

DA AUSTERIDADE AO ESTADO DE REDUÇÃO DE RISCOS? PRESENTE E FUTURO DA POLÍTICA FISCAL*

From austerity to the risk management state? Present and Future of the Fiscal Policy

Nuno Teles[†]

Matheus Dias[‡]

RESUMO

As últimas três décadas testemunharam a crescente imposição de regras fiscais que visam a redução do gasto público e limites à intervenção pública na economia. Estes dispositivos políticos têm o seu suporte teórico no “Novo Consenso Macroeconômico”, síntese das contribuições monetarista, novo clássico e novo-keynesiano. Estabelecida a política fiscal restritiva permanente, o investimento público foi substituído por novos modelos de financiamento privado, sobretudo na forma de Parcerias Público-Privada (PPP). O recente ressurgimento da política industrial e o aumento dos déficits orçamentários são frequentemente entendidos como o fim da austeridade. Este artigo argumenta que não é esse o caso. Partindo da comparação das trajetórias na política fiscal entre a UE, pioneira das regras fiscais, e o Brasil, onde estas regras foram mais restritivas, argumenta-se que assistimos hoje a um novo modelo de austeridade fiscal, seletiva, disposta ao gasto em setores considerados estratégicos, da energia à defesa. O Estado reforça o seu papel na redução de riscos ao capital privado, seja na forma de subsídios e garantias financeiras, no caso europeu, ou em formas mais robustas, através de uma nova aposta nas Parcerias Público-Privadas, no caso do Brasil. Embora com contradições, a política fiscal neoliberal se reinventa e perdura.

Palavras-chave: Política fiscal; Austeridade; Estado de redução de risco; Novo Consenso Macroeconômico; Parceria Público-Privada

Classificação JEL: H3; L32; 054

ABSTRACT

The last three decades have seen the increasing imposition of fiscal rules to reduce public spending. These political measures are theoretically supported by the "New Macroeconomic Consensus," which synthesizes the contributions of monetarism, new classical economics, and new Keynesian economics. With the establishment of a permanent restrictive fiscal policy, public investment was replaced by new financing models, primarily in the form of Public-Private Partnerships (PPP). The current resurgence of industrial policy is often understood as the end of the austerity era. This article argues otherwise. By comparing the trajectories of fiscal policy between the EU, a pioneer in adopting fiscal rules, and Brazil, where these rules have been more stringent, it is asserted that we are currently witnessing a new model of selective fiscal austerity, willing to spend in sectors deemed strategic, from energy to defense. The state reinforces its role in derisking capital, whether through subsidies and financial guarantees in the EU, or through more robust risk reduction measures via a renewed commitment to Public-Private Partnerships, in Brazil. Despite its contradictions, neoliberal fiscal policy succeeded in reinventing itself.

Keywords: Fiscal policy; Austerity; Derisking State; New Consensus Macroeconomics; Private-public partnership;

JEL code: H3; L32; 054.

* Os autores agradecem os comentários e sugestões de Fabrício Pitombo Leite e Carolina Reitermajer Viana e aos dois avaliadores anônimos que assim contribuíram para melhorar este artigo, assumindo a responsabilidade por quaisquer erros e omissões que permaneçam. Os autores agradecem a todos os membros do Núcleo de Estudos Conjunturais da Universidade Federal da Bahia (NEC-UFBA), cujos seminários informaram muitas das discussões presentes neste artigo. Matheus Dias agradece a CAPES pelo suporte financeiro.

[†] Professor Adjunto da Faculdade de Economia da Universidade Federal da Bahia (UFBA) Contato: teles.nuno@gmail.com.

[‡] Mestrando do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (PPGE/UFRJ) Contato: soaresmatheusdias@gmail.com.

1 Introdução

A governança orçamentária internacional das últimas três décadas foi marcada pela aplicação de regras que limitam a política fiscal. Estas regras nasceram da defesa histórica do equilíbrio nas contas públicas presente no debate econômico que remontam aos clássicos da economia política (Blyth, 2013). No entanto, a defesa de regras legais, muitas vezes constitucionais, na prossecução de metas de superávit orçamentário e de redução da dívida pública advém de uma base teórica relativamente nova. Após o fim do chamado “consenso Keynesiano” do pós-segunda guerra mundial, se inicia uma ampla rejeição à eficácia da política fiscal. Este consenso foi substituído pela ordem neoliberal e a defesa de uma “constituição econômica” que limitasse a intervenção dos Estados, fundada teoricamente a partir da síntese das abordagens teóricas do monetarismo, dos “novos” clássicos e da teoria dos ciclos reais de negócios, posteriormente moderada pelas teorias ditas novo-keynesianas. Esta síntese teórica foi encapsulada no conceito de Novo Consenso Econômico (NCM) (Fine e Dimakou, 2016; Skidelsky, 2018).

A defesa do equilíbrio orçamentário foi posta em xeque pelas duas crises mais recentes, a Crise Financeira Global (CFG) de 2008-09 e a crise pandêmica de 2020-21. A emergência criada por estas crises obrigou os Estados a violar as regras fiscais autoimpostas, adotando políticas mais expansionistas. Recentemente, a competição entre blocos econômicos, sobretudo entre os EUA e a ascendente China, trouxe de volta a política industrial como instrumento econômico crítico na competição internacional e, por conseguinte, forçou uma postura mais flexível em relação ao dogma do equilíbrio orçamentário (Teles, 2022).

No Norte global, com os novos governos de 2025 em economias como a norte-americana, com os republicanos de Trump, ou a alemã, com os conservadores de Moretz, os compromissos de equilíbrio orçamental parecem ter sido abandonados, sendo tolerados maiores déficits orçamentais e endividamento público, favorecendo, no primeiro caso, o corte de impostos, e, no segundo caso, o aumento da despesa pública (Steinbach e Zettelmeyer, 2025). O cenário é bastante diferente no Sul global. Para os países com necessidade de financiamento público nos mercados externos, em dólar, anos de endividamento “barato”, combinados com as necessidades pandêmicas, resultaram em uma nova crise de dívida durante o recente aumento das taxas de juro globais (Fisher e Storm,

2023). No Brasil, depois do colapso do Teto dos Gastos durante a pandemia, o Novo Arcabouço Fiscal, que flexibilizou a anterior regra fiscal, tem se revelado difícil de cumprir, mesmo em um contexto de crescimento econômico. São vários os aumentos de impostos e, sobretudo, cortes de benefícios sociais anunciados como forma de cumprir o novo arcabouço (Brenck e Rodrigues, 2025).

Este artigo parte de uma análise comparativa entre a União Europeia (UE) e o Brasil, como realidades econômicas distintas, no Norte e no Sul global, que compartilham a implementação e sucessiva revisão de várias gerações de regras fiscais. Esta comparação ganha relevância dado o caráter pioneiro, ao nível internacional, da prossecução de regras fiscais na União Europeia (UE), chegando mesmo à constitucionalização de tais regras em vários dos seus países-membros, seguindo de perto os preceitos da NCM. O processo de construção da União Econômica e Monetária implicou a criação de regras fiscais em 1992, ao abrigo do tratado de Maastricht que previa a criação da moeda única. As regras fiscais no resto do mundo vão ter, assim, a UE como modelo, seguindo também de perto as implicações aí verificadas na provisão de investimento público. O desfasamento entre o investimento público, tomado como variável de ajustamento orçamentária para cumprimento dos critérios de Maastricht, e as necessidades crescentes de infraestrutura, deu origem a novas engenharias financeiras, que não geraram, pelo menos de forma imediata, aumento do gasto público. Se destacando a emergência das parcerias público-privadas (PPP), replicadas à volta do mundo, que, embora tenham sido parcialmente abandonadas na UE, continuam a servir de panaceia para as necessidades de investimento no Sul global.

A comparação com um país periférico, como o Brasil, permite, não só apontar pistas futuras para a política fiscal neste país, como contribuir para o entendimento do caráter variado do capitalismo contemporâneo, onde sucessivas reformas neoliberalizantes de disciplina de mercado produzem efeitos desiguais em ambientes nacionais e institucionais diversos (Brenner *et al*, 2009). O recurso a regras fiscais e subsequentes engenharias financeiras não é o mesmo para todos os países. Ele depende da posição de cada um na hierarquia da economia internacional, com a sua declinação cambial. Como apontado pela literatura pós-keynesiana, o *Dólar* americano e, em menor medida, o *Euro*, beneficiam de forte liquidez internacional dada a profundidade dos mercados financeiros e o seu papel de reserva internacional. Moedas como o *Real*, sem a mesma liquidez e associadas a estruturas produtivas deficitárias na economia internacional, obrigam a uma política cambial, marcada pelo acúmulo de reservas internacionais, e uma política monetária permanentemente

restritiva, caracterizada por altas taxas de juro, com óbvias consequências fiscais no que toca ao custo da dívida pública, diminuindo o espaço da política econômica. (Andrade e Prates, 2012; De Conti e Prates, 2018; Paula *et al*, 2024).

Este artigo mostra que são precoces quaisquer obituários da austeridade fiscal e do neoliberalismo que olham só para o Norte Global. Embora as velhas regras fiscais tenham sido abandonadas e estejamos perante um novo quadro de ativismo orçamentário, tal quadro não deve ser confundido com um retorno ao consenso keynesiano. Pelo contrário, o que observamos é uma reciclagem teórica e política do ideário neoliberal, onde a consolidação orçamentária se torna seletiva, priorizando despesas com os aparatos de defesa e segurança e com áreas consideradas estratégicas para a acumulação de capital. O neoliberalismo se reinventa através de um novo nexos fiscal-monetário, intitulado “Estado de redução de riscos” - *Derisking State* (Gabor, 2021, 2023). O Estado procura reduzir o risco de instrumentos financeiros, nomeadamente dívida pública e privada, através de garantias, crédito subsidiado ou créditos fiscais, combinados com PPP em setores considerados estratégicos. A intervenção fiscal ativista é condicionada à lógica das necessidades de mercado e à percepção e construção do risco por parte do capital, excluindo mecanismos de disciplina deste e a provisão pública de bens e serviços de um Estado desenvolvimentista.

As diferentes inserções na economia internacional introduzem nuances no modelo de política fiscal, mais restritivo nas suas metas para o Brasil na sua comparação com a UE. A política industrial é também diferenciada nos seus instrumentos. Dadas as suas maiores restrições orçamentárias, o Brasil parece não acompanhar a dimensão de garantias, subsídios e créditos fiscais da UE enquanto política de redução de riscos. As PPPs reassumem protagonismo no caso brasileiro, respondendo à crescente dimensão e ao apetite de novos agentes financeiros internacionais, como fundos de investimento (também conhecidos como bancos-sombra), em busca de ativos “alternativos” para investir no Sul global, devidamente pelo Banco Mundial (Christophers, 2023). Com o apoio financeiro e a *expertise* das organizações internacionais multilaterais, como o Banco Mundial, surge assim o que Gabor (2021) denomina “Consenso de Wall Street”. A defesa da retirada do Estado do Consenso de Washington é substituída pela intervenção do Estado nas garantias ao setor privado de forma a atrair capital estrangeiro para os seus projetos de investimento prioritários de PPP, dos transportes à transição energética.

Depois desta introdução, este artigo analisa na primeira seção o nascimento do Novo Consenso Macroeconômico que, aliado à teoria da Escolha Pública, promoveu e legitimou a ideia de regras fiscais a partir dos anos oitenta. Na segunda seção, se discute a tradução política deste consenso, primeiro, com o progressivo alargamento geográfico da criação de regras fiscais e, em seguida, com as suas revisões e gerações face a diferentes crises, nomeadamente, a CFG e a crise pandêmica de 2020-21. Neste contexto de regras fiscais restritivas, a terceira seção explica o surgimento e evolução das PPP como engenharia financeira alternativa para investimento público no Norte global, seu progressivo abandono e adoção no Sul global, nomeadamente no Brasil. Na quarta seção apresentamos a nova síntese da política fiscal hoje prevalecente, sublinhando as linhas de continuidade teórica da política do novo paradigma de redução de riscos, com a sua declinação no “consenso de Wall Street” no Sul global. Na conclusão, se defende que, embora estejamos longe do fim do neoliberalismo no campo da política fiscal, novas tensões e contradições encapsuladas neste novo regime fiscal permitem uma leitura diferenciada da austeridade fiscal, nas suas diferentes categorias e geografias, bem como algumas pistas para alternativas políticas futuras.

2 Do novo consenso macroeconômico ao nascimento dos regimes de política fiscal

O Novo Consenso Macroeconômico (NCM) alicerça-se, inicialmente, na síntese entre a recuperação da teoria quantitativa da moeda no monetarismo de Milton Friedman (1989) com a chamada revolução das expectativas racionais de Robert Lucas (1972). Enquanto monetarismo convoca a teoria quantitativa da moeda como ataque ao keynesianismo, através da defesa da moeda enquanto mero véu da atividade econômica, a teoria das expectativas racionais postula a capacidade de antecipação racional dos agentes econômicos, interpretando toda a informação disponível e agindo de forma exclusivamente autointeressada (Skidelsky, 2018)). Abandonados são os modelos baseados em expectativas adaptativas e, sobretudo, qualquer entendimento das decisões econômicas em um ambiente de incerteza radical, de não ergodicidade, dominados pelos “espíritos animais” de comportamento, distintos, a que o NCM vai recorrer, de conceitos como racionalidade limitada ou assimetria de informação (Dunn, 2001).

Ancorada na teoria dos “fundos emprestáveis”, onde a quantidade de moeda na economia é exógena, e as poupanças são a origem do investimento, o monetarismo

recuperou a ideia do *crowding out* do gasto público. Quando o governo financia o seu déficit público, ele estaria a disputar fundos com o setor privado. O aumento na demanda pública por crédito conduziria a um aumento na taxa de juros real, prejudicando assim os tomadores privados de crédito. O mesmo processo também ocorreria por meio da emissão de títulos públicos como forma de financiamento. Nesse cenário, os juros reais se elevariam à medida em que, devido ao déficit público, o prêmio de risco de títulos públicos se eleva (Friedman e Heller, 1969).

A defesa da ineficácia da política econômica ativista defendida pela teoria das expectativas racionais está sintetizada pelos dois dos expoentes máximos dos Novos Clássicos, os economistas Robert Lucas e Thomas Sargent, no artigo provocativamente intitulado “Depois da Economia Keynesiana” (1979). Estes economistas concluem que a macroeconomia dita keynesiana, baseada no modelo IS-LM e na curva de Phillips, não fornece princípios confiáveis para a formulação de política monetária e fiscal (nem bons modelos de previsão econométrica). Dada a presença de agentes racionais que conseguem processar toda a informação na formulação de expectativas e adaptar o seu comportamento, a eficácia da política discricionária inscrita no modelo IS-LM fica amputada (Lucas e Sargent, 1979). Esta visão, mais do que querer defender uma qualquer ineficácia da política econômica - que, aliás, os autores recusam - procura a política econômica como o estabelecimento de regras estáveis facilmente compreendidas pelos agentes.

A visão cética da política econômica ativista vai ter ainda um outro suporte intelectual na teoria da Escolha Pública, fundada por James Buchanan (Cooper, 2024). Esse programa de pesquisa surgiu do interesse de compreender o processo de decisão política (Buchanan, 1984). Nesse sentido, Buchanan afirma que a Teoria da Escolha Pública aborda o comportamento político guiado pelo interesse próprio tal como o modelo neoclássico do *homo economicus* prevê, recusando qualquer visão da política enquanto projeto coletivo do bem comum (Buchanan, 1984). No que tange à política fiscal, os decisores políticos tenderiam a financiar gastos não através de aumento de impostos, custosos em termos eleitorais, mas de dívida pública, tornando o ciclo político essencialmente deficitário. Em uma postura de desconfiança com a democracia, a política fiscal deve ser regida por regras e não deixada à discricionariedade dos agentes políticos.

Nesta ótica neoliberal, surge então o conceito de “regime de política econômica”, previamente anunciada, e a ser seguidas por sucessivos governos, qualquer que fosse a sua

orientação ideológica. O estabelecimento de um regime de política econômica afastaria a discricionariedade fiscal e a tendência a recorrer a déficits orçamentários, além de prover uma “âncora” às expectativas dos agentes econômicos. Kydland e Prescott (1977), fundadores da teoria dos “ciclos reais de negócios”, afirmam que a discricionariedade política é pouco desejada “não por ser estúpida ou má”, mas por resultar “ou em um planejamento subótimo ou em instabilidade econômica” (Kydland e Prescott, 1977, p. 487). Em democracia, a política econômica deve ser tutelada por regras claras, simples e eficientes, de modo que seja de fácil entendimento para os eleitores quando os políticos as violem.

Entretanto, estas posições contra a política fiscal vão ser moderadas nos anos noventa pela incorporação teórica da assimetria de informação, miopia dos agentes e outras fontes de rigidez dos mercados. Tais contribuições permitem conceituar mercados incompletos ou em concorrência imperfeita - o caso dos mercados de crédito (racionado) devido à assimetria de informação (Stiglitz e Weiss, 1981) ou o caso de salários acima do equilíbrio de mercado devido à existência de salários de eficiência (Akerloff e Yellen, 1985) ou salários rígidos (Blanchard e Summers, 1986), recentemente suplementados pelos contributos da economia comportamental. A insuficiência da demanda agregada passa a ser uma possibilidade, e logo, também a ação macroeconômica estabilizadora do Estado no curto prazo. O compromisso teórico entre monetaristas, novos clássicos e estes últimos contributos, ditos novos keynesianos, vão culminar no NCM e no seu modelo de três equações, a saber a função da demanda guiada pelo hiato de produto e taxa de juro, uma curva de Phillips onde a inflação resulta do mesmo hiato e expectativas e a regra de Taylor para a política monetária que determina a taxa de juro segundo o hiato do produto e a inflação. Se aparentemente a tentativa de fixar exogenamente os agregados monetários é abandonada, substituída pelo instrumento da taxa de juro, tal mudança não deve ser entendida como uma convergência com a teoria pós-keynesiana da endogeneidade da moeda guiada pela demanda de crédito (Rochon e Rossi, 2013). A quantidade de moeda continua a ser definida pelo Banco Central, via taxa de juro, embora em ambiente onde o multiplicador monetário não opera perfeitamente.

No NCM, embora haja espaço para a estabilização macroeconômica fiscal no curto prazo, o crescimento econômico de longo prazo é determinado pelo crescimento de fatores e progresso tecnológico. A moeda é tida como neutra e se assume a existência de uma taxa de desemprego, a NAIRU (*Non-Accelerating Inflation rate of Unemployment*), abaixo da qual a inflação dispara, determinada pela oferta de fatores de longo prazo e à qual a demanda se

deve ajustar. Se recusa, por isso, qualquer prossecução do pleno emprego como objetivo político (Sawyer, 2002). O espaço para a política fiscal é, assim, limitado e sujeito a regras rígidas que retirem discricionariedade aos decisores políticos. Com uma política fiscal em grande medida ausente, o papel de estabilização macroeconômica é atribuído à política monetária, prosseguida por bancos centrais independentes com metas de inflação. Estas metas são determinadas, de forma geral, pela terceira equação do modelo, a regra de Taylor, onde a taxa de juro procura estar alinhada a uma taxa de juro, dita natural (não observável), que elimina simultaneamente a inflação e o hiato do produto (Lavoie, 2015). Um choque externo deve ser lidado através desta regra, deprimindo (ou estimulando) consumo e investimento ao longo da curva IS, com expectativas racionais integradas. Problemas de desemprego estrutural teriam de ser resolvidos não pela política macroeconômica, mas pela libertação de mercados, nomeadamente pelas reformas trabalhistas ou alinhamento de incentivos com reformas das políticas de proteção social (Fine e Dimakou, 2016).

O receituário previsto para atuação do Estado é o de zelar por uma atuação baseada na credibilidade fiscal, definida como o compromisso contínuo e consistente temporalmente. Caso as medidas não correspondam ao que o mercado espera, cresce a turbulência. A política econômica é colocada em xeque, dificultando a alocação eficiente de capital dos agentes privados. Tal turbulência foi exacerbada pela liberalização comercial e financeira dos anos oitenta e noventa, onde os fluxos de capital internacional se tornaram crescentemente sensíveis às expectativas dos agentes financeiros (Lopreato, 2013). Diante do NCM, a questão fiscal resume-se, pois, à aplicação de regimes de política que visam a diminuição da dívida pública e a credibilidade de regras, com eventuais acertos de curto prazo. Ignorada é, além da literatura que coloca a demanda e sua insuficiência no centro da análise do ciclo econômico, a análise empírica da importância de multiplicadores orçamentais no produto¹.

Se a condução da política monetária por meios aparentemente tecnocráticos e independentes do poder político foi alcançada, a questão da credibilidade fiscal tem sido mais complicada, dada a aparente impossibilidade de transferir o orçamento público e sua execução do domínio da política para o da tecnocracia. Os déficits orçamentários nos anos setenta e oitenta e, sobretudo, a subsequente acumulação de dívida pública, deram origem ao

¹ Embora seja um campo de polémica dentro do próprio NCM e dos seus modelos DGSE, já que a estimação de multiplicadores dependerá da escolha de parâmetros como grau de rigidez de preços ou persistência de hábitos (Batini et al, 2014), as estimações indicam geralmente multiplicadores superiores a 1 (Gechert e Rannenberg, 2018), sobretudo quando a despesa pública diz respeito a investimento (Deleidi *et al*, 2020).

que Wolfgang Streeck chama de “Estado de consolidação”: face à erosão da base tributária dos estados devido à mobilidade de capital, a busca do equilíbrio orçamentário inscrito nas regras fiscais é feita sobretudo através de cortes na despesa. Sendo a despesa corrente - salários, benefícios sociais, etc - mais politicamente difícil de cortar, a despesa discricionária, especificamente o investimento público, tornou-se a principal variável de ajustamento da virada austeritária da política fiscal (Streeck, 2017).

3 Regimes e regras fiscais na UE e no Brasil

É neste contexto intelectual e político acima descrito que se assiste à estruturação de regimes fiscais por meio de regras legalmente inscritas. O Fundo Monetário Internacional (FMI) define regra fiscal como “(...) uma restrição de longa duração na política fiscal por meio de limites numéricos aos agregados orçamentários.” (Budina *et al* 2012, p. 5). O processo de inserção de regras fiscais na governança orçamentária internacional iniciou-se durante a década de 90. O principal catalisador foi o advento da União Europeia e sua união monetária, por meio do Tratado de Maastricht, que impôs limites estritos ao déficit orçamentário (3% do PIB) e à dívida pública (60% do PIB) dos países membros. Com uma dívida de 60%, crescimento econômico nominal de 5% e 2% de inflação (meta para o Banco central), um déficit de 3% não se traduziria em crescimento da dívida pública². Uma dívida estabilizada preveniria *crowding-out*, enquanto limites para o déficit evitariam *free riding* nacional nas taxas de juro reais³.

A imposição fiscal deveu-se também à preocupação de um eventual resgate financeiro de países “indisciplinados”, o que ocasionaria a monetização da dívida pública e, na lógica monetarista, o aumento da inflação (Bilbiie *et al*, 2021). Indo ao encontro do NCM, a política fiscal deveria ser controlada de forma a não inviabilizar a política monetária. O nexos keynesiano entre política monetária e fiscal era negado - o banco central estaria proibido de comprar títulos de dívida pública no mercado primário (Bilbiie *et al*, 2021). Os Estados estariam obrigados a depender exclusivamente dos mercados na sua emissão de dívida, adicionando-se assim um novo mecanismo de disciplina fiscal.

² Já a escolha dos 60% como variável exógena da sustentabilidade obedecia simplesmente ao fato de ser esse o nível de endividamento da principal economia europeia, a alemã.

³ Face a uma taxa de juro nominal comum, taxas de inflação diferentes, aqui entendidas como determinadas pelos déficits públicos, conduziram a diferenças nas taxas de juro reais entre os diferentes países.

Durante a década de 90, foram aprovadas 42 regras fiscais internacionalmente, sendo as economias avançadas responsáveis por 52% do total. No resto do mundo, a adoção de regras fiscais seguiu-se sobretudo a crises econômicas (Davoodi *et al*, 2022). Esse foi o caso do Brasil que implementou a sua primeira regra fiscal em outubro de 1998, no seguimento da crise asiática e consequente desvalorização do *Real*. Nesse mês foi aprovado o Programa de Estabilidade Fiscal, que, dentre outros objetivos, previa a elaboração da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), aprovada pelo Congresso em 2000. Estabeleceu-se então uma meta ao rácio dívida/PIB de 46%, alcançada através de uma sequência de superávits primários de 2,6%, 2,8% e 3% nos três anos seguintes. Com metas de superávit primário fixadas legalmente, surge a regra fiscal como uma das pernas do tripé macroeconômico, as demais sendo o câmbio flexível e as metas de inflação, que regem a política econômica brasileira desde então (Tavares, 2005). De fato, a liberalização dos movimentos de capital e o câmbio flexível, a posição de liquidez inferior do *Real*, obriga a uma política monetária mais restritiva, com taxas de juro elevadas, que compense o prêmio de liquidez de moedas, como a do Dólar ou Euro, e uma política fiscal também mais restritiva do que encontrada nos países do centro (Conti e Prates, 2018; Paula *et al*, 2024).

Estas regras fiscais, ditas de primeira geração (Eyraud *et al*, 2018), caracterizaram-se pela simplicidade e rigidez. Todavia, tal rigidez contribuiu para a sua implosão durante o choque da CFG. Naquilo que ficou conhecido como momento keynesiano de 2009, os Estados abandonaram explicitamente a disciplina fiscal e começaram programas de estabilização da economia, sobretudo do sistema bancário. De acordo com Eyraud *et al* (2018): “(...) entre 2008-2010, cerca de um terço das regras nacionais foram suspensas ou modificadas, ocasionalmente para evitar a contração fiscal requerida pela regra.” (p. 8). A economia capitalista global tinha sido salva da catástrofe, mas as regras fiscais pareciam feridas de morte.

Foi novamente a UE que ressuscitou as regras fiscais. No segundo ato da crise financeira global, o da crise do Euro a partir de 2010, a UE voltou ao regime das regras fiscais, reforçadas por dois pacotes legislativos, o *Six-Pack* e o *Two-Pack*, aprovados em 2011, naquilo que o FMI chamou de regras de segunda geração, apresentadas como sendo mais flexíveis (Eyraud *et al*, 2018). Central para esta aparente flexibilização das regras fiscais seria a introdução do conceito de déficit fiscal estrutural, assente na ideia de um déficit abstraído do ciclo económico e que, portanto, permitiria maior flexibilidade nos gastos públicos em períodos de recessão. No entanto, este déficit estrutural depende de conceitos inscritos no

NCM, como, por exemplo, o NAIRU, que estabelece um limite potencial ao crescimento do PIB e à diminuição do desemprego. Fixado em 0,5% do PIB dos países da UE, este novo déficit de médio prazo vai endurecer a austeridade fiscal europeia naquilo que discricionariamente são considerados os desvios ao PIB potencial. Ao mesmo tempo, os mecanismos de vigilância e controle da estrutura europeia sobre os estados nacionais foram reforçados, nomeadamente o visto prévio por parte da Comissão Europeia dos orçamentos nacionais.

No Brasil também se estabeleceu uma nova regra fiscal durante os anos 2010. Se na UE, as regras foram uma reação ao segundo ato da CFG, a crise do Euro, no Brasil elas foram reação ao terceiro ato da crise internacional, iniciado em 2013-14, que teve como palco os países do Sul global (Tooze, 2018). Em 2016, a gestão Temer avançou com novas restrições fiscais, desta vez constitucionalmente fixadas. A PEC 55/2016, a regra do Teto de Gastos, forçou um congelamento do gasto real por um período de vinte anos, com exceções, entre elas, o serviço da dívida. O teto de gastos colocou-se na contramão das regras fiscais de segunda geração adotadas pela UE, marcadas pela sua complexidade e aparente flexibilidade. Dada a total falta de consideração a respeito dos ciclos econômicos, talvez seja mais apropriado classificá-lo como regra de primeira geração. O teto e sua rigidez foram incompatíveis com as inevitáveis flutuações da economia e com as necessidades de investimento público. Durante os oito anos de vigência da PEC 55/2016, o investimento líquido do governo central foi negativo, ou seja, o investimento público não foi suficiente para cobrir os gastos com a depreciação da infraestrutura pública (Gobetti, 2023).

4 Das regras fiscais às Parcerias Público-Privado (PPP)

Face ao cumprimento das regras fiscais e várias despesas difíceis de cortar, seja por imposição legal ou resistência política, tornam o investimento público a variável de ajustamento (Streeck, 2017). Assim, surgem inevitavelmente desfasamentos (*gaps*) entre a capacidade do Estado em financiar obras públicas e a crescente necessidade de infraestrutura. Face a este desfasamento o caminho natural foi, e continua a ser, a privatização sempre que possível. Onde este caminho se mostra impossível, a solução encontrada esteve na multiplicação de PPPs, criada no Reino Unido durante os governos Thatcher sob o nome de *private finance initiative*. Os contratos de PPP diferem tanto da tradicional contratação pública quanto da privatização formal. Na contratação pública, o financiamento dos projetos é feito unicamente pelo Estado, através da receita tributária ou da emissão de dívida pública

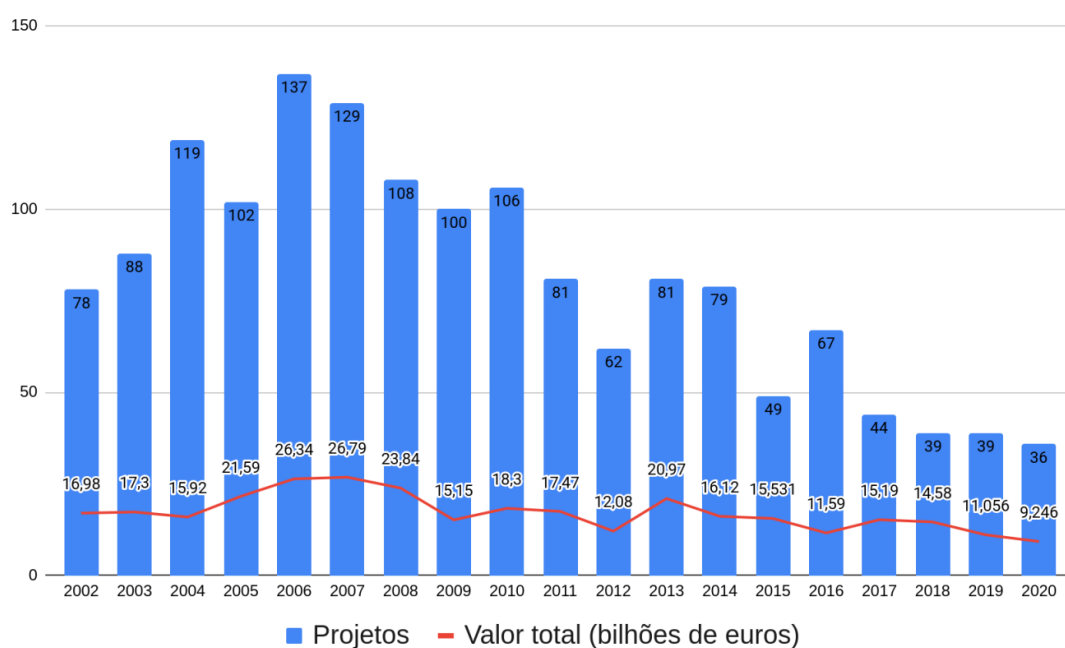
(National Audit Office, 2018). Nesse modelo, o Estado também é responsável por todas as demais etapas da obra pública (concepção do projeto, manutenção, administração, etc), exceto pela construção da obra, usualmente realizada por uma construtora privada a partir de licitação. Desse modo, o governo arca com os riscos existentes, assim como eventuais retornos. Já na privatização formal ocorre um acordo de venda no qual a propriedade de um bem público é transferida para o setor privado. Nesse modelo, após a venda, o setor privado assume todos os riscos e retornos, sendo responsável pela manutenção e administração do ativo privatizado.

O modelo de PPP tem como base a discriminação em etapas dos projetos de investimento e, assim, dos seus riscos e retornos. Nessa ótica, o que torna o modelo PPP atrativo é sobretudo a transferência da etapa de financiamento do projeto para o parceiro privado. Governos com restrições orçamentárias são capazes de executar projetos de investimento sem um aumento dos gastos no curto prazo. Por outro lado, para que agentes privados tenham interesse no investimento é necessário que os projetos tenham dois componentes contraditórios: o mínimo de risco possível, como acontece no mercado de dívida pública; retornos do capital consideráveis, similares ao mercado privado de capitais (Sclar, 2015).

Os promotores das PPPs argumentam que a divisão de risco é equitativa, com os diferentes riscos sendo assumidos pelo parceiro com a maior capacidade de suportá-los (Sclar, 2015). No entanto, a experiência internacional mostra uma recorrente assimetria de poder entre o parceiro público e o privado. O Tribunal de Contas Europeu (2018), em auditoria a várias PPPs cofinanciadas pela UE, afirmou que “(...) a repartição dos riscos entre os parceiros públicos e privados foi inadequada, incoerente e ineficaz, ao mesmo tempo que as elevadas taxas de remuneração (até 14%) do capital de risco do parceiro privado nem sempre refletiram os riscos suportados.” (Tribunal de Contas Europeu, p. 11). Um novo desfaseamento é criado, desta vez entre o valor dos ativos construídos e o seu custo final para o Estado. Por exemplo, no Reino Unido, até 2017, os ativos construídos sob contratos da modalidade PFI estavam valorizados em 60 bilhões de libras. No entanto, os parceiros privados tinham recebido até esse ano cerca de 110 bilhões de libras (Christophers, 2023). Na prática, para a concretização dos contratos de PPPs, os interesses do parceiro público, isto é, a provisão de obras públicas de qualidade a um custo orçamentário baixo, subordinam-se aos interesses de baixo risco e alta rentabilidade do parceiro privado (Sclar, 2015).

Dada a prevalência de regras fiscais na UE, foram os países deste bloco os campeões do recurso às PPPs durante os anos noventa (Gabor, 2021). De acordo com o Relatório Especial do Tribunal de Contas Europeu (2018), desde a década de 1990 até a data de publicação, foram financiadas 1749 PPPs na UE, com um valor total de 336 bilhões de euros. Todavia, o entusiasmo com as PPPs desapareceu depois da CFG. Muitos dos projetos PPP perderam a sua rentabilidade esperada, desencadeando um aumento da despesa pública dada às garantias oferecidas anteriormente pelo Estado. Ademais, com o fechamento dos mercados de crédito, os custos do financiamento privado dispararam, sobretudo quando comparados com a alternativa pública de financiamento, os títulos de dívida pública. No Reino Unido, esta diferença foi estimada entre 40% e 70% no custo final dos projetos de investimento, segundo o governo britânico (*National Audit Office*, 2018). Não surpreende assim que o número de projetos de PPP na UE, que totalizava mais de 140 em 2007, caiu para menos da metade em 2016, último ano da análise do Tribunal Europeu de Contas (2018). Dados mais recentes do Banco Europeu de Investimento mostram que esta redução do número de projetos e valor financiado se manteve, pelo menos até 2020 (Gráfico 1).

Gráfico 1 - PPPs contratadas e valor dos contratos (União Europeia)



Fonte: Banco Europeu de Investimento (2025). Elaboração própria.

As estratégias governamentais de redução ou eliminação de risco não são exclusivas dos projetos de PPP, podendo se aplicar a qualquer intervenção pública na promoção de determinado investimento de interesse público, como se verifica hoje na UE. Essas

estratégias podem ser separadas em duas frentes: a regulatória e a financeira. A estratégia regulatória tem por objetivo eliminar qualquer objeção ou entrave legal existente para a atuação do setor privado em áreas de interesse público como saúde, educação, sistema prisional, saneamento, etc. A redução de riscos regulatórios estende-se a garantias contra futuras medidas legislativas, da nacionalização a regulação trabalhista ou ambiental, que possam afetar a rentabilidade do projeto. Nas estratégias financeiras, o Estado garante o retorno dos projetos, seja através de subsídios, garantias ou isenções tributárias, reduzindo o risco de construção, quando as obras duram ou custam mais do que o planejado, e o risco de demanda, quando projeto não gera a receita esperada (Christophers, 2023).

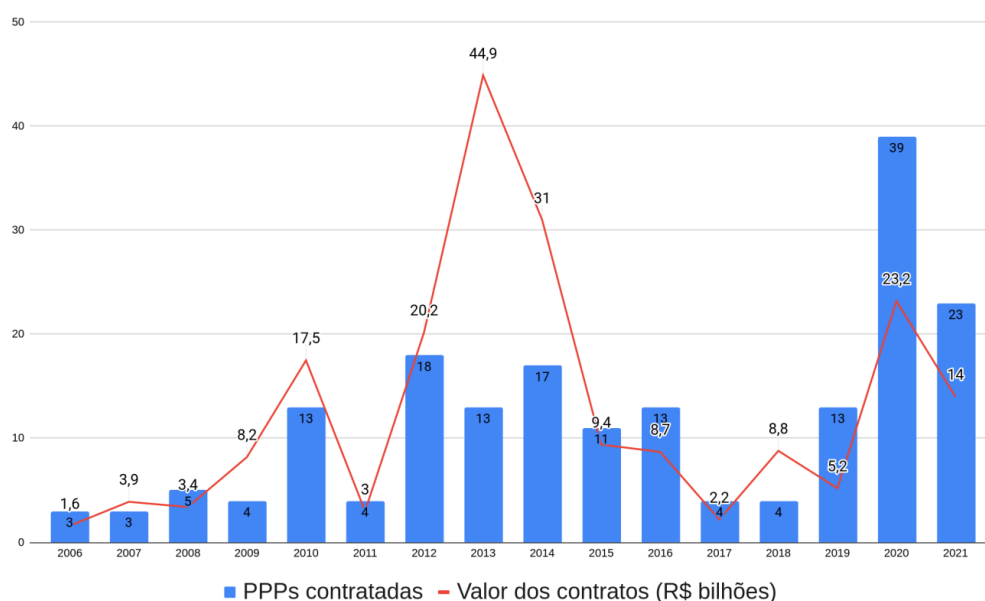
A atuação do Estado, diante das limitações orçamentárias impostas pelas regras fiscais, procura eliminar riscos e incrementar retornos nos seus projetos, de forma a que se tornem “investíveis” para o capital (Gabor, 2021, 2023). Esta prática de governança macrofinanceira que recorre a intervenções monetárias, tributárias e regulatórias para alterar a composição de risco/retorno de ativos financeiros que mobilizem o capital privado para preencher os *gaps* de financiamento é denominada, pela economista Daniela Gabor, Estado de redução de risco (Gabor, 2021; Gabor, 2023; Kedward *et al.*, 2022). Neste modelo de política econômica, os Estados tentam servir-se da atual infraestrutura, liberalizada, dos mercados financeiros para atingir os seus objetivos de política econômica (Braun *et al.*, 2018). Garantindo o “colateral” usado nos mercados monetários, surge um novo nexo entre a política monetária e fiscal, em que os bancos centrais ganham poder como *market makers* destes ativos financeiros. A política fiscal é colocada ao serviço do mercado financeiro, garantindo os ativos aí transacionados, de forma a resolver o que são consideradas falhas de mercado nos mercados de capitais e, assim, atingir os seus objetivos de investimento (Santos, 2023). Mantém-se assim a ordem de mercado, preservando os preços como dispositivos centrais de alocação de recursos, procurando tornar apetecível o investimento privado para os objetivos estratégicos do Estado. A política industrial de investimento perdeu o seu caráter disciplinador do capital privado, que marcou a ideia de um Estado autônomo desenvolvimentista, com instrumentos institucionais e financeiros que controlavam preços e capitais e produziam serviços públicos universais (Gabor, 2023).

Esta redução de riscos ao mercado financeiro é variada, os seus instrumentos e constrangimentos variam conforme os países e seu lugar na hierarquia financeira internacional. No Sul Global, aplica-se o que Gabor intitula “Consenso de Wall Street”, no qual se promove a liberalização e titularização do mercado financeiro, aproximando-o do

modelo anglo-saxônico. Aposta-se na criação de PPP como dispositivo que preserva a disciplina fiscal e fornece ativos financeiros investíveis ao capital internacional, com o apoio e patrocínio das instituições multilaterais, como o Banco Mundial ou o Fundo Monetário Internacional (Gabor, 2021). De fato, se as PPP parecem ter caído em desuso como instrumento na União Europeia, o contrário acontece na sua contínua promoção no Sul global.

O Brasil possui um papel proeminente neste mercado. De acordo com o relatório *The Infrascope* (2022), o Brasil representa mais de 40% de todo o investimento em PPPs de infraestrutura na América Latina e no Caribe, no período entre 2011 e 2020. A versão mais recente do relatório (*The Infrascope*, 2025) aponta que, no período de 2014 a 2023, 31% de todo o investimento em infraestrutura no país correspondeu a PPPs. Não apenas o número de contratos aumentou ao longo dos últimos anos, mas também o valor (Gráfico 2). De acordo com a Radar PPP, consultoria focada no mercado de PPPs no Brasil, desde 2004, ano de aprovação do marco das PPPs, foram assinados mais de 300 contratos, sendo que 74% desses foram assinados somente no período 2014-2024 (Moliterno, 2025).

Gráfico 2 - PPPs contratadas e valor dos contratos (Brasil)



Fonte: Bertulucci (2022). Elaboração própria.

O Banco Mundial (BM) tem-se revelado um importante agente na promoção desta engenharia financeira no Sul Global. A prioridade dada ao capital privado é, por exemplo, defendida no seu relatório *Maximizing Finance for Development* (World Bank Group, 2017). O BM afirma que o investimento estimado de US\$4,5 trilhões por ano necessário ao

cumprimento dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) é impossível de ser alcançado através de apenas financiamento público. Portanto, sugere-se a alavancagem do capital privado como forma de contornar os limites impostos pelas regras fiscais ao investimento público. O enviesamento do Banco Mundial em relação ao setor privado e a necessidade de redução de riscos pública é explícita:

“Quando um projeto for apresentado, pergunte: Existe uma solução sustentável do setor privado que limite a dívida pública e os passivos contingentes? Se a resposta for sim, promova essas soluções. Se a resposta for não, pergunte se isso se deve a: (i) Lacunas ou fragilidades políticas/regulatórias? Se sim, recorra ao apoio do Banco Mundial para reformas políticas e regulatórias. (ii) Riscos? Se sim, avalie os riscos e verifique se os instrumentos do WBG podem solucioná-los. Se concluir que o projeto exige financiamento público, opte por essa alternativa.” (Banco Mundial, 2017, p. 2, tradução nossa)

O argumento da incapacidade do cumprimento dos ODS através de financiamento público é invocado para a intervenção de governos e agências de desenvolvimento internacional na transformação de projetos públicos em ativos investíveis (Gabor e Sylla 2023). A grande força presente por detrás do financiamento do setor privado está nos chamados investidores institucionais. Uma vez que o sistema bancário tradicional viu a sua ação limitada pela regulação financeira no pós-CFG, fundos de pensões, fundos de investimento e gerenciadoras de ativos ganharam peso nos mercados financeiros, substituindo os bancos como veículos de investimento.

O crescimento destes fundos, combinado com a manutenção de taxas de juros próximas a zero nos países desenvolvidos, tornou o investimento em ativos “alternativos”, como as concessões de infraestrutura, uma opção atrativa (Christophers, 2023). Para além das garantias fornecidas pelo Estado na redução de risco e maximização de retorno, existem duas vantagens no investimento em ativos “alternativos”. Obras de infraestrutura, como linhas de metrô e rodovias, geram um fluxo de receita consistente, previsível e, na maioria das vezes, acima da inflação, essencial para satisfazer os detentores dos ativos avessos ao risco. A outra vantagem está na da segurança do investimento. Obras de infraestrutura têm um caráter monopolista, que, aliado com um comportamento de demanda inelástico (ou seja, esta varia pouco face a um aumento no preço), tornam estes investimentos mais resilientes ao ciclo econômico (O’Neill, 2009). Seguindo esta tendência, em 2024, a *BlackRock* adquiriu a *Global Infrastructure Partners* (GIP), a maior gerenciadora independente de infraestrutura do

mundo, que detém mais de U\$100 bilhões em ativos sob gestão. No memorando de anúncio da compra, o fundador da primeira, Larry Fink, deixou claro o cenário altamente rentável do mercado de infraestrutura num contexto de restrições orçamentárias: “As necessidades globais de infraestrutura, aliadas aos déficits elevados que constroem os gastos governamentais, criam uma oportunidade sem precedentes para o capital privado investir em infraestrutura.” (Masters e Gara, 2024, tradução nossa).

5 Pós-pandemia: retorno à política fiscal ativista?

Diante da pandemia, as respostas fiscais governamentais foram expansionistas, abrangendo gastos em serviços relacionados com a saúde, amparo ao desemprego, transferências diretas aos grupos mais vulneráveis e incentivos a pequenas e médias empresas⁴. A expansão fiscal observada globalmente colidiu diretamente com as respectivas regras fiscais nacionais criadas durante a era das regras de segunda geração. De acordo com Davoodi, *et al.* (2022), em 2020, cerca de 90% dos países com regras fiscais alcançaram déficits superiores aos limites pré-definidos.

No Norte Global, o esforço fiscal foi reforçado por dois grandes projetos de gasto público, o *Inflation Reduction Act* (IRA) nos Estados Unidos e o *Next Generations* na UE. O IRA, aprovado em agosto de 2022, visou combater as mudanças climáticas, acelerar as energias dita renováveis e garantir a posição dos EUA na fronteira da tecnologia (*The White House*, 2022). Por mais que um dos objetivos do IRA fosse a criação de empregos, o aspecto central do projeto é a segurança nacional e a competitividade do seu capital no mercado global. Para isso, o *modus operandi* do IRA assentou em subsídios e, sobretudo, créditos fiscais (Gabor, 2022). O *Next Generations* foi um programa de financiamento sem precedentes na história da UE. Descrito pela Comissão Europeia como um “(...) instrumento temporário de recuperação, para apoiar a recuperação econômica da pandemia de coronavírus e construir um futuro mais verde, mais digital e mais resiliente.” (Comissão Europeia, 2024). O valor total do projeto foi superior a €800 bilhões, priorizando o gasto na modernização, digitalização e transição energética do aparato produtivo europeu. Dentre os diversos programas dentro do NGEU, o principal é o *Recovery and Resilience Facility* (RRF), que

⁴ Deve-se destacar a assimetria na resposta fiscal à pandemia entre as economias avançadas e as chamadas economias emergentes. Até meados de maio de 2020, o gasto orçamentário das nações emergentes em resposta à crise foi de apenas um quinto em relação ao esforço orçamentário das economias avançadas (Alberola, 2021).

representa quase 90% do total. A novidade deste instrumento financeiro reside na violação de velho tabu europeu, a federalização fiscal e a criação de um sistema de endividamento público europeu. O endividamento “federal” europeu foi posto em prática, arrecadando 291 bilhões de euros em empréstimos nos mercados de dívida, sendo os restantes 357 bilhões resultado de transferências nacionais (Comissão Europeia, 2023).

A construção, ainda que embrionária, de um Tesouro Europeu e o consequente aumento dos gastos deve ser lido com cautela. Novas regras fiscais entraram em vigor em 2025, no que pode ser entendido como uma terceira geração de regras. Apesar de apresentadas como flexíveis e atentas ao ciclo econômico, as normas são, na verdade, mais rígidas e punitivas. Os países infratores deverão agora criar planos orçamentários, a serem aprovados pela Comissão Europeia, para um período de quatro anos, com a possibilidade de extensão até mais três anos. Essa extensão depende, entre outros fatores, da implementação das recomendações políticas da Comissão Europeia. Sob o pretexto de supervisionar as contas públicas, as "sugestões" da Comissão Europeia são uma nova forma de ingerência em aspectos antes exclusivos da soberania nacional dos países membros, nomeadamente a política social e trabalhista. Outro ponto de relevo é o critério da taxa de crescimento nominal das despesas primárias líquidas, um indicador complexo e opaco, presente nos futuros planos orçamentários estruturais, que exclui do cálculo do déficit as despesas em programas financiados pela UE. Permite-se o aumento de gastos de forma seletiva e de acordo com os ditames da UE, alinhada com o aumento da despesa militar, sobretudo no contexto da guerra na Ucrânia (Schuberth, 2024), como a anunciada pelo novo governo alemão de 2025. A intervenção pública é entendida como essencial, embora estrangida à redução de riscos ao capital privado, já não tanto na forma de PPP, mas sim através de créditos fiscais, garantias públicas, crédito dirigido, com pouca ou nenhuma condicionalidade por parte dos poderes públicos (Gabor, 2023).

No Brasil, a pandemia pôs fim ao PEC 55/2016 devido à sua inaplicabilidade diante do colapso que se avizinhava, tanto do sistema de saúde público, como da economia como um todo. O teto de gastos não seria capaz de acomodar os aumentos relacionados às medidas de urgência então tomadas, nomeadamente, a aprovação do auxílio emergencial. Com o fim da pandemia e o compromisso do recém-eleito governo de manter o valor do auxílio emergencial no programa Bolsa Família, aprovou-se a chamada PEC da transição, que permitiu um aumento do espaço fiscal do Teto de Gastos, condicionado à elaboração de uma nova regra fiscal. Diante disso, em 2023, o governo Lula III apresentou o Novo Arcabouço

Fiscal (NAF). O NAF prevê uma sucessão de ajustes fiscais anuais na casa dos 0,5 pontos percentuais, de modo que em 2026 se alcance um superávit primário de 1% do PIB. O crescimento real de gastos terá um piso de 0,6% e um teto de 2,5% de crescimento. No que toca ao investimento público, o NAF conta com um piso equivalente a 0,71% do PIB, a ser reajustado de acordo com a inflação para os próximos anos. Existe a possibilidade de, caso a meta superior do resultado primário seja atingida, o eventual “excesso” de receita seja utilizado para investimentos. Apesar das restrições fiscais impostas pelo NAF, o governo Lula III foi capaz de acomodar uma expansão de gastos nos primeiros anos do mandato. No entanto, ao se tornar visível a incapacidade de realizar um ajuste fiscal robusto pelo lado das receitas, e a inevitabilidade do crescimento de despesas obrigatórias, o governo iniciou, aos poucos, um processo de contenção dos gastos.

Apesar do estabelecimento de regras fiscais mais restritivas, o Brasil também busca a implantação da sua própria política industrial. Nesse contexto, o governo federal lançou o Novo Programa de Aceleração de Crescimento (PAC), que totaliza 1,7 trilhões de reais em investimento total, em torno de 15% do PIB de 2023, a serem na sua maioria gastos até 2026. O PAC original dos governos Lula surgiu em 2007 com a promessa de ser o retorno do Estado desenvolvimentista. O primeiro PAC só foi possível às custas da flexibilização da então regra fiscal vigente, através do Projeto Piloto de Investimentos (PPI), que permitia ao governo deduzir as obras de infraestrutura dos resultados primários. O Novo PAC não usufrui do mesmo ambiente institucional favorável. A pressão da nova regra fiscal transforma o novo PAC em um conjunto de objetivos e instrumentos alinhados com a lógica do Consenso de *Wall Street*. No evento de lançamento do programa, o seu responsável político, o Ministro da Casa Civil, Rui Costa, afirmou que o novo PAC “(...) se diferencia dos outros por apostar, acreditar e articular o Estado como o ente que vai promover, induzir, estimular e apoiar as PPPs.” (Otta, 2023), e que “(...) todos os projetos, todas as ações que ficarem de pé ou tiverem viabilidade, seja por concessão pública, seja para um projeto de parceria público privada, esta é a opção prioritária.” (Bahia, 2023). Os dados mais recentes da execução de obras do Novo PAC evidenciam que, de fato, as PPPs possuem um papel de destaque no programa. Até o final de 2024, foram realizados cerca de R\$ 700 bilhões em investimentos. Desse valor, concessões e PPPs representam cerca de 48%, enquanto que o orçamento da União representa apenas 10% do total (Casa Civil, 2025).

A concomitante aprovação do novo marco legal das PPPs, aprovado no início de 2023 no Brasil, prevê um reforço do papel do Estado na redução de riscos ao capital. O

governo federal busca assegurar aos investidores privados a solvência dos acordos com governos estaduais e municipais. Um dos maiores riscos apontados pelos investidores está no não pagamento do ente federativo. A medida permite que a União forneça uma fiança às instituições financeiras que financiam a parceria entre o ente sub-federal e a empresa privada. O marco prevê ainda a emissão de debêntures com isenção de imposto de renda para investimentos em projetos nos setores de educação, saúde, segurança pública, sistema prisional, habitação social, requalificação urbana, dentre outros (Brasil, 2023).

O que emerge deste quadro de política macroeconômica internacional não pode ser então lido como um desafio ao NCM e sua tradução política na austeridade fiscal. Pelo contrário, observamos, de forma desigual, ao restabelecimento das regras fiscais na UE e no Brasil, este último em quadro macroeconômico mais restritivo devido à sua posição na economia internacional. As regras são nominalmente mais flexíveis em relação a anteriores versões, mas, na sua complexidade, exceções e opacidade permanece o seu poder de restrição de gastos na política social, educação, saúde ou previdência. Preserva-se, assim, o núcleo teórico do NCM no que toca à esterilidade da política fiscal na estabilização macroeconômica e promoção do emprego, tarefa relegada à política monetária. Contudo, o retorno às regras fiscais não deve ser lido como mero regresso ao passado. O novo ativismo fiscal é real, traduzido em maiores déficits orçamentários, embora associados a uma nova configuração da política industrial de suporte direto ao capital posta em prática na UE e, em menor medida, no Brasil.

6 Conclusão

A emergência dos regimes fiscais e suas regras têm sido centrais na caracterização do neoliberalismo. Os sucessivos incumprimentos, aquando das recentes crises, e a sua revisão no sentido de as tornar mais flexíveis, com numerosas exceções, pareceram colocar em causa o NCM. Como este artigo mostrou, esse não é o caso. Face ao novo ativismo estatal pós-pandêmico, as novas regras fiscais, ditas mais flexíveis, não devem ser confundidas com um abandono do NCM ou, de forma mais genérica, do neoliberalismo. Os apoios públicos extraordinários a trabalhadores e setores sociais mais vulneráveis, no centro da resposta pública aos efeitos da pandemia, foram rapidamente substituídos por apoios à reestruturação do capital, através de créditos fiscais e subsídios a empresas em setores ditos estratégicos.

Se o neoliberalismo não é a vitória de mais mercado face ao Estado, mas sim a reconfiguração do último conforme ao mercado e aos interesses do capital (Mirowski e Plehwe, 2015; Rodrigues, 2018), então assistimos à manutenção do paradigma neoliberal através do novo *Estado de redução de risco*, com a sua declinação do Consenso de *Wall Street* no Sul Global (Gabor, 2021). As novas formas de despesa pública associadas à política industrial, agora em voga no Norte Global, não devem ser, pois, confundidas com a política industrial do *New Deal* ou do pós-guerra europeu, onde a propriedade pública e instituições autônomas dos interesses do capital, aliadas ao planejamento econômico macroeconômico, participavam na construção de uma economia com o pleno emprego e valorização do trabalho como prioridades (Teles, 2022).

Assistimos hoje a um modelo de austeridade fiscal com aplicação diferenciada em dois planos de análise: categorias de despesa e diferentes países. No primeiro caso, enquanto as regras fiscais se mantêm, as exceções admitidas de forma a reduzir o risco do investimento privado multiplicam-se em determinados setores, considerados estratégicos, que vão da defesa às energias renováveis. A segunda forma de aplicação diferenciada diz respeