

Questão fiscal no Brasil: impacto dos juros sobre as contas públicas e seus reflexos sobre o crescimento econômico

Ana Maria Ferreira Menezes*

Resumo

O objetivo deste artigo é analisar a questão fiscal no Brasil na perspectiva dos juros e seus reflexos sobre o crescimento econômico. Assim, para atingir o objetivo deste trabalho adotou-se a seguinte metodologia: fez-se, inicialmente, uma rápida consideração conceitual sobre o que vem a ser déficit fiscal, para em seguida apresentar os argumentos que atestam ser os juros os principais causadores desse déficit. Num segundo momento apresentou-se uma análise do pacote de ajuste fiscal adotado na segunda metade dos anos 1990; em seguida buscou-se analisar porque o Brasil não conseguiu incrementar seu crescimento, a despeito do controle da inflação e, por fim, apresenta-se algumas considerações finais.

Palavras chave: Déficit fiscal; Juros; Endividamento; Contas públicas. Ajuste fiscal.

Abstract

The objective of this article is to analyze the fiscal deficit issue in Brazil, from the perspective of interest rates, and its consequences on economic growth. Thus, the following methodology was adopted to reach the objective: First, a brief conceptual consideration about fiscal deficit is presented, to show the arguments that endorse interest rates as the main cause of the deficit. Then, an analysis of fiscal adjustment policies adopted in the second half of the 90's is shown; next, the article seeks to analyze why Brazil couldn't increase its growth rate despite inflation control and at last, some final considerations are presented.

Key words: Fiscal deficit; Interest Rates; Indebtedness; Public accounts; Fiscal adjustment.

CONTROVÉRSIA SOBRE A CONCEITUAÇÃO DO DÉFICIT FISCAL

A importância de se obter um conceito preciso de déficit decorre do fato de que não somente é possível medir seu tamanho, como também determinar o ajustamento necessário para corrigir as distorções fiscais, ou seja, que mudanças na receita ou no dispêndio seriam necessárias para eliminar o hiato fiscal. Infelizmente, a definição clara e objetiva deste conceito não está disponível, especialmente em condições de inflação elevada.

* Doutora em Administração, pela Escola de Administração da Universidade Federal da Bahia (UFBA); mestre e graduada em Economia, pela Faculdade de Economia da UFBA; professora titular do Departamento de Ciências Humanas (DCH - Campus I) da UNEB; coordenadora do Mestrado Profissional em Políticas Públicas, Gestão do Conhecimento e Desenvolvimento Regional (PGDK) da UNEB e pesquisadora do Núcleo de Pesquisa (NUPE) do DCH da UNEB. amenezes@uneb.br ou ana_menezes@hotmail.com

Contudo é possível elencar alguns conceitos de déficit e seus principais problemas com relação à determinação do ajuste. De maneira geral, ele pode ser conceituado por meio de duas modalidades: pela diferença negativa entre receitas e despesas governamentais; pela necessidade de financiamento desse resultado negativo, ou melhor pela necessidade de financiamento do setor público (NFSP). Na versão da NFSP encontra-se, porém, uma série de variações conceituais que não nos permite identificar um conceito que possa ser considerado como o mais válido.

Para Batista Jr. (1985, p. 19), déficit convencional "[...] é definido como a variação nominal do saldo da dívida do setor público em todos os níveis, incluindo governo federal, estados e municípios e empresas estatais. Tratando-se de um conceito que procura

medir, pela ótica do financiamento, o déficit governamental consolidado.”

De acordo com Tanzi (1990, p. 350-351), este conceito de déficit fiscal esteve sujeito a fortes críticas, já que, em situações de dívidas internas significativas, o déficit convencional é altamente sensível a taxas de inflação. Esta sensibilidade pode ser identificada no momento em que o aumento da taxa de juros nominal implica em pagamento de juros nominais mais elevados. Assim, situações de inflação acentuada induzem seu crescimento.

O déficit convencional, portanto torna-se um conceito enganoso para avaliar o tamanho do pacote fiscal necessário para a estabilização. Ele irá exagerar no aumento de impostos necessários ou no decréscimo da despesa exceto juros, visto que haverá uma espécie de efeito multiplicador atuando em sua redução, se as medidas fiscais reduzem a inflação e, logo, o pagamento de juros.

O conceito alternativo de déficit operacional foi elaborado em função do reconhecimento, por parte dos técnicos do FMI, de que o indicador tradicional não pode ser aplicado ao caso brasileiro. Sendo assim, Batista Jr. (1985, p. 26) o define como sendo: “[...] a diferença entre a variação do endividamento global do setor público não financeiro e a soma dos acréscimos devidos à atualização do valor do estoque da dívida pública interna pela correção monetária e cambial.”

De acordo com Tanzi (1990, p. 351), o déficit operacional pode não ser um índice de referência adequado, pelo fato de que é afetado pela taxa real de juros, que não é diretamente controlável pelos planejadores. Isto levou ao uso crescente do conceito de déficit primário nas negociações do FMI com os diversos países. Este pode ser definido como o déficit operacional com a exclusão “[...] de todos os pagamentos de juros do cálculo do déficit fiscal.” (TANZI, 1990, p. 351).

A principal virtude do déficit primário, de acordo com Tanzi (1990), é que ele está relacionado a um conceito associado às despesas que não incluem juros e às receitas comuns; ou seja, ele está associado a itens que, pelo menos na teoria, são diretamente controláveis pelas autoridades. Sendo assim,

a dimensão de um esforço fiscal feito pelo país pode ser medida de um modo objetivo via mudanças no déficit primário (fiscal).

Uma deficiência deste conceito é que o pagamento de juros reais (e, talvez, também a correção monetária) tem implicações sobre a demanda agregada e, por conseguinte, sobre a inflação e o balanço de pagamentos. Portanto, enquanto princípio, o déficit primário é uma boa

medida do esforço fiscal feito ou a fazer por um país. Ele, outrossim, é uma medida inadequada para avaliar o esforço necessário.

Ainda de acordo com Tanzi (1990, p. 352-354), outra questão conceitual que se coloca é saber se a medida relevante deve ser aquela que se relaciona a pagamentos à vista ou a compromissos. Aqui, o tratamento da questão do déficit passa a ser relacionado com os princípios contábeis de regime de caixa e regime de competência; ou seja, apresentam-se argumentos para que todos os compromissos e receitas futuras sejam descontados na avaliação da posição fiscal líquida de um país. Nesta perspectiva, o déficit diminuiria.

Após a apresentação dos principais conceitos de déficit, é possível analisar suas causas. Entende-se que o maior problema das contas públicas, hoje, encontra-se na rubrica de juros. Por isto, na seqüência, serão apresentados os principais argumentos que corroboram tal hipótese. Assim, para atingir o objetivo deste trabalho adotou-se a seguinte metodologia: fez-se, inicialmente, uma rápida consideração conceitual sobre o que vem a ser déficit fiscal, para em seguida apresentar os argumentos que atestam ser os juros os principais causadores desse déficit. Num segundo momento apresentou-se uma análise do pacote de ajuste fiscal adotado na segunda metade dos anos 1990; em seguida buscou-se analisar porque o Brasil não conseguiu incrementar seu crescimento, a despeito do controle da inflação e, por fim, apresenta-se algumas considerações finais.

IMPACTO DOS JUROS SOBRE AS CONTAS PÚBLICAS

Compreende-se que as reais causas da questão fiscal estão vinculadas à política macroeconômica do governo, que utiliza o déficit fiscal, de um lado, como

instrumento financiador do crescimento econômico, tal como ocorreu na década de 1970 e, de outro lado, como instrumento garantidor da política de estabilização econômica, tal como vem ocorrendo atualmente.

POLÍTICA MACROECONÔMICA DO GOVERNO E VARIÇÃO NAS TAXAS DE JUROS NA PRIMEIRA METADE DOS ANOS 1990

A concepção do Plano Real assentou-se na idéia de que a estabilização seria mantida com a manutenção da valorização cambial e o controle da política monetária, via contenção do crédito e do consumo, o que pressupõe taxas de juros necessariamente altas. Ora, tal situação, além de não possibilitar a retomada do crescimento econômico (devido aos juros altos que são desestimuladores do investimento), cria pressões na conta comercial do balanço de pagamentos (juros elevados estimulam as importações), agravando o déficit nas contas correntes e colocando o país na estrita dependência da entrada líquida de capitais estrangeiros.

Na perspectiva de utilizar o déficit fiscal como instrumento mantenedor da estabilização econômica, nos primeiros momentos de implementação do Plano Real, utilizou-se um grande aperto nos gastos correntes para garantir um superávit primário (que não incorpora os juros). Esta medida era necessária para fazer frente à elevação das taxas de juros, principalmente internas, com o objetivo, por um lado, de captar recursos no exterior para cobrir o déficit da Balança Comercial decorrente da abertura; e por outro lado, de “esterilizar” estes recursos que, transformados em real, induziriam uma ampliação dos meios de pagamento em circulação, comprometendo o controle da inflação.

Para viabilizar esta “esterilização”, o governo coloca títulos públicos no mercado; para que as pessoas se sintam atraídas por estes títulos, é necessário que suas expectativas de lucratividade concretizem-

se, o que é obtido com os juros elevados. De acordo com Ribeiro (1996, p. 8-9):

Os aspectos positivos dessa estratégia são a preservação da capacidade de pagamento dos compromissos externos, da taxa de câmbio, bem como da confiança do capital financeiro internacional no processo de estabilização e, portanto, o êxito do Real no front inflacionário. O outro lado desse processo, onde são contabilizados os aspectos negativos, é dado pelo fato de que estão aí postos os ingredientes necessários a uma deterioração auto-alimentada das contas públicas. Nesse caso, o componente financeiro do déficit público (serviço da dívida pública, ou a conta dos juros) se torna o principal responsável pelo aumento da própria dívida. É como se a cobra começasse a comer o próprio rabo.

Ora, a elevação dos juros amplia a dívida pública pré-existente, bem como seu serviço, comprometendo as contas públicas em um momento posterior, pois, ao se definir o déficit fiscal, por meio do conceito de necessidade de financiamento do setor público (NFSP), no momento em que se amplia a dívida pública, deduz-se que ocorreu uma ampliação da NFSP. Esta análise pode ser visualizada na Tabela 1.

Como se pode observar, ao longo do período de 1991 a 1996, o resultado primário obtido nas contas públicas foi sempre superavitário; contudo, quando se incorpora os juros – que por sua vez se mantiveram crescentes no período – observa-se o chamado déficit operacional. Embora tenha ocorrido uma queda nos juros – entre 1995 e 1996 –, suas despesas mantiveram-se basicamente as mesmas, porque o estoque da dívida triplicou. Nesse caso, o déficit público operacional não é aliviado, pois, para tanto, a queda deveria ser muito mais significativa. Só que isso fragilizaria o front externo.

Tabela 1
Déficit público da União, 1991-1996

Itens	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Resultado primário	-1,05	-0,63	-0,77	-3,08	-0,50	-0,40
Juros reais líquidos	1,13	1,81	1,48	1,62	2,22	2,07
Resultado operacional	0,08	1,18	0,71	-1,46	1,72	1,67

Fonte: Secretaria de Política Econômica (SPE) apud Giambiagi (1997, p. 194-195)
(-) = Superávit

Em síntese, a necessidade de captação de recursos no exterior induz o governo a buscar no mercado financeiro interno ou a emitir os reais necessários para realizar a conversão das divisas. Este processo, por sua vez, gera expansão da liquidez interna que, consequentemente, exige nova ação governamental para colocar mais títulos no mercado e assim enxugar o crescimento da liquidez em reais. O resultado final é mais expansão da dívida interna e do montante de juros que se tem que financiar por meio da oferta de novos títulos.

Sendo assim, pode-se dizer que a condução da política de ajuste, no estágio atual, gera uma armadilha em que, se de um lado a inflação é mantida baixa, de outro compromete-se a conta comercial do Balanço de Pagamentos e as contas fiscais do governo, via o crescimento inevitável da dívida interna.

De acordo com Stanley Fischer (apud RABELO, 1996, p. 4):

[...] a maneira de resolver tal problema é provocar um relaxamento nos juros internos e no câmbio. Contudo, o governo só pode mexer nestas variáveis depois de fazer um significativo ajuste fiscal, que garanta o ajuste do setor público para gerar a confiança necessária no sentido de que o ajuste macroeconômico realmente ganhe consistência.

Este ajuste não ocorreu até o momento em que o comportamento instável (com ênfase nas baixas) das Bolsas de Valores induzisse o governo a adotar as recentes medidas de ajuste fiscal, que serão analisadas em seguida.

