

# NOTA TÉCNICA

## A ECONOMIA BRASILEIRA EM MOMENTOS DE AJUSTE: BREVE COMPARAÇÃO ENTRE 1999, 2003 E 2015

Fernando J. Ribeiro<sup>1</sup>

### 1 INTRODUÇÃO

O país atravessa um momento de importante ajuste econômico no início de um novo mandato presidencial. Diante de um fraco desempenho da atividade econômica e de desequilíbrios macroeconômicos crescentes, o governo estabelece o ajuste das contas públicas como prioridade absoluta no curto prazo. Também contempla a redução do *déficit* em conta corrente e da inflação, adotando medidas que, ainda que possam trazer prejuízos de curto prazo à atividade econômica e ao mercado de trabalho, seriam essenciais para corrigir os desequilíbrios e proporcionar a retomada da economia mais à frente, já então sob bases mais sólidas e sustentáveis. Essa narrativa aplica-se ao contexto atual, mas também se encaixaria perfeitamente em outros dois momentos da economia brasileira: 1999 e 2003.

Uma diferença importante da situação atual em relação aos dois momentos anteriores é que o país não vive uma crise cambial. Apesar de o *deficit* em transações correntes se encontrar em nível relativamente elevado – da ordem de 4% do produto interno bruto (PIB) – e de a taxa de câmbio estar em movimento de desvalorização, o país não enfrenta problemas de financiamento externo, e o nível de reservas (17% do PIB) é muito mais elevado que em 1999 ou 2003. Outra diferença relevante é que não há preocupações quanto à solvência de curto prazo do país, seja com relação às contas públicas, seja com relação à dívida externa. Em teoria, isso traz um pouco mais de margem de manobra para o país administrar o ajuste ao longo do tempo. Na prática, contudo, há fatores que tornam o ajuste atual tão premente e decisivo quanto os anteriores: o risco de perda do grau de investimento atribuído ao país pelas agências internacionais de *rating*; o clima de elevada incerteza que envolve a conjuntura, refletido nos baixos patamares dos indicadores de confiança de consumidores e empresários; e a necessidade de recuperar um quadro mais favorável ao crescimento econômico.

---

1. Técnico de planejamento e pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

Esta nota se dedica a comparar as trajetórias das principais variáveis macroeconômicas nos três momentos de ajuste supracitados, com o objetivo de identificar suas semelhanças e diferenças. A análise considera como momento zero dos ajustes os meses de janeiro de 1999, 2003 e 2015, e os gráficos mostram o comportamento das variáveis nos doze meses anteriores e nos 24 meses posteriores ao período inicial. Naturalmente, para o ajuste em curso, os dados vão apenas até o primeiro ou segundo mês após o ajuste (fevereiro ou março de 2015). A partir da análise do desempenho das variáveis nos ajustes de 1999 e 2003, e considerando as diferenças entre o processo atual e os anteriores, esta nota discute o possível comportamento destas variáveis, porém sem qualquer pretensão de prever ou projetar sua evolução nos próximos meses e anos.

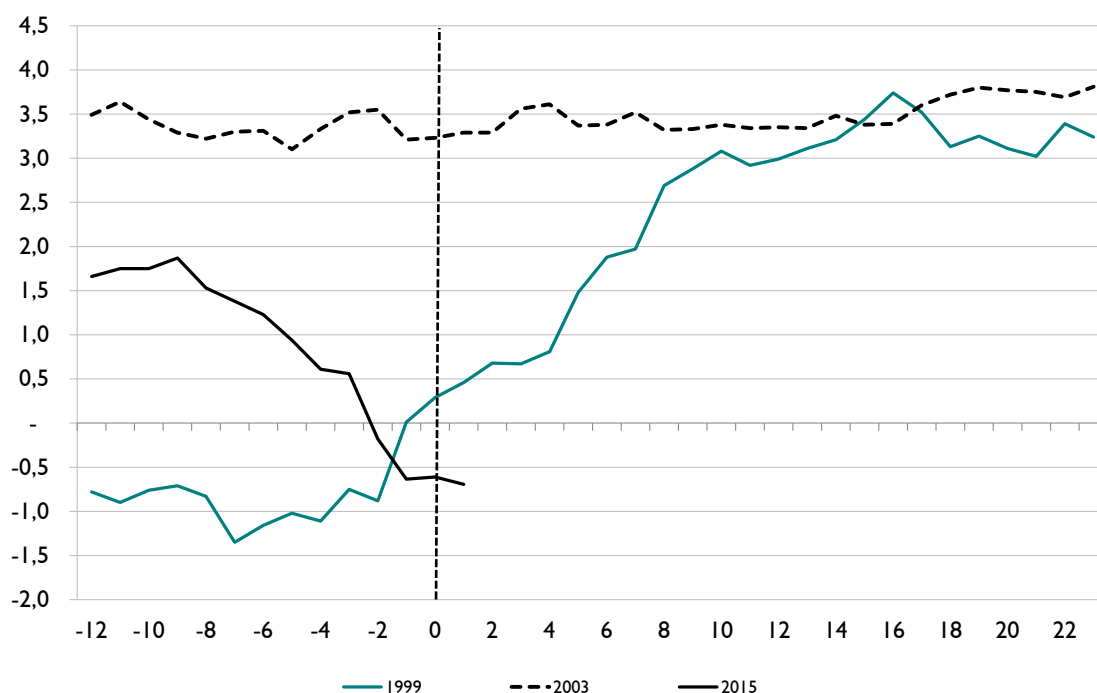
## 2 CONTAS PÚBLICAS

O ano de 2014 encerrou-se com um *deficit* primário do setor público consolidado equivalente a 0,64% do PIB, com trajetória de rápida deterioração ao longo do ano – em janeiro de 2014, o resultado acumulado em doze meses era superavitário em 1,66% do PIB. Não deixa de ser surpreendente observar que, a despeito da centralidade que a questão fiscal assumiu nos três momentos de ajuste analisados nesta nota, a trajetória do resultado primário era bem diferente no momento zero de cada um, como fica evidente no gráfico 1. Em janeiro de 2003, por exemplo, não houve um ajuste fiscal no estrito senso da palavra. A despeito do anúncio de um aumento da meta fiscal daquele ano, o elemento mais importante à época foi que o governo recém-empossado confirmou o compromisso com o cumprimento das metas fiscais. O resultado primário acumulado em doze meses já era positivo em cerca de 3,0% a 3,5% do PIB ao final de 2002, e este nível manteve-se razoavelmente estável ao longo de 2003. Vale lembrar que a maior preocupação na época era com o rápido crescimento da dívida pública, que resultava da desvalorização cambial e do aumento dos juros básicos. Portanto, era fundamental que o governo mantivesse um *superavit* primário bastante elevado para reverter as expectativas e garantir a trajetória de sustentabilidade da dívida.

