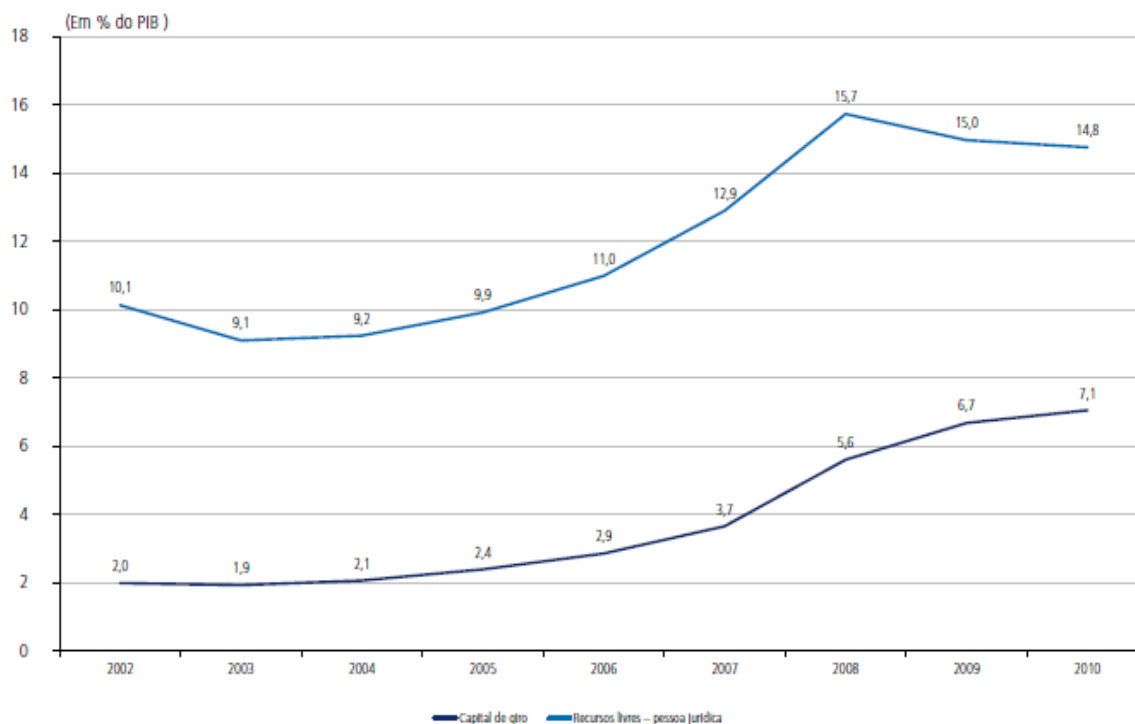
**Figura 12 - Gráfico da evolução do crédito livre e do crédito direcionado para pessoa física, em percentual do PIB (2002-2010)**



Em valores correntes, o empréstimo à pessoa física injetou diretamente cerca de R\$3,4 trilhões na economia ao longo desses oito anos, consolidando um aumento de demanda que foi importante para elevar os níveis de produção industrial e de oferta de serviços, o que por sua vez foi um fator relevante na redução do índice de desemprego, que passou de 10,5% da população economicamente ativa em dezembro de 2002 para 5,3% em dezembro de 2010 (IBGE).

Em relação ao crédito à pessoa jurídica, aumentos expressivos em volume aconteceram a partir de 2006. O financiamento para capital de giro está incluído nessa categoria e representou uma fatia importante desse aumento, tendo crescimento ininterrupto e passando de 2,0% do PIB em 2002 para 7,1% do PIB em 2010 (FIGURA 13).

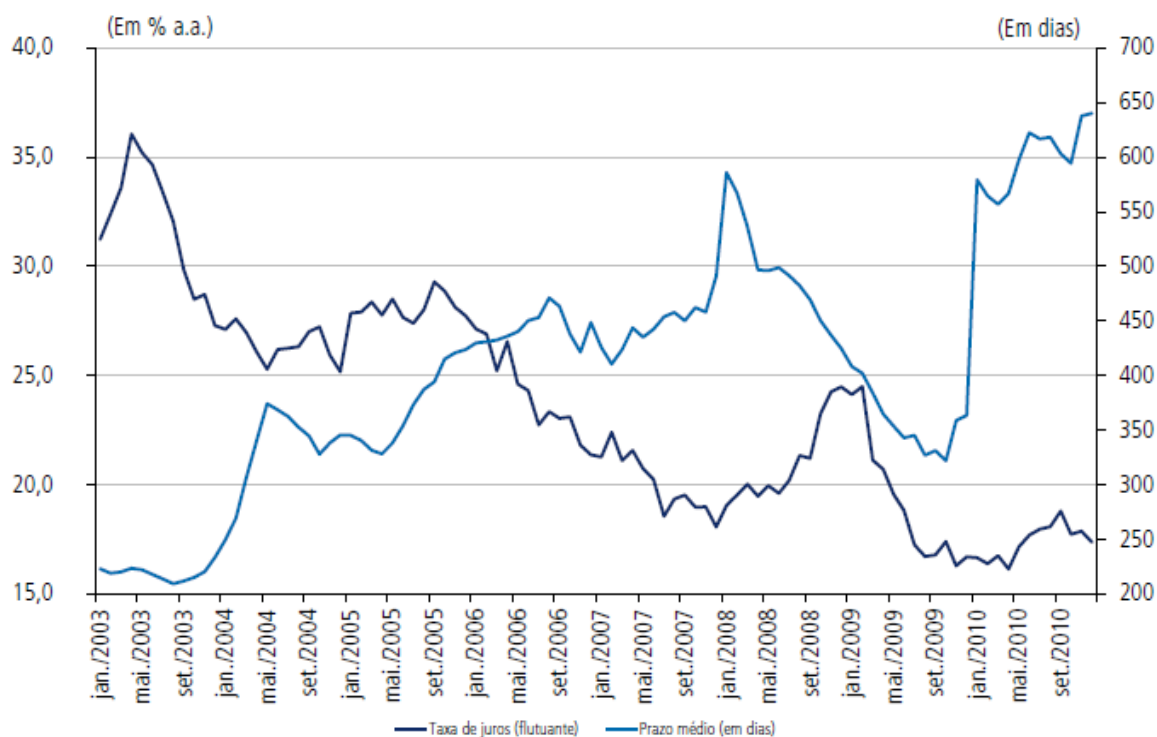
**Figura 13 - Gráfico da evolução do crédito à pessoa jurídica com recursos livres, em percentual do PIB (2002-2010)**



Fonte: Mora, 2015

À semelhança do que aconteceu com o crédito à pessoa física, também houve redução das taxas médias e aumento dos prazos de pagamento para o financiamento de capital de giro. Na modalidade de taxa de juros flutuante, a queda da taxa foi expressiva no período, passando de mais de 30% ao ano para menos de 20% ao ano. Já os prazos médios foram estendidos de pouco mais de 200 dias para cerca de 650 dias. No imediato após o estouro da crise, houve um movimento inverso: as taxas subiram e os prazos foram diminuídos (FIGURA 14), inversão de tendência causada pela aversão ao risco por parte das instituições financeiras

Figura 14 - Gráfico da evolução das taxas de juros médias (modalidade flutuante, ao ano) e dos prazos de pagamento (em dias) para financiamento de capital de giro (2002-2010)



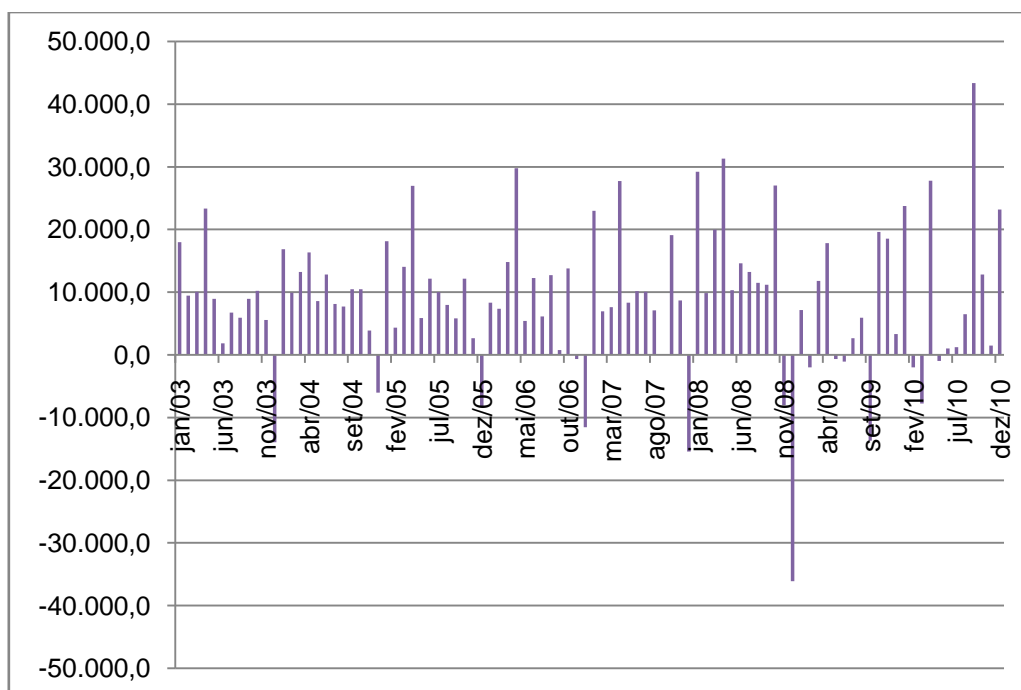
Fonte: Mora, 2015

No momento da eclosão da crise, o Brasil vinha de anos seguidos de forte fluxo creditício para a população e para as empresas. Em um momento de baixa na economia, aparecem alternativas conflitantes: pisar no freio e voltar-se para a austeridade ou apostar em medidas de incentivo à produção e ao consumo? Foi nesse ponto que o governo assumiu uma postura mais claramente heterodoxa, induzindo de forma direta a manutenção do poder de compra da população e da capacidade de investimento por parte do setor empresarial.

Dessa forma, o governo interferia simultaneamente nos volumes de produção, aumentando a oferta de bens e serviços, principalmente por intermédio do BNDES, e nos volumes de demanda, injetando crédito no consumo por intermédio da Caixa e do Banco do Brasil. Essas intervenções deslocam as curvas de oferta e demanda agregadas de forma a atingir um novo nível de produto, mais elevado. Isso tudo foi possível devido à acumulação de superávits fiscais ao longo de muitos anos. Naquela época, a União estava com suas contas no azul, com poucas exceções mensais em razão de sazonalidades de fim de ano (devidas principalmente a abonos previdenciários e despesas do poder executivo) e ao período imediatamente após estouro da crise, em que se nota o mais contundente resultado negativo de

todo o período Lula, em dezembro de 2008. Esses resultados estão ilustrados no gráfico a seguir (FIGURA 15):

**Figura 15 - Gráfico do resultado primário do governo central, em milhões de reais, ajustado pelo IPCA em valores de julho de 2019 (jan/03-dez/10)**



Fonte: Tesouro Nacional (2019)

Em 2009 e em 2010 o BNDES recebeu aportes junto ao Tesouro Nacional que, somados, atingiram cerca de 204 bilhões de reais. O montante foi captado para elevar o financiamento ao setor produtivo, tendo sido também realizado nesse ano um veemente papel de assessoria junto às companhias favorecidas (MORA, 2015). No capítulo seguinte, será descrito em maiores detalhes o papel de cada um dos bancos públicos na política de mitigação da crise.

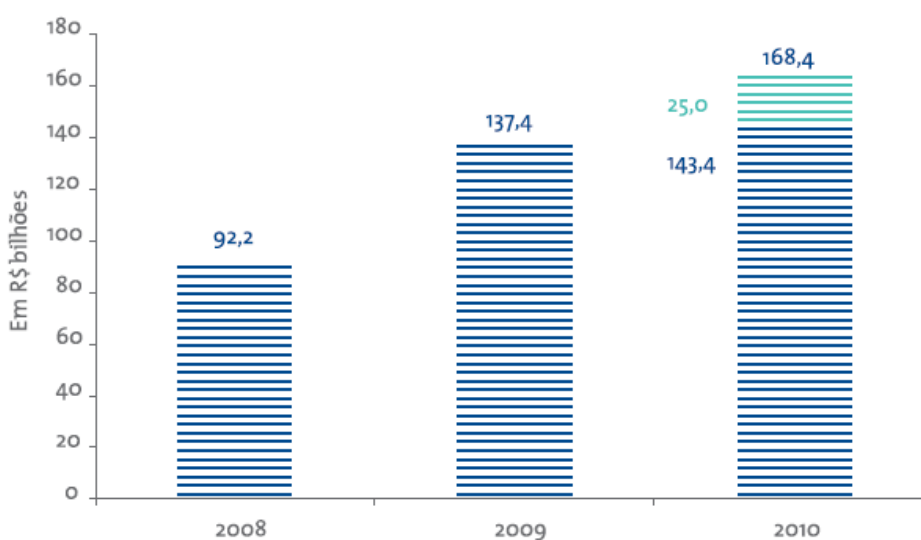
#### 4.2 – O papel do BNDES

O BNDES teve papel de destaque, dentre os órgãos públicos, nas medidas que visavam manter a economia aquecida por intermédio da sustentação da demanda agregada interna e dos níveis de produção da indústria. No ano de 2009, foram destinados R\$100 bilhões oriundos do Tesouro Nacional para serem alocados em programas de incentivo às cadeias produtivas, especialmente no que diz respeito ao acesso creditício por parte das micro e pequenas empresas e à formação bruta

de capital fixo, tendo sido dada atenção específica à produção de maquinário produtivo. O valor total desembolsado no ano foi de R\$137,4 bilhões, um aumento de 49% em relação a 2008.

Já no ano de 2010, o aporte cedido ao BNDES pelo Tesouro foi de R\$104,75 bilhões, por intermédio da Lei 12.249/2010 e da Medida Provisória 505/2010. O valor desembolsado em operações ao longo do ano foi de R\$168,4 bilhões, incluindo R\$25 bilhões utilizados para capitalização da Petrobrás (BNDES, 2011). O gráfico a seguir (FIGURA 16) ilustra esses valores:

**Figura 16 - Gráfico dos desembolsos anuais do BNDES (2008-2010)**



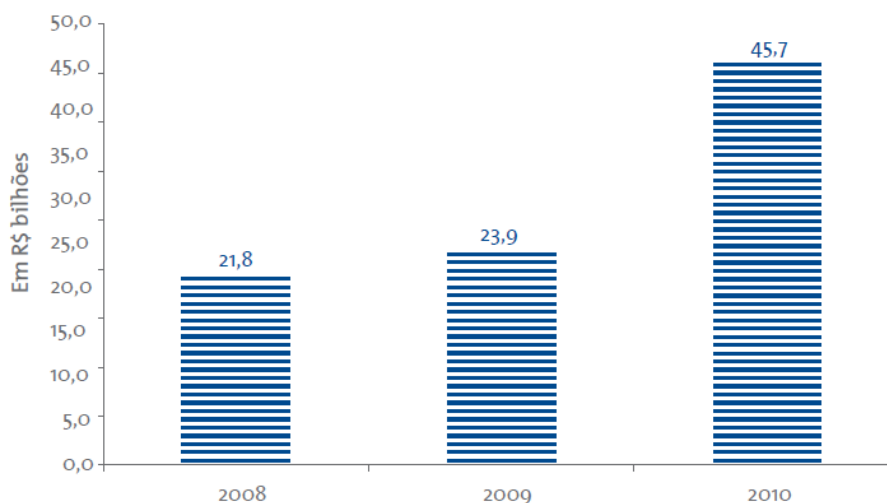
Fonte: BNDES (2011)

No contexto da crise, um programa foi criado especificamente para combater os seus efeitos recessivos: o Programa de Sustentação do Investimento (PSI), dedicado principalmente ao segmento de bens de capital. Com taxas reduzidas e maiores prazos de amortização, foram fechados contratos no valor de R\$37,1 bilhões em 2009 e R\$124,5 bilhões em 2010, somente nessa modalidade (BNDES, 2011). Os principais setores beneficiados foram a agropecuária, o setor de alimentos e bebidas, o de papel e celulose e o setor de eletricidade e gás.

Em relação à ampliação do acesso ao crédito, houve uma elevação considerável nos financiamentos às micro e pequenas empresas, especialmente no ano de 2010. Houve um aumento de 9,6% no montante desembolsado, de 2008 para 2009. De 2009 para 2010 o aumento foi ainda mais expressivo, cerca de 91,2%

(FIGURA 17). Esse movimento aconteceu principalmente nas linhas do BNDES Finame, Finame *Leasing* e Finame Agrícola (voltada para máquinas, equipamentos e capital de giro relacionado), do BNDES Automático (projetos com valor de até R\$10 milhões) e do Cartão BNDES, que oferece crédito rotativo pré-aprovado.

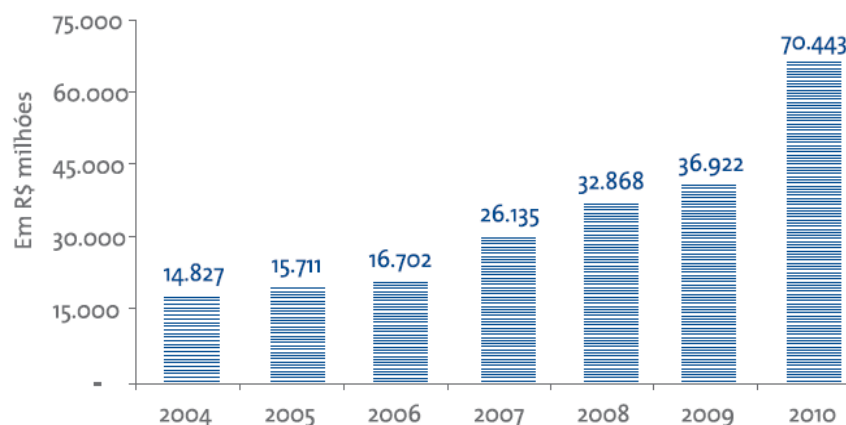
**Figura 17 - Gráfico dos desembolsos do BNDES para micro e pequenas empresas e para pessoa física (2008-2010)**



Fonte: BNDES (2011)

O setor responsável por esses programas é a Área de Operações indiretas (AOI), cujo desembolso total cresceu 90,8% de 2009 para 2010, passando de R\$36,9 bilhões para R\$70,4 bilhões (FIGURA 18). A tabela 1 exibe os desembolsos por programa em 2009 e 2010.

**Figura 18 - Gráfico dos desembolsos totais da AOI ao ano, em milhões de reais (2004-2010)**



Fonte: BNDES (2011)

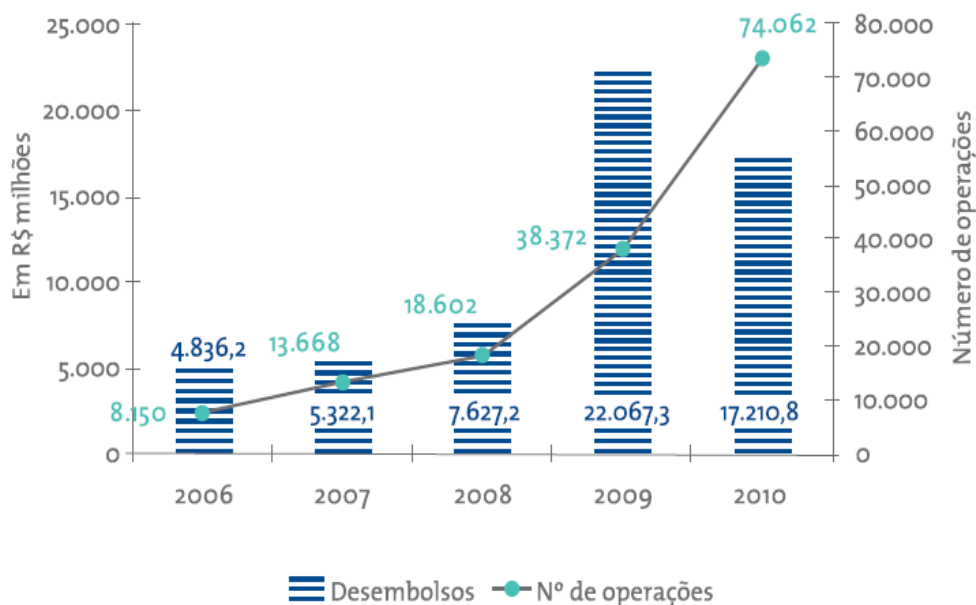
Tabela 1 - Desembolsos ao ano por programa, AOI, em milhões de reais (2009-2010)

Produto	2009	%	2010	%	Δ%
<b>BNDES Finame</b>	<b>20.678</b>	<b>56</b>	<b>46.759</b>	<b>66,4</b>	<b>126,1</b>
<b>BNDES Finame Agrícola</b>	<b>2.814</b>	<b>8</b>	<b>5.361</b>	<b>8</b>	<b>90,6</b>
<b>BNDES Finame Leasing</b>	<b>636</b>	<b>2</b>	<b>601</b>	<b>0,9</b>	<b>-5,4</b>
<b>BNDES Automático</b>	<b>6.354</b>	<b>17</b>	<b>6.117</b>	<b>8,7</b>	<b>-3,7</b>
<b>Outros Programas Agrícolas</b>	<b>3.961</b>	<b>11</b>	<b>7.290</b>	<b>10,3</b>	<b>84,1</b>
<b>Cartão BNDES</b>	<b>2.479</b>	<b>7</b>	<b>4.314</b>	<b>6</b>	<b>74,1</b>
<b>Total</b>	<b>36.922</b>	<b>100</b>	<b>70.442</b>	<b>100</b>	<b>90,8</b>

Fonte: BNDES (2011)

Como parte de uma estratégia de desenvolvimento regional e de descentralização de recursos, os financiamentos e investimentos destinados às regiões Nordeste e Norte foram intensificadas em 2009 e 2010 (FIGURAS 19 E 20). O principal empreendimento realizado no Nordeste foi a refinaria Abreu e Lima, em Pernambuco, que recebeu financiamentos no valor de R\$9,9 bilhões. Já na região Norte os principais projetos beneficiados foram as usinas hidrelétricas de Santo Antônio e Jirau, nos arredores de Porto Velho/RO, e a usina hidrelétrica de Estreito, na divisa entre o Tocantins e o Maranhão (BNDES, 2011). Esses projetos faziam parte da carteira do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC).

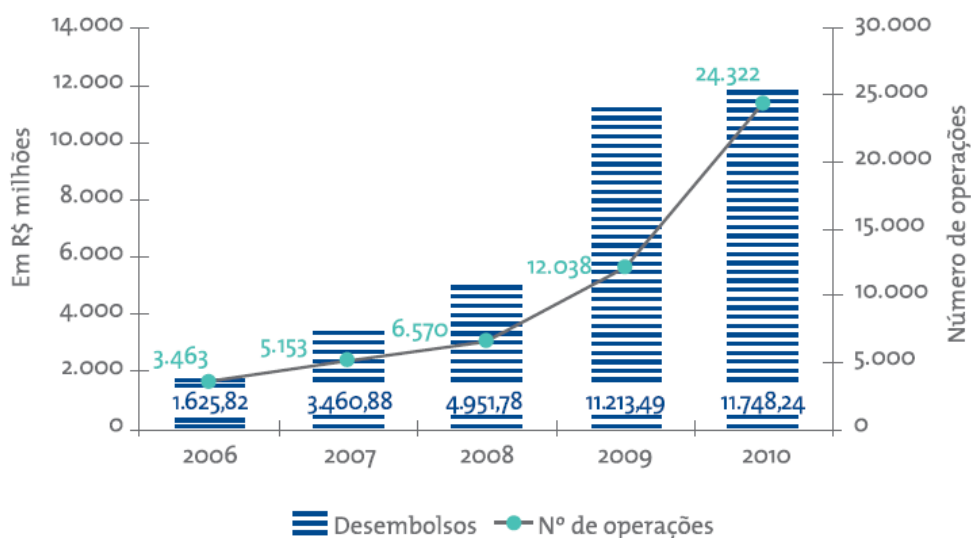
Figura 19 - Gráfico do valor de desembolsos e nº de operações ao ano para a região Nordeste (2006-2010)



Fonte: BNDES (2011)



Figura 20 - Gráfico do valor dos desembolsos e nº de operações ao ano para a região Norte (2006-2010)



O PAC se constitui de empreendimentos considerados estratégicos para o desenvolvimento nacional a médio e longo prazos, contemplando grandes obras de infraestrutura que envolvem:

- geração e distribuição de energia, incluindo fontes renováveis
- saneamento e recursos hídricos
- mobilidade urbana e logística, incluindo malha ferroviária, rodoviária, hidroviária e aeroportuária
- desenvolvimento da cadeia de suprimentos para diversos setores da indústria, especialmente dos setores químico e petroquímico

O programa contou com desembolsos da ordem de R\$48,7 bilhões em 2009 e R\$83,9 bilhões em 2010. A tabela 2 exibe os montantes destinados por região e por eixo de atuação, no ano de 2010:

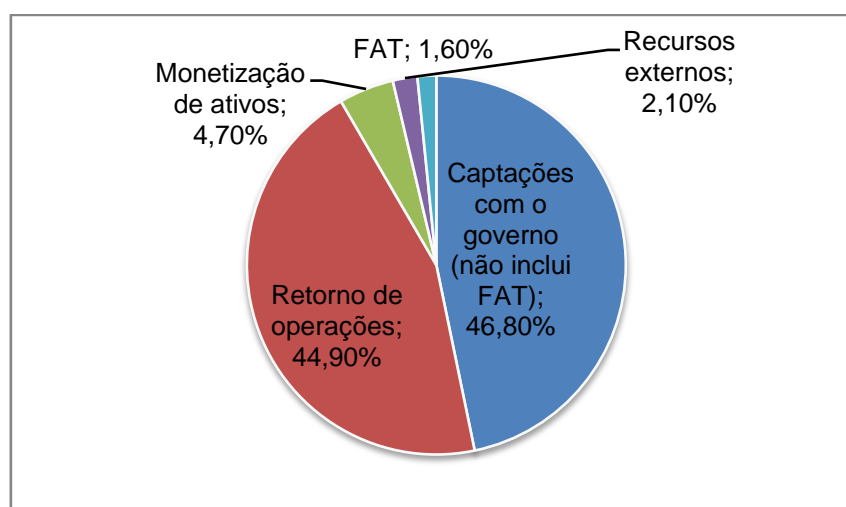
Tabela 2 - Desembolsos do PAC por região e por eixo de atuação, em milhões de reais (2010)

Região/eixo de atuação	Energia	Logística	Social e urbana	Admin. Pública	Total	%
Norte	15.278	54	194	13	15.539	19
Nordeste	17.889	1.743	286	15	19.933	24
Sudeste	7.793	5.211	4.521	21	17.546	21
Sul	5.756	454	417	11	6.638	8
Centro-oeste	3.541	162	65	15	3.783	5
Inter-regional	18.901	1.600	-	-	20.501	24
<b>Total</b>	<b>69.158</b>	<b>9.224</b>	<b>5.483</b>	<b>75</b>	<b>83.940</b>	<b>100</b>
%	82	11	7	0	100	-

Fonte: BNDES (2011)

Em relação às fontes de recurso do BNDES (FIGURA 21), a maior parte veio de captações junto à União (46,8%) e de retornos de operações (44,9%). A terceira fonte mais relevante de recursos (4,7%) foram os retornos de investimentos em títulos de renda fixa e de renda variável diversos, incluindo ações de 154 empresas de capital aberto e de capital fechado cobrindo praticamente todos os setores da economia, (BNDESPar, 2011). Em seguida vinham as fontes de recursos externas, incluindo verbas captadas com órgãos internacionais (2,1%) e os recursos oriundos do Fundo de Amparo ao Trabalhador, recolhidos inicialmente por intermédio da tributação do PIS/PASEP (Programa de Integração Social/Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público).

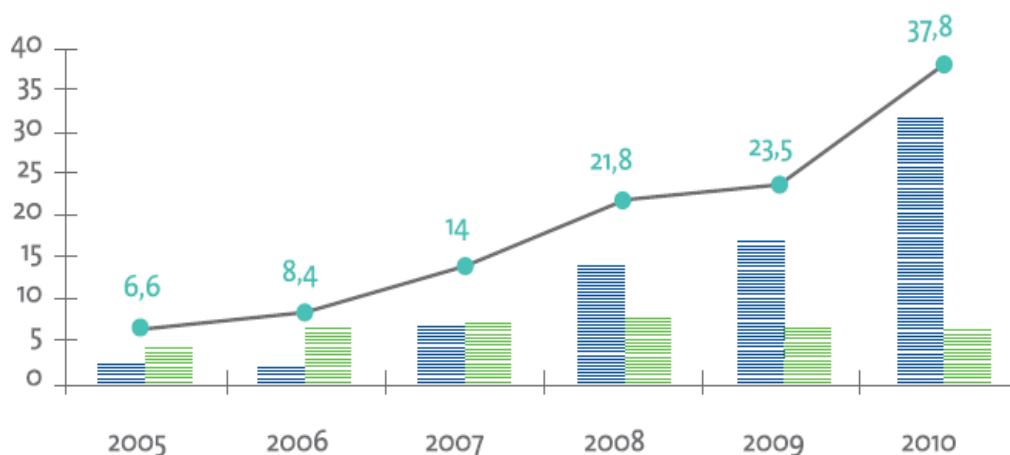
Figura 21 - Gráfico dos percentuais das fontes de recursos do BNDES (2010)



Fonte: BNDES (2011)

O giro (FIGURA 22) da carteira de renda variável do BNDESPar, braço de investimentos do banco, teve um importante crescimento em 2009 e 2010, chegando a R\$37,8 bilhões em dezembro desse último ano, incluindo investimentos (barras azuis) e desinvestimentos (barras verdes). A carteira contava também com debêntures de diversas modalidades e com participações significativas em 39 fundos de investimentos.

**Figura 22 - Gráfico do giro da carteira de renda variável do BNDESPar (2005-2010)**



Fonte: BNDES (2011)

## 5 – DESONERAÇÕES

Como parte da ação do governo federal para suavizar o desaquecimento da economia, foram implementadas diversas medidas de caráter fiscal, começando no último trimestre de 2008 com continuidade não só até o término do segundo mandato do presidente Lula, como também ao longo de todo o primeiro mandato da presidente Dilma Rouseff. Essas medidas possuíam um claro caráter expansionista, reduzindo alíquotas e aumentando prazos de pagamento para tributos diversos com a intenção de incentivar uma retomada dos níveis de produção e consumo. Dentre as providências implementadas, destacam-se as listadas na tabela 3 (VIEIRA, 2011; TCU, 2009; TCU, 2010):

Tabela 3 - Alterações em tributos promulgadas após a crise

nov/08	Prorrogação de prazos de pagamento de IRRF, IPI, PIS/COFINS e INSS para empresas - alívio de R\$21 bilhões para o setor produtivo
nov/08	Redução IOF em financiamento de motocicletas (3,38% para 0,38%)
dez/08	Isonção total do IPI de carros motor 1.0 e veículos de transporte de mercadorias
mar/09	Redução IPI de materiais de construção civil - dentre outros: cimento (4% para 0%); tintas e vernizes (5% para 0%); chuveiro elétrico (5% para 0%)
abr/09	Redução do IPI de eletrodomésticos da linha branca - geladeiras (15% para 5%); fogões (5% para 0%); máquinas de lavar (20% para 10%); tanques de lavar (10% para 0%)
dez/09	Suspensão de cobrança de R\$1 bilhão em IPI e PIS/COFINS para o setor petrolero e petroquímico das regiões Norte, Nordeste e Centro Oeste
dez/09	Desoneração de R\$369 milhões em IPI sobre bens de capital (prorrogado até jun/10)
dez/09	Prorrogação de desoneração promulgada em 2005 de R\$1,6 bilhão em PIS/COFINS sobre venda de equipamentos de informática no varejo

Fonte: Vieira, 2011; TCU, 2009; TCU, 2010

Essas desonerações tiveram impacto no reaquecimento da economia brasileira no período após o estouro da crise, embora não sem consequências de médio e longo prazos para as contas públicas, principalmente devido às inúmeras prorrogações de incentivos fiscais que aconteceram nos anos que sucederam a troca de mandato entre Lula e Dilma (GERACY, 2018).

A natureza das ações a serem tomadas no período da crise pareciam ser consenso entre diversos governos, de diversos países, e mesmo entre profissionais adeptos de diferentes visões de desenvolvimento econômico. Era momento de abrir mão de resultados primários em favor de se evitar um colapso econômico. O que de certa forma se tornou específico do caso brasileiro foi a extensão temporal de medidas com forte tendência heterodoxa, a despeito de contrapartidas claras por parte das empresas fiscalmente beneficiadas e da estabilidade das finanças governamentais.

Dentre os tributos que podem ser utilizados como instrumento para se evitarem quedas mais acentuadas nos níveis de produção e consumo, o IPI (Imposto sobre Produtos Industrializados) tem grande relevância. O IPI é um imposto federal cobrado sobre a transformação de produtos para sua melhoria e aumento de valor agregado, tendo como fatos geradores o desembaraço aduaneiro de produto de origem estrangeira e a saída ou retirada de produtos de estabelecimentos

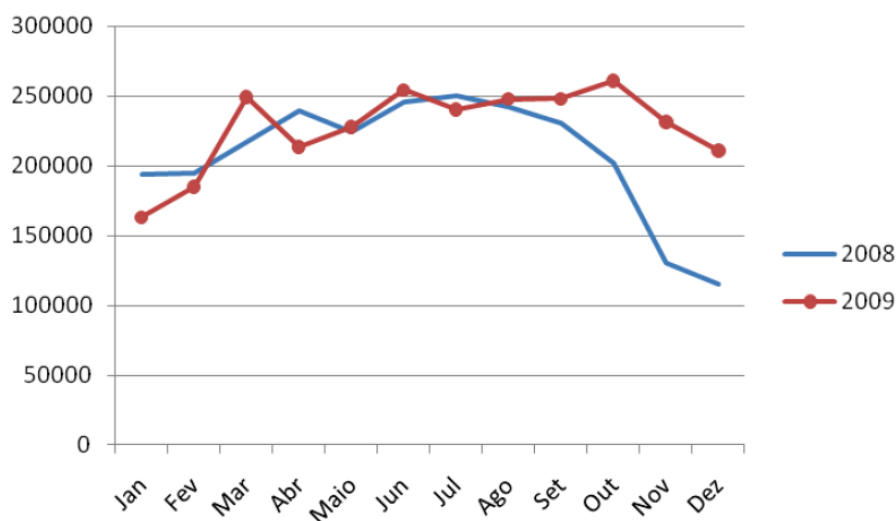
produtivos (AGUIAR, 2009). Pela possibilidade de ter suas alíquotas alteradas por decreto presidencial, esse tributo tem amplo caráter extrafiscal, sendo frequentemente utilizado como ferramenta de política econômica no sentido de induzir um aumento no nível do produto do país.

Ao se reduzir a alíquota para determinado setor, é dado um incentivo para que a indústria produza mais, já que assim se torna possível uma redução no preço final que aumenta a demanda potencial pelos produtos colocados no mercado. Sendo um ato do poder executivo com validade imediata, diversos decretos foram ordenados no período pós-crise como parte das medidas estabelecidas para se conterem adversidades mais profundas para a economia nacional. Alguns dos principais decretos relacionados a reduções do IPI realizadas entre 2008 e 2010 são listados a seguir (AGUIAR, 2009):

- Veículos: 6.687 (11/12/08), 6.743 (15/01/09) e 6.890 (29/06/09)
- Materiais de construção civil: 6.890 (26/06/09) e 7.222 (29/06/10)
- Eletrodomésticos de Linha Branca: 6.825 (17/04/09), 6.826 (20/04/09) e 6.890 (29/06/09)
- Veículos de Transporte de Mercadorias: 6.696 (17/12/08) e 6.890 (29/06/09)
- Bens de Capital: 6.890 (29/06/09)

Esses setores foram consideravelmente afetados pela desconfiança e pela falta de liquidez ocasionados pela crise. O gráfico a seguir (FIGURA 23) exhibe a brusca queda na venda de veículos que ocorreu no segundo semestre de 2008, assim como sua recuperação ao longo do ano de 2009:

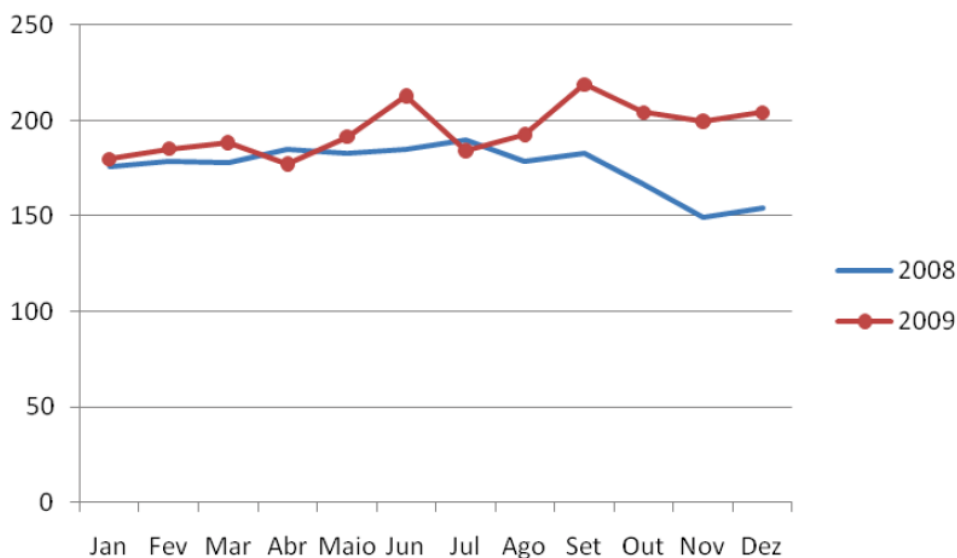
**Figura 23 - Gráfico da quantidade mensal de veículos nacionais vendidos (2008-2009)**



Fonte: IPEA apud TCU, 2009

Uma queda nas vendas em 2008, embora menos brusca, e recuperação em 2009 semelhantes também foram observadas quando se incluem motos e autopeças, indicando a efetividade das desonerações estabelecidas para o setor automotivo, conforme ilustra o gráfico a seguir (FIGURA 24):

**Figura 24 - Gráfico do índice mensal de vendas de veículos, motos e autopeças, base 100 = 2003 (2008-2009)**



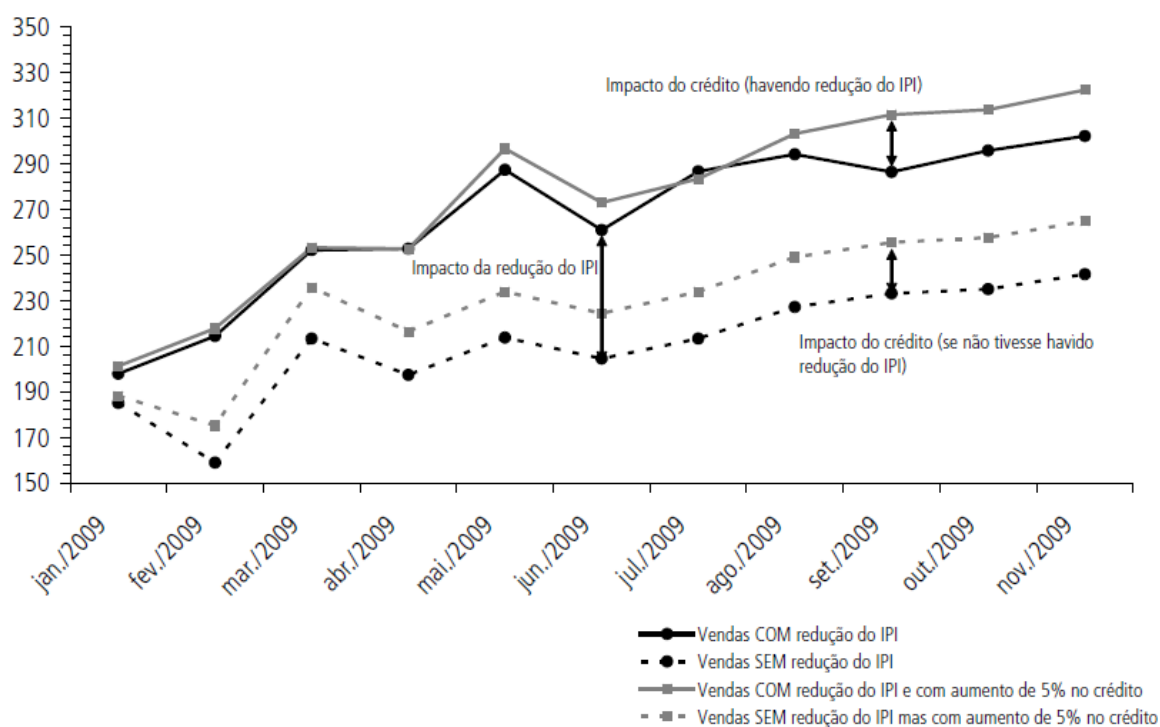
Fonte: IPEA apud TCU, 2009

O ramo automotivo representava, em 2008, 23% do PIB industrial brasileiro e 5% do PIB total, empregando mais de 1,5 milhão de pessoas direta ou indiretamente em sua cadeia de insumos e venda. O setor vinha de um crescimento médio de 13% ao ano em produção e vendas entre 2004 e 2007 (ALVARENGA et al., 2010). Essa

trajetória ascendente foi subitamente interrompida no quarto trimestre de 2008. Alvarenga et al. sugerem que a redução da alíquota do IPI tenha sido responsável por cerca de 20,7% das vendas de automóveis no período entre janeiro e outubro de 2009, principalmente devido a antecipações de aquisição por parte dos consumidores.

Lançando mão de modelos econométricos, a equipe chegou ao seguinte gráfico (FIGURA 25) que ilustra uma simulação do nível de vendas, entre janeiro e novembro de 2009, na ausência ou presença das reduções tributárias e de crédito para compra de automóveis. Os resultados exprimem a importância das políticas fiscal e monetária para o aquecimento da economia. A política monetária também teve grande peso para a recuperação do setor, por intermédio da redução das taxas de juros e da elevação da disponibilidade de crédito por parte dos bancos públicos naquele período, considerando que até 70% das vendas de carros e até 90% das vendas de caminhões e ônibus envolvem algum tipo de financiamento, consórcio ou *leasing* (IPEA, 2010).

**Figura 25 - Gráfico de simulações de vendas mensais de veículos, em milhares de unidades, considerando efeitos de redução do IPI e de disponibilidade de crédito (jan/09-nov/09)**

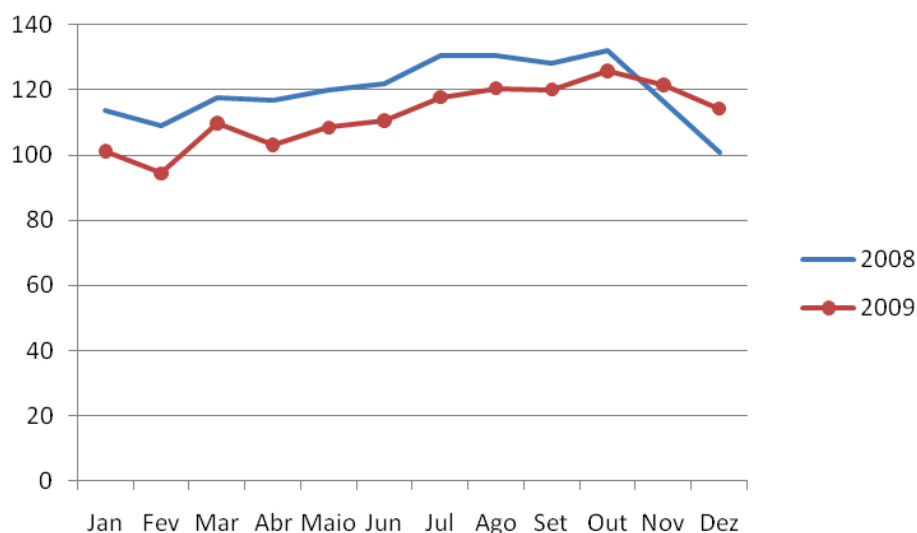


Fonte: Alvarenga et al., 2010

A redução média na alíquota para o setor automotivo, incluindo as diversas modalidades de motores em relação a potência e tipo de combustível, foi de 6,5 pontos percentuais sobre a base de cálculo, o que após o repasse para o comprador representava uma redução média de 5,52% no preço dos produtos (IPEA, 2010). Um aumento de R\$ 1,00 na demanda por automóveis, caminhonetes e utilitários acarretava à época um aumento de R\$2,37 na produção da cadeia de insumos e um aumento de R\$1,39 em setores relacionados (IPEA, 2009). Essa interdependência de valores retrata o grande encadeamento entre diversos agentes econômicos quando se trata da venda e produção de automóveis, mais um fator que evidencia a grande relevância do setor.

No que diz respeito aos insumos da construção civil, essa área também teve uma boa recuperação em 2009, apresentando desempenho crescente ao longo do ano, atingindo um patamar maior que aquele anterior à crise no início de 2010 (TCU, 2009). O gráfico a seguir (FIGURA 26) exhibe o índice para os anos de 2008 e 2009:

**Figura 26 - Gráfico da produção de insumos para a construção civil, base 100 = 2002 (2008-2009)**



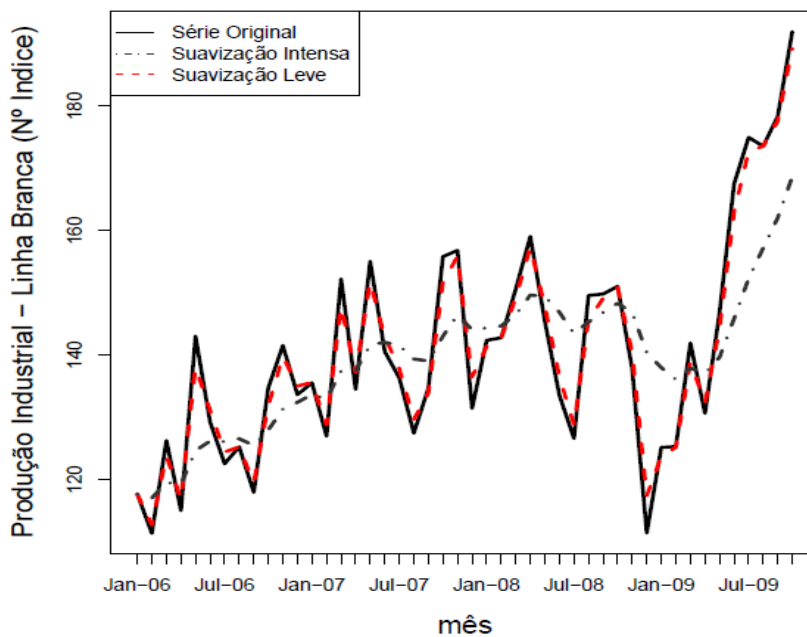
Fonte: TCU, 2009

A produção de eletrodomésticos de linha branca e a produção de máquinas e equipamentos para fins industriais e comerciais também tiveram uma boa resposta às políticas implementadas, conforme dados colhidos por Aguiar (2009, p.26 e 27). Em relação à linha branca, o nível de produção chegou a patamares mais elevados



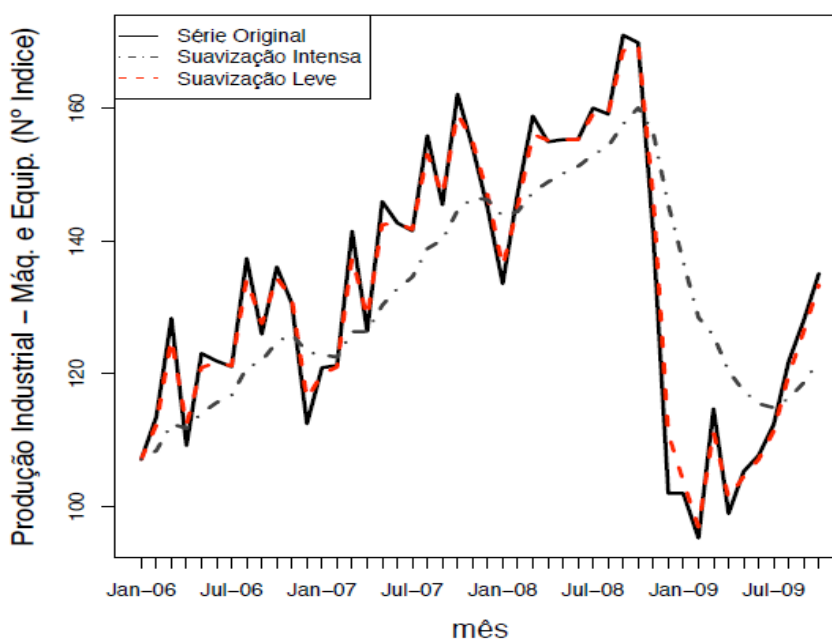
que aqueles anteriores à crise, ainda no primeiro semestre de 2009 (FIGURA 27). Já o setor de máquinas e equipamentos não conseguiu uma resposta tão intensa, mas os níveis também se elevaram nesse mesmo período (FIGURA 28):

**Figura 27 - Gráfico da produção de eletrodomésticos de linha branca, excluindo fornos de microondas, base 100 = 2002 (jan/06-jul/09)**



Fonte: Aguiar, 2009

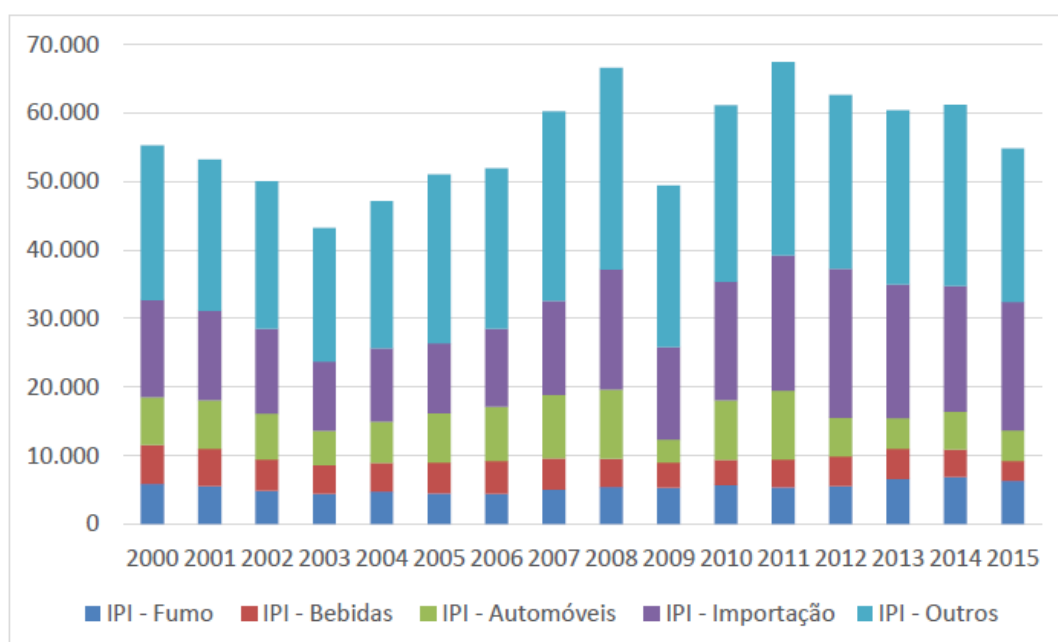
**Figura 28 - Gráfico da produção de máquinas e equipamentos industriais, base 100 = 2002 (jan/06-jul/09)**



Fonte: Aguiar, 2009

Entre os anos de 2008 e 2012, houve uma renúncia fiscal do IPI na ordem de R\$79,9 bilhões. A arrecadação total caiu de R\$66,6 bilhões em 2008 para R\$ 49,4 bilhões em 2009, uma queda de cerca de 26% devida às desonerações e também à diminuição da produção industrial. Em 2010 a arrecadação teve boa recuperação, chegando a R\$ 61,2 bilhões. Para o setor automotivo, diminuição foi de 67% entre 2008 e 2009, voltando ao patamar de 2008 no ano de 2010 (GERACY, 2018). A receita bruta do IPI por modalidade está expressa no gráfico a seguir (FIGURA 29):

**Figura 29 - Gráfico da receita bruta do IPI por modalidade, em milhares de reais, valores de 2015 corrigidos pelo IPCA (200-2015)**



Fonte: Geracy, 2018

A diferença entre os anos de 2008 e 2009 é de menos R\$17,2 bilhões, dos quais 58,1%, ou R\$10 bilhões, são oriundos de desonerações. Considerado apenas o setor de automóveis, no primeiro semestre de 2009, a desoneração foi de R\$1,82 bilhões. Esse montante não direcionado aos cofres públicos foi, em parte, compensado pelo aumento da arrecadação de outros tributos federais, como o PIS/COFINS (Programa de Integração Social/Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social), a CSLL (Contribuição Social sobre o Lucro Líquido) e o IRPJ (Imposto de Renda para Pessoa Jurídica). O montante estimado de outros tributos federais arrecadados devido às desonerações do IPI sobre automóveis é da ordem

de R\$1,26 bilhões, representando uma compensação de 69,2% do valor desonerado (GERACY, 2018; AGUIAR, 2009).

Além dos tributos federais, os incentivos fiscais relacionados ao IPI são em parte responsáveis por uma suavização da queda de arrecadação do ICMS (Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e Telecomunicações) na maior parte dos estados brasileiros, havendo inclusive aumento do valor arrecadado em alguns estados, como o Ceará (AGUIAR, 2009).

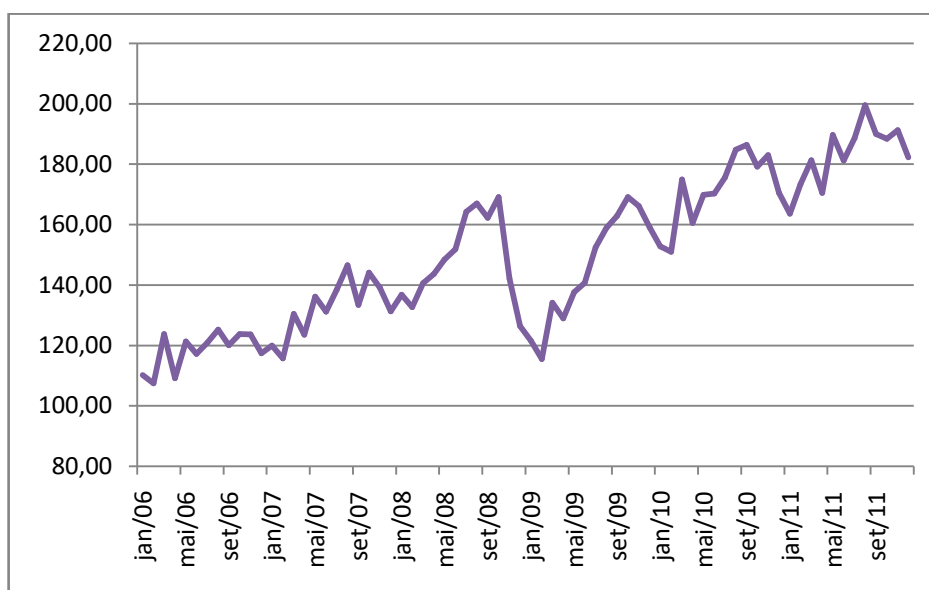
## **6 – DISCUSSÃO: RESULTADOS, CENÁRIO INTERNACIONAL E CRÍTICAS ÀS MEDIDAS**

### **6.1 – A recuperação econômica no pós-crise**

Quando se analisam os dados conjunturais da produção e do consumo no contexto da crise de 2008, nota-se um padrão similar em praticamente todos os segmentos, no caso brasileiro: uma inflexão acentuada no segundo semestre de 2008, seguindo ritmo de queda até o primeiro trimestre de 2009 e, já no segundo trimestre desse ano, uma nova elevação dos indicadores, que em alguns casos superam já em 2010 os patamares anteriores à recessão.

Um exemplo são os índices de FBCF (Formação Bruta de Capital Fixo), que são uma medida da aquisição de bens de capital por parte das empresas. Esses indicadores apontam o ritmo de aumento ou diminuição da capacidade de produção. Começamos pelo índice agregado da indústria brasileira (IPEA, 2019) para o período da crise (FIGURA 30):

Figura 30 - Gráfico do índice agregado de FBCF, base 100 = 1995 (jan/06-set/11)



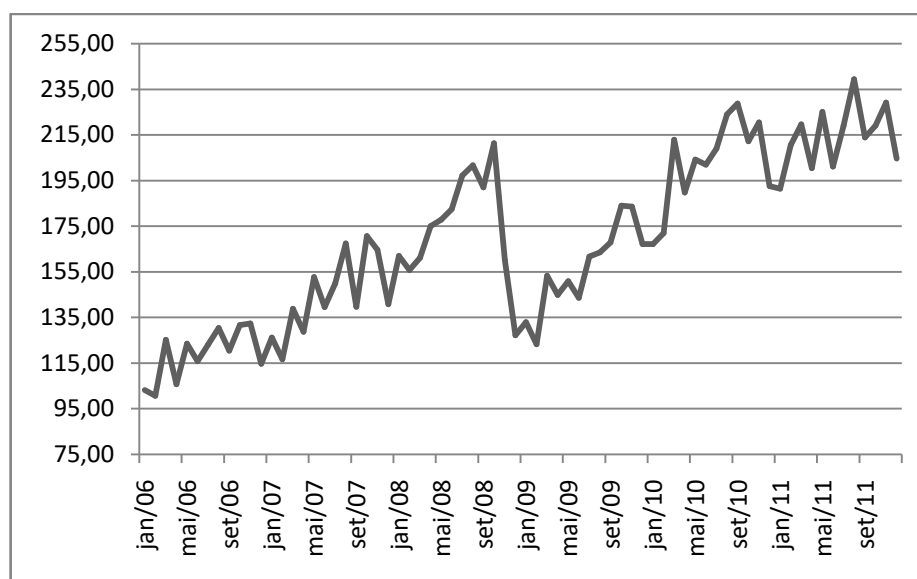
Fonte: IPEA, 2019 – elaboração própria

O índice vinha de um aumento acumulado de 15,66% no primeiro semestre de 2008, atingindo o maior patamar da série histórica até então. No segundo semestre do mesmo ano, durante o ápice da crise global, a queda acumulada foi de 16,79%, recuando ao mesmo patamar de agosto de 2006. No primeiro semestre de 2009 houve uma considerável expansão no nível de crédito à pessoa física e à pessoa jurídica, como colocado nos capítulos anteriores. Além disso, vários decretos de desonerações do IPI foram emitidos nesse semestre, incluindo reduções para a linha branca e setor automotivo. O resultado acumulado nos primeiros seis meses desse ano foi uma elevação de 11,38% no indicador. No segundo semestre, a alta acumulada foi de 12,97%, indicando uma forte expansão da capacidade produtiva no ano de 2009.

Quando comparados com o mesmo mês do ano anterior, os índices para 2010 mostraram aumento médio mensal de 18,75%, apontando para a expansão da demanda por bens de capital ao longo desse ano. No primeiro semestre a alta acumulada foi de 7,08% (comparação entre junho de 2010 e dezembro de 2009). Já no segundo semestre, houve uma pequena elevação do índice, da ordem de 0,16%, mostrando sinais de diminuição do ritmo de expansão da capacidade produtiva da indústria nacional. Apesar desse arrefecimento, em dezembro de 2010 a FBCF agregada estava em um patamar 12,29% maior que aquele registrado em junho de 2008, anteriormente à eclosão da crise.

Levando em conta o índice de consumo aparente de máquinas e equipamentos incluindo bens importados direcionados à indústria, nota-se que antes da crise o patamar se elevava de forma consideravelmente acelerada. No primeiro semestre de 2008, o aumento acumulado foi de 29,59%. No segundo semestre do mesmo ano, ocorreu uma intensa inflexão dessa tendência, sendo registrada uma queda acumulada de 30,31% (FIGURA 31):

**Figura 31 – Gráfico do consumo aparente de máquinas e equipamentos industriais, incluindo importados, base 100 = 1995 (jan/06-out/11)**



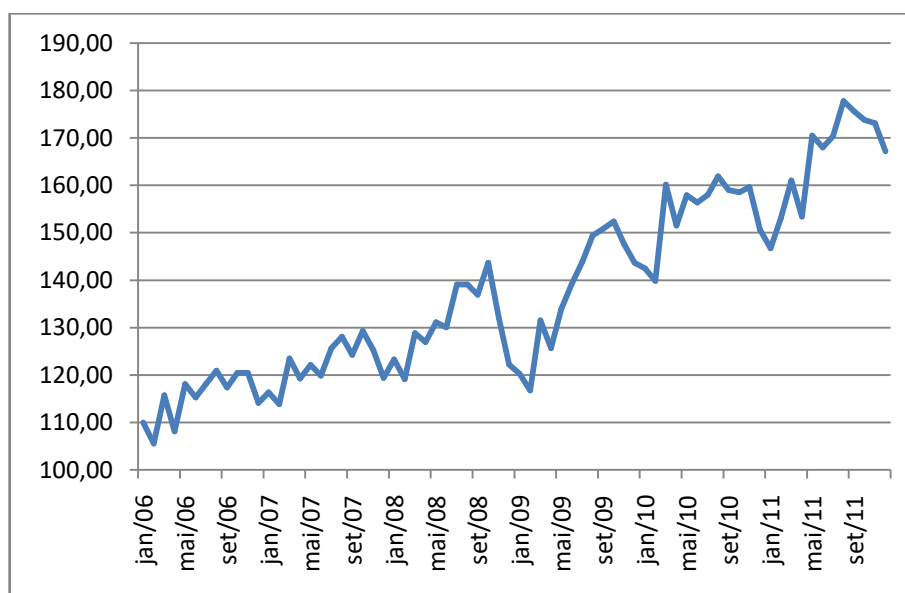
Fonte: IPEA, 2019 – elaboração própria

No primeiro semestre de 2009, o índice teve alta acumulada de 12,94%. No segundo semestre, a alta foi de 16,41%. Em 2010 também houve avanços relevantes: a alta acumulada no primeiro semestre foi de 20,85% e, na comparação com os mesmos meses do ano anterior, a média de aumentos foi de 30,34%, alcançando um aumento de 40,68% entre junho de 2009 e junho de 2010. Seguindo a tendência de desaquecimento apontada pelo índice agregado de FBCF, o segundo semestre de 2010 teve queda acumulada de 4,72%, na comparação entre dezembro e junho. Apesar disso, o indicador se encontrava, ao fim de 2010, em um patamar 5,50% maior que aquele registrado em junho de 2008.

Para o ramo da construção civil, os dados mostram movimento semelhante (FIGURA 32). O setor vinha de alta acumulada de 8,96% no primeiro semestre de 2008 e, no segundo semestre daquele ano, apresentou queda acumulada de 6,04%. No primeiro semestre de 2009, período de desonerações do IPI, ocorreu uma boa

recuperação, havendo alta acumulada de 13,89%. No segundo semestre de 2009, o setor continuou expandindo sua capacidade produtiva, tendo apresentado alta acumulada de 3,20%. O primeiro semestre de 2010 foi mais expressivo, tendo uma alta acumulada de 8,84%. Na comparação com os mesmos meses do ano anterior, as altas tiveram média de 18,46%, tendo seu melhor resultado em março, com uma elevação de 21,71%. O segundo semestre de 2010 teve um arrefecimento de 3,66%. Em dezembro desse ano, o índice registrava um patamar 15,80% maior que aquele registrado em junho de 2008.

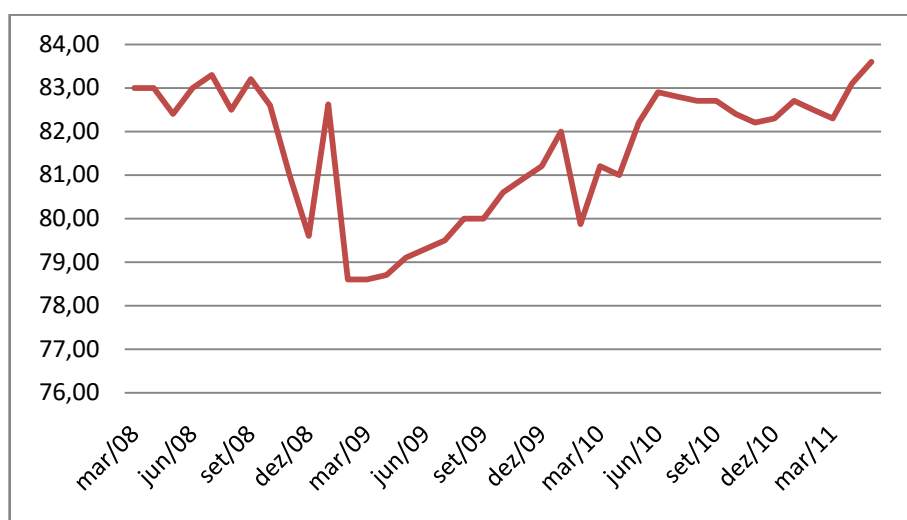
**Figura 32 – Gráfico do índice de FBCF para o setor da construção civil, base 100 = 1995 (jan/06-set/11)**



Fonte: IPEA, 2019 – elaboração própria

No que diz respeito ao nível de utilização da capacidade instalada (FIGURA 33), considerando a série da CNI (Confederação Nacional da Indústria) dessazonalizada pelo IBGE, nota-se uma retração de 2,54% entre a média do segundo semestre de 2008 e a média do primeiro semestre de 2009, recuo ligado ao alto nível de demissões nesse período e à redução da horas trabalhadas. Com a recuperação da demanda ocorrida nos semestres seguintes, o nível de contratações se recuperou e houve um aumento médio da utilização da capacidade instalada de 1,01% ao semestre, chegando ao patamar de 82,70% em janeiro de 2011.

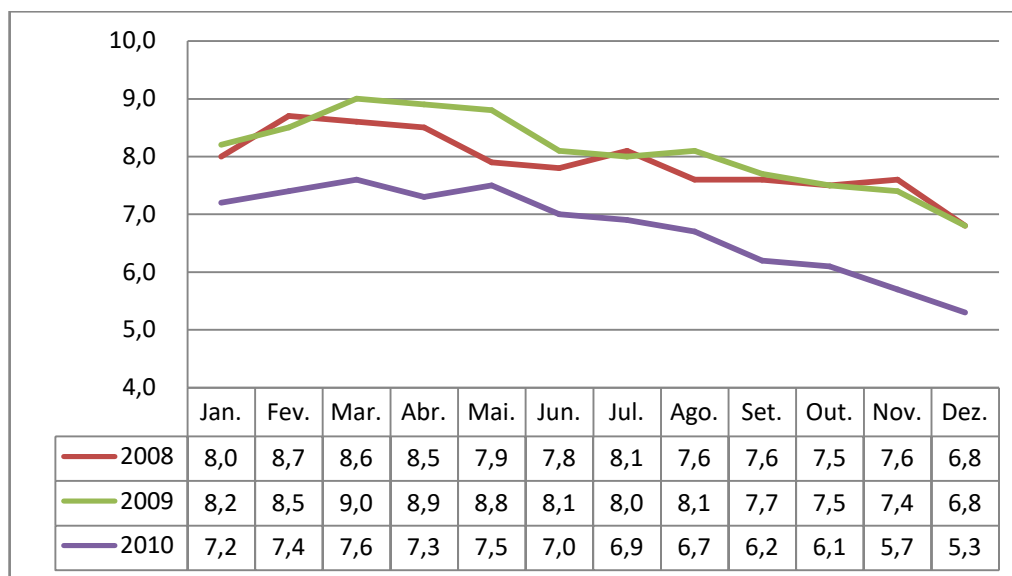
**Figura 33 – Gráfico do indicador CNI do percentual de utilização da capacidade instalada, dessazonalizado (mar/08-mai/11)**



Fonte: IPEA, 2011 – elaboração própria

A taxa de desemprego teve um considerável aumento ao longo do ano de 2009 (FIGURA 34). A média para todos os meses do ano foi de 8,1% da PEA (População Economicamente Ativa) em 2009, nível maior que aquele registrado em 2008, de 7,9%. Apesar disso, ao final de 2009 os patamares já estavam menores que aqueles do ano anterior: 7,4% em novembro de 2009 contra 7,6% em novembro de 2008. Em 2010 houve uma grande recuperação por intermédio de um contundente saldo de vagas formais, tendo sido atingida uma taxa de desemprego média de 6,7% ao longo do ano. No acumulado de 2009 e 2010, o saldo de vagas formais criadas foi da ordem de 3,5 milhões de postos. O setor que mais gerou posições de trabalho foi o de serviços, seguido pelo setor do comércio, pela indústria da transformação e pela construção civil (TABELA 4).