MEDIDAS DE AJUSTE FISCAL NA SEGUNDA METADE DA DÉCADA DE 1990

As medidas adotadas pelo governo, na segunda metade da década de 1990, para tentar garantir a continuidade da estabilização, já que o mercado financeiro tem demonstrado uma instabilidade incommensurável, envolveram, em um primeiro momento, o aumento das taxas de juros de seus títulos (que sal-

taram de um patamar de 20,73% para 43,40%, mais do que dobrando), como forma de demonstrar ao investidor estrangeiro que o Brasil continuava "viável", mesmo com a ocorrência de movimentações negativas nas Bolsas de Valores.

Em síntese, a necessidade de captação de recursos no exterior induz o governo a buscar no mercado financeiro interno ou a emitir os reais necessários para realizar a conversão das divisas

Contudo esta medida induz uma ampliação do déficit fiscal, como já apontado. Tendo em vista a necessidade de contornar a questão fiscal, e considerando que sem este controle pode ocorrer um descrédito em relação à "viabilidade" do Brasil – coisa que o governo não tem nenhuma intenção de que venha a ocorrer, pois provocaria uma retirada desenfreada dos capitais especulativos que por aqui estão aportados –, o governo precisou adotar algumas medidas, que fizeram parte do chamado pacote fiscal.

Estas medidas objetivavam aumentar as receitas – a exemplo da ampliação, em 10%, do Imposto de Renda Pessoa Física, que começou a vigorar em 1998 e 1999 e da elevação imediata das alíquotas do Imposto sobre Produtos Industrializados, nos casos de automóveis e bebidas, o que elevou o preço desses artigos – e diminuir os gastos – com a demissão de 33 mil servidores não estáveis, por exemplo. Ao lado destas medidas ainda se pode encontrar outras, como as que reduzem o montante da renúncia fiscal, como a traduzida na redução de 50% dos incentivos fiscais para projetos setoriais e regionais, que afetou os incentivos à informática, como os realizados pelo CNPq.

Estas medidas traduziram-se em efeitos maléficos para o crescimento econômico, que já vinha apresentando resultados bastante tímidos e transformaram-se em uma acentuada recessão, além de responsabilizar a sociedade por uma "conta" que, efetivamente, ela não contraiu, mas que vem pagando ao longo do tempo. Assim, resta ainda uma grande interrogação que pode ser apresentada pelos dos seguintes questionamentos: será que este ajuste fiscal é suficiente para controlar o déficit? Será que a quebra da atividade econômica não é muito mais maléfica do que uma "pequena" variação na inflação?

Contudo esta medida induz uma ampliação do déficit fiscal, como já apontado. Tendo em vista a necessidade de contornar a questão fiscal, e considerando que sem este controle pode ocorrer um descrédito em relação à "viabilidade" do Brasil – coisa que o governo não tem nenhuma intenção de que venha a ocorrer, pois provocaria uma retirada desenfreada dos capitais especulativos que por aqui estão aportados –, o governo precisou adotar algumas medidas, que fizeram parte do chamado pacote fiscal.

Pode-se ainda dizer que as medidas adotadas no pacote fiscal não atacaram as reais causas do descompasso da economia brasileira, que se situavam em torno da supervalorização do real em relação ao dólar, nem evitaram a necessidade de se conseguir cada vez mais recursos no exterior para continuar a sustentar esta supervalorização.

A desvalorização do dólar decorre, em última instância, da manutenção das altas taxas de juros

CONTROLE DA INFLAÇÃO, TAXA DE CÂMBIO, TAXA DE JUROS E CRESCIMENTO ECONÔMICO

Hoje pode-se dizer que a inflação está sob controle, haja vista que, de acordo com o Banco Central do Brasil (REUNIÃO DO COPOM, 2007, p. 1-2):

A inflação mensal medida pelo IPCA mostrou aceleração no quarto trimestre de 2006, tendo registrado média de 0,37%, contra 0,15% no terceiro trimestre e 0,03% no segundo trimestre do mesmo ano. Em dezembro, a inflação mensal foi de 0,48%, superior aos 0,31% de novembro e ligeiramente acima das expectativas dos analistas do setor privado vigentes na véspera da divulgação do índice e também das expectativas que prevaleciam ao final do mês anterior. No acumulado em 12 meses, a inflação de dezembro também mostrou aceleração, frente a 3,02% em novembro. De fato, com os desenvolvimentos observados nos últimos meses, a inflação acumulada em 2006 alcançou 3,14%, ante 5,69% em 2005, sendo a menor taxa de inflação anual desde a adoção do regime de metas, em 1999.

Esses dados reafirmam o controle da inflação. Todavia a economia brasileira, segundo estimativas do mercado financeiro, devia oscilar entre 2,5% e 3%, depois de ter permanecido entre 2,3% e 3% ao longo de 2005 (PINHEIRO, 2006). Por outro lado, as exportações brasileiras vêm crescendo, saindo dos 55 bilhões de dólares em 2000 para aproximadamente 130 bilhões de dólares em 2006. Isto foi proporcionado por uma conjuntura internacional favorável (BELLUZZO, 2006).

As informações apresentadas permitem indagar-se por que o Brasil não consegue dar um salto ex-

pressivo no crescimento econômico, já que as condições de estabilidade e conta corrente superavitária já se firmaram? Entende-se que a resposta a esta questão passa, necessariamente, pela compreensão da taxa de câmbio e da taxa de juros.

O que se pode observar é que o real vem mantendo uma expressiva valorização. De acordo com Pinheiro (2007, p. 26):

Em nome do purismo do câmbio flutuante, o Brasil é a nação latino-americana que apresentou a maior desvalorização do dólar entre 31 de dezembro de 2002 (final do mandato de Fernando Henrique Cardoso) e 6 de fevereiro último: um tombo de 41,04% ante queda de 23,94% no Chile, segundo colocado no ranking.

A desvalorização do dólar decorre, em última instância, da manutenção das altas taxas de juros, dado que, com o juro real em torno de 9,5% a 10% a.a., poucos arriscam apostar na subida do dólar. Os efeitos dessa situação são sentidos pela indústria brasileira, na medida em que sua competitividade é comprometida em decorrência de importações baratas e por não ter condições de enfrentar a concorrência internacional.

De acordo com Belluzzo (2007, p. 29):

A forma e os métodos que o sistema financeiro e de crédito assumiu no Brasil, sobretudo depois da abertura da conta de capitais e da desregulamentação financeira, são um obstáculo ao crescimento. Poucos países ditos emergentes têm uma combinação câmbio-juro tão hostil ao crescimento e tão favorável às formas estereis e socialmente perversas de arbitragem e especulação com os preços dos ativos. Em um ambiente de dólar fácil e barato, tais manobras suscitam a valorização da moeda brasileira. Além de outras inconveniências óbvias, a valorização é um chute no traseiro do investimento produtivo estrangeiro e já espanta os empresários brasileiros, convidados a mover suas fábricas para outras paragens.

Como pôde ser visto, enquanto o Brasil mantiver a combinação juros elevados e câmbio valorizado, as

possibilidades de retomada do crescimento ficam comprometidas, já que os fatores relevantes para a definição de novos parâmetros não se constituem em variáveis atrativas.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Concluindo, vale a pena ressaltar que a questão fiscal está intimamente interligada à política macroeconômica do governo, que opta por se endividar para fazer frente à necessidade de estabilizar a economia. Este tipo de política pode constituir-se em uma "faca de dois gumes", pois, se num primeiro momento mostra-se eficaz para promover a estabilidade, num segundo momento pode transformar-se no instrumento desestabilizador desse processo.

A questão fiscal na segunda metade dos anos de 1990 pode ainda ser analisada sob diferentes perspectivas, a exemplo das receitas, identificando-se sua deterioração, devido fundamentalmente ao quadro econômico desfavorável – que cerceia o crescimento da arrecadação, ao inibir o crescimento do produto.

A deterioração da arrecadação tributária, não somente ao longo da década de 1980 como também nos primeiros anos da década de 1990, deveu-se também à aceleração inflacionária. A inflação crescente induz uma corrosão na arrecadação real de tributos e contribuições, na medida em que existe um *gap* entre o fato gerador e a entrada dos recursos no caixa do governo.

Esta situação, que ficou conhecida na literatura como efeito Oliveira-Tanzi, comprometia ainda mais as contas públicas, pelo impacto

negativo que gerava na arrecadação tributária. Mesmo que medidas contrabalanceadoras tenham sido adotadas, como a criação do Fundo de Investimento Social (FINSOCIAL), por exemplo, não se conseguiu reverter o quadro de deterioração das receitas tributárias do país. De acordo com Velloso (1994, p. 73):

[...] a receita federal, excetuando o ano de 1986, declinou seguidamente de 1985 a 1989, quando atingiu o ponto mínimo (vide Tabela II). Esse ponto mínimo se manteve, a rigor, inalterado, até 1992, se for desconsiderado o ano de 1990, por ser também atípico¹. Já em 1993 houve significativa recuperação da arrecadação federal.

Esta análise demonstra que não somente as despesas, mas também as receitas devem ser observadas, quando se almeja obter o tão desejado ajuste fiscal. Nesta perspectiva, as medidas adotadas não buscaram apenas ampliar as receitas, como também reduzir as despesas públicas. Contudo, este tipo de ajuste está muito mais preocupado em ampliar o superávit primário, para fazer face à necessidade de pagar os juros, do que em promover o crescimento econômico.

Como o governo, de acordo com Ribeiro (1996), não está emitindo dívida para financiar o crescimento da economia por meio de investimentos, mas tão somente para fazer financiar o custeio, ele não consegue ampliar sua arrecadação tributária, o que afastaria qualquer temor quanto à possibilidade de insolvência e, portanto, de que ele viesse a se financiar pela via inflacionária. Além do mais, o retorno social dos investimentos também contribuiria para fortalecer a capacidade de pagamento do governo.

A deterioração da arrecadação tributária, não somente ao longo da década de 1980 como também nos primeiros anos da década de 1990, deveu-se também à aceleração inflacionária

Tabela 2
Receita não financeira da União, 1985-1993

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Receita administrativa pela SRF	11,0	11,2	9,9	9,0	8,6	11,4	8,8	8,7	9,4

Fonte: SRF, apud Velloso (1994, p. 73)

¹ Ano inicial do governo Collor, sob o impacto da queda brusca da inflação, em face do Plano Collor I, e da arrecadação acima do normal do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), em vista de alterações com incidência somente naquele ano.

O mesmo não ocorre, ainda de acordo com Ribeiro (1996), quando o motivo do aumento do endividamento reside no financiamento de custeio, ou seja, despesas correntes. Nesse caso, o governo simplesmente está retirando recursos financeiros do setor produtivo sem produzir impactos positivos na atividade econômica. Diante dessa situação, a mesma magnitude de receita deve fazer face a maiores necessidades de desembolso, principalmente com a conta de juros. Para tal, outros importantes itens de gasto, principalmente os de cunho social, devem ser sacrificados.

Um caminho alternativo para o enfrentamento do déficit público, mediante o crescimento econômico, seria a sustentação desse crescimento com substanciais expansões das exportações.

REFERÊNCIAS

BATISTA JÚNIOR., Paulo Nogueira. Dois diagnósticos equivocados da questão fiscal no Brasil. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 5, n. 2, p. 16-38, abr./jun. 1985.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Outra partitura: já que caiu Palocci, o maestro desafinado, é fundamental o país mudar de rota. *Carta Capital*, 1º. nov. 2006.

_____. Receita dos Money Docs: câmbio II – desde o século XIX, os doutores da grana são ligados aos interesses da banca. *Carta Capital*, 14 fev. 2007.

Um caminho alternativo para o enfrentamento do déficit público, mediante o crescimento econômico, seria a sustentação desse crescimento com substanciais expansões das exportações

GIAMBIAGI, Fábio. Necessidade de financiamento do setor público: 1991/96 - bases para a discussão do ajuste fiscal no Brasil. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 27, n. 1, p. 185-220, abr. 1997.

PINHEIRO, Márcia. A escolha de Sofia: câmbio o desafio do presidente

Lula é impor limites à especulação financeira. *Carta Capital*, 14 fev. 2007.

_____. Um copo meio cheio: herança o Brasil melhorou no governo Lula. Agora, é preciso ousar para crescer. *Carta Capital*, 1º. nov. 2006.

RABELO, Anir. As pressões pelo ajuste fiscal. *Oikos*, ano 4, n. 33, p. 02 – 06, out. 1996.

REUNIÃO DO COPOM, 124., 2007, Brasília. *Atas ... Brasília: BACEN*, 2007. Disponível em: <<http://www.bacen.gov.br/?COPOM124>> Acesso em: 08 mar. 2007.

RIBEIRO, Marco Polo. A performance das contas públicas. *Oikos*, ano 4, n. 33, p. 07–12, out. 1996.

TANZI, Vito. Política fiscal e reestruturação econômica na América Latina. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v. 44, n. 3, p. 337-366, jul./set. 1990.

VELLOSO, Raul W. R. Combate à inflação e ajuste fiscal. In: VELLOSO, João Paulo dos Reis (Coord.). *Estabilidade e crescimento: os desafios do Real*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1994, p. 65-88.