A situação de 1999 guarda mais semelhanças com a de 2015, pois, naquele momento, o governo precisava realizar um ajuste fiscal de fato, o qual constava de um acordo de socorro financeiro negociado com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Assinado em novembro de 1998, este acordo garantia um aporte de mais de US\$ 40 bilhões, recursos que eram fundamentais para garantir a solvência externa do país em um momento de crise cambial e perda de reservas. Note-se, contudo, que o gráfico 1 parece indicar que o ajuste já tinha se iniciado no final do ano anterior. Com efeito, a situação fiscal já apresentava sinais nítidos de melhoria em janeiro de 1999, quando o resultado primário acumulado em doze meses estava superavitário em 0,30% do PIB,

após ter alcançado um *deficit* de 1,35% em junho de 1998. Já havia um aperto fiscal em curso então, revertendo a trajetória de deterioração que se observou nos três anos anteriores. No primeiro semestre de 1998, tanto as receitas quanto as despesas da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) haviam crescido a uma taxa de cerca de 18% nominais em relação ao mesmo período do ano anterior, enquanto no segundo o crescimento da receita foi bem superior ao das despesas: 13% contra 7%. Ao longo de 1999, o ajuste fiscal foi aprofundado, permitindo atingir com folga a meta de *superavit* primário de 2,6% do PIB prevista no acordo com o FMI.

GRÁFICO 1  
**Superavit primário do setor público consolidado (1998-2000, 2002-2004 e 2014-2015)**  
 (Fluxos acumulados em doze meses, em % do PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).  
 Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.  
 Obs.: mês 0 = janeiro de 1999, 2003 e 2015.

O ajuste fiscal de 2015 parte de um *deficit* primário menor que o registrado em meados de 1998, quando se iniciou efetivamente o ajuste fiscal daquela época. Em compensação, todo o esforço fiscal atual ainda está para ser feito, ao passo que, em janeiro de 1999, parte do ajuste já havia se concretizado. No primeiro bimestre de 2015, o resultado primário do setor público foi de R\$ 18,7 bilhões, o que, embora já sinalize a reversão da trajetória de *deficit* dos últimos meses de 2014, foi um saldo menor que o registrado no mesmo período do ano passado, fazendo com que o saldo acumulado em doze meses se mantivesse deficitário em 0,69% do PIB. É verdade que, feitos os ajustes para eventuais “pedaladas” e para o efeito de receitas extraordinárias (inclusive os tributos arrecadados no âmbito do Programa de Recuperação Fiscal – Refis), o resultado primário

teria sido pior em 2014 e melhor neste início de ano. Isso não muda, contudo, o fato de que há um grande esforço fiscal ainda a ser feito em 2015, primeiro para reverter a trajetória de deterioração, depois para gerar *superavit* primários crescentes, com vistas à meta de 1,2% do PIB. A experiência de 1999 é animadora, visto que, durante aquele ano, o governo logrou melhorar o *superavit* primário em quase 3 pontos percentuais (p.p.) do PIB. Porém, ainda que a direção do ajuste atual seja a mesma, parece pouco provável que esta melhoria ocorra na mesma velocidade e intensidade observadas em 1999, tendo em vista o cenário de fraco crescimento das receitas, em função da atividade econômica, e a presente carga tributária, que já se encontra bem mais elevada que a prevalecente em 1999, limitando o espaço de ajuste pelo lado das receitas.

### 3 CONTAS EXTERNAS E CÂMBIO

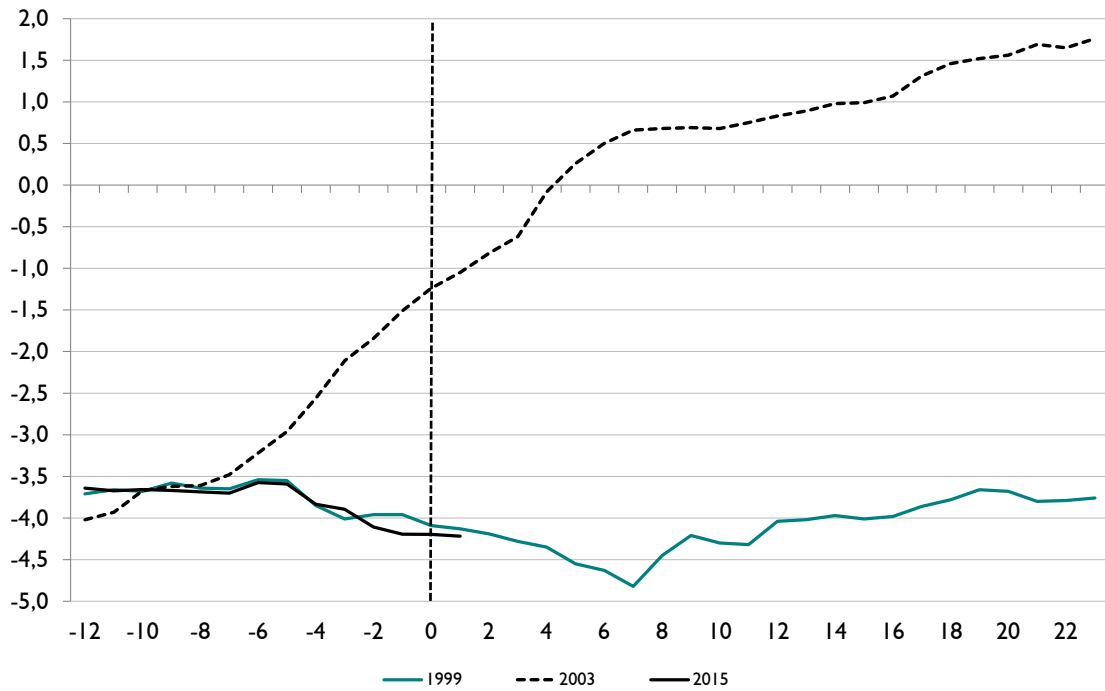
Alguns meses antes do início de cada um dos ajustes, a situação do saldo em transações correntes era muito parecida: o gráfico 2 mostra que, nos três casos, o *deficit* situava-se pouco acima de 3,5% do PIB. No ajuste de 2003, porém, a trajetória divergiu bastante daquela observada no de 1999 e também no atual. No momento zero do ajuste (janeiro de 2003), o *deficit* já havia se reduzido para 1,2% do PIB e, ao final do ano, já se transformara em *superavit* de 0,8% do PIB. No ajuste de 1999, o *deficit* continuou crescendo no ano anterior até alcançar 4,1% do PIB no período zero do ajuste – praticamente a mesma porcentagem registrada em janeiro de 2015 (4,2%) – e ainda teve alguma piora nos primeiros meses até fechar o primeiro ano do ajuste em 4,3% do PIB.