Figura 34 – Gráfico da taxa de desemprego mensal em percentual da PEA (2008-2010)



Fonte: IPEA, 2011 – elaboração própria

Tabela 4 - Saldo de vagas formais criadas no Brasil por setor. por ano e variação em relação ao total de empregados do setor (2009-2010)

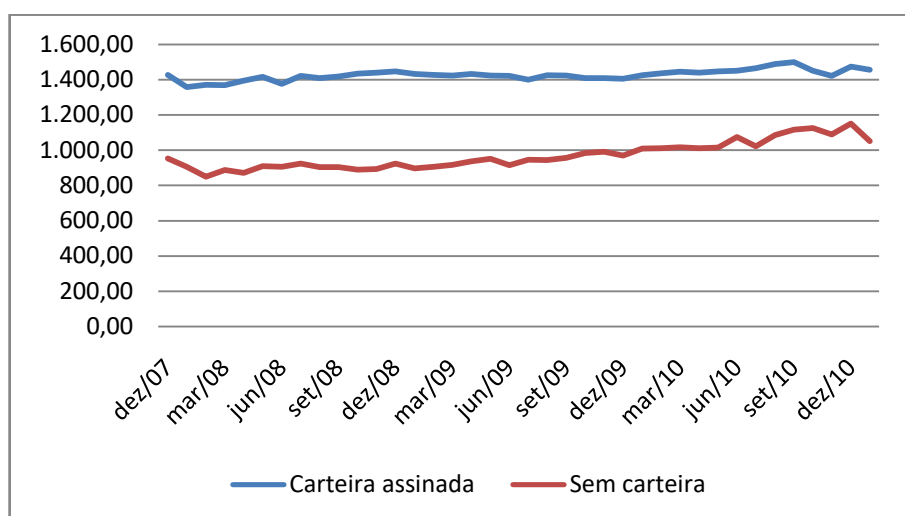
	2009	Var %	2010	Var %	Soma
<b>Serviços</b>	500.177	3,93	1.018.052	7,72	1.518.229
<b>Comércio</b>	297.157	4,20	611.900	8,27	909.057
<b>Indústria da Transformação</b>	10.865	0,15	544.367	7,34	555.232
<b>Construção civil</b>	177.185	9,17	334.311	14,77	511.496
<b>Adm. Pública</b>	18.075	2,33	10.417	1,41	28.492
<b>Serviço Industriais de Utilidade Pública</b>	4.984	1,41	20.034	5,69	25.018
<b>Extrativa Mineral</b>	2.036	1,18	17.715	10,34	19.751
<b>Agropecuária</b>	-15.369	-0,99	-1.375	-0,09	-16.744
<b>Soma</b>	995.110		2.555.421		<b>3.550.531</b>

Fonte: TCU, 2009; TCU, 2010

A renda média por posição ocupada (FIGURA 35) vinha de um forte crescimento no primeiro semestre de 2008. Para os trabalhadores com carteira assinada, houve um aumento real de 4,64% entre julho e janeiro daquele ano, na série dessazonalizada. Para os trabalhadores informais, o aumento foi de 2,01% para o mesmo período. No segundo semestre de 2008 houve também um aumento real dos rendimentos, embora em nível menor. Na comparação entre janeiro de 2009 e julho de 2008, a elevação foi de 0,76% para os formalmente contratados. Já para os trabalhadores sem carteira assinada, houve uma diminuição de 3,06% nesse mesmo período.



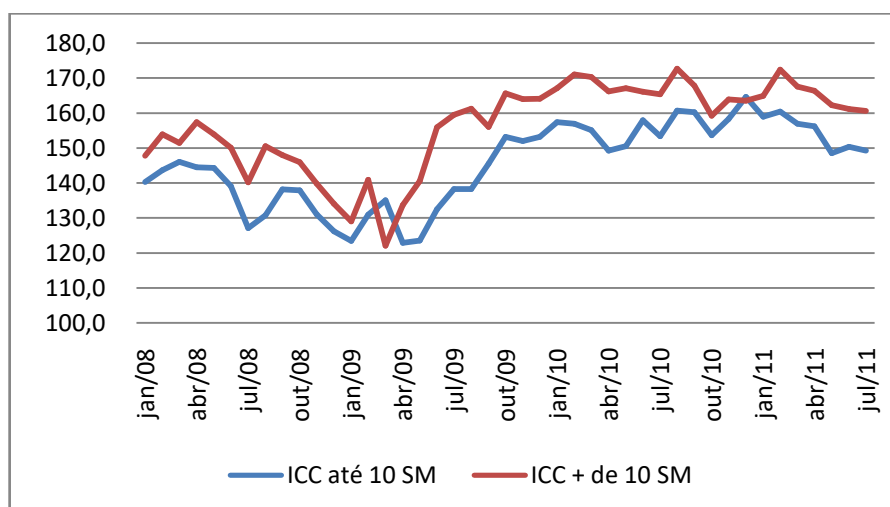
**Figura 35 - Renda média mensal por posição ocupada no setor privado, para carteira assinada e para trabalhadores sem carteira, dessazonalizado e deflacionado em valores de janeiro de 2011 (dez/07-dez/10)**



Fonte: IPEA (2011) – elaboração própria

A elevada desconfiança do consumidor naquele momento adiava decisões de compra e reduzia a demanda por bens e serviços que não fossem de primeira necessidade, o que contribuiu para a redução da renda nos empreendimentos informais. De acordo com os índices elaborados pela Fecomercio do estado de São Paulo (Figura 36), o ICC para pessoas com renda de até 10 salários mínimos teve queda de 2,89% ao longo do segundo semestre de 2008. A queda da confiança daqueles que têm renda maior que 10 salários mínimos foi maior, tendo diminuição acumulada de 7,97% no mesmo período.

**Figura 36 - Índice de Confiança do Consumidor para renda até 10 salários mínimos e para renda maior que dez salários mínimos (jan/08-jul/11)**



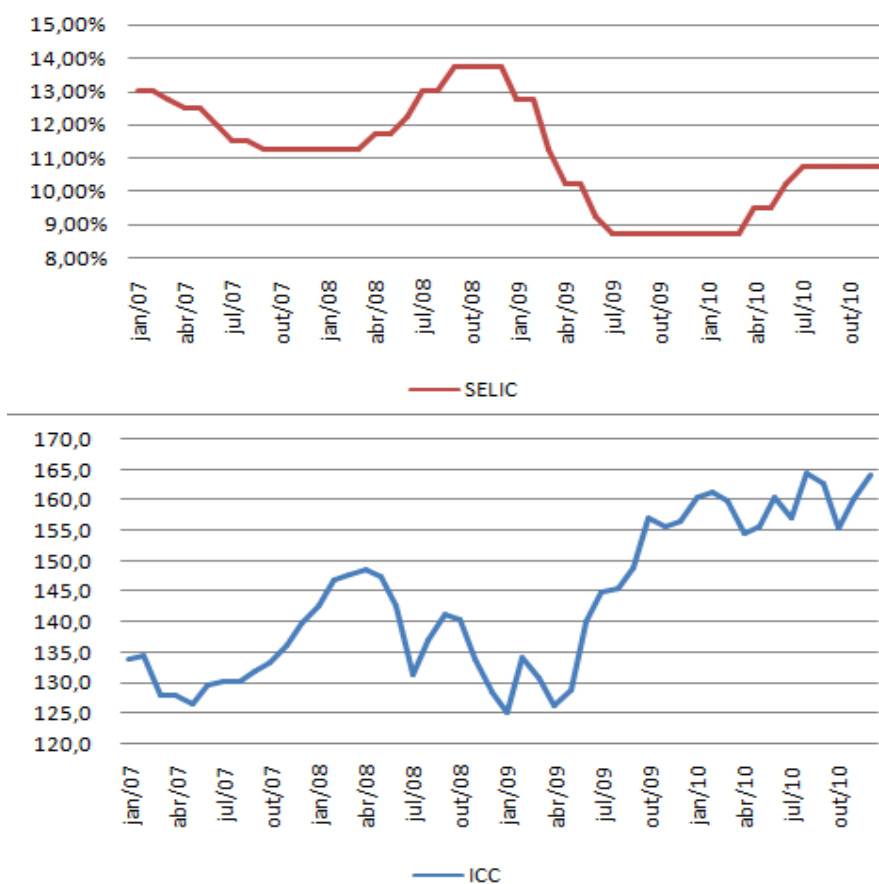
Fonte: Fecomercio/SP (2019) – elaboração própria

No primeiro semestre de 2009 houve uma queda acumulada de 2,26% na renda efetivamente recebida pelos trabalhadores com carteira assinada. Já para os informalmente contratados e para empreendedores não registrados houve um acréscimo acumulado de 5,53%. Ao longo desse período, o ICC para todas as faixas de renda teve aumento de 15,86%, indicando que o setor informal responde mais rapidamente a variações na disposição de consumo por parte da população.

No segundo semestre de 2009 a elevação real da renda foi de 1,83% para os trabalhadores formais e de 6,80% para os informais. Ao longo do ano de 2010 ambas as categorias tiveram expressivo aumento real da renda, retirando-se os efeitos da inflação. A elevação foi de 4,9% para a carteira assinada e de 18,67% para os informais, na comparação entre dezembro de 2010 e dezembro de 2009. %. Em relação ao período anterior ao auge da crise, a renda por ocupação no setor formal aumentou em 2,47% e, para cada trabalhador informal, aumentou em 13,63% na quando se comparam a renda em janeiro de 2011 e aquela em julho de 2008.

O ICC para até 10 salários mínimos se elevou em 7,48% na mesma comparação, enquanto o ICC para mais de 10 salários mínimos teve ligeira queda, de 0,30. É interessante notar que a taxa básica de juros é um dos fatores de influência sobre a disposição ao gasto, já que sinaliza a disponibilidade ao crédito e representa o nível de segurança dos investimentos realizados no país. Para os agentes do mercado financeiro, a SELIC é tratada como uma taxa de retorno de investimentos de risco nulo, sendo considerada em todos os cálculos de rendimento de capitais frente às alternativas disponíveis. Quando a taxa básica sobe, a confiança do consumidor cai, e vice-versa. Para o período de janeiro de 2008 até dezembro de 2010, as duas variáveis têm uma considerável correlação negativa, no valor de -0,62, indicativo de que as séries seguem tendências opostas (FIGURA 37).

Figura 37 – Gráficos da evolução da SELIC e do ICC (jan/07-dez/10)



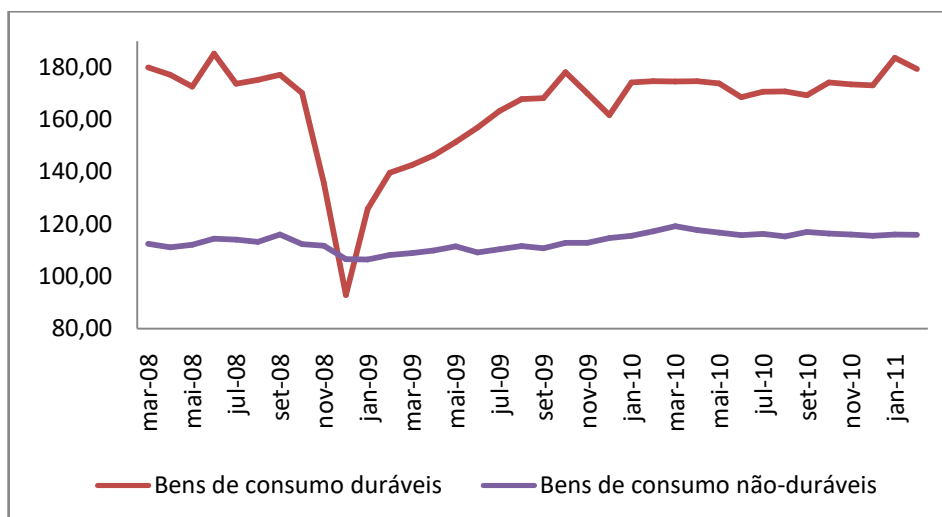
Fonte: Fecomercio/SP (2019); BCB (2019) – elaboração própria

Com os juros nos patamares mais baixos da série histórica até então, ampla disponibilidade de crédito, desonerações, aumento dos investimentos diretos e aumento na confiança do consumidor, os índices conjunturais da indústria também tiveram boa recuperação, especialmente na categoria de bens duráveis, justamente a mais visada pelas medidas fiscais postas em prática em 2008, 2009 e 2010. Essa modalidade de produtos teve forte queda na produção no quarto trimestre de 2008, com recuo de 47,57%. Para os bens não-duráveis a queda foi de 8,11% no mesmo período.

A categoria de bens duráveis teve uma recuperação acentuada ao longo de 2009, apresentando um aumento de 74,19% na comparação entre dezembro daquele ano e dezembro de 2008 (FIGURA 38). A produção de bens não duráveis também teve recuperação ao longo do ano, com um crescimento de 7,59% entre dezembro de 2009 e dezembro de 2008. Ambos os indicadores retornaram, ao final de 2010, aos mesmos patamares do período anterior ao ápice da crise. Na

comparação entre dezembro daquele ano e julho de 2008, a modalidade de bens duráveis se encontrava em um nível 0,35% menor. Já a modalidade de bens não duráveis se encontrava em um nível 1,20% maior.

**Figura 38 - Gráfico dos índices conjunturais da indústria, modalidade de bens duráveis e modalidade de bens não-duráveis, dessazonalizado, base 100 = 2002 (mar/08-fev/11)**



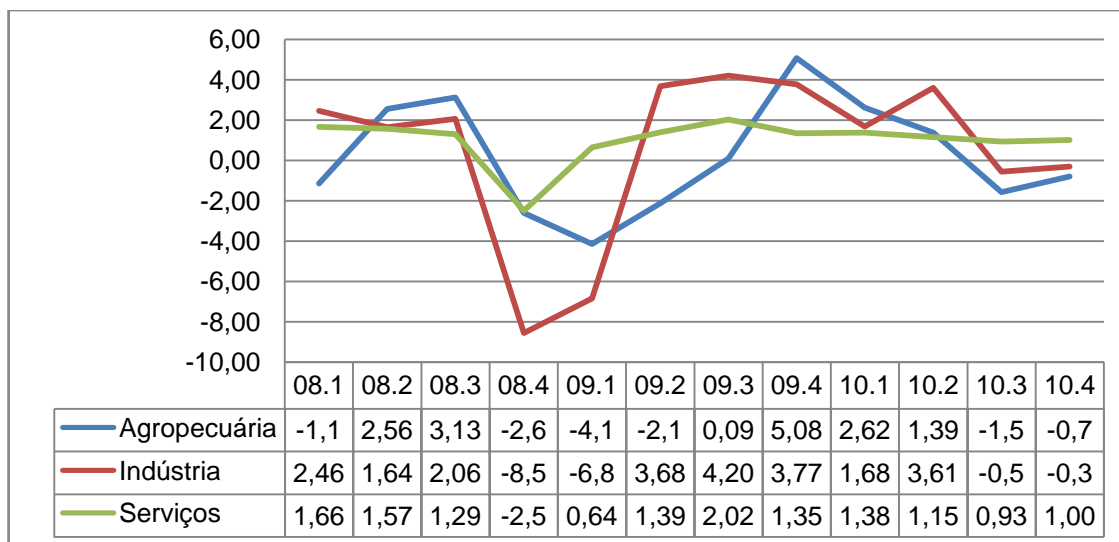
Fonte: IPEA (2011) – elaboração própria

É interessante destacar o grande aumento da produção de bens duráveis que ocorreu ao longo dos mandatos do presidente Lula, tendo havido um aumento de 72,63% na comparação entre a média de 2010 e a média de 2002. Essa elevação da produção, acompanhada de uma elevação do consumo, são representativos da visão desenvolvimentista implementada durante essa fase da história do país, principalmente após o início do segundo mandato, em 2007, com a admissão de Guido Mantega como ministro da economia. Nesse momento houve uma inflexão de um paradigma mais fortemente voltado ao fiscalismo para um paradigma de característica mais expansionista que se manteve até o final de 2014, ponto em que houve a reeleição da presidente Dilma Rousseff e que foi o início da grande crise fiscal no setor público que vigora até os dias atuais.

O PIB do ponto de vista da oferta mostra que a indústria foi o setor mais atingido pela crise, tendo uma queda de 8,5% no quarto trimestre de 2008 e de 6,8% no primeiro trimestre de 2009. A agropecuária e o setor de serviços também sofreram quedas, porém menos acentuadas (FIGURA 39). O setor de serviços foi o mais estável para todo o período ilustrado. Entre o primeiro trimestre de 2008 e o

quarto trimestre de 2010 o setor apresentou o menor desvio padrão: 1,16 contra 2,75 da agropecuária e 4,17 da indústria.

**Figura 39 - Gráfico da variação percentual real do PIB por setor, acumulado de 4 trimestres em relação aos 4 trimestres anteriores, sem ajuste sazonal (08.1 - 10.4)**



Fonte: IPEA (2011) – elaboração própria

Apesar de ter tido um maior recuo ao fim de 2008 e no início de 2009, a indústria foi o setor que melhor se recuperou, tendo uma média de crescimento de 2,30% por trimestre entre o segundo trimestre de 2009 e o quarto trimestre de 2010, contra médias de 0,67% da agropecuária e 1,32% do setor de serviços.

## 6.2 – Setor externo

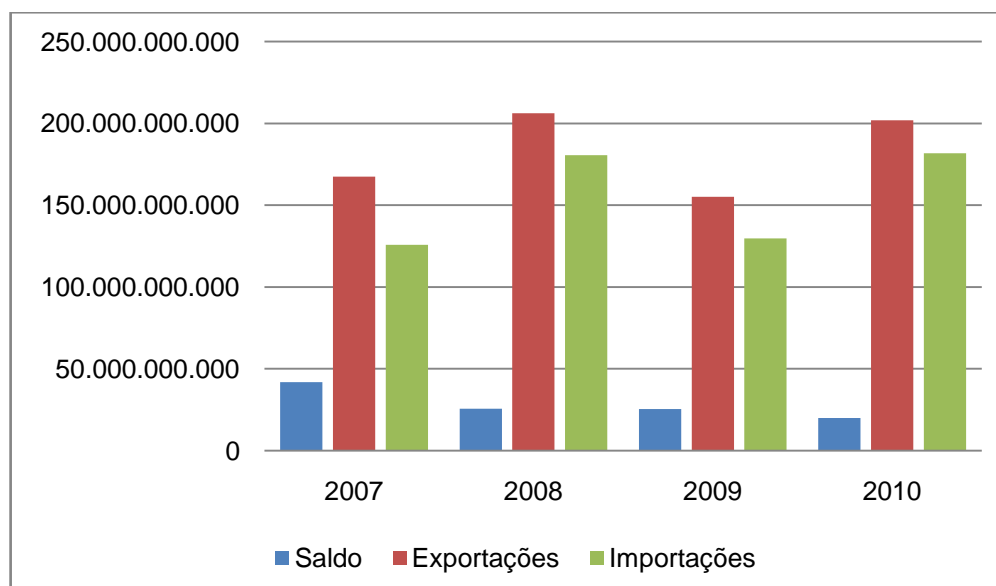
O contexto internacional contribuiu de forma relevante para a recuperação econômica do país após a crise de 2008. As intervenções dos governos dos países centrais com a consequente retomada do crescimento e da confiança ao redor do mundo foram essenciais para revigorar o comércio internacional e a capacidade de investimento estrangeiro nas economias emergentes. Alguns dos principais fatores externos que tiveram impacto na saída da recessão no caso brasileiro estão resumidos a seguir:

- Injeções de liquidez na América do Norte e União Europeia, importantes parceiros comerciais do Brasil

- Recuperação da demanda global e aumento dos preços das *commodities*
- Alto nível de crescimento da China, que se tornou em 2009 o maior país comprador de bens brasileiros
- Reclassificação gradual do Brasil nas avaliações internacionais de risco, a exemplo do EMBI (*Emerging Markets Bond Index*) do Banco de Investimentos JP Morgan

Em relação à balança comercial, o montante total incluindo exportações e importações foi da ordem de US\$664 bilhões, em valores correntes, somados os anos de 2009 e 2010 (Ministério da Economia, 2019). Em 2009 as exportações tiveram queda de 24,73% em relação a 2008 (FIGURA 40). As importações sofreram queda ainda maior, de 28,13%. Em 2010 houve uma boa recuperação das exportações, que cresceram 30,01% em relação a 2009. As importações tiveram um aumento ainda mais expressivo, de 40,12% em 2010 comparado a 2009. Devido à melhor recuperação das importações em relação às exportações, o saldo comercial em 2010 era 52,11% menor que aquele registrado em 2007, anteriormente ao momento crítico da crise.

**Figura 40 – Gráfico da balança comercial modalidade *Free On Board*, em US\$, deflacionado pelo IPC-EUA para valores de dezembro de 2010 (2007-2010)**

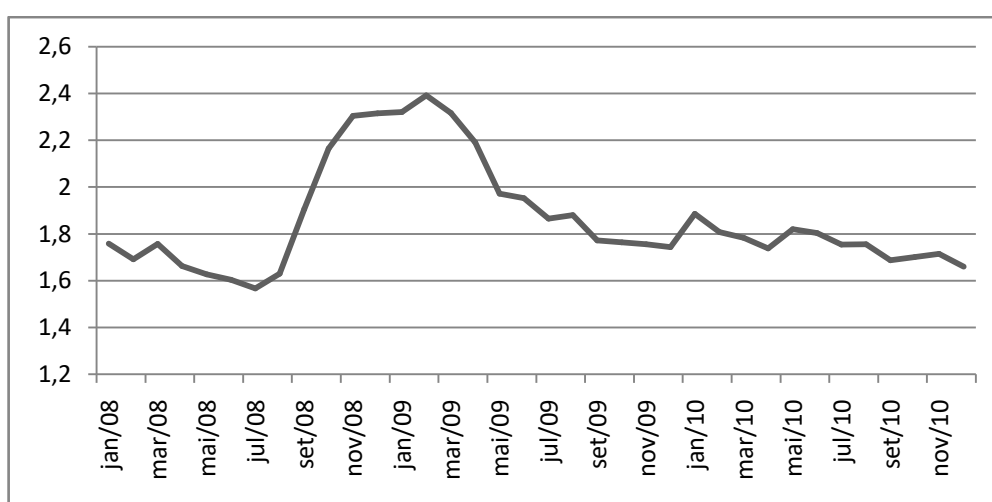


Fonte: Ministério da Economia, 2019 – elaboração própria

A melhor recuperação das importações em relação às exportações é em parte devida à revalorização do real frente ao dólar. A apreciação cambial privilegia as importações e prejudica as exportações pelas respectivas diminuições dos preços

de compra de bens estrangeiros e aumentos dos preços de venda de bens nacionais no exterior. A cotação atingiu seu maior valor (desde maio de 2005) em 1º de fevereiro de 2009, quando a equivalência era de 2,39 reais para cada dólar. Daquele dia até o fim de dezembro do mesmo ano houve uma queda acumulada de 27,11%, tendo sido atingida a cotação de 1,74. Em 2010 o real continuou em alta, atingindo em dezembro a cotação de 1,66 reais para cada dólar, uma queda de 4,78% em relação a dezembro de 2009 (FIGURA 41).

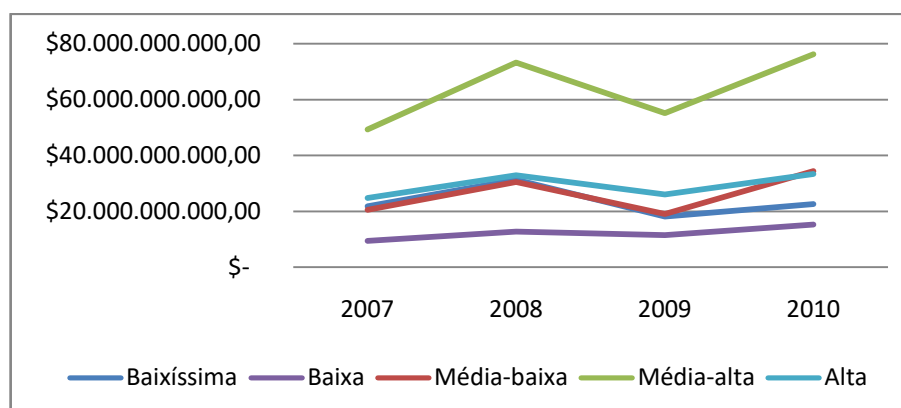
**Figura 41 – Gráfico da taxa de câmbio comercial, média mensal do valor de venda (R\$/US\$) (jan/08-dez/10)**



Fonte: Banco Central do Brasil, 2019 – elaboração própria

Na comparação entre 2010 e 2009, as importações cresceram para todos os níveis de intensidade tecnológica, incluindo os produtos básicos. A elevação mais contundente ocorrida entre 2010 e 2009 foi para os produtos de média-baixa tecnologia, que teve aumento de 80,96% no período (FIGURA 42). Além da valorização do real, outros fatores que favoreceram o nível das importações foram o aumento da renda média do brasileiro que ocorreu em 2008, 2009 e 2010 e o aumento do crédito à pessoa física e à pessoa jurídica ocorrido no mesmo período, elementos que aqueceram a demanda interna.

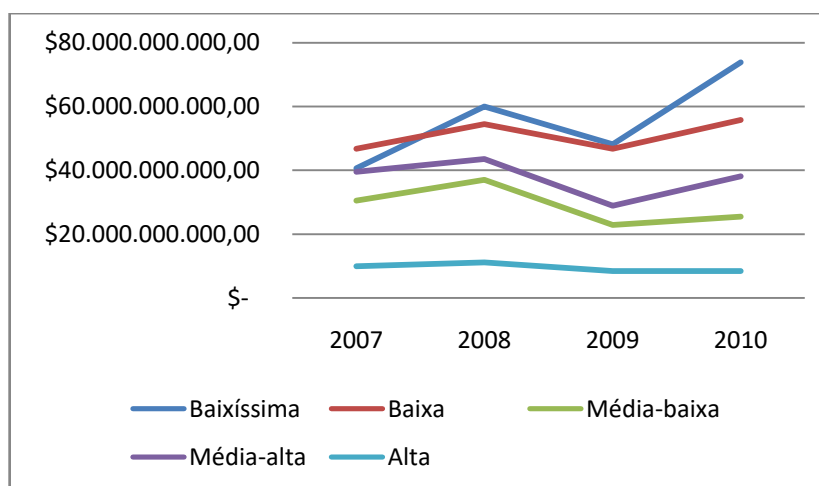
**Figura 42 – Gráfico do valor das importações por intensidade tecnológica, em US\$, deflacionado pelo IPC-EUA para valores de dezembro de 2010 (2007-2010)**



Fonte: Ministério da Economia, 2019 – elaboração própria

Em relação às exportações, o setor que teve a melhor recuperação foi a de produtos de baixo valor agregado. Entre 2009 e 2010, houve um crescimento de 58,28% nas vendas de produtos básicos. Na comparação com 2007, o aumento foi de 81,64%, com destaque para a agropecuária, extração de minerais metálicos e extração de petróleo e gás natural. Os produtos de baixa tecnologia também tiveram melhora nas exportações, havendo aumento de 19,35% de 2009 para 2010 e de 19,30% na comparação entre 2010 e 2007. Para os setores de maior valor agregado, houve retração entre 2007 e 2010. Os produtos de média-baixa tecnologia tiveram redução de 16,39%, os de média-alta tecnologia tiveram redução de 3,66% e os de alta intensidade tecnológica tiveram redução de 14,95% (FIGURA 43).

**Figura 43 - Gráfico do valor das exportações por intensidade tecnológica, em US\$, deflacionados pelo IPC-EUA para valores de dezembro de 2010 (2007-2010)**

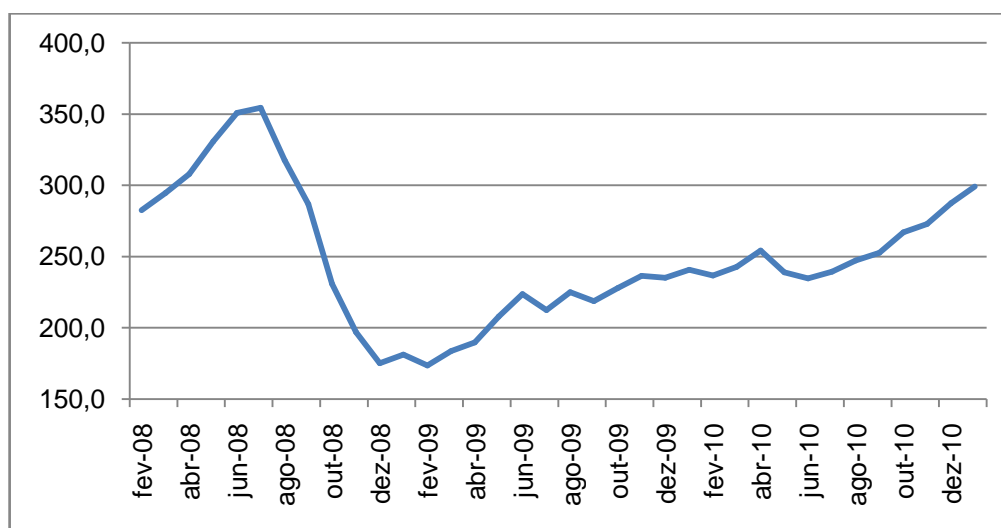


Fonte: Ministério da Economia, 2019 – elaboração própria



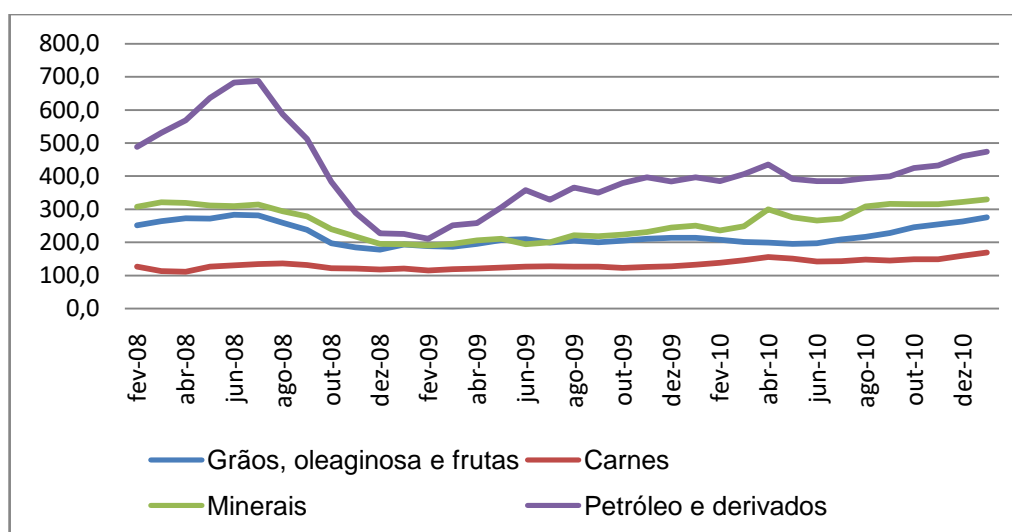
O sucesso brasileiro na exportação de produtos básicos foi devido em grande parte à recuperação dos preços internacionais das *commodities*. Tanto o índice geral de preços quanto os índices por tipo de produto tiveram depreciação no segundo semestre de 2008. O índice geral teve desvalorização de 50,06% (FIGURA 43). O preço do petróleo e de seus derivados teve a maior desvalorização, tendo baixa de 66,86% naquele semestre. Os produtos agrícolas tiveram queda de 37,18%, enquanto a carne teve a queda menos acentuada, de 9,58%. Os minerais tiveram depreciação de 36,86% (FIGURA 44).

**Figura 44 - Gráfico do índice geral do preço internacional das *commodities*, base 100 = jan/02 (fev/08 - jan/11)**



Fonte: IPEA, 2011 – elaboração própria

**Figura 45 - Gráfico do índice do preço internacional das *commodities* por modalidade, base 100 = jan/02 (fev/08 - jan/11)**



Fonte: IPEA, 2011 – elaboração própria

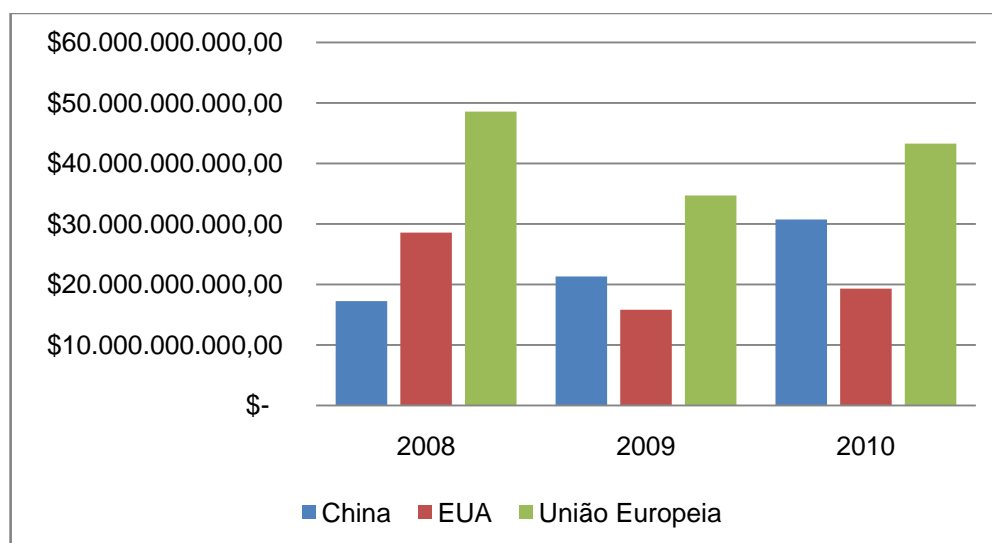
No primeiro semestre de 2009 o índice geral apresentou recuperação de 27,66%, comparando julho daquele ano a dezembro de 2008. No segundo semestre do mesmo ano, a alta foi de 5,25%. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, houve elevações em todos os meses de 2010, com um aumento médio de 20,64% por mês. Em dezembro de 2010, o índice estava no mesmo patamar de fevereiro de 2008.

O preço dos minerais continuou em queda no primeiro semestre de 2009, mas apresentou boa recuperação a partir do segundo semestre do mesmo ano, com uma valorização média de 18,60% por semestre até o fim de 2010, quando alcançou o maior patamar desde o início de 2008. O petróleo apresentou forte recuperação no primeiro semestre de 2009, tendo alta acumulada de 57,74% no período. Até o fim de 2010, o índice teve aumento acumulado médio de 9,15% por semestre, chegando ao maior patamar desde outubro de 2008, mês em que começou a se depreciar.

O preço da carne se recuperou de forma lenta e estável, aumentando em média 7,87% por semestre em 2009 e 2010. Em dezembro de 2010, tinha valor 24,3% maior que aquele registrado em setembro de 2008, quando o preço iniciou sua desvalorização. Os produtos agrícolas tiveram recuperação média de 11,40% por semestre em 2009 e 2010, mas não atingiu o mesmo nível que tinha antes do início da desvalorização, em junho de 2008. Na comparação com junho de 2008, o preço em dezembro de 2010 estava 7,07% menor.

Em 2008, os principais compradores de produtos brasileiros eram a União Europeia, com 23,5% do total, os Estados Unidos, com 13,9% e a China, com 8,4%. Em 2009, houve uma queda de 28,55% nas vendas para a União Europeia em comparação com 2008 (FIGURA 46). A redução das vendas para os Estados Unidos de 2008 para 2009 foi ainda maior, atingindo menos 44,60%. No caso do bloco europeu, houve uma recuperação de 24,82% em 2010, comparado a 2009. No caso dos Estados Unidos, a recuperação foi de 21,90%. Apesar dessa retomada parcial do nível de exportações, os valores vendidos para esses dois parceiros estavam, em 2010, aquém daqueles registrados em 2008.

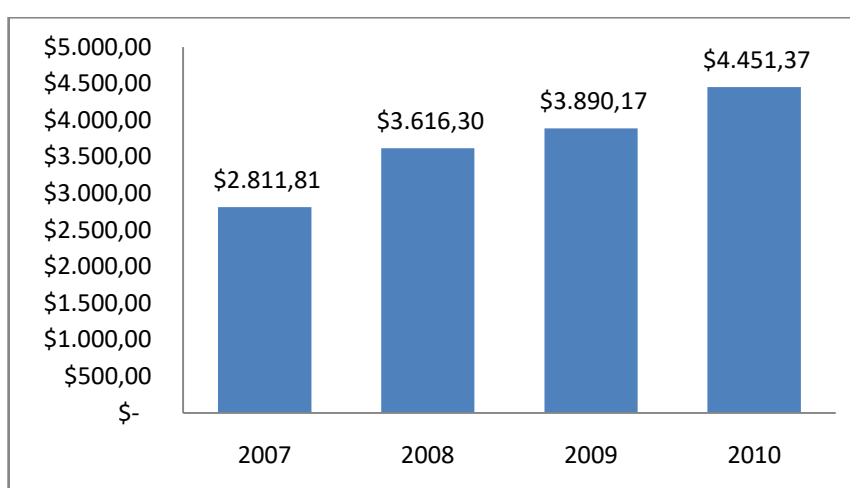
**Figura 46 - Gráfico dos valores exportados por parceiro comercial, em US\$, deflacionado pelo IPC-EUA para valores de dezembro de 2010 (2008 - 2010)**



Fonte: Ministério da Economia, 2019 – elaboração própria

A China foi um caso à parte no período da crise, registrando de 2007 a 2010 um crescimento ininterrupto de seu PIB, com média de 10,01% ao ano (INDEXMUNDI, 2019). Com um elevado aumento da produtividade e da renda, a demanda interna do país teve grandes avanços no período. Seu PIB per capita teve consideráveis aumentos (FIGURA 47), tornando o país mais atrativo e suscetível aos produtos brasileiros.

**Figura 47 - Gráfico da evolução do PIB per capita da China, em US\$, deflacionado pelo IPC-EUA para valores de dezembro de 2010 (2007 - 2010)**



Fonte: Ceicdata, 2019 – elaboração própria

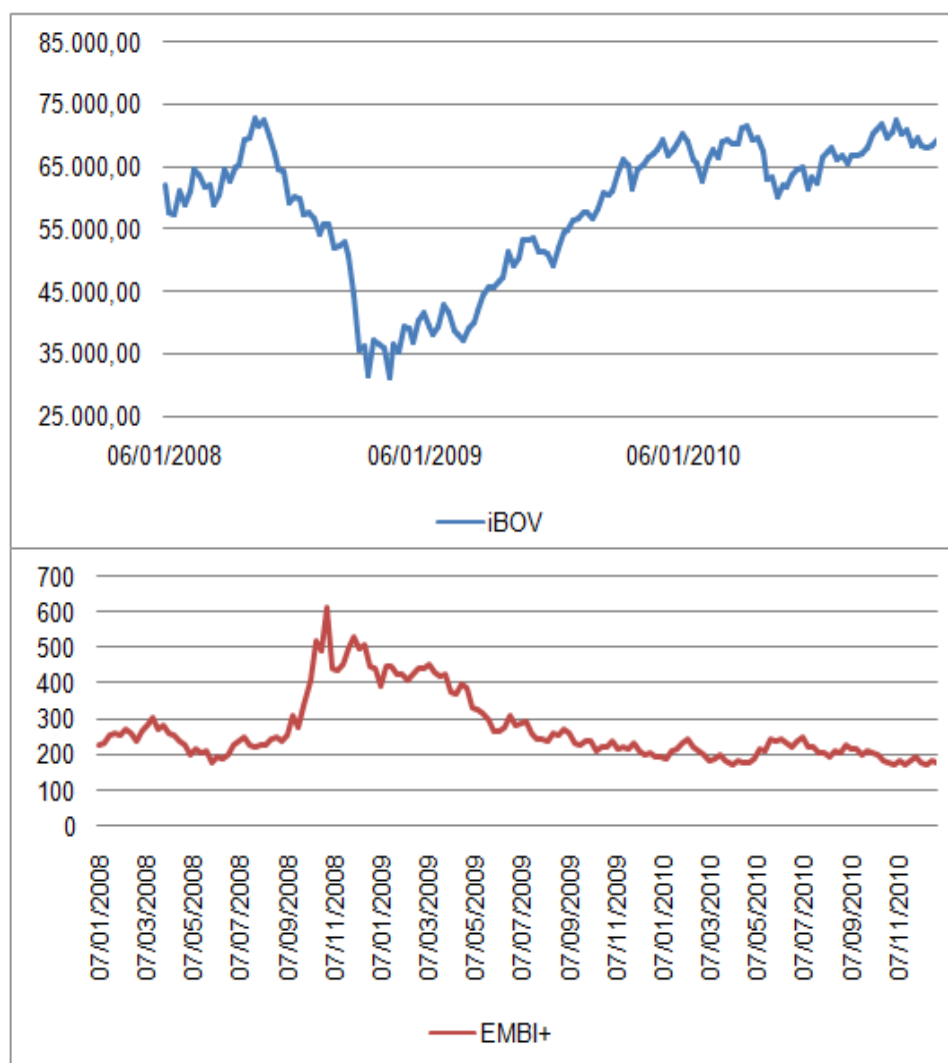
Houve um expressivo aumento da classe média local e dos padrões de consumo, o que impulsionou a importação de *commodities*, beneficiando as

exportações brasileiras. Estima-se que o consumo de carne tenha aumentado em 50% na China ao longo da primeira década do século (TCU, 2008), o que pressionou para cima o preço desse produto, desencadeando um efeito cascata sobre o preço de produtos agrícolas necessários para a criação animal. As exportações para o país asiático não tiveram queda na época da recessão, havendo aumento de 23,72% de 2008 para 2009 e de 44,29% de 2009 para 2010. Em 2009 a China superou os Estados Unidos como maior país comprador de produtos brasileiros, atingindo 15,2% de participação nas exportações totais. Somente o bloco europeu como um todo superava essa proporção, com 21,5% de participação.

Por fim, outro fator a ser considerado é o a classificação do país quanto ao nível de risco para a especulação financeira. Um dos índices mais utilizados pelos investidores que se interessam por países em desenvolvimento é o EMBI (*Emerging Markets Bond Index*) do banco de investimentos JP Morgan. Esse índice aponta o comportamento dos títulos da dívida de um país em comparação com os títulos da dívida dos Estados Unidos. Cada 100 pontos representam um bônus de 1% sobre os papéis do governo estadunidense. Quanto maior o risco associado a um país, maior a pontuação e, também, maior o bônus pago.

O indicador atingiu seu valor máximo (desde junho de 2004) em outubro de 2008 valendo 688 pontos (FIGURA 48). Em junho de 2009 atingia o patamar de 284 pontos, uma redução de 58,72%. O índice continuou a cair no segundo semestre de 2009 e, ao final de dezembro, valia 192 pontos. Houve alta de 29,17% no primeiro semestre de 2010, alcançando 248 pontos ao final de junho. No segundo semestre do mesmo ano, houve uma queda de 23,79% e o patamar ao final de dezembro era de 189 pontos. Funcionando como uma bússola para o capital especulativo, o EMBI tem forte impacto sobre a Bolsa de Valores. A correlação entre a série semanal do principal índice da Bolsa e a série semanal do EMBI, considerando o período de janeiro de 2008 a dezembro de 2010, é de -0,93. Isso aponta para uma forte interferência entre os dois indicadores. Se o EMBI baixa, na grande maioria das vezes a Bolsa sobe e vice-versa, numa relação praticamente inequívoca.

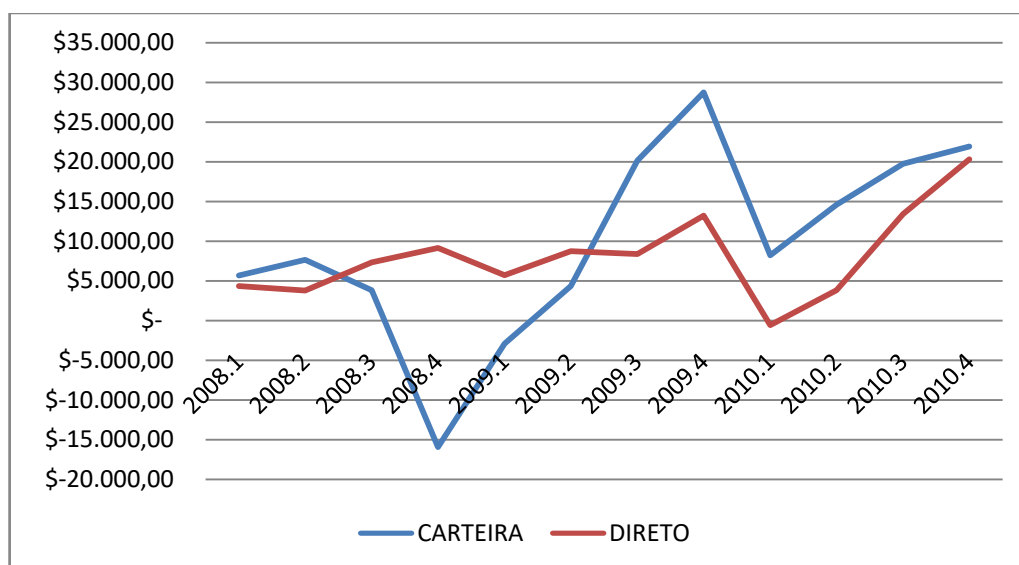
Figura 48 - Gráficos da evolução do iBOV e do EMBI+, em pontos (06/01/2008 - 27/12/2010)



Fonte: IPEA, 2019; ADVFN, 2019 – elaboração própria

De acordo com a conta financeira da balança de pagamentos das contas nacionais, houve uma fuga somada de capitais no valor de US\$18,87 bilhões no quarto trimestre de 2008 e no primeiro trimestre de 2009 no que diz respeito aos investimentos estrangeiros em carteira (FIGURA 49). No segundo trimestre de 2009 o saldo voltou a ser positivo, no valor corrente da ordem de US\$4,32 bilhões. A partir desse ponto, só houve saldos positivos considerando o período até o fim de 2010.

**Figura 49 - Gráfico do saldo trimestral dos investimentos estrangeiros em carteira e dos investimentos estrangeiros diretos, em US\$, valores correntes (2008.1 - 2010.4)**



Fonte: IPEA, 2011 – elaboração própria

A soma dos saldos de 2009 e 2010, em valores correntes, foi da ordem de US\$114,74 bilhões. Os investimentos diretos tiveram soma de US\$73 bilhões, considerando 2009 e 2010. Esses consideráveis montantes mostram que boa parte do financiamento às empresas brasileiras veio de investidores estrangeiros no período pós crise, algo que se tornou possível devido às injeções de liquidez realizadas em outros países, especialmente os países centrais, à retomada global da confiança e também devido à recuperação da economia brasileira, ilustrada por praticamente todos os indicadores conjunturais.

### 6.3 – Críticas às medidas

É consensual entre os autores consultados para este trabalho que as medidas anticíclicas implementadas no período da recessão de 2008 tiveram impactos positivos sobre a economia do país na medida em que induziram uma retomada da produção e do consumo com uma conseqüente elevação do PIB naquele período. Tanto adeptos de uma visão mais austera das contas públicas quanto adeptos de uma visão mais dispendiosa concordam que, naquele momento específico, era necessário lançar mão de atitudes para suavizar a flutuação econômica gerada inicialmente pelo mercado financeiro, mesmo que estas atitudes gerassem déficits

fiscais. Apesar disso, houve críticas às medidas governamentais colocadas em prática no caso brasileiro. Os principais questionamentos dizem respeito:

- aos critérios de seleção para benefícios fiscais e financiamentos
- à regressividade tributária das desonerações e ao aumento da desigualdade regional por elas ocasionado
- aos impactos de médio e longo prazos para as contas públicas

Para Mancuso e Moreira (2013), as políticas adotadas careciam de mecanismos explícitos para garantir a transparência e eficácia das operações. Segundo esses autores, não havia embasamento técnico adequado para justificar as escolhas de setores e empresas a serem beneficiadas com renúncias tributárias e financiamentos.

As deficiências nos mecanismos normativos para concessão de benefícios incluíam o respeito aos prazos de vigência estipulados, a definição clara de resultados mensuráveis condicionantes de renovações, avaliações de impacto orçamentário-financeiro e previsões de monitoramento de desempenho para garantir a eficiência da alocação dos recursos direcionados às empresas. Os montantes eram concedidos sem que houvesse um acompanhamento de como estavam sendo consumidos ou garantias de que estivessem gerando resultados efetivos. A eficácia dessas políticas foi influenciada pela falta de um ambiente institucional adequado para mitigar a possibilidade de distorções em seus objetivos, se caracterizando por um alto risco de que benefícios concentrados gerassem custos difusos que não os compensassem.

Ferraz (2009) argumenta que renúncias para setores específicos prejudicam o desenvolvimento de longo prazo, pois podem fornecer incentivos para empresas com falhas de eficiência em detrimento de empresas mais sólidas funcionalmente, mas que tenham menos visibilidade. Para o autor, uma política tributária de longo prazo deve visar a uma redução generalizada de impostos ao invés de desonerações específicas. Segundo ele, a política dos “campeões nacionais” desarranja a produtividade do país ao favorecer companhias que se valem da influência política e do *marketing* sem necessariamente apresentarem resultados consolidados.

Geracy (2018) argumenta que as medidas beneficiaram setores em que o país já era competitivo em detrimento de setores que mereciam mais atenção do ponto de vista de uma diversificação estratégica. Segundo ele, empresas altamente inovadoras foram ofuscadas pelos “campeões nacionais”, reforçando a dependência do país em relação à exportação de produtos de baixo valor agregado. O autor também aponta que os critérios utilizados para a escolha de empresas a serem contempladas com benefícios eram muito simplistas, qualitativos e que eram embasados em impressões gerais carentes de confirmação técnica robusta. Tratava-se de impressões tais como o nível aparente de encadeamento com outros setores, a intensidade de mão de obra, a essencialidade para o consumo e a exposição internacional.

Xavier (2016) indica que a elasticidade de demanda, parâmetro que mede a sensibilidade que os consumidores têm a variações no preço das mercadorias, seria um critério robusto para a seleção dos setores a serem beneficiados. Produtos mais elásticos são aqueles para os quais uma pequena variação do preço provoca uma grande variação na disposição para a compra. Para esses casos, uma pequena redução ocasionada por desonerações poderia induzir um grande aumento nas vendas. Os setores que, segundo ele, apresentam maior sensibilidade e que seriam as melhores escolhas para as alocações de recursos seriam, nesta ordem:

1. têxtil
2. borracha e plástico
3. metalurgia básica
4. máquinas e equipamentos

Dentre esses setores, apenas o de máquinas e equipamentos entrou para a lista das grandes renúncias fiscais do período pós-crise.

No que diz respeito à desigualdade social, foi denotado que as renúncias do IPI agravaram a regressividade da carga tributária brasileira. Paes (2015) reforça que os tributos indiretos, a exemplo dos tributos sobre o consumo, têm um intenso caráter regressivo no Brasil, penalizando fortemente as classes baixas. Em aderência com esse argumento, Pintos-Payeras e Hoffman (2009) exibem dados que indicam que, para as famílias com renda per capita de até R\$120, o IPI correspondia, à época, a 2,45% da despesa total. Já para as famílias com renda per



capita maior que R\$3.840, correspondia a 0,79% da despesa total. Entre 2007 e 2012, período de intensa desoneração, a regressividade do IPI se tornou ainda mais aguda. A incidência caiu 28% para os 25% mais ricos, enquanto para os 25% mais pobres a incidência se reduziu 21%.

Em relação às desigualdades regionais, relatórios do TCU apontam para prejuízos para as regiões Norte e Nordeste devido às renúncias de IPI e do Imposto de Renda. Esses impostos são distribuídos entre União, estados e municípios por intermédio dos fundos de participação regionais (para as regiões Norte, Nordeste e Centro Oeste) e dos FPE (Fundos de Participação dos Estados) e FPM (Fundos de Participação dos Municípios). Em relatório de 2013, o órgão afirma que a região Nordeste foi a mais prejudicada com as isenções. Somadas as renúncias do IPI e do IR, o montante líquido que deixou de ser arrecadado entre 2008 e 2013 foi de R\$416,4 bilhões. Desse total, R\$241,5 bilhões (58%) seriam repassados aos estados e municípios. Para a região Nordeste, o impacto negativo foi de R\$88 bilhões para o período.

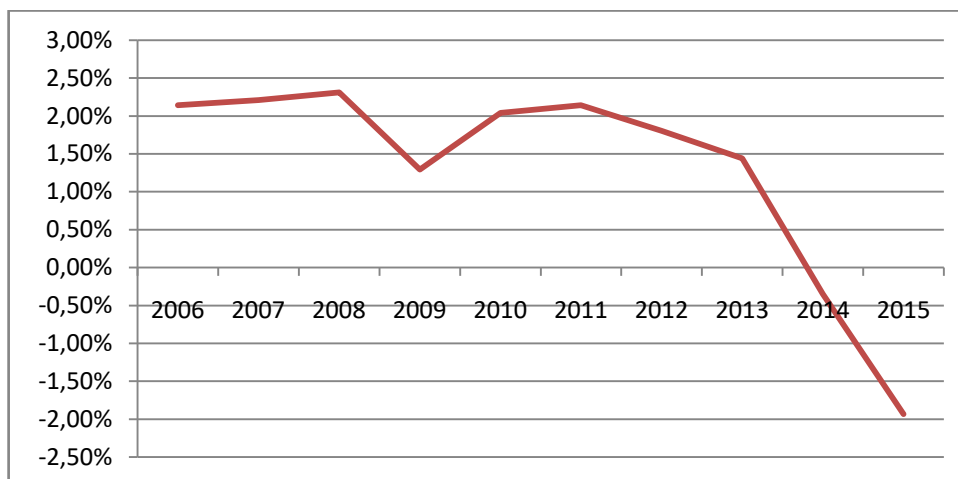
Do ponto de vista fiscal, a longa manutenção das políticas expansionistas adotadas no pós-crise contribuiu para uma redução do saldo primário do governo central e para o aumento expressivo da dívida pública que vem ocorrendo desde 2014. As extensões de prazos de desonerações e a continuidade da política creditícia no estilo desenvolvimentista do Partido dos Trabalhadores são comumente apontadas como uma das causas da crise econômica generalizada em que o país adentrou a partir da transição do primeiro para o segundo mandato da presidente Dilma Rousseff.

O buraco fiscal não é exclusividade brasileira. A dívida pública dos Estados Unidos cresceu 110% entre o início de setembro de 2008, dias antes do momento mais crítico da crise global, e o final do ano de 2012, passando de US\$5,51 trilhões para US\$11,58 trilhões. Apesar disso, o déficit orçamentário parece afetar de maneira mais incisiva os países emergentes, que já apresentam maior risco por fatores estruturais e políticos.

No caso brasileiro, o resultado primário teve queda de 44,01% de 2008 para 2009 (FIGURA 50), passando de um superávit de 2,31% do PIB para um superávit de 1,29% do PIB. Em 2010 houve uma boa recuperação e o resultado primário subiu

57,80% em relação a 2009, atingindo 2,04% do PIB. Em 2011, primeiro ano do governo Dilma, o resultado teve alta de 4,86%, atingindo 2,14% do PIB. A partir de 2012 o resultado vem caindo de forma sistemática, tendo entrado em um déficit cada vez maior desde o ano de 2014.

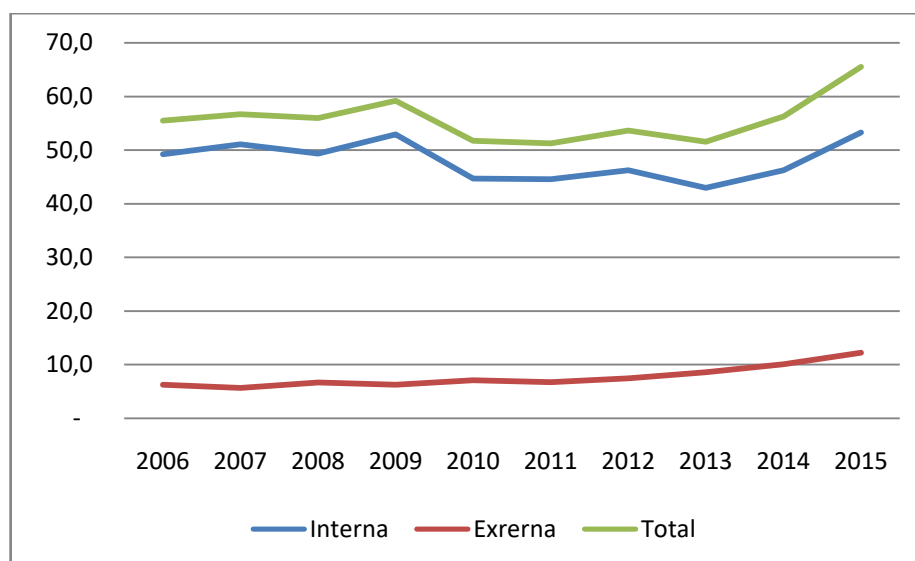
**Figura 50 - Gráfico do resultado primário do governo central, em percentual do PIB (2006 - 2015)**



Fonte: Tesouro Nacional, 2019 – elaboração própria

A dívida do setor público, que era de 56% do PIB em 2008 (FIGURA 51), se elevou em 5,77% em 2009, passando para 59,2% do PIB. Em 2010, ano de intenso crescimento econômico, houve uma diminuição de 12,57% nessa proporção, que passou para 51,8%. De 2011 a 2013 houve flutuações para cima e para baixo e, em 2014, houve um aumento de 9,20%. A inflexão para o vermelho foi um dos motivos para a troca de paradigma no ministério da economia que ocorreu na transição de mandato. Saía o heterodoxo Guido Mantega para a entrada do fiscalista Joaquim Levy, numa tentativa de “arrumar a casa”. Apesar da mudança de postura, em 2015 a situação entrou em um patamar alarmante: aumento de 16,39% da dívida como proporção do PIB, atingindo 65,5%. A partir de então, essa proporção só cresceu.

Figura 51 - Gráfico das dívidas públicas externa, interna e total como proporção do PIB (2006 - 2015)



Fonte: Tesouro Nacional, 2019 – elaboração própria

Esse estado negativo das contas públicas, além de sinalizar a realidade da saúde financeira do país, é também referência para os investidores, tanto aqueles que injetam diretamente capital nas atividades produtivas quanto aqueles que o fazem indiretamente por intermédio da especulação. A simples menção ao rombo nas contas do Estado já é motivo para a desconfiança e para a fuga de capitais, o que realimenta o desaquecimento econômico, que por sua vez realimenta o rombo.

A divulgação ampla desses números também afeta a mentalidade política da população em geral, na medida em que calibra a imagem que as pessoas têm de seus governantes. A difusão acentuada da rejeição à presidente Dilma Rousseff e ao Partido dos Trabalhadores contribuiu para o *impeachment* de 2016 e, posteriormente, para a eleição do presidente Jair Bolsonaro, em 2018. Em muitos aspectos, as decisões de governo tomadas em 2008, que refletiam um modelo de tomada de decisão político-econômica, foram determinantes para o que aconteceria no país uma década depois, em uma ruptura decisiva com aquele modelo.

## 7 – CONCLUSÕES

A crise financeira de 2008 teve grandes efeitos sobre a economia brasileira. Houve quedas no comércio internacional, principalmente nas exportações, fuga de capitais e uma desconfiança generalizada que reduziu gravemente o nível de

investimento do setor privado, refletindo em queda no emprego e no consumo. Em concordância com as medidas tomadas nas principais economias do mundo, o governo brasileiro lançou mão de práticas expansionistas como a redução das taxas de juros, a elevação do nível de crédito e amplas renúncias tributárias. Essas ações tiveram impacto positivo sobre a economia do país, aquecendo oferta e demanda agregadas (AGUIAR, 2009; IPEA, 2010; GERACY, 2018).

A evolução do setor externo, com intensas injeções de liquidez nos países centrais, contribuiu de forma relevante para a retomada do comércio externo, com elevação do preço das *commodities*, principal componente da exportação brasileira. O alto crescimento dos países asiáticos, especialmente da China, também contribuiu para a pauta comercial. Com a consistente melhora nos indicadores econômicos conjunturais, o Brasil foi gradualmente reclassificado nos índices de risco-país, o que ajudou na retomada do nível de investimento estrangeiro, que teve forte elevação ao longo de 2009.

Foram apontadas algumas falhas no que diz respeito ao planejamento e à implementação das medidas anticíclicas por parte do governo. Em relação à seleção de empresas para benefícios creditícios e fiscais, foi apontada uma falta de critérios técnicos robustos e uma grande influência do *lobby* político na escolha dos contemplados (MANCUSO E MOREIRA, 2013; FERRAZ, 2009; XAVIER, 2013). Além disso, as desonerações do IPI contribuíram para um aumento das desigualdades social e regional, privilegiando as famílias ricas em detrimento das pobres e a região Sudeste em detrimento das regiões Norte e Nordeste (PINTOS-PAYERAS E HOFFMAN, 2009; TCU, 2013). A manutenção de uma política econômica de caráter expansionista por um longo período, com inúmeras extensões de prazos de benefícios creditícios e fiscais, é apontada como uma das causas do colapso fiscal em que o país imergiu no ano de 2014. Apesar de consideráveis imperfeições, há um consenso razoável no que diz respeito à necessidade das práticas expansionistas em períodos de crise, contanto que sejam bem localizadas no tempo e bem justificadas tecnicamente.

## REFERÊNCIAS

- ADVFN. **Cotação iBOV.** Disponível em: <https://br.advfn.com/bolsa-de-valores/bovespa/indice-bovespa-IBOV/cotacao> . Acesso em 03/12/2019.
- ADVFN. **IPCA.** Disponível em: <https://br.advfn.com/indicadores/ipca> . Acesso em 01/12/2019.
- AGUIAR, M.E.S.S. **O impacto causado pela redução do IPI na arrecadação do ICMS no Brasil.** UFC – dissertação de mestrado, Fortaleza, 2009.
- ALVARENGA, G.V.; ALVES, P.F.; SANTOS, C.F.; DE NEGRI, F.; CAVALCANTE, L.R.; PASSOS, M.C. **Política anticíclicas na indústria automobilística: uma análise da cointegração dos impactos da redução do IPI sobre as vendas de veículos.** IPEA, Rio de Janeiro, 2010.
- ARAÚJO, V.L.; GENTIL, D.L. **Avanços, recuos, acertos e erros: uma análise da resposta da política econômica brasileira à crise financeira internacional.** IPEA, Rio de Janeiro, 2011.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema gerenciador de séries temporais.** Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sqspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries> . Acesso em 05/09/19.
- BLANCHARD, O. **Macroeconomia.** 5. Ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011.
- CAGNIN, R.F. **O Ciclo dos imóveis e o crescimento econômico nos Estados Unidos 2002-2008.** Revista de Estudos Avançados, vol.23, n.66, IEA-USP, São Paulo, 2009.
- CEICDATA.COM. **China PIB per capita.** Disponível em: <https://www.ceicdata.com/pt/indicator/china/gdp-per-capita> . Acesso em 01/12/2019.
- FECOMERCIO-SP. **Índice de confiança do consumidor.** Disponível em: <https://www.fecomercio.com.br/pesquisas/indice/icc> . Acesso em 01/12/2019.
- FERRAZ, M. B. **Retomando o debate: a nova política industrial do governo Lula.** Políticas Públicas, Brasília, v. 32, n. 2, p. 227-263, 2009.
- GERACY, I.V.S. **Desonerações do Imposto sobre Produtos Industrializados: impactos sobre o mercado de trabalho.** IPEA – dissertação de mestrado, Brasília, 2018.
- INDEXMUNDI.COM. **China – PIB crescimento real (%).** Disponível em: <https://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=ch&v=66&l=pt> . Acesso em 01/12/2019.
- INFLATIONDATA.COM. **Monthly US inflation rate 1913 to present.** Disponível em: [https://inflationdata.com/Inflation/Inflation\\_Rate/Monthly\\_Inflation.aspx](https://inflationdata.com/Inflation/Inflation_Rate/Monthly_Inflation.aspx) . Acesso em 01/12/2019.

IPEA. **Carta conjuntura.** Disponível em: [http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_alphacontent&view=alphacontent&Itemid=59&limitstart=20](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_alphacontent&view=alphacontent&Itemid=59&limitstart=20) . Acesso em 01/12/2019.

IPEADATA.COM. **Taxa de câmbio nominal.** Disponível em: <http://ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=38389> . Acesso em 02/12/2019.

JORGE, M. **Relatório anual do BNDES – 2009.** Rio de Janeiro, 2010.

JORGE, M. **Relatório anual do BNDES – 2010.** Rio de Janeiro, 2011.

MANCUSO, W. P.; MOREIRA, D. C. **Benefícios tributários valem a pena? Um estudo de formulação de políticas públicas.** Revista de Sociologia e Política, v. 21, n. 45, p. 107-121, 2013.

MINISTÉRIO DA ECONOMIA, INDÚSTRIA, COMÉRCIO EXTERIOR E SERVIÇOS. **Séries históricas.** Disponível em: <http://www.mdic.gov.br/comercio-exterior/estatisticas-de-comercio-exterior/series-historicas> . Acesso em 01/12/2019.

MORA, M. **A evolução do crédito no Brasil entre 2003 e 2010.** 2022 – Texto para discussão. IPEA, Rio de Janeiro, janeiro de 2015.

PINTOS-PAYERA, J. A.; HOFFMANN, R. **O sacrifício equitativo na tributação brasileira.** In: Encontro Nacional de Economia, Foz do Iguaçu, 2009.

PORSSE, A., MADRUGA, F. **Efeitos distributivos de políticas tributárias anticíclicas: análise da desoneração do IPI sobre o setor automobilístico.** ANPEC, Niterói, 2015.

SILVA, D.L. **A evolução do mercado de hipotecas americano no período de 2001 a 2008.** UFRJ - monografia de bacharelado, Rio de Janeiro, março de 2010.

SOBREIRA, R. Os derivativos e a crise de crédito. **Dossiê da crise I – Associação Keynesiana Brasileira**, p. 35-38, Campinas, novembro de 2008.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Impactos das renúncias do IPI e do IR sobre os repasses da União.** Brasília, 2009.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Relatório e parecer prévio sobre as contas do Governo da República – Exercício de 2009.** Brasília, 2009.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Relatório e parecer prévio sobre as contas do Governo da República – Exercício de 2010.** Brasília, 2010.

VIEIRA, S. **Análise da política econômica do governo Lula.** UFSC – monografia de bacharelado, Florianópolis, 2011.

XAVIER, R. **Desoneração de Tributos Indiretos e Efeitos sobre Preços e Quantidades.** UFRJ – dissertação de mestrado, Rio de Janeiro, 2016.