

# **Políticas Comercial e Cambial, Vulnerabilidade Externa e Crescimento Econômico: a experiência da economia brasileira a partir dos anos 1980**

Fernando Ferrari Filho<sup>\*</sup>  
Gustavo Teixeira Ferreira da Silva<sup>\*\*</sup>  
Samira Schatzmann<sup>\*\*\*</sup>

**Resumo:** Inicialmente, o artigo analisa as estratégias e a *performance* das políticas comercial e cambial da economia brasileira a partir da década de 1980 e, em especial, no período pós-Plano Real. Em segundo lugar, busca-se relacionar os diferentes graus de vulnerabilidade externa do período com o comportamento das taxas de crescimento econômico do Brasil. Por fim, propõe-se uma agenda alternativa de políticas econômicas para o Brasil que, além de estar alicerçada em políticas monetárias e fiscais contracíclicas, tenha como objetivo a operacionalização de políticas cambial e industrial e de mecanismos de controle de capitais, condições necessárias para equilibrar de forma intertemporal o setor externo e assegurar, assim, bases para uma trajetória de crescimento econômico sustentável.

**Palavras-chave:** Políticas comercial e cambial, vulnerabilidade externa, crescimento econômico

**Abstract:** First, the paper analyses the performance of the trade and exchange rate policies in Brazilian economy since the 1980s, specifically in the period post-Real Plan. Second, it attempts to relate the different degrees of external vulnerability of the period with the behavior of economic growth rates in Brazilian economy. Third, it proposes an economic agenda, based on counter-cyclical monetary and fiscal policies, managed exchange rate, industrial policy and capital controls, to mitigate or eliminate the Brazilian external vulnerability, so important to assure sustainable growth rate for Brazilian economy.

**Key words:** Trade and exchange rate policies, external vulnerability, economic growth

**JEL Classification:** F10; F21; F41

## **1. Introdução**

Ao longo dos anos 1980 e 1990, a economia brasileira conviveu com estratégias de políticas econômicas substancialmente distintas: no início da década de 1980, a política econômica foi centrada na promoção das exportações e no controle de importações, objetivando, dessa maneira, assegurar mega-superávits comerciais, imprescindíveis tanto para mitigar a vulnerabilidade externa quanto estabilizar a relação dívida externa/PIB do País, principalmente após a crise cambial observada no início da referida década. A partir da segunda metade dos anos 1980 e, mais especificamente, após a

---

<sup>\*</sup> Professor Titular do Departamento de Ciências Econômicas da UFRGS e pesquisador, nível 1, do CNPq. E-mail: [ferrari@ufrgs.br](mailto:ferrari@ufrgs.br).

<sup>\*\*</sup> Mestrando do PPGE-UFRGS e professor do Departamento de Economia da UNESC. E-mail: [gustavotfs@globo.com](mailto:gustavotfs@globo.com).

<sup>\*\*\*</sup> Mestranda do PPGE-UFRGS e bolsista de pesquisa do IPEA. E-mail: [sschatzmann@yahoo.com.br](mailto:sschatzmann@yahoo.com.br).

adoção do Plano Real, as atenções da política econômica voltaram-se, sobretudo, para a estabilização monetária<sup>1</sup>.

Independentemente das diferentes estratégias de políticas econômicas implementadas ao longo das últimas décadas, sejam para equilibrar o balanço de pagamentos, sejam para controlar a inflação, desde os anos 1980 a economia brasileira vem apresentando, em maior ou menor grau, situações de vulnerabilidade externa e incapacidade de crescer sustentavelmente.

Indo nessa direção, Thirlwall (1982), por exemplo, considera que a principal limitação de demanda agregada em uma economia aberta é aquela relacionada ao desequilíbrio do setor externo, balanço de pagamentos. Conforme seu modelo sugere, existe uma restrição, no longo prazo, do balanço de pagamentos sobre o crescimento econômico; ou seja, à medida que uma economia cresce mais que sua taxa de equilíbrio do balanço de pagamentos, a demanda por importações se eleva, ocasionando, como contrapartida, déficits cada vez maiores em conta corrente. Nesse sentido, uma implicação simples de política econômica para qualquer país que queira elevar sua taxa de crescimento econômico consiste em mitigar a restrição que o balanço de pagamentos impõe à demanda agregada (Thirlwall, 2005). Para tanto, considera-se que o Estado tem um papel fundamental na promoção de políticas econômicas, tais como comercial, cambial e industrial, que possibilitam ao setor econômico, em especial o privado, a participar de forma ativa no comércio internacional, a fim de superar as limitações de crescimento econômico do país.

Ao se observar os resultados do balanço de pagamentos em transações correntes, a inserção do setor externo brasileiro e a *performance* do PIB do Brasil ao longo das décadas de 1980, 1990 e nos anos 2000, é possível conjecturar que uma das prováveis causas para o baixo e instável crescimento do PIB esteja, em parte, relacionada ao grau de vulnerabilidade externa do País. Analisando-se, especificamente, os saldos comerciais tem-se o seguinte: por um lado, nos anos 1990, o saldo acumulado da balança comercial caiu 57,1% em relação ao saldo nos anos 1980 – no período 1980-1989 o superávit comercial atingiu o montante de US\$ 86,0 bilhões, ao passo que entre 1990 e 1999 a balança comercial acumulou um superávit de US\$ 36,9 bilhões – e a taxa média de crescimento do PIB caiu 0,8% nos anos 1990 – entre 1980 e 1989 o PIB apresentou um crescimento médio de 2,9% ao ano, enquanto nos anos 1990 o PIB médio anual cresceu 1,7%<sup>2</sup>; por outro, entre 2000 e 2008, o crescimento médio do PIB foi da ordem de 3,7% ao ano, ao passo que o superávit acumulado da balança comercial foi de US\$ 229,4 bilhões.

Em suma, a partir de uma análise comparativa das diferentes estratégias de políticas econômicas implementadas nas últimas décadas no Brasil, os resultados do setor externo – tendo como referências a balança comercial, o saldo de transações correntes e a participação das exportações brasileiras nas exportações mundiais e alguns indicadores de vulnerabilidade externa – e da atividade econômica produtiva parecem nos mostrar que há uma relação de causalidade entre vulnerabilidade externa da economia e restrições à capacidade de crescimento auto-sustentável do País.

Assim sendo, o argumento central do artigo é que a superação da vulnerabilidade externa – definida por um baixo grau de competitividade da economia e, por conseguinte, uma baixa capacidade de resistência frente à influência de fatores externos

---

<sup>1</sup> Nunca é demais salientar que na segunda metade dos anos 1980 e início da década de 1990 houve algumas tentativas de estabilização monetária, tais como Plano Cruzado, em 1986, Plano Bresser, em 1987, Plano Maílson, em 1989, e Plano Collor, em 1990, que acabaram não logrando êxito no que diz respeito ao controle do processo inflacionário.

<sup>2</sup> Os referidos valores foram calculados tendo como base as Tabela 1, Tabela 2 e Tabela 3 (Anexo).

desestabilizadores – é condição necessária para a sustentação do crescimento econômico. É importante salientar que esta idéia não negligencia, contudo, a importância de outros fatores que contribuíram para que a economia brasileira tivesse uma baixíssima taxa média de crescimento ao longo das três últimas décadas, tais como a crise fiscal e a natureza hiperinflacionária dos anos 1980 e início dos anos 1990.

O artigo possui três objetivos. Inicialmente, ele analisa as estratégias e os resultados efetivos das políticas comercial e cambial a partir da década de 1980, enfatizando o período pós-Plano Real. Em seguida, busca-se estabelecer uma relação de causalidade dos diferentes graus de vulnerabilidade externa da economia brasileira com o comportamento das taxas de crescimento do PIB do País, entre 1980 e 2008. Por fim, é apresentada uma proposição de política e medidas econômicas, tais como fiscal, monetária, cambial e industrial e mecanismos de controle de capitais, que, entende-se, tenha condições de equilibrar de forma intertemporal o setor externo e garantir bases para o crescimento econômico sustentável da economia brasileira.

Além desta introdução, o artigo apresenta outras três seções. A segunda seção descreve a lógica das políticas comercial e cambial brasileiras a partir dos anos 1980, analisando seus efeitos em termos de resultados no setor externo e no comportamento das taxas de crescimento do PIB. Para tanto, a análise é realizada em três subperíodos: 1980-1989, 1990-1999 e 1999-2008, ou seja, abrangendo tanto o período de elevada vulnerabilidade externa da economia brasileira até o início dos anos 2000, quanto os anos recentes, pós-2003, de “reversão” da referida vulnerabilidade. Na seção seguinte, inicialmente é apresentada uma análise empírica sobre a relação de causalidade entre a vulnerabilidade externa do País e a *performance* do crescimento econômico ao longo do período sugerido. Em seguida, é apresentada uma proposta de agenda econômica para que o crescimento econômico sustentável da economia brasileira não seja limitado por restrições de balanço de pagamentos. Por fim, são apresentadas algumas considerações conclusivas.

## **2. A dinâmica das políticas comercial e cambial a partir dos anos 1980: da estratégia do ajuste externo à estabilização monetária**

### **2.1. O ajuste externo dos anos 1980**

Ao contrário dos anos 1970, quando as condições de financiamento externo eram de solvência e liquidez, na década de 1980 a economia brasileira passou a ter sérias dificuldades para honrar seus compromissos externos – subentende-se pagamentos de amortizações e de serviços da dívida externa. Nesse sentido, a articulação da política econômica nos anos 1980 foi caracterizada pelos estímulos ao setor exportador devido, principalmente, às necessidades impostas pelo constrangimento externo.

Após o primeiro choque do petróleo, ocorrido em 1973, o governo brasileiro optou pelo ajuste de oferta como forma de encarar os problemas de vulnerabilidade externa da economia. Para tanto, foi elaborado o II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND), que visava sustentar a indução estatal do investimento a partir do endividamento externo do País, pois o cenário de liquidez internacional era propício para a absorção de recursos externos. Ademais, para que se consolidassem as aspirações de sustentação do crescimento econômico se faziam necessários novos investimentos em capacidade produtiva e infra-estrutura. Nesse sentido, segundo Castro e Souza (1985, p.37), o II PND acabou tornando-se o primeiro plano de desenvolvimento brasileiro que apresentou uma atenção explícita com a inserção internacional no comércio, estando

preocupado tanto em substituir importações como em abrir novas frentes de exportação<sup>3</sup>.

Não é demais ressaltar que o II PND rompeu com o que a Cepal denominava de etapa “difícil” do processo de substituição de importações, integrando o parque industrial brasileiro, com a consolidação de uma indústria de bens intermediários e de capital. Adicionalmente, houve um avanço significativo na infra-estrutura do País, em especial no que diz respeito à energia e telecomunicações. O avanço estrutural ocorreu, inclusive, com elevadas taxas de crescimento, superiores a 7,0% ao ano durante o período 1974-1980.

No início dos anos 1980, em decorrência principalmente dos choques externos protagonizados pelas elevações dos juros internacionais, em 1979, do preço do petróleo, entre 1979 e 1980, e pelo desaquecimento do PIB mundial, a economia brasileira passou a apresentar sérios problemas de balanço de pagamentos, cuja consequência foi, na ausência de uma sistemática de financiamento externo, a crise da dívida externa.

Naquela ocasião, em contraste com a opção de ajustamento realizada no II PND e, de certa forma, condicionada por ela, a política econômica implementada foi centrada no ajustamento externo emergencial. Para tanto, duas foram as estratégias adotadas: por um lado, a recessão da economia passou a ser a resposta à ruptura do padrão de financiamento externo, visto que o ajuste recessivo de curto prazo propiciava um excedente exportável, o que acabou reduzindo os desequilíbrios da balança comercial. Nesse sentido, as políticas fiscal e monetária restritivas encarregaram-se de arrefecer a atividade econômica. Por outro, políticas de maxidesvalorizações cambiais passaram a ser imprescindíveis para expandir as exportações e contrair, ainda mais, as importações. É importante ressaltar que, em um contexto de inflação elevada e de política de arrocho salarial, os saldos comerciais foram estimulados, uma vez que a relação câmbio/salário elevou-se consideravelmente.

A recessão no período 1981-1983, aliada (i) à maturação dos investimentos produtivos realizados durante o II PND<sup>4</sup>, que permitiram uma maior redução das importações e a ampliação das exportações, (ii) às políticas de promoção das exportações e de controle de importações e (iii) à recuperação da economia mundial após 1984<sup>5</sup>, acabou contribuindo para reverter o resultado da balança comercial e, com isso, os problemas de ajustamento externo foram mitigados. Tendo como referência o Gráfico 1, abaixo, se constata que, entre 1980 e 1989, as exportações cresceram, em média, 9,6% ao ano, saltando de US\$ 20,1 bilhões, em 1980, para US\$ 34,4 bilhões, em 1989, enquanto as importações decresceram, em média, 1,6% ao ano. Como

---

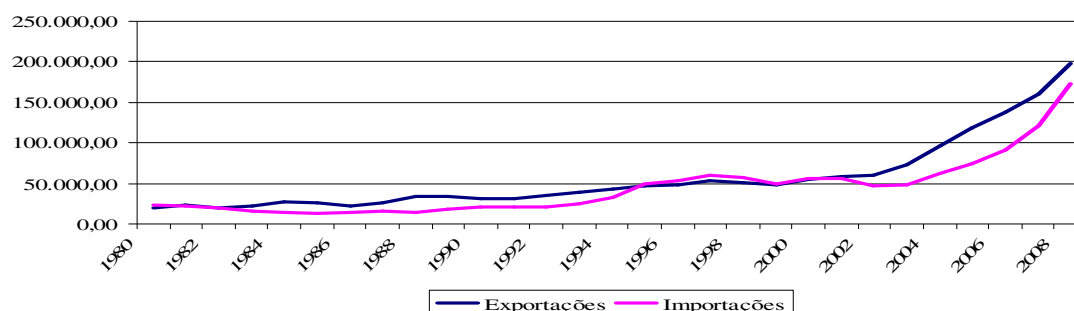
<sup>3</sup> O que se pode constatar ao final do período é que houve, basicamente, duas “falhas” no processo de formulação das metas do II PND. O primeiro diz respeito ao diagnóstico “otimista” da crise internacional que levou o governo a optar pela estratégia de desenvolvimento com endividamento externo e que culminou com a deterioração das finanças do setor público, bem como do balanço de pagamentos da segunda metade da década de 1970 em diante. O segundo erro de previsão estava na crença de que os resultados dos investimentos seriam colhidos no curto prazo, ou seja, houve uma superestimação do crescimento econômico (Serra, 1982).

<sup>4</sup> Tão importantes quanto os resultados em termos quantitativos dos esforços de investimentos realizados durante o II PND são os resultados em termos de mudança estrutural da pauta de exportações, com ganhos significativos de participação dos produtos manufaturados na pauta, em detrimento dos produtos primários, em parte refletindo o fato de que ao final deste período “em marcha forçada, a economia subiria a rampa das indústrias capital-intensivas e tecnológico-intensivas” (Castro e Souza, 1985, p.76). A Tabela 5 (Anexo) apresenta a pauta das exportações brasileiras em anos selecionados.

<sup>5</sup> A taxa de crescimento média do PIB mundial entre 1984-1989 foi de 4,0% ao ano, contra 1,9% ao ano no período 1980-1983. As importações mundiais anuais médias entre 1984-1989 foram cerca de 25,0% maiores do que no período 1980-1983, segundo dados do FMI divulgados pela SECEX.

consequência, ao longo do referido período, o saldo acumulado da balança comercial atingiu o montante de US\$ 86,1 bilhões.

**GRÁFICO 1**  
**Exportações e Importações (US\$ bilhões), 1980-2008**



Fonte: Tabela 2 e Tabela 3 (Anexo).

A análise do Gráfico mostra que: em primeiro lugar, os superávits comerciais obtidos ao longo da década de 1980 decorreram tanto do crescimento das exportações – o volume total das exportações, em 1989, foi 71,1% superior às exportações de 1980 –, quanto da queda acentuada das importações – as importações, entre 1980 e 1989, caíram 20,5%. Em relação ao PIB, a participação das exportações, entre 1980 e 1989, permaneceu relativamente estável – 8,1% do PIB em 1980 e 7,9% do PIB em 1989 –, ao passo que a razão importações/PIB caiu de 9,2%, em 1980, para 4,2%, em 1989. Em segundo lugar, percebe-se que, após a crise da dívida externa no início dos anos 1980, a economia brasileira passou a obter recorrentes superávits na balança comercial que perduraram até 1994. Em suma, tais considerações corroboram o argumento de que o ajuste externo dos anos 1980 ocorreu devido ao aumento das exportações e ao processo de controle de importações caracterizado, em grande parte, pelo desaquecimento da atividade econômica e pela redução estrutural da necessidade de importação de bens de capital e de bens intermediários.

Centrando a atenção na política de promoção das exportações, pelo menos dois fatores internos explicam o dinamismo das exportações brasileiras ao longo dos anos 1980, quais sejam: (i) a adoção da política de minidesvalorização cambial, implementada após as maxidesvalorizações cambiais de 1981 e 1983, foi importante para manter a taxa de câmbio efetiva real relativamente estável, principalmente em um contexto de inflação crescente; e (ii) os incentivos para dinamizar as exportações tradicionais. No que diz respeito especificamente ao primeiro fator, o Gráfico 2, abaixo, apresenta a evolução da taxa de câmbio efetiva real, entre 1980 e 2008.

## GRÁFICO 2

Taxa de câmbio efetiva real (IPA-OG\*), Índice 2000 (média) = 100



(\*) IPA-OG = Índice de preços do atacado por grupos de produtos agrícolas e classes e gêneros da indústria de transformação. Considera, além das variações de preços no Brasil, a variação de preço dos produtos exportados.

Fonte: IPEADATA.

Como se observa no Gráfico 2, nos primeiros anos da década de 1980, a taxa de câmbio apresentou uma trajetória declinante. Entre meados de 1983 e 1985 houve uma desvalorização do câmbio, medida que veio a fortalecer os incentivos ao setor exportador. Após uma ligeira estabilidade até 1987, ao final do período a taxa de câmbio voltou a se valorizar. No período do Plano Real, julho/1994 a janeiro/1999<sup>6</sup>, o câmbio valorizou-se consideravelmente. Após a introdução do regime de flexibilidade cambial em janeiro de 1999, a trajetória do câmbio apresentou duas dinâmicas distintas: no período 1999-2002 a taxa de câmbio efetiva real desvalorizou-se de forma acentuada, ao passo que a partir de 2003 ela passou a valorizar-se recorrentemente<sup>7</sup>. Portanto, verifica-se que o período foi marcado por uma significativa oscilação cambial.

### 2.2. As políticas de liberalização comercial e apreciação cambial dos anos 1990 e o recrudescimento da vulnerabilidade externa no período do Plano Real

Nos anos 1990, as políticas econômicas dos governos Fernando Collor, Itamar Franco e Fernando Henrique Cardoso foram centradas na estabilização monetária e na consolidação das reformas neoliberais. Apesar das estratégias antiinflacionárias terem sido relativamente distintas nos referidos governos – no governo Fernando Collor, a política econômica foi norteadas pelas restrições fiscal e, principalmente, monetária, ao passo que nos governos Itamar Franco e Fernando Henrique Cardoso, ao longo de seu

<sup>6</sup> Considera-se como Plano Real o período julho/1994-janeiro/1999 devido ao fato de que somente ao longo desse período as políticas cambial e monetária foram operacionalizadas de forma a atingirem seus objetivos, quais sejam: a política cambial objetivava o controle dos preços, ao passo que a política monetária objetivava o equilíbrio do balanço de pagamentos, através da captação de “poupança externa”, via capital de *portfólio*.

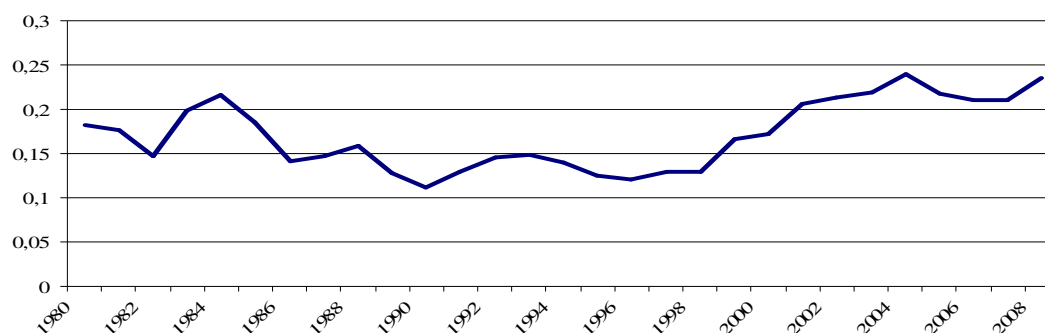
<sup>7</sup> A volatilidade cambial ao longo do período pós-Plano Real pode ser explicada como se segue: em 1999, a política de bandas cambiais e o histórico de crises em economias similares ao Brasil propiciaram a bancarrota do regime cambial brasileiro e a desvalorização acentuada do *real*; no ano de 2002, devido à apreensão dos investidores nacionais e internacionais com os rumos da sucessão presidencial no Brasil, à crise cambial e financeira da Argentina e à “deflação” do Índice Nasdaq, ocorreu um ataque especulativo contra o *real* que acabou ocasionando uma desvalorização da moeda brasileira da ordem de 60,0%, ao longo dos nove primeiros meses do ano; e, por fim, a partir de 2003, a austeridade monetária, em grande parte para assegurar o cumprimento das metas de inflação, induziu a valorização cambial, o que ainda foi intensificada pela alta dos preços das *commodities* que o Brasil exportava, aumentando, assim, os saldos comerciais.

primeiro mandato, 1995-1998, além das austeridades fiscal e monetária, a apreciação cambial foi fundamental para os objetivos de controle inflacionário – a mudança de paradigma na condução da economia, via liberalizações comercial e financeira<sup>8</sup>, foi o elo comum das estratégias econômicas dos referidos governos e acabaram se tornando essenciais para caracterizar a lógica de inserção internacional do País no mundo globalizado.

A ideia básica que norteou a política de liberalização comercial nos referidos governos foi a de que “[a] *reduction in world barriers to trade could accelerate growth, provide stimulus to new forms of productivity-enhancing specialization, and lead to a more rapid pace of job creation and poverty reduction around the world*” (World Bank, 2002, p.xi). Em suma, o estímulo às exportações deveria ser substituído por ganhos de produtividade (“desenvolvimento”) e abertura às importações (“estabilização”).

Infelizmente, contudo, os efeitos dessa estratégia econômica não contribuíram para dinamizar tanto o crescimento econômico (Tabela 1, Anexo) quanto o grau de abertura da economia brasileira, como mostra o Gráfico 3, abaixo.

**GRÁFICO 3**  
**Grau de Abertura da Economia (Exportação + Importação / PIB), 1980-2008**



Fonte: Tabela 1, Tabela 2 e Tabela 3 (Anexo).

Observa-se que o grau de abertura da economia brasileira ao longo dos anos 1990 manteve-se relativamente estável. Ademais, comparativamente aos anos 1980 – quando as relações exportações/PIB e importações/PIB apresentaram médias anuais de 9,5% e 6,4%, respectivamente – os anos 1990 mostram que a média anual da razão exportações/PIB caiu para 7,6%, ao passo que a relação importações/PIB elevou-se somente 0,1%, apresentando uma média anual de 6,5%.

Outro aspecto importante a registrar, tendo como referência o Gráfico 3, é que, apesar de as primeiras iniciativas de abertura comercial datarem do final da década de 1980 e começo da década de 1990, o grau de abertura da economia somente foi alterado de forma mais acentuada a partir do final dos anos 1990, sobretudo, via aumento das exportações, sendo que, em 2003, a economia brasileira já apresentava um grau de abertura superior ao dos anos 1980.

<sup>8</sup> Além das medidas relacionadas diretamente ao setor externo, outras mudanças no paradigma econômico relacionadas ao papel do setor público, mormente sob os auspícios das privatizações e desregulamentações que caracterizam este período, se relacionaram indiretamente com a nova forma de inserção da economia no exterior, principalmente através da potencial atração de investimentos diretos estrangeiros. Neste caso, a entrada de investimentos diretos prioritariamente para o setor de serviços, em sua maioria não comercializáveis, e na forma de fusões e aquisições, contrasta com a entrada de investimentos industriais na forma de *green field* característicos das décadas antecedentes.

A gestão Fernando Collor foi o *starting* dessa estratégia de política econômica: entre 1990 e 1992, a política comercial caracterizou-se por um processo de liberalização comercial, cuja essência foi a redução e/ou eliminação das barreiras alfandegárias em relação às importações e a extinção dos incentivos fiscais às exportações. Tal política comercial, denominada, segundo Veiga (2002), “política unilateral de liberalização comercial”, fez com que a balança comercial acumulasse um superávit ao redor de US\$ 36,6 bilhões (Gráfico 1) no breve mandato de Fernando Collor.

A partir do final do governo Itamar Franco e dos governos Fernando Henrique Cardoso, essencialmente em seu primeiro mandato, ocorreram transformações substanciais no desempenho da balança comercial, uma vez que a política econômica dos referidos governos foi centrada na relativa “fixação” da taxa de câmbio nominal e na elevação das taxas de juros, e na aceleração da abertura comercial, iniciada no governo Fernando Collor. As consequências das aberturas comercial e financeira, aliada à sobrevalorização cambial, acabaram resultando, na segunda metade da década de 1990, em armadilhas e restrições que impediram o crescimento econômico do País.

Como se sabe, via de regra, programas de estabilização econômica baseados em âncora cambial e liberalização comercial e financeira têm mostrado que, no primeiro momento, há uma queda abrupta da taxa de inflação acompanhada por uma apreciação substancial da taxa de câmbio<sup>9</sup>. A taxa real de câmbio aprecia-se como resultado da diferença entre a taxa de inflação doméstica e a taxa de inflação internacional em um contexto no qual a taxa nominal de câmbio mantém-se relativamente estável, resultando em déficits no balanço de pagamentos em conta corrente. Normalmente, esses déficits são acompanhados pela entrada de capital, não somente para financiar os referidos déficits, mas, também, para estabilizar o volume das reservas internacionais.

Se, por um lado, o Plano Real obteve um relativo sucesso no que diz respeito ao controle do processo inflacionário, por outro, o incentivo às importações, devido à abertura comercial e à valorização cambial, e o ritmo lento das exportações ocasionaram uma rápida deterioração da balança comercial: entre 1990 e 1994, o saldo acumulado da balança comercial foi da ordem de US\$ 64,0 bilhões, ao passo que no período 1995-1998 a balança comercial acumulou um déficit ao redor de US\$ 22,4 bilhões (Gráfico 1). Adicionando-se ao déficit acumulado nesse período, os pagamentos de juros e o aumento das remessas de lucros e dividendos, a economia brasileira passou a apresentar recorrentes e significativos déficits no balanço de pagamentos em conta corrente: entre 1994 e 1998, o déficit em transações correntes atingiu um montante de US\$ 107,5 bilhões, como mostra a Tabela 4 (Anexo).

Por sua vez, os referidos déficits passaram a ser financiados pelo ingresso de capital externo, seja de investimento de risco, seja, predominantemente, de *portfolio*, o que acabou provocando a elevação do passivo externo do País. Cabe ressaltar, que, conforme Prates (2005), a maior vulnerabilidade externa dos países em desenvolvimento nos anos de 1990 decorreu, sobretudo, do caráter assimétrico do sistema monetário e financeiro internacional<sup>10</sup>. Nesse sentido, por um lado, os países em desenvolvimento seriam mais afetados pela volatilidade inerente aos fluxos recentes de capitais, uma vez que o volume e a direção desses fluxos são determinados principalmente por uma dinâmica exógena a esses países: o ciclo econômico e a política

---

<sup>9</sup> Uma dependência por fluxos de capitais internacionais causa, entre outros problemas, a apreciação da taxa real de câmbio. Assim sendo, na ausência de outros mecanismos compensatórios, o crescimento dos desequilíbrios comerciais acaba deixando o país em uma situação de crescente vulnerabilidade externa.

<sup>10</sup> Prates (2005) destaca que essa assimetria ocorre nas esferas monetárias e financeiras de natureza centro-periferia, e que esta se tornou mais perversa devido o perfil mais volátil e especulativo dos fluxos de capitais com o processo de globalização financeira.



monetária dos países centrais e as decisões de aplicação e resgate dos investidores globais. Por outro, o raio de manobra dos países em desenvolvimento para adotar políticas anticíclicas teria se tornado menor, o que dificulta a redução da vulnerabilidade frente à reversão desses fluxos e às crises financeiras recentes.

Segundo Gonçalves (2005), a participação do ingresso de investimento direto estrangeiro (IDE) com forte predominância no setor de serviços em detrimento ao setor industrial (com destaque para os setores de telecomunicações, intermediação financeira e comércio), associada, sobretudo, ao processo de desregulamentação e privatizações da segunda metade da década de 1990, contribuiu para aumentar o caráter de vulnerabilidade externa da economia brasileira<sup>11</sup>.

Em relação aos capitais de *portfolio* cabe ressaltar que eles ingressaram no mercado doméstico atraídos pelo elevado diferencial de juros, instrumento utilizado no âmbito do arcabouço da política macroeconômica de estabilização monetária do período.

A inconsistência intertemporal dessa estratégia acabou provocando inúmeros ataques especulativos ao *real* ao longo da segunda metade dos anos 1990, diga-se de passagem, quase todos decorrentes de um *mix* de “crise de contágio” e de evidência dos desequilíbrios macroeconômicos da economia brasileira<sup>12</sup>, em especial o externo, a ponto, inclusive, de acentuar o grau de vulnerabilidade e fragilidade externa do País. Nesse particular, Paula e Alves Jr. (1999) desenvolveram um Índice de Fragilidade Externa<sup>13</sup> para avaliar a capacidade de pagamento sobre as obrigações virtuais e reais em moeda estrangeira do Brasil entre os anos 1992 e 1997. De acordo com os autores, o referido Índice manteve-se estável entre 1992 e 1994, ao passo que a partir do início do Plano Real elevou-se consideravelmente – um comportamento que se mostrou negativamente correlacionado com o resultado da balança comercial no mesmo período, conforme observado no Gráfico 1.

### **2.3. Da restrição externa gerada pelo Plano Real à reversão dos anos 2000**

No início de 1999, quando a estratégia de financiamento do déficit externo crônico esgotou-se e o grau de confiança dos agentes econômicos na política econômica deixou de existir, não houve outra alternativa a não ser a mudança do regime monetário-cambial, substituição da banda cambial por uma taxa de câmbio flexível e implementação do sistema de *metas de inflação*, o que acabou determinando o fim do modelo de estabilização monetária até então adotado<sup>14</sup>.

A despeito do receio das autoridades econômicas (AE) acerca do desempenho da economia brasileira, sobretudo no que diz respeito à inflação quando da mudança dos parâmetros que regiam a política macroeconômica durante o Plano Real, no ano de 1999 o PIB, surpreendentemente, apresentou um resultado ligeiramente positivo (0,3%) e a inflação ficou muito abaixo das previsões iniciais que sinalizavam inflação de dois

---

<sup>11</sup> De acordo com Gonçalves (2005), no período de 1995-2002, 57,9% do ingresso de IDE foi na forma de aquisições e fusões, e entre 1996-2002 as privatizações absorveram 20,0% do ingresso de IDE.

<sup>12</sup> Uma análise sobre as crises monetário-cambiais no Brasil, ao longo da segunda metade dos anos 1990, pode ser encontrada em Ferrari-Filho e Paula (2003).

<sup>13</sup> Paula e Alves Jr. (1999), trabalhando com o conceito de fragilidade financeira externa a partir da Hipótese de Fragilidade Financeira de Minsky, buscam mensurar o grau de fragilidade financeira externa de uma economia, em especial a brasileira, de acordo com suas necessidades de recorrer ao mercado financeiro internacional para renegociar suas posições em aberto.

<sup>14</sup> Entre 1994 e 1998, a política econômica foi articulada de forma tal que a taxa de câmbio era responsável pela administração dos preços e a taxa de juros tinha a responsabilidade de equilibrar o balanço de pagamentos, via conta capital. A partir de 1999, a lógica da política econômica foi invertida: o câmbio passou a ser responsável pelo equilíbrio do balanço de pagamentos e a taxa de juros passou a monitorar o sistema de *metas de inflação*. Também foram adotadas, a partir deste ano, metas fiscais.

dígitos – o IPCA, inflação oficial, fechou o ano em 8,94%). Ademais, em 2000 o PIB cresceu 4,3% e o processo inflacionário foi arrefecido consideravelmente, com o IPCA fechando o ano em 5,97%.

Se, por um lado, o *overshooting* cambial não causou um efeito *pass-through*, a desvalorização cambial, por outro, contribuiu para uma significativa redução no déficit da balança comercial tanto em 1999 quanto em 2000: em 1998 o País teve um déficit comercial de cerca de US\$ 6,5 bilhões, enquanto que em 1999 e 2000 a balança comercial apresentou déficits da ordem de US\$ 1,2 bilhão e US\$ 0,7 bilhão, respectivamente.

Os anos de 2001 e 2002 foram de baixo crescimento econômico em nível mundial e apresentaram-se particularmente desfavoráveis para a economia brasileira, principalmente devido aos seguintes fatores: crise energética no Brasil, crise cambial da Argentina que ocasionou um risco de “contágio”, ocorrência dos atentados terroristas às torres gêmeas e turbulência nos mercados financeiros internacionais, com crise nas bolsas de *Wall Street* e *Nasdaq*. Esses fatores, mais o contexto de elevada aversão dos capitais internacionais ao risco dos países emergentes e a questão da sucessão presidencial, que acabou implicando na elevação da percepção de risco dos títulos brasileiros, fizeram com que o Brasil enfrentasse uma crise conjuntural-cambial, condicionando, assim, o desempenho da economia no ano de 2002.

A crise acabou pressionando a taxa de câmbio que elevou-se de um patamar médio de R\$ 2,32 em março de 2002 para R\$ 3,89 em setembro do mesmo ano; uma desvalorização da ordem de 67,0%. Como consequência, houve reflexos na inflação e nos fluxos cambiais, com saídas substanciais de capitais estrangeiros do País. Na ocasião, as AE procuraram conter a saída de capitais elevando a taxa básica de juros (Selic) de 18,0% ao ano, em julho de 2002, para 25,0%, em dezembro do mesmo ano, chegando a 26,5% em fevereiro de 2003.

Após o pico de desvalorização cambial, influenciado pelo elevado diferencial de juros, o câmbio seguiu uma tendência de re-valorização, acentuada posteriormente com a significativa melhora da balança comercial e do resultado do balanço de pagamentos. A apreciação cambial, todavia, não impediu a continuidade do crescimento vigoroso das exportações, as quais foram impulsionadas pelo aumento no preço dos produtos de exportação brasileiros, em especial as *commodities* agrícolas e minerais, pela recuperação de mercados retraídos (notadamente Argentina e Estados Unidos), pelo aumento de penetração em novos mercados e pelo período de aquecimento da economia e do comércio mundiais. Como consequência, o saldo da balança comercial em 2002 foi quase cinco vezes maior do que no ano anterior (US\$ 13,1 bilhões contra US\$ 2,6 bilhões, Gráfico 1).

A partir de 2003 os resultados da balança comercial passam a ser condicionados tanto pelas exportações, que cresceram a uma taxa média de 22,0% ao ano no período 2003-2008, quanto pelas importações que cresceram acima das exportações, o que pode ser verificado pela inflexão da curva do Gráfico 1. Tal movimento era de certa forma esperado, devido à aparente retomada de um crescimento estável do PIB e à tendência de apreciação cambial.

O saldo em transações correntes apresentou, a partir de 2003, sucessivos superávits, revertendo a tendência do longo período de saldos deficitários: entre 1995 e 1999 o déficit acumulado em transações correntes chegou a US\$ 131,1 bilhões, enquanto que, entre 2003 e 2007, o saldo acumulado em transações correntes foi superavitário em US\$ 45,0 bilhões (Tabela 4, Anexo). Em decorrência desses bons resultados as reservas internacionais mantiveram-se próximas a 10,0% do PIB, em média, entre 2003 e 2008,

chegando a acumular mais de US\$ 190,0 bilhões em 2008, contra uma média de 6,0% do PIB no período entre 1994 e 2002.

Considerando-se, ainda, a significativa melhora de outros indicadores macroeconômicos, tais como a relação dívida total/PIB e serviço da dívida/exportações (Tabela 8, Anexo), verifica-se que entre 2004 e 2008, por um lado, o comportamento auspicioso do setor externo reduziu a vulnerabilidade externa do País, que, desde o início do Plano Real, era bastante elevado. Por outro, as taxas de crescimento econômico, após apresentarem-se relativamente baixas e voláteis entre 1999 e 2003, cresceram mais dinamicamente, após 2004.

Entretanto, pelo menos três importantes observações devem ser feitas sobre a dinâmica do setor externo da economia brasileira no período recente: (i) algumas análises têm ressaltado a fragilidade exportadora brasileira a partir do processo de “reprimarização” da pauta de exportação<sup>15</sup>, ou seja, o aumento da presença dos produtos primários, intensivos em recursos naturais (conforme mostra a Tabela 6, Anexo); (ii) em termos da importância do setor externo na economia brasileira, dadas as perspectivas do processo de abertura e o aprofundamento das relações brasileiras com o exterior, verifica-se que a participação da corrente de comércio no PIB aumentou de 16,7%, média dos anos 1980, para mais de 22,0%, média entre 2003-2008, representando ganhos de importância tanto do lado das exportações quanto das importações; e (iii) o Brasil perdeu participação relativa no comércio internacional quando comparado com os anos 1980 (média de 1,2% nos anos 1980 contra 0,97% no período pós-abertura, 1990-2008)<sup>16</sup>, segundo dados da SECEX.

### **3. Vulnerabilidade externa *versus* crescimento econômico: o que fazer?**

Como foi visto na Seção 2, a política macroeconômica dos anos 1980, em geral, foi articulada no sentido de mitigar a vulnerabilidade externa da economia pelo lado do comércio, através da recessão econômica do início dos anos 1980, das desvalorizações cambiais e dos incentivos à exportação na segunda metade da década. Ademais, a estratégia adotada nos anos 1980 contou tanto com a redução da necessidade de importação, quanto com mudanças estruturais importantes na estrutura produtiva do País, decorrentes, sobretudo, dos investimentos relacionados ao II PND, a partir da segunda metade da década de 1970.

A despeito dos excelentes resultados da balança comercial no referido período, basicamente do bom desempenho exportador, devido, principalmente, às medidas de incentivo implementadas, não houve uma preocupação das AE com o desempenho externo em termos de produtividade, o que acabou sendo problemático quando se observa que ocorreu uma rápida mudança do paradigma tecno-produtivo no plano internacional. Como consequência, o parque produtivo brasileiro, ao final dos anos 1980, tornou-se relativamente obsoleto e “organizacionalmente” despreparado para as mudanças que teria de enfrentar com a abertura da economia brasileira.

Nos anos 1990, o enfrentamento do problema da inflação crônica e a plena inserção externa da economia, com reformas econômicas de cunho estrutural para atendimento desta nova realidade, nortearam as atenções das AE. Os moldes como esta inserção foi realizada e a articulação da política macroeconômica para fins de estabilidade ocasionaram um aumento da fragilidade externa: déficit na balança comercial compensados com entrada de capitais externos atraídos pelo diferencial de juros, com todo o ônus que a dependência por tais capitais ocasiona para as economias domésticas. Como resultado, observou-se um período de instabilidade nos níveis de crescimento do

<sup>15</sup> Veja, para tanto, Gonçalves (2005) e Baumann (2002).

<sup>16</sup> Quando se considera somente os anos pós-desvalorização de 2002, esse valor é de 1,04%.

PIB e aumento do efeito contágio das crises dos países emergentes, pressionando o governo a alterar o regime macroeconômico adotado pós-Plano Real. Entretanto, cabe destacar que os incentivos gerados pelo novo paradigma de abertura econômica contribuíram, de certa forma, para a relativa modernização da economia e a retomada do crescimento da produtividade, estancados desde os anos 1980.

Em um segundo momento, a partir das mudanças dos regimes cambial e monetário em 1999, a situação externa melhorou consideravelmente. Isso se reflete em termos de aumentos do saldo acumulado da balança comercial, do balanço de pagamentos em transações correntes e da participação do setor externo na dinâmica do PIB. Contudo, quando analisado qualitativa e quantitativamente, considerando-se o panorama global, verifica-se uma fragilização da inserção externa brasileira pela via do comércio. Ao que tudo sugere, o País não conseguiu se inserir na esfera mais dinâmica dos produtos comercializáveis, em grande parte porque não apresentou uma estratégia de desenvolvimento produtivo relacionada ao setor externo e à própria dinâmica acelerada de mutação do cenário externo (Palma, 2004).

Nesse particular, por um lado, os resultados econômicos externos indicam um ganho de importância do comércio internacional na dinâmica e funcionamento do sistema produtivo brasileiro nos últimos anos, com algumas mudanças estruturais aparentemente em curso. Por outro, esse movimento não se refletiu no ganho de importância do Brasil enquanto *player* do comércio global, justamente pelo padrão de especialização das exportações brasileiras, as quais não apresentam o elevado grau de dinamismo dos setores mais intensivos em tecnologia. Ou seja, pode-se afirmar que o aumento da participação do setor externo na economia brasileira nos anos recentes esteve relacionado, sobretudo, com a mudança do regime cambial e, na sequência, por uma melhora do cenário externo<sup>17</sup>.

Diante desse contexto, surgem preocupações com (i) a elevada elasticidade-renda das importações brasileiras que pode comprometer os mega-superávits quando a economia voltar a crescer de forma sustentável, (ii) a dependência da economia por insumos importados, pois qualquer expansão mais dinâmica da produção industrial tende a pressionar ainda mais as importações e (iii) a atual tendência de valorização cambial que tanto estimula o aumento de importações quanto arrefece as exportações. Além disso, o perfil de ingresso de capitais sob a ótica de investimento de risco tem sido nitidamente direcionado para os setores *non-tradables*, o que tende a comprometer, no futuro, a balança de serviços quando da remessa de *royalties*, lucros e dividendos, sem a contrapartida de receitas de exportação. Por estes fatores, entre outros, entende-se que mitigar e/ou eliminar, *once and for all*, a restrição externa tem de ser uma das prioridades da política econômica, por mais que ela não tenha sido a principal questão da economia brasileira nos últimos anos.

Ao se concentrar na análise no comportamento da dinâmica do setor externo e no crescimento da economia brasileira a partir de 1980, observa-se que, a despeito da taxa de crescimento do PIB ter sido caracterizada por uma dinâmica *à la stop-and-go*, em anos nos quais o crescimento do PIB foi pífio, a situação externa deteriorou-se, ao passo

---

<sup>17</sup> Corroborando com essa ideia, a participação das exportações brasileiras nas exportações mundiais não apresentou uma evolução significativa. Conforme dados da UNCTAD (2010), em 1980 as exportações brasileiras representavam cerca de 0,99% das exportações mundiais, ao passo que em 2008 elas elevaram-se tão somente para 1,24%. Ademais, pelas referidas informações, percebe-se que as menores e maiores participações das exportações brasileiras ocorreram, respectivamente, em 1999 (0,84%) e em 1984 (1,38%). Nos anos 2000, a média da razão exportações brasileiras/exportações mundiais foi da ordem de 1,04%, superior à média dos anos 1990 (0,92%), mas ligeiramente inferior à média dos anos 1980 (1,14%).

que em anos de crescimento econômico mais “robusto”, a situação externa melhorou substancialmente (Gráfico 1, Tabela 1 e Tabela 8, Anexo).

Indo nessa direção, a análise de alguns indicadores de vulnerabilidade externa chamam a atenção para a evidência da referida relação:

(i) Ao longo da década de 1980, a relação serviço da dívida/exportações, que em 1982 chegou a 101,9%, diminuiu consideravelmente, chegando a 57,3% em 1989. Da mesma forma, os juros da dívida sobre as exportações registraram uma redução substancial: em 1982 a referida relação era de 60,0%, ao passo que em 1989 ela chegou a 31,0%. Por sua vez, enquanto a dívida externa total em relação ao PIB aumentou entre 1980 e 1985, a razão da dívida total sobre as exportações manteve-se relativamente estável. A melhora desses indicadores externos, a partir da segunda metade dos anos 1980, coincide com uma melhor *performance* do PIB entre 1985 e 1989: de 1980 a 1984, a taxa média de crescimento do PIB foi da ordem de 1,5% ao ano, ao passo que no período 1985-1989 o PIB cresceu a uma média anual de 4,4%.

(ii) Na primeira metade da década de 1990, a relação juros da dívida sobre as exportações apresentou uma tendência de queda, mantendo-se em torno de 20,0% ao ano. Entretanto, a partir da segunda metade dos anos 1990, essa tendência foi revertida. Em 1999, por exemplo, a razão juros da dívida/exportações elevou-se para 33,0%. Em relação à razão dívida externa/PIB, houve um aumento significativo entre 1994 e 1999, devido, principalmente, ao baixo dinamismo das exportações, em parte decorrente do processo de apreciação da taxa de câmbio. Concomitantemente à deterioração dos indicadores externos, ao longo dos anos 1990 o crescimento do PIB foi pífio: as taxas médias de crescimento entre 1990 e 1994 e 1995 e 1999 foram, respectivamente, 1,2% ao ano e 2,1% ao ano.

(iii) Os anos 2000, por sua vez, destacam-se pelos sucessivos superávits em transações correntes em conjunto com uma estratégia de acúmulo de reservas, o qual se verifica, sobretudo, pelo comportamento da razão reservas/serviço da dívida, que passou de 0,8 em 2002 para mais de 5,0 em 2008. Ademais, a relação serviço da dívida/exportações verificada em 2008 foi inferior a 20,0%, o menor percentual do período em análise. Dessa maneira, nos anos recentes, tanto o aumento das exportações, em relação aos anos 1990, quanto a estratégia de acúmulo de reservas cooperaram para a redução do grau de vulnerabilidade externa e a melhora nos indicadores de endividamento e liquidez. Em relação ao PIB, nos períodos 2000-2004 e 2005-2008 as taxas médias de crescimento foram, respectivamente, 3,0% ao ano e 4,5% ao ano.

Em suma, a análise acima mostra que nas décadas de 1980 e 1990 houve, em geral, deterioração dos indicadores de vulnerabilidade externa e baixo crescimento econômico, enquanto na década de 2000 ocorreu uma melhora substancial nas contas externas e o crescimento econômico foi mais dinâmico.

As evidências estatísticas sobre a relação entre vulnerabilidade externa e crescimento econômico para a economia brasileira, acima apresentadas, vão ao encontro dos argumentos de diversos autores de que o crescimento econômico é sensível à vulnerabilidade externa e, inclusive, ao financiamento externo, favorecido pelo elevado grau de abertura, que são pró-cíclicos por natureza e condicionam a adoção de um regime interno de políticas econômicas, igualmente pró-cíclicos. Ou seja, com uma maior integração econômica, a margem de manobra para adoção de políticas econômicas fica significativamente diminuída, conforme o grau de abertura da economia (Ocampo, 2002, e Stiglitz, 2002). Segundo Rodrik (2002), as evidências empíricas mostram que os países que tiveram melhor desempenho na implantação das chamadas “reformas estruturais” foram aqueles que souberam combinar diversos componentes na formulação de sua estratégia de inserção externa e não aqueles que

simplesmente “aguardaram” que a liberalização se encarregasse de deslanchar os investimentos geradores de crescimento.

Nesse sentido, a estratégia nacional para lidar com a globalização deve ter em conta, por um lado, a extrema importância da manutenção da estabilidade macroeconômica e a adoção de políticas contracíclicas, como forma de reduzir a vulnerabilidade e facilitar o investimento produtivo (Ocampo, 2002). O crescimento volátil faz com que a economia conviva com um processo de subutilização da capacidade produtiva, diminui a produtividade e o lucro e afeta adversamente o investimento, o que deprime o crescimento de longo prazo. Por outro, não se deve descuidar das medidas de incentivo ao setor externo. Isto porque, como afirma Thirlwall (2005), as exportações diferem dos outros componentes da demanda agregada, sobretudo, porque são os únicos componentes da demanda autônoma de um sistema econômico, no sentido de provir de fora do sistema e, além disso, elas são capazes de custear os requisitos de importação para o crescimento econômico de longo prazo, pois estes podem ser mais produtivos que os recursos internos, como por exemplo, bens de capital.

Portanto, na busca de uma trajetória de crescimento econômico sustentável, no sentido de superar as dificuldades impostas pelas restrições externas, deve se ter em conta, além do regime macroeconômico favorável ao investimento, como previamente mencionado, medidas que envolvem transformações das estruturas de produção, tais como: (i) adoção de uma taxa de câmbio em conformidade com o mecanismo operacional de um sistema cambial administrado, de tal forma que, não somente as ações especulativas possam ser coibidas, mas a taxa real de câmbio mantenha-se relativamente estável ao longo do tempo, sendo, inclusive, favorável à atividade exportadora, (ii) uma política de promoção e diversificação das exportações, tanto em termos de pauta de produtos exportados quanto destino delas, (iii) aumentar o vínculo entre a produção interna e aquela voltada para o mercado internacional, onde o IDE representa um papel fundamental, considerando uma política estratégica de atração destes investimentos, (iv) esforços para aumentar o número de empresas que exportam (pequenas e médias, além das grandes), (v) apoio à formação de *clusters*, incluindo as PMEs nas atividades relacionadas à produção para o mercado internacional, (vi) redução das restrições tarifárias e não-tarifárias existentes aos produtos brasileiros, (vii) investimento em infraestrutura e aperfeiçoamento do arcabouço institucional e logístico (Baumann, 2002) e (viii) pesquisa e tecnologia.

Em síntese, a longo prazo, a única solução segura para elevar a taxa de crescimento de um país, em consonância com o equilíbrio do balanço de pagamentos da conta corrente, é a mudança estrutural no sentido de aumentar a elasticidade-renda de exportações e diminuir a elasticidade-renda por importações (Thirlwall, 2005). Assim sendo, no **plano micro-institucional** são imprescindíveis tanto políticas industriais para dinamizar o volume de comércio exterior, através, sobretudo, do aumento da competitividade da estrutura produtiva (Kupfer, 2004), quanto uma política que vise à atração de IDE capaz de alterar as elasticidades-renda das exportações e das importações (Lima, 2004). Nesse sentido, uma política comercial ativa, com objetivo de se ter tarifas e instrumentos não-tarifários, tais como políticas de crédito e financiamento, é fundamental para que a política industrial reestruture as exportações e substitua as importações, mantendo aquelas que contribuirão para o nível de produtividade da economia. Ademais, políticas comerciais estratégicas e mecanismos eficientes de regulamentação e de estímulos para setores industriais dinâmicos que operem à escala internacional, sob condições de retornos crescentes que gerem externalidade tecnológica, são essenciais para expandir as exportações (Chang, 2003, e Palma, 2004). Por sua vez, no **plano macroeconômico**, além de políticas fiscal e

monetária contra-cíclicas, não se pode deixar de lado a ideia de se buscar uma taxa de câmbio real de equilíbrio que não gere pressões inflacionárias e desestabilize o balanço de pagamentos. Para tanto, câmbio administrado e regulação dos fluxos de capitais são fundamentais. Nesse particular, Ferrari Filho e Paula (2006, p.190) apontam que os mecanismos de controle de capitais podem ocorrer de três formas: (i) controles diretos ou administrados, ou seja, restrição quantitativa de fluxos de capitais conforme suas origens, maturidade e destinações; (ii) controles indiretos ou baseados em preços, que são estabelecidos pela cobrança de impostos sobre fluxos de capitais entre países e/ou pela imposição de depósitos compulsórios incidentes sobre os fluxos de capitais ingressantes; e (iii) regulações financeiras, isto é, imposição de limites sobre posições cambiais de residentes.

#### 4. Conclusão

Como foi visto, nos anos 1990 e, mais especificamente, a partir do Plano Real, a política de incentivos às exportações foi preterida na agenda econômica, uma vez que as atenções voltaram-se para a estabilização monetária. Naquela ocasião, seguindo a lógica dos programas de estabilização baseados em âncora cambial e liberalizações comercial e financeira, os resultados da política econômica foram auspiciosos sob a ótica do controle inflacionário e desastrosos sob as óticas de crescimento econômico e de equilíbrio externo, uma vez que as taxas de crescimento observadas ao longo do referido período foram pífias e instáveis e o grau de vulnerabilidade externa expôs a economia brasileira a sucessivas situações de crises cambiais. Ademais, tal estratégia de política econômica adotada no Plano Real gerou a armadilha do crescimento econômico, qual seja: a redução da inflação e a apreciação cambial arrefeceram as exportações e incentivaram a demanda por importações, cuja consequência foi a redução do superávit comercial e, por conseguinte, o agravamento do déficit em transações correntes, limitando, assim, a própria dinâmica de crescimento da economia.

A despeito da falta de uma estratégia efetiva de crescimento das exportações nos últimos anos, a reversão dos saldos comerciais e a ligeira recuperação do crescimento da economia brasileira denotam a importância dos resultados externos para o desempenho da economia. Contudo, a falta de um conjunto de políticas articuladas que visem uma inserção externa ativa pode gerar, em um futuro próximo, um quadro propício para um novo período tanto de recrudescimento da vulnerabilidade externa quanto de crescimento econômico pífio e volátil, características da economia brasileira na década de 1990 e começo dos anos 2000.

Assim sendo, o crescimento econômico auto-sustentável somente poderá ser assegurado quando o País, definitivamente, não estiver vulnerável a choques externos que, além de desequilibrarem o balanço de pagamentos, restringem o crescimento econômico<sup>18</sup>. Nesse sentido, por mais que as reservas cambiais brasileiras encontrem-se em situação confortável<sup>19</sup>, a eliminação da restrição externa do País – isto é, déficits de balanço de pagamentos em transações correntes financiados por “poupança externa” – não pode prescindir das seguintes medidas: (i) adoção de uma política comercial mais dinâmica e articulada com a política industrial no sentido de promover tanto a exportação de bens e serviços quanto à substituição de produtos – subentende-se políticas tarifária e de crédito que visem o *controle de importações*, tendo em vista que elas são necessárias para o bom desempenho produtivo –, (ii) administração da taxa de

---

<sup>18</sup> As crises cambiais dos países emergentes nos anos 1990 e início dos anos 2000, dentre as quais as do Brasil em 1998-1999 e 2002, e a recente crise do *subprime* são exemplos de choques externos que acabam limitando a dinâmica de crescimento da economia brasileira.

<sup>19</sup> Ao final de 2008 elas encontravam-se ao redor de US\$ 194,0 bilhões (Tabela 7, Anexo).

câmbio, pois a taxa de câmbio é uma variável macroeconômica chave que, interagindo com as políticas monetária e fiscal, afeta o balanço de pagamentos, os preços e os níveis de atividade e emprego e (iii) implementação de instrumentos que regulem os fluxos de capitais, de maneira que esses possam prevenir crises de balanço de pagamentos. Adicionalmente, políticas macroeconômicas de cunho keynesiana<sup>20</sup>, fiscal e monetária, não podem ser negligenciadas.

## Referências

- ARESTIS, P.; SAWYER, M. (1988). Keynesian economic policies for the new millennium. *The Economic Journal*, 108:181-195, January.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2009). [www.bacen.gov.br](http://www.bacen.gov.br). Acessado em setembro.
- BATISTA Jr., P. (2002). Vulnerabilidade externa da economia brasileira. *Estudos Avançados*, 16:173-185.
- BAUMANN, R. (2002). Os desafios da exportação. In: Castro, A.C. (org.). *Desenvolvimento em Debate: painéis do desenvolvimento brasileiro I*. Rio de Janeiro: BNDES-MAUAD, 105-130.
- CASTRO, A.B.; PIRES DE SOUZA, F.E. (1985). *A Economia Brasileira em Marcha Forçada*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.
- CHANG, H.J. (2003). *Globalization, Economic Development and the Role of the State*. Penang/Malaysia: Third World Network.
- DAVIDSON, G.; DAVIDSON, P. (1996). *Economics for a Civilized Society*. New York: M.E.Sharpe.
- FERRARI-FILHO, F. (2001-2002). Why does it not make sense to create a monetary union in MERCOSUR? A Keynesian alternative proposal. *Journal of Post Keynesian Economics*, 24(2):235-252, Winter.
- FERRARI-FILHO, F.; PAULA, L.F. (2003). The legacy of the Real Plan and an alternative agenda for the Brazilian economy. *Investigación Económica*, LXII(244):57-92, abril-junio.
- \_\_\_\_\_. (2006). Regime cambial, conversibilidade da conta capital e performance econômica: a experiência recente de Brasil, Rússia, Índia e China. In: Ferrari Filho, F.; Sicsú, J. (Org.). *Câmbio e controle de capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos*. Rio de Janeiro: Campus-Elsevier, 184-221.
- GONÇALVES, R. (2005). *Economia Política Internacional: fundamentos teóricos e as relações internacionais do Brasil*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (2009). [www.ibge.gov.br](http://www.ibge.gov.br). Acessado em setembro.
- INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. (2009). [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br). Acessado em setembro.
- KUPFER, D. (2005). Política industrial, infra-estrutura e inovação. In: Cavalcanti, B.; Ruediger, M.; Sobreira, R. (orgs.). *Desenvolvimento e Construção Nacional*. Rio de Janeiro: FGV e Konrad Adenauer, 129-144.
- LIMA, G.T. (2005). Restrição externa e investimento direto estrangeiro no Brasil. In: Cavalcanti, B.; Ruediger, M.; Sobreira, R. (orgs.). *Desenvolvimento e Construção Nacional*. Rio de Janeiro: FGV e Konrad Adenauer, 39-61.
- OCAMPO, J. A. (2002). Globalização e desenvolvimento. In: BNDES. *Desenvolvimento e Globalização: perspectivas para as nações*. Disponível em [www.bndes.gov.br/conhecimento/livro\\_debate/1-Desenv&Glob.pdf](http://www.bndes.gov.br/conhecimento/livro_debate/1-Desenv&Glob.pdf).

---

<sup>20</sup> Sobre a lógica de políticas macroeconômicas de cunho keynesianas, veja Arestis e Sawyer (1988) e Davidson e Davidson (1996).



- OREIRO, J. L. (2006). Autonomia, fragilidade e equilíbrio: a teoria dos controles de capitais. In: Ferrari Fº, F.; Sicsú, J. (orgs.). *Câmbio e Controles de Capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 29-56.
- PALMA, Gabriel (2004). Gansos voadores e patos vulneráveis: a diferença da liderança do Japão e dos Estados Unidos no desenvolvimento do Sudeste Asiático e da América Latina. In: Fiori, J.L. (org.). *O Poder Americano*. Petrópolis: Editora Vozes, 393-454.
- PAULA, L.F. (2003). Controle de capitais: lições para o Brasil. In: Benecke, D.; Nascimento, R. (orgs.). *Opções de Política Econômica para o Brasil*. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, 435-455.
- PAULA, L. F.; ALVES JUNIOR, A. J. (1999). Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no real. *Revista de Economia Política*, vol. 19, nº 1(73), janeiro-março.
- PRATES, D. M. (2005). As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. *Revista de Economia Contemporânea*, 9(2): 263-288, maio-agosto.
- RECEITA FEDERAL (2009). [www.receita.fazenda.gov.br](http://www.receita.fazenda.gov.br). Acessado em setembro.
- RODRIK, D. (2002). Depois do neoliberalismo, o quê? In: BNDES. *Desenvolvimento e Globalização: perspectivas para as nações*. Disponível em [www.bndes.gov.br/conhecimento/livro\\_debate/1-Desenv&Glob.pdf](http://www.bndes.gov.br/conhecimento/livro_debate/1-Desenv&Glob.pdf).
- SECRETARIA DE COMÉRCIO EXTERIOR (2009). [www.mdic.gov.br](http://www.mdic.gov.br). Acessado em setembro.
- STIGLITZ, J. E. (2002). Políticas de desenvolvimento no mundo da globalização. In: BNDES. *Desenvolvimento e Globalização: perspectivas para as nações*. Disponível em [http://www.bndes.gov.br/conhecimento/livro\\_debate/1-Desenv&Glob.pdf](http://www.bndes.gov.br/conhecimento/livro_debate/1-Desenv&Glob.pdf).
- THIRLWALL, A. P. (1982). *Trade, the Balance of Payments and Exchange rate Policy in Developing Countries*. Northampton: Edward Elgar.
- \_\_\_\_\_. (2005). *A Natureza do Crescimento Econômico: um referencial teórico para compreender o desempenho das nações*. Brasília: IPEA.
- UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT (2010). <http://www.unctad.org>. Acessado em março.
- VEIGA, P.M. (2002). Política comercial, indústria e exportações: vamos voltar a falar de produtividade e competitividade? In: Castro, A.C. (org.). *Desenvolvimento em Debate: painéis do desenvolvimento brasileiro I*. Rio de Janeiro: BNDES-MAUAD, 81-104.
- WORLD BANK (2002). *Global Economic Prospects and the Developing Countries*. Washington: World Bank.
- WORLD TRADE ORGANIZATION (2009). [www.wto.org](http://www.wto.org). Acessado em setembro.

## Anexo

**TABELA 1**  
**Taxa de Crescimento do PIB**

| Ano  | %    | Ano  | %    | Ano  | %   |
|------|------|------|------|------|-----|
| 1980 | 9,2  | 1990 | -4,4 | 2000 | 4,3 |
| 1981 | -4,3 | 1991 | 1,0  | 2001 | 1,3 |
| 1982 | 0,8  | 1992 | -0,5 | 2002 | 2,7 |
| 1983 | -2,9 | 1993 | 4,7  | 2003 | 1,1 |
| 1984 | 5,4  | 1994 | 5,3  | 2004 | 5,7 |
| 1985 | 7,9  | 1995 | 4,4  | 2005 | 3,2 |
| 1986 | 7,5  | 1996 | 2,2  | 2006 | 3,7 |
| 1987 | 3,5  | 1997 | 3,4  | 2007 | 6,1 |
| 1988 | -0,1 | 1998 | 0,0  | 2008 | 5,1 |
| 1989 | 3,2  | 1999 | 0,3  |      |     |

Fonte: IBGE.

**TABELA 2**  
**Exportações, em US\$ bilhões**

| Ano  | PIB*    | Exportações* | Crescimento Percentual | Participação no PIB |
|------|---------|--------------|------------------------|---------------------|
| 1980 | 236,8   | 20,1         | 32,1%                  | 8,5%                |
| 1981 | 257,3   | 23,3         | 15,7%                  | 9,1%                |
| 1982 | 269,9   | 20,2         | -13,4%                 | 7,5%                |
| 1983 | 188,5   | 21,9         | 8,5%                   | 11,6%               |
| 1984 | 188,8   | 27,0         | 23,3%                  | 14,3%               |
| 1985 | 210,2   | 25,6         | -5,1%                  | 12,2%               |
| 1986 | 256,5   | 22,3         | -12,8%                 | 8,7%                |
| 1987 | 280,9   | 26,2         | 17,3%                  | 9,3%                |
| 1988 | 304,2   | 33,8         | 28,8%                  | 11,1%               |
| 1989 | 413,6   | 34,4         | 1,8%                   | 8,3%                |
| 1990 | 466,6   | 31,4         | -8,6%                  | 6,7%                |
| 1991 | 405,1   | 31,6         | 0,7%                   | 7,8%                |
| 1992 | 387,3   | 35,8         | 13,2%                  | 9,2%                |
| 1993 | 429,6   | 38,6         | 7,7%                   | 9,0%                |
| 1994 | 546,2   | 43,5         | 12,9%                  | 8,0%                |
| 1995 | 769,0   | 46,5         | 6,8%                   | 6,1%                |
| 1996 | 839,7   | 47,7         | 2,7%                   | 5,7%                |
| 1997 | 871,2   | 53,0         | 11,0%                  | 6,1%                |
| 1998 | 843,8   | 51,1         | -3,5%                  | 6,1%                |
| 1999 | 586,9   | 48,0         | -6,1%                  | 8,2%                |
| 2000 | 644,5   | 55,1         | 14,7%                  | 8,6%                |
| 2001 | 554,0   | 58,2         | 5,7%                   | 10,5%               |
| 2002 | 505,9   | 60,4         | 3,7%                   | 11,9%               |
| 2003 | 552,2   | 73,1         | 21,1%                  | 13,2%               |
| 2004 | 663,6   | 96,5         | 32,0%                  | 14,5%               |
| 2005 | 881,8   | 118,3        | 22,6%                  | 13,4%               |
| 2006 | 1.089,0 | 137,8        | 16,5%                  | 12,7%               |
| 2007 | 1.333,6 | 160,6        | 16,6%                  | 12,1%               |
| 2008 | 1.575,9 | 197,9        | 23,2%                  | 12,6%               |

(\*) Valores em dólares correntes.

Fonte: SECEX.

**TABELA 3**  
**Importações, US\$ bilhões**

| <b>Ano</b> | <b>PIB*</b> | <b>Importações*</b> | <b>Crescimento Percentual</b> | <b>Participação no PIB</b> |
|------------|-------------|---------------------|-------------------------------|----------------------------|
| 1980       | 236,8       | 23,0                | 26,9%                         | 9,7%                       |
| 1981       | 257,3       | 22,1                | -3,8%                         | 8,6%                       |
| 1982       | 269,9       | 19,4                | -12,2%                        | 7,2%                       |
| 1983       | 188,5       | 15,4                | -20,4%                        | 8,2%                       |
| 1984       | 188,8       | 13,9                | -9,8%                         | 7,4%                       |
| 1985       | 210,2       | 13,1                | -5,5%                         | 6,3%                       |
| 1986       | 256,5       | 14,0                | 6,8%                          | 5,5%                       |
| 1987       | 280,9       | 15,0                | 7,2%                          | 5,4%                       |
| 1988       | 304,2       | 14,6                | -3,0%                         | 4,8%                       |
| 1989       | 413,6       | 18,3                | 25,0%                         | 4,4%                       |
| 1990       | 466,6       | 20,7                | 13,1%                         | 4,4%                       |
| 1991       | 405,1       | 21,0                | 1,8%                          | 5,2%                       |
| 1992       | 387,3       | 20,5                | -2,3%                         | 5,3%                       |
| 1993       | 429,6       | 25,3                | 22,9%                         | 5,9%                       |
| 1994       | 546,2       | 33,1                | 31,0%                         | 6,1%                       |
| 1995       | 769,0       | 50,0                | 51,1%                         | 6,5%                       |
| 1996       | 839,7       | 53,3                | 6,8%                          | 6,4%                       |
| 1997       | 871,2       | 59,7                | 12,0%                         | 6,9%                       |
| 1998       | 843,8       | 57,7                | -3,4%                         | 6,8%                       |
| 1999       | 586,9       | 49,2                | -14,7%                        | 8,4%                       |
| 2000       | 644,5       | 55,8                | 13,4%                         | 8,7%                       |
| 2001       | 554,0       | 55,6                | -0,4%                         | 10,0%                      |
| 2002       | 505,9       | 47,2                | -15,0%                        | 9,3%                       |
| 2003       | 552,2       | 48,3                | 2,2%                          | 8,7%                       |
| 2004       | 663,6       | 62,8                | 30,1%                         | 9,5%                       |
| 2005       | 881,8       | 73,6                | 17,1%                         | 8,4%                       |
| 2006       | 1.089,0     | 91,3                | 24,1%                         | 8,4%                       |
| 2007       | 1.333,6     | 120,6               | 32,0%                         | 9,0%                       |
| 2008       | 1.575,9     | 173,2               | 43,6%                         | 11,0%                      |

(\*) Valores em dólares correntes.

Fonte: SECEX.

**TABELA 4**  
**Transações Correntes, US\$ bilhões**

| <b>Ano</b> | <b>Saldo</b> | <b>Ano</b> | <b>Saldo</b> |
|------------|--------------|------------|--------------|
| 1980       | -12,7        | 1995       | -18,48       |
| 1981       | -11,7        | 1996       | -23,5        |
| 1982       | -16,3        | 1997       | -30,4        |
| 1983       | -6,8         | 1998       | -33,4        |
| 1984       | 0,1          | 1999       | -25,3        |
| 1985       | -0,2         | 2000       | -24,2        |
| 1986       | -5,3         | 2001       | -23,2        |
| 1987       | -1,4         | 2002       | -7,6         |
| 1988       | 4,2          | 2003       | 4,2          |
| 1989       | 1,0          | 2004       | 11,7         |
| 1990       | -3,8         | 2005       | 14,0         |
| 1991       | -1,4         | 2006       | 13,6         |
| 1992       | 6,1          | 2007       | 1,5          |
| 1993       | -0,7         | 2008       | -28,3        |
| 1994       | -1,8         |            |              |

Fonte: Banco Central do Brasil.

**TABELA 5**  
**Composição das Exportações, em US\$ bilhões, para anos selecionados**

| <b>Ano</b> | <b>Produtos Básicos</b> | <b>Produtos Industrializados (1) + (2)</b> | <b>Produtos semi-manufaturados (1)</b> | <b>Produtos manufaturados (2)</b> | <b>Outros</b> | <b>Total</b> |
|------------|-------------------------|--|--|-----------------------------------|---------------|--------------|
| 1980       | 8.488,0                 | 11.376,0                                   | 2.349,0                                | 9.027,0                           | 268,0         | 20.132,0     |
| 1985       | 8.538,0                 | 16.821,0                                   | 2.758,0                                | 14.063,0                          | 280,0         | 25.639,0     |
| 1990       | 8.746,0                 | 22.119,0                                   | 5.108,0                                | 17.011,0                          | 549,0         | 31.414,0     |
| 1995       | 10.969,0                | 34.711,0                                   | 9.146,0                                | 25.565,0                          | 826,0         | 46.506,0     |
| 2000       | 12.561,0                | 41.027,0                                   | 8.499,0                                | 32.559,0                          | 1.498,0       | 55.086,0     |
| 2004       | 28.520,0                | 66.373,0                                   | 13.433,0                               | 53.137,0                          | 1.582,0       | 96.475,0     |
| 2008       | 73.029,0                | 119.756,0                                  | 27.073,0                               | 92.683,0                          | 5.157,0       | 197.942,0    |

Fonte: IPEADATA.

**TABELA 6**  
**Exportações por fator agregado, média do período em %**

| <b>Período</b> | <b>Produtos básicos</b> | <b>Produtos semimanufaturados</b> | <b>Produtos manufaturados</b> |
|----------------|-------------------------|-----------------------------------|-------------------------------|
| 1990-1993      | 26,5%                   | 15,8%                             | 57,7%                         |
| 1994-1998      | 25,9%                   | 17,6%                             | 56,5%                         |
| 1999-2002      | 26,1%                   | 16,2%                             | 57,7%                         |
| 2003-2008      | 32,0%                   | 14,0%                             | 54,0%                         |

Fonte: SECEX.

**TABELA 7**  
**Reservas Cambiais, US\$ milhões**

| <b>Ano</b> | <b>Valor*</b> |
|------------|---------------|
| 1990       | 9.973,0       |
| 1991       | 9.406,0       |
| 1992       | 23.754,0      |
| 1993       | 32.211,0      |
| 1994       | 38.806,0      |
| 1995       | 51.840,0      |
| 1996       | 60.110,0      |
| 1997       | 52.173,0      |
| 1998       | 44.556,0      |
| 1999       | 36.342,0      |
| 2000       | 33.011,0      |
| 2001       | 35.866,0      |
| 2002       | 37.823,0      |
| 2003       | 49.296,0      |
| 2004       | 52.935,0      |
| 2005       | 53.799,0      |
| 2006       | 85.839,0      |
| 2007       | 180.334,0     |
| 2008       | 193.783,0     |

(\*) Valores em final de período.

Fonte: Banco Central do Brasil

**TABELA 8**  
**Indicadores de Vulnerabilidade Externa do Brasil, Endividamento e Liquidez,**  
**1980-2008**

| Ano  | Dívida total/PIB (%) | Dívida externa curto prazo/Exportações (%) | Serviço da dívida/Exportações (%) | Serviço da dívida/PIB (%) | Juros/Exportações (%) | Reservas (liquidez)/Dívida total (%) | Dívida total/Exportações (Razão) | Reservas (liquidez)/Serviço da dívida (Razão) |
|------|----------------------|--|-----------------------------------|---------------------------|-----------------------|--------------------------------------|----------------------------------|---|
| 1980 | 27,0                 | 51,7                                       | 70,9                              | 6,0                       | 37,0                  | 10,8                                 | 3,2                              | 0,5   |
| 1981 | 28,6                 | 53,9                                       | 78,1                              | 7,0                       | 44,2                  | 10,1                                 | 3,2                              | 0,4   |
| 1982 | 31,5                 | 75,8                                       | 101,9                             | 7,6                       | 60,0                  | 4,7                                  | 4,2                              | 0,2   |
| 1983 | 49,5                 | 56,7                                       | 60,7                              | 7,0                       | 45,9                  | 4,9                                  | 4,3                              | 0,3   |
| 1984 | 53,8                 | 40,9                                       | 54,6                              | 7,8                       | 41,7                  | 11,7                                 | 3,8                              | 0,8   |
| 1985 | 49,8                 | 36,3                                       | 58,2                              | 7,1                       | 43,2                  | 11,0                                 | 4,1                              | 0,8   |
| 1986 | 43,1                 | 42,3                                       | 66,5                              | 5,8                       | 45,1                  | 6,1                                  | 5,0                              | 0,5   |
| 1987 | 42,9                 | 52,1                                       | 56,2                              | 5,2                       | 35,0                  | 6,2                                  | 4,6                              | 0,5   |
| 1988 | 37,1                 | 32,4                                       | 66,4                              | 7,3                       | 31,0                  | 8,1                                  | 3,4                              | 0,4   |
| 1989 | 27,8                 | 47,2                                       | 57,3                              | 4,7                       | 31,6                  | 8,4                                  | 3,4                              | 0,5   |
| 1990 | 26,3                 | 85,6                                       | 65,1                              | 4,4                       | 34,1                  | 8,1                                  | 3,9                              | 0,5   |
| 1991 | 30,5                 | 97,8                                       | 56,1                              | 4,4                       | 29,6                  | 7,6                                  | 3,9                              | 0,5   |
| 1992 | 35,1                 | 70,2                                       | 47,7                              | 4,4                       | 22,6                  | 17,5                                 | 3,8                              | 1,4   |
| 1993 | 32,2                 | 81,6                                       | 47,4                              | 4,2                       | 20,9                  | 23,3                                 | 3,6                              | 1,8   |
| 1994 | 26,3                 | 65,7                                       | 38,2                              | 3,1                       | 13,3                  | 27,1                                 | 3,3                              | 2,3   |
| 1995 | 19,9                 | 65,6                                       | 44,5                              | 2,7                       | 21,6                  | 33,9                                 | 3,3                              | 2,5   |
| 1996 | 20,6                 | 79,1                                       | 54,7                              | 3,1                       | 25,1                  | 34,7                                 | 3,6                              | 2,3   |
| 1997 | 22,0                 | 69,3                                       | 72,6                              | 4,4                       | 24,3                  | 27,2                                 | 3,6                              | 1,4   |
| 1998 | 26,5                 | 51,7                                       | 87,4                              | 5,3                       | 28,4                  | 19,9                                 | 4,4                              | 1,0   |
| 1999 | 38,4                 | 57,1                                       | 126,5                             | 10,4                      | 33,7                  | 16,1                                 | 4,7                              | 0,6   |
| 2000 | 33,6                 | 54,4                                       | 88,6                              | 7,6                       | 29,0                  | 15,2                                 | 3,9                              | 0,7   |
| 2001 | 37,9                 | 47,5                                       | 84,9                              | 8,9                       | 28,0                  | 17,1                                 | 3,6                              | 0,7   |
| 2002 | 41,8                 | 38,8                                       | 82,7                              | 9,9                       | 23,6                  | 18,0                                 | 3,5                              | 0,8   |
| 2003 | 38,8                 | 27,6                                       | 72,5                              | 9,6                       | 19,4                  | 22,9                                 | 2,9                              | 0,9   |
| 2004 | 30,3                 | 19,4                                       | 53,7                              | 7,8                       | 14,8                  | 26,3                                 | 2,1                              | 1,0   |
| 2005 | 19,2                 | 15,9                                       | 55,8                              | 7,5                       | 12,2                  | 31,7                                 | 1,4                              | 0,8   |
| 2006 | 15,9                 | 14,7                                       | 41,3                              | 5,2                       | 10,8                  | 49,7                                 | 1,3                              | 1,5   |
| 2007 | 14,1                 | 24,2                                       | 32,4                              | 3,8                       | 9,5                   | 93,3                                 | 1,2                              | 3,5   |
| 2008 | 12,1                 | 18,4                                       | 19,0                              | 2,3                       | 7,9                   | 97,7                                 | 1,0                              | 5,1   |

Fonte: Banco Central do Brasil.