O comportamento mais favorável em 2002-2003 é explicado principalmente pelo desempenho das exportações (gráfico 3), que haviam entrado em trajetória de rápido crescimento no segundo semestre de 2002 – em relação ao segundo semestre do ano anterior, este crescimento foi de 21% –, movimento que perdurou ao longo dos dois anos seguintes. Paralelamente, as importações sofriram forte queda (-7% no segundo semestre de 2002). Nos dois outros momentos, ao contrário, as exportações vinham em trajetória de desaceleração ao longo do ano anterior e, no momento inicial do ajuste, o crescimento acumulado em doze meses era bastante negativo e sem sinais de recuperação à vista: -5,8% em janeiro de 1999 e -8,0% em janeiro de 2015. Ao longo de 1999, as exportações continuaram desacelerando e, a despeito de alguma recuperação nos últimos meses, fecharam o ano com queda de 6,1%.

GRÁFICO 2

**Transações correntes (1998-2000, 2002-2004 e 2014-2015)**

(Saldo acumulado em doze meses, em % do PIB)



Fonte: BCB.

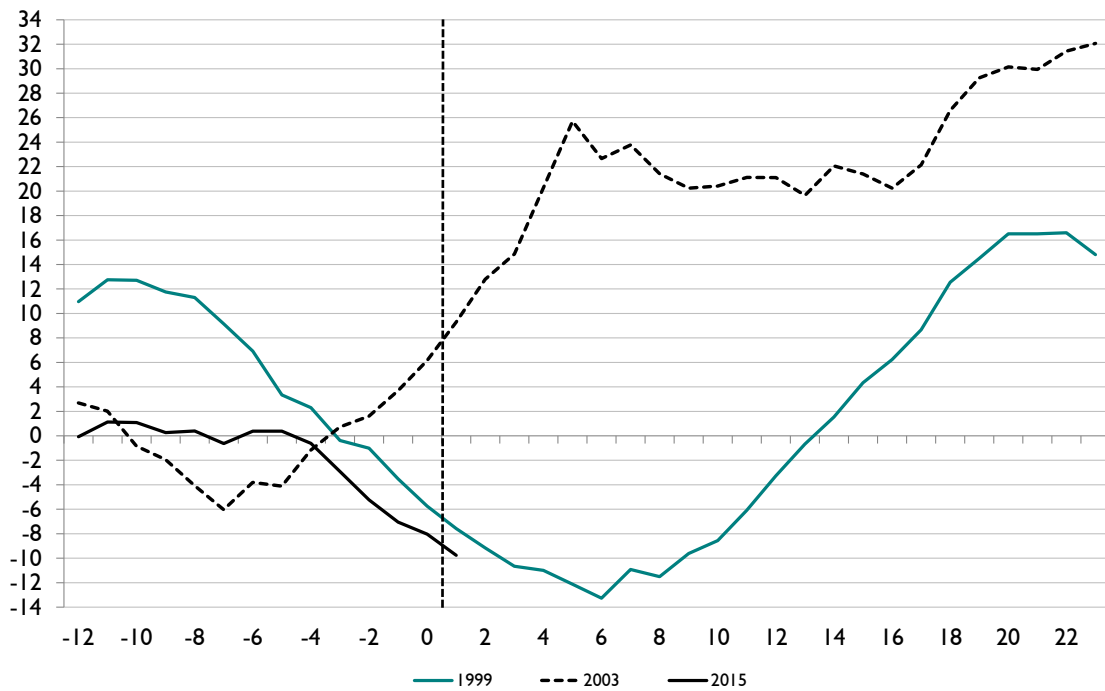
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Obs.: mês 0 = janeiro de 1999, 2003 e 2015.

GRÁFICO 3

**Exportações (1998-2000, 2002-2004 e 2014-2015)**

(Taxa de crescimento acumulada em doze meses, em %)



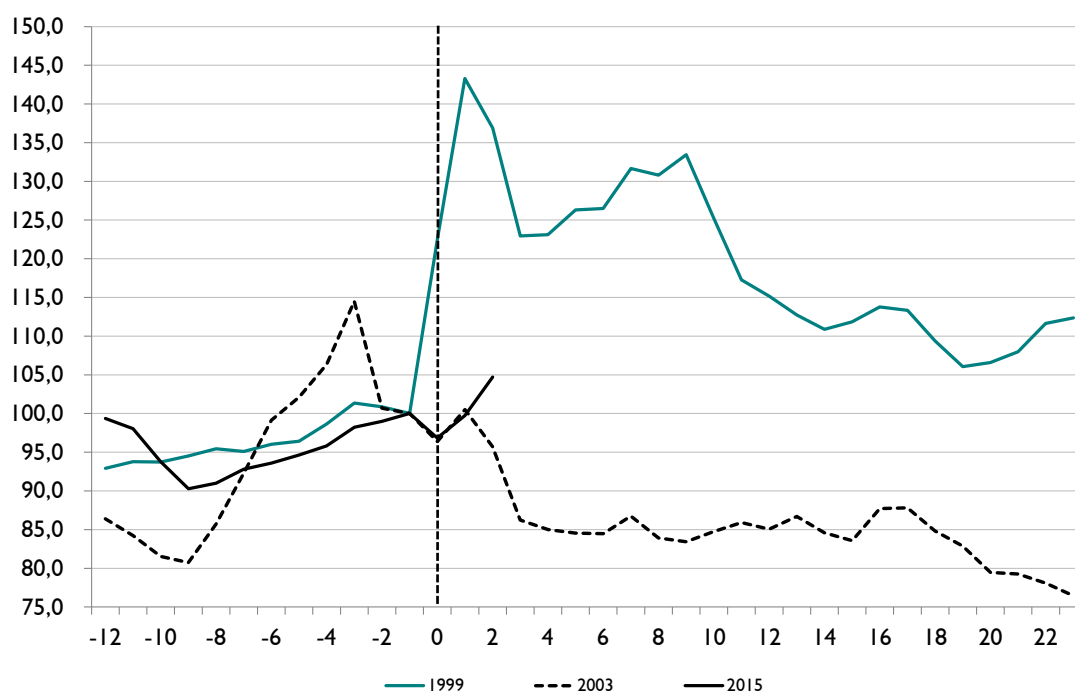
Fonte: Secretaria de Comércio Exterior do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (Secex/Mdic).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Obs.: mês 0 = janeiro de 1999, 2003 e 2015.

Três aspectos parecem relevantes para explicar a diferença entre os quadros observados em 2003, em comparação aos outros dois momentos, e também reforçar a semelhança entre o ajuste atual e o de 1999. O primeiro é a taxa de câmbio (gráfico 4). No período imediatamente anterior aos ajustes de 1999 e de 2015, o real encontrava-se sobrevalorizado relativamente à sua média histórica. Às vésperas do ajuste de 2003, por sua vez, o câmbio real havia alcançado seu nível mais alto (ou seja, mais desvalorizado) da história recente. Mesmo com o recuo da cotação do dólar observado posteriormente, o câmbio real vinha se ajustando para cima há alguns anos (desde a flutuação de janeiro de 1999), mantendo-se bastante subvalorizado nos dois anos seguintes. Portanto, a economia já tinha tido tempo suficiente para realizar um ajuste de preços relativos em favor dos bens *comercializáveis*, o que resulta, tradicionalmente, em uma grande melhora da balança comercial e do *deficit* em transações correntes.

GRÁFICO 4  
Taxa de câmbio real deflacionada pelo Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) (1998-2000, 2002-2004 e 2014-2015)  
(Mês -1 = 100)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Obs.: mês 0 = janeiro de 1999, 2003 e 2015.

O segundo aspecto a ser levantado é a aceleração do comércio mundial a partir de 2002. Naquele ano, a economia americana saía da recessão, a chinesa iniciava seu mais espetacular ciclo de crescimento, assim como grande parte dos países emergentes já se recuperava dos impactos negativos da sequência de crises financeiras do final da década de 1990 (Rússia, Argentina, alguns países asiáticos e o próprio Brasil). Após uma retração de 3,3% em 2001, as importações mundiais cresceram 3,9% em 2002 (com sensível

aceleração no segundo semestre), 16,4% em 2003 e 22,1% em 2004. Tal crescimento não foi constatado no início do ajuste de 1999, pois neste momento elas ainda estavam em trajetória de retração (o ano de 1998 registrou queda de 1,2%). A recuperação que se seguiu foi bem mais lenta e teve fôlego curto: o crescimento ficou em apenas 4,2% em 1999, acelerou para 13,4% em 2000 e caiu novamente para terreno negativo em 2001. A evolução do comércio no ajuste de 2015, sem dúvida, se parece bem mais com o quadro observado em 1999 que com o de 2003. Basta notar que as importações mundiais cresceram entre 1% e 2% em 2014, e as projeções do FMI indicam uma aceleração suave em 2015, com crescimento de 5% em volume e, certamente, menos que isso no valor em dólares, em vista da valorização da moeda americana e da esperada queda dos preços dos bens comercializados internacionalmente.

Por fim, o terceiro aspecto diz respeito à questão dos termos de troca. Às vésperas do ajuste de 1999, eles haviam acumulado queda de 5% em doze meses e viriam a cair mais 10% até o final do ano. O ajuste de 2015 também se iniciou em meio a um movimento de queda dos termos de troca, ainda mais notável que o de 1999: teve início no final de 2011 e acumulou redução de 17% até o final de 2014. Igualmente, ainda não há sinais de inversão, visto que, no primeiro bimestre de 2015, constatou-se queda adicional de 4%. No caso do ajuste de 2003, embora os termos de troca tenham caído 5,3% em 2002, houve ganho de 5,9% no ano, e o mundo já começara a viver o início do “superciclo de *commodities*”, que trouxe enormes ganhos de preços de exportação ao Brasil e garantiu uma melhoria sustentada da balança comercial no período subsequente.

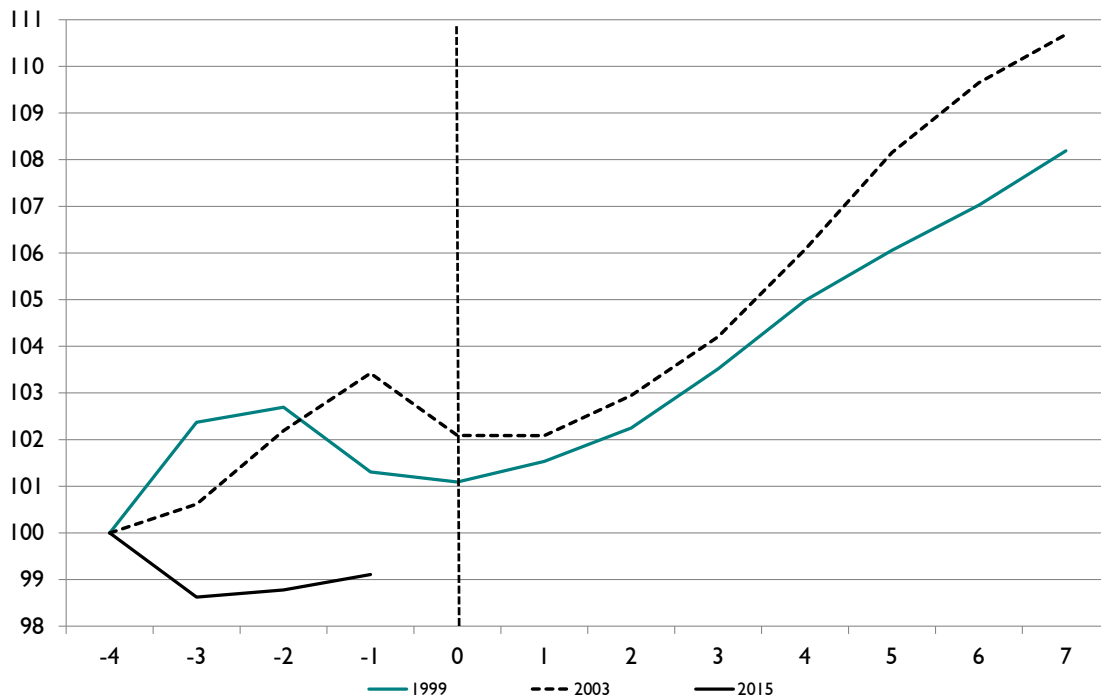
Portanto, tomando-se a experiência de 1999 como referência, é provável que o *deficit* em transações correntes apresente melhoria lenta e gradual ao longo de 2015. Considerando o lento crescimento previsto para o comércio mundial, o provável desempenho negativo dos termos de troca e a tradicional defasagem com que a desvalorização cambial afeta o desempenho exportador, a queda mais expressiva do *deficit* tende a ocorrer de forma lenta e gradual, como mencionado, contando também com os efeitos da atividade econômica mais fraca sobre as importações.

#### **4 ATIVIDADE ECONÔMICA**

Um aspecto marcante dos ajustes de 1999 e 2003 foi a rapidez da recuperação da atividade econômica a partir do momento zero. Nos dois casos, o país enfrentou um curto período de recessão, com dois trimestres consecutivos de queda do PIB nos trimestres iniciais do ajuste, ao qual se seguiu um movimento firme de recuperação. Ainda que, na média de cada um desses anos, a variação do PIB tenha sido baixa em relação aos anos imediatamente anteriores – 0,5% em 1999 e 1,2% em 2003 –, a série trimestral dessazonalizada teve firme crescimento já a partir do segundo trimestre de 1999 e do

terceiro trimestre de 2003, conforme evidencia o gráfico 5. Ao final do quarto trimestre, o aumento acumulado do PIB havia sido de 4% em ambos os momentos.

GRÁFICO 5  
**PIB trimestral (1998-2000, 2002-2004 e 2014-2015)**  
 (Série dessazonalizada, trimestre -4 = 100)



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).  
 Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.  
 Obs.: período 0 = 1º trimestre de 1999, 2003 e 2015.

Parte importante deste desempenho favorável pós-ajuste foi impulsionada pelo comportamento favorável da produção industrial, como se vê no gráfico 6. Antes do ajuste de 1999, a indústria vinha registrando queda da produção física, a qual se iniciara, a rigor, no final de 1997, quando o país sofreu os primeiros impactos da crise asiática. Passado o momento mais crítico do ajuste (os primeiros meses de 1999), a recuperação da produção foi rápida e intensa, de modo que, entre março de 1999 e março de 2000, o índice dessazonalizado acumulou alta de 7,3%. No caso do ajuste de 2003, o comportamento da produção não foi tão desfavorável ao longo do ano anterior (na prática, ela ficou virtualmente estável), e a recuperação pós-ajuste, apesar de ter demorado um pouco mais para vir – os sinais mais concretos só começaram a parecer no segundo semestre de 2003 –, foi bastante intensa: entre meados de 2003 e 2004, o índice dessazonalizado de produção acumulou alta de mais de 10,0%. De modo geral, as análises explicam esta recuperação da indústria como resultado de três fatores: *i*) desvalorização cambial, a qual altera os preços relativos em favor da produção doméstica e contra as importações, levando a maiores exportações e à substituição de importações; *ii*) existência de

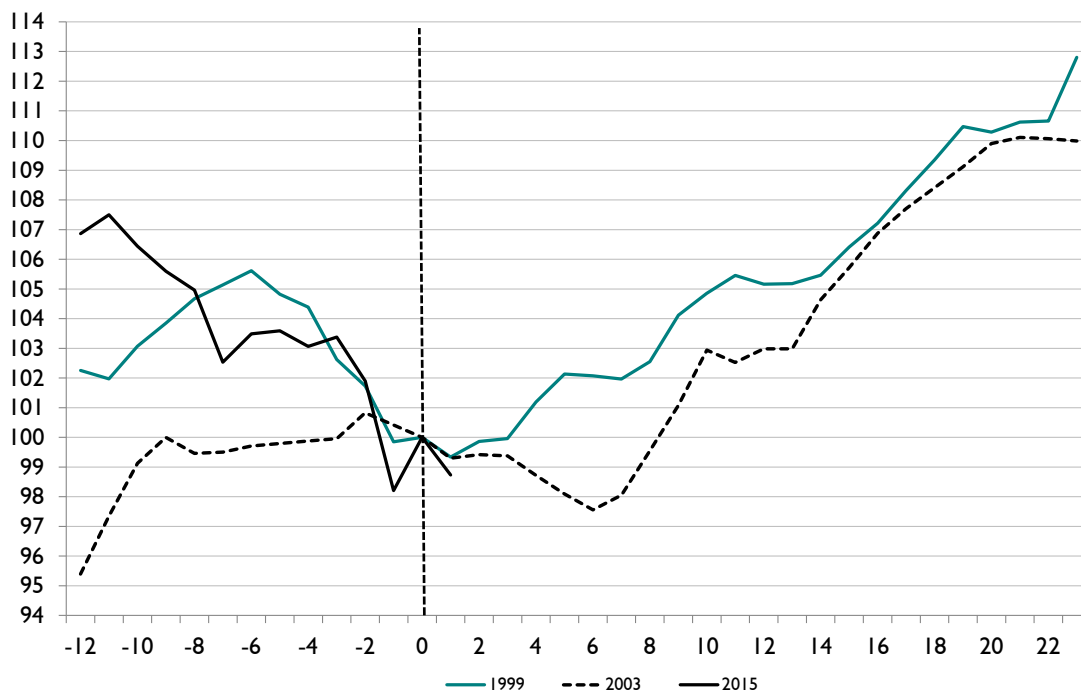


capacidade ociosa gerada nos períodos anteriores, em que houve estagnação ou queda da produção; e *iii*) redução do custo unitário do trabalho, com queda dos salários reais.

GRÁFICO 6

**Produção física da indústria de transformação (1998-2000, 2002-2004 e 2014-2015)**

(Série dessazonalizada, em médias móveis de três meses, mês 0 = 100)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Obs.: mês 0 = janeiro de 1999, 2003 e 2015.

A queda dos rendimentos do trabalho, por sua vez, ajuda a explicar a reação mais lenta das vendas reais no comércio varejista, conforme evidenciado no gráfico 7. Em ambos os momentos, as vendas vinham em trajetória firme de crescimento até as vésperas da crise, caíram fortemente nos primeiros meses após o ajuste e voltaram a crescer – mais rapidamente no caso de 1999, quando as vendas recuperaram o nível anterior ao ajuste já no final do ano; no ajuste de 2003, este nível só foi alcançado um ano e meio depois.

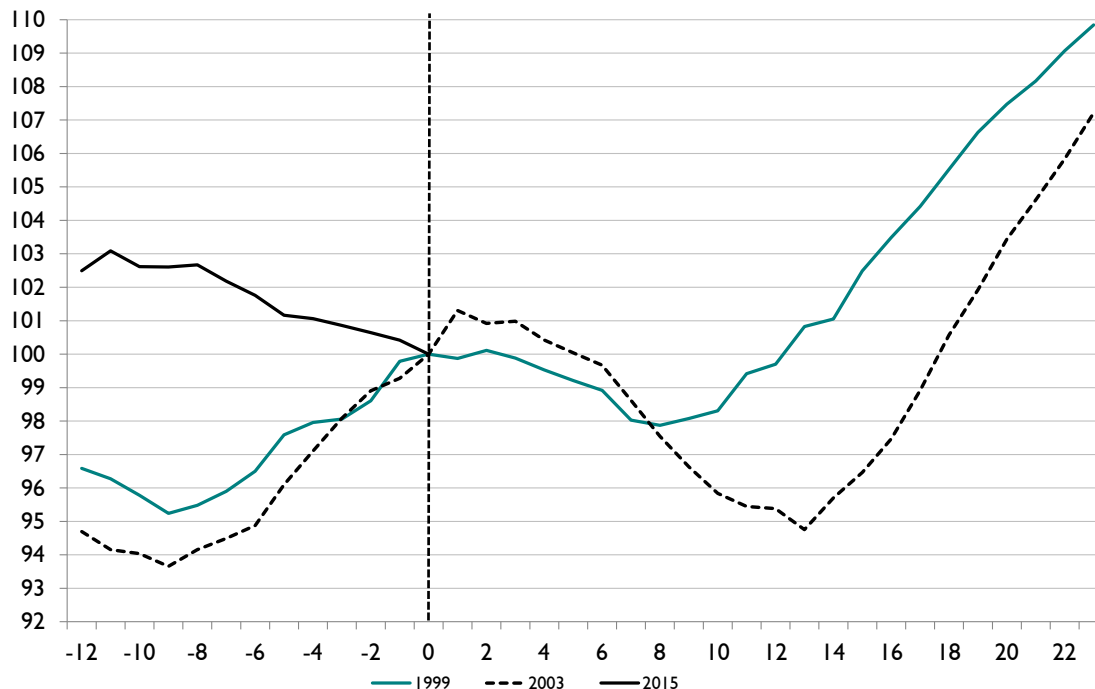
A análise dos três gráficos mostra que a situação da atividade econômica no período anterior ao ajuste de 2015 era diferente, e menos favorável, que nos ajustes anteriores. Embora o PIB tenha ficado virtualmente estável em 2014, ele fechou o quarto trimestre em um patamar inferior ao do início do ano, na série com ajuste sazonal; a produção industrial acumulou queda de 5,6% entre dezembro de 2013 e o mesmo mês de 2014, também na série dessazonalizada; e as vendas reais do comércio varejista ampliado recuaram 1,7% no ano. Dados referentes aos primeiros meses de 2015 dão conta de quedas adicionais da produção e das vendas do comércio, e os indicadores de confiança

de consumidores e empresários permanecem em níveis historicamente baixos, comparáveis aos alcançados no pior momento da crise financeira de 2008-2009.

GRÁFICO 7

**Vendas reais do varejo ampliado (1998-2000, 2002-2004 e 2014-2015)**

(Série dessazonalizada, em médias móveis de doze meses, mês 0 = 100)



Fonte: Pesquisa Mensal de Comércio (PMC) do IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Obs.: mês 0 = jan. de 1999, 2003 e 2015.

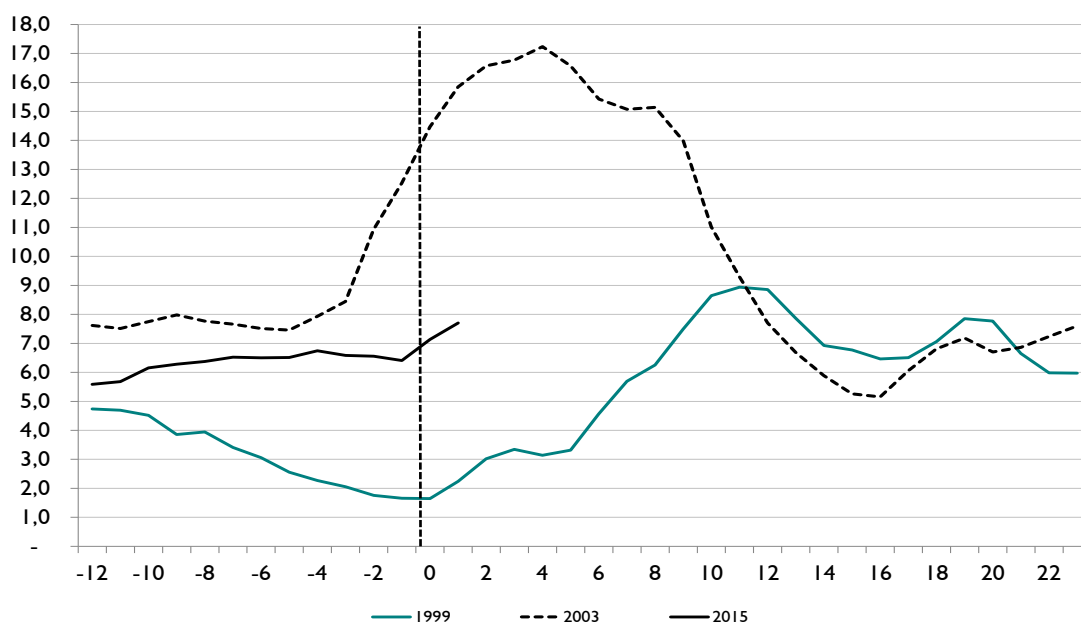
Diante desse quadro, não é tão simples projetar uma trajetória de recuperação da atividade semelhante à ocorrida nos ajustes anteriores, ao menos não na mesma velocidade. Com efeito, as projeções do *Boletim Focus* do BCB indicam queda de 1,0% do PIB em 2015 – que seria o pior desempenho em mais de vinte anos – e recuperação modesta em 2016, com crescimento de apenas 1,1%. As expectativas para a produção industrial são de queda de 2,6% em 2015 e crescimento de apenas 1,5% em 2016. Entretanto, alguns fatores que impulsionaram a recuperação nos ajustes anteriores estão presentes na conjuntura atual, como câmbio mais desvalorizado e ociosidade na indústria, e a situação do mercado de trabalho pode ajudar a sustentar o consumo. Assim, a perspectiva de um ajuste bem-sucedido e de uma eventual recuperação da confiança dos agentes poderia proporcionar uma recuperação mais rápida.

## 5 INFLAÇÃO, DESEMPREGO E JUROS

A taxa de inflação mostrava números bem distintos às vésperas dos dois ajustes anteriores: a variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foi de 1,7% em 1998 e de 12,5% em 2002 (gráfico 8). Os movimentos da taxa de câmbio explicam grande parte da diferença das taxas nesses dois momentos – a âncora cambial

ainda prevalecia em 1998, com variação nominal anual da ordem de 7%, ao passo que nos dois anos anteriores ao ajuste de 2003 a variação cambial havia sido de 85%. Outros elementos também ajudam a explicar a maior pressão inflacionária observada antes de 2003. Um deles é a aceleração da atividade econômica registrada ao longo de 2002, que levou a um crescimento do PIB de 2,7%; outro é a redução da taxa de desemprego daquele ano, ilustrada no gráfico 9; e um terceiro é a aparente demora na reação da política monetária diante não só da aceleração da inflação, mas também do rápido aumento das expectativas de inflação a partir de meados de 2002. Como se vê no gráfico 10, a taxa básica de juros manteve-se próxima de 18% durante quase todo o ano, só vindo a ser elevada em outubro, quando a piora das expectativas já se traduzia em inflação efetiva.

GRÁFICO 8  
**Inflação: IPCA (1998-2000, 2002-2004 e 2014-2015)**  
 (Variação acumulada em doze meses, em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

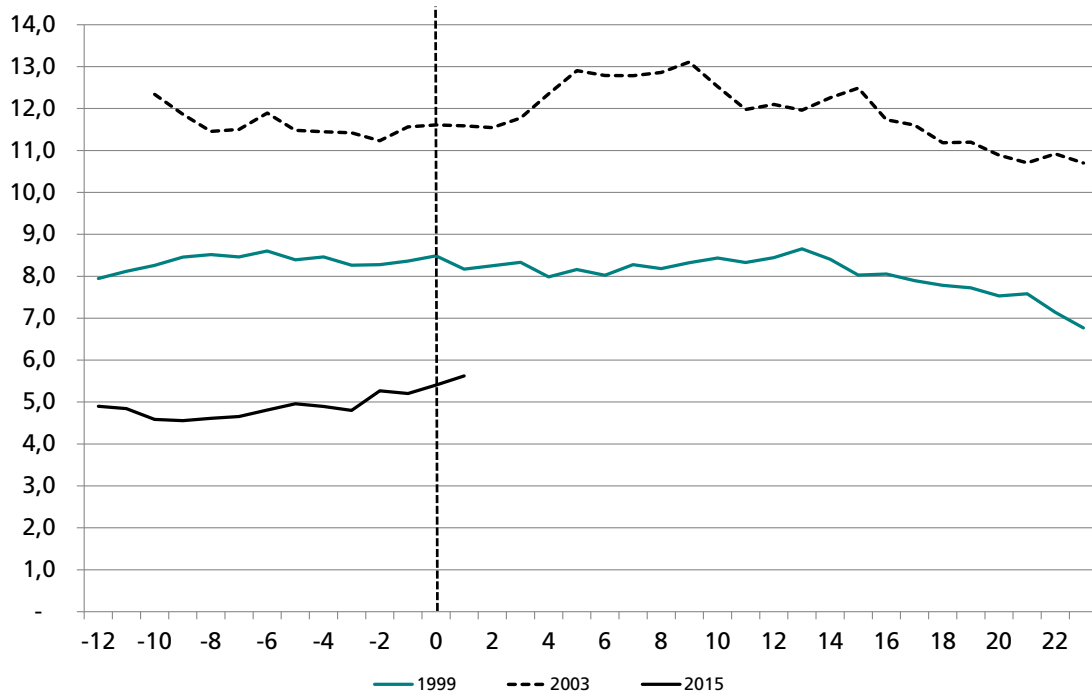
Obs.: mês 0 = janeiro de 1999, 2003 e 2015.

Em contraste, algumas forças desinflacionárias pareciam predominar antes de 1999: o PIB teve variação próxima de zero em 1998; o desemprego havia aumentado cerca de 2 p.p. em relação a 1997, mantendo-se praticamente constante durante 1998 e 1999 (gráfico 9); e a política monetária havia sido bastante apertada, com aumento da taxa Selic no final de 1997 e novamente no final de 1998 – sem contar o fato de que os juros reais mantiveram-se sempre muito elevados, na casa dos dois dígitos, inclusive em 1999 e 2000. A isso pode-se acrescentar o quadro deflacionário que dominou a economia internacional no período posterior à crise da Ásia. Este cenário certamente foi fundamental para mitigar os efeitos da forte desvalorização cambial sobre a inflação no ano de 1999, ao lado, naturalmente, do já comentado ajuste fiscal.

GRÁFICO 9

**Taxa de desemprego (1998-2000, 2002-2004 e 2014-2015)**

(Série dessazonalizada, em %)



Fonte: Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE.

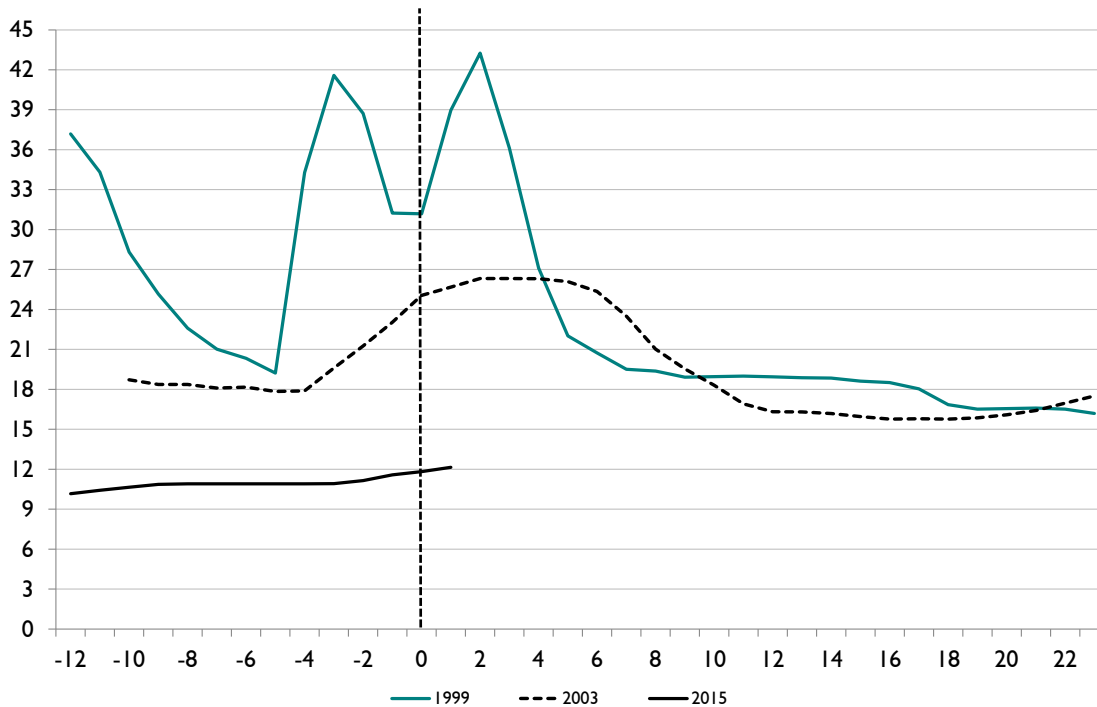
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Obs.: mês 0 = janeiro de 1999, 2003 e 2015.

GRÁFICO 10

**Taxa Selic (1998-2000, 2002-2004 e 2014-2015)**

(Em % ao ano – a.a.)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Obs.: mês 0 = janeiro de 1999, 2003 e 2015.

A situação prévia ao ajuste atualmente em curso na economia brasileira não parece guardar muitas semelhanças nem com a de 1999 nem com a de 2003 – a começar pelo fato de que a inflação no momento inicial do ajuste, de 6,4%, situava-se em um patamar intermediário aos dois momentos anteriores. É verdade que a fraqueza da atividade econômica em 2014 e a tendência deflacionária da economia mundial têm semelhanças com a situação do ajuste de 1999. Já as dificuldades na geração de energia elétrica e a trajetória de desvalorização do câmbio – no biênio 2013-2014 o câmbio nominal acumulou aumento de 30% e no primeiro trimestre de 2013 teve variação adicional de 20% – remetem à situação prévia a 2003. Entretanto, há alguns fatores específicos ao quadro atual que tornam mais difícil a comparação com os períodos anteriores:

- o impacto da recomposição de preços administrados, notadamente a energia elétrica e os combustíveis;
- a aparente persistência da inflação dos serviços, que há vários anos vem “rodando” na faixa de 8% a 9% a.a.;
- a situação mais “apertada” do mercado de trabalho, com a taxa de desemprego ainda próxima de seus níveis historicamente mais baixos, sendo que o crescimento mais lento da população economicamente ativa (PEA) deve fazer com que o desemprego aumente lentamente nos próximos meses; e
- a menor sensibilidade da inflação ao consumidor em relação às variações do câmbio, com a redução do *pass-through* sendo detectada em diversos estudos recentes.

Ponderando semelhanças e diferenças, pode-se argumentar que a trajetória mais provável para a inflação nos próximos meses e anos não será muito diferente da observada nos ajustes anteriores, com aceleração nos primeiros meses após o ajuste e posterior desaceleração, conforme as políticas fiscal e monetária fazem sentir seus efeitos e conforme se dilui o impacto inicial dos choques de preços, tanto o câmbio, quanto os administrados. É curioso notar que a inflação esperada para 2015, de acordo com o *Boletim Focus* do BCB publicado no início do mês de abril, é de 8,2%, taxa não muito diferente das que se observaram ao final do primeiro ano do ajuste de 1999 (8,9%) e de 2003 (9,3%). Vale notar ainda que, ao final do segundo ano do ajuste de 1999, o IPCA ficou em 6,0%; no de 2003, em 7,6%; e o *Boletim Focus* prevê 5,6% para 2016.

## 6 CONCLUSÕES

Esta nota procurou identificar semelhanças e diferenças no cenário macroeconômico prevalecente antes dos ajustes realizados em 1999 e 2003 em relação àqueles atualmente

em curso na economia brasileira. Igualmente, procurou analisar a evolução das principais variáveis macroeconômicas nos 24 meses posteriores aos ajustes, buscando pistas sobre o que pode acontecer no futuro próximo. Três principais conclusões podem ser colhidas desta análise. A primeira é que o ajuste atual guarda muito mais semelhanças com o realizado em 1999 que com o de 2003, especialmente no que concerne à situação fiscal, visto que já se registrava *superavit* primário expressivo antes de 2003, e às transações correntes do balanço de pagamentos, cujo *deficit* já se havia reduzido sobremaneira antes de 2003. Uma explicação para isto é que o ajuste de 2003 pode ser entendido não como um processo novo, mas como a continuidade do ajuste iniciado em 1999. Portanto, boa parte das mudanças associadas ao ajuste já havia ocorrido anteriormente, notadamente o aumento do *superavit* primário do setor público.

Uma segunda conclusão é que a situação da maioria das variáveis macroeconômicas no ponto de partida do ajuste atual era pior do que no momento zero dos outros ajustes. Destacam-se, especialmente, a atividade econômica, que apresentou desempenho mais negativo em 2014 que no ano anterior aos demais ajustes, e a situação fiscal, com o *deficit* primário do setor público descrevendo uma trajetória de crescimento até o final de 2014, em contraste com os resultados já positivos e crescentes que se registraram em janeiro de 1999 e em janeiro de 2003. Na prática, isto significa que, na situação atual, quase todo o esforço de ajuste ainda está para ser feito, ao passo que, nos dois momentos anteriores, já haviam ocorrido importantes avanços prévios.

A terceira conclusão, na verdade uma nota de otimismo, é que os ajustes anteriores foram muito bem-sucedidos, alcançando as metas fiscais previstas, gerando uma melhoria (ainda que lenta) das contas externas, mantendo a inflação sob controle (ainda que com taxas temporariamente elevadas) e, principalmente, promovendo uma recuperação importante da atividade econômica em um intervalo relativamente curto de tempo. Nesse sentido, ainda que, no ajuste atual, haja fatores que possam tornar a recuperação mais lenta, a experiência prévia evidencia que perseverar no ajuste traz benefícios inequívocos em um prazo razoável de tempo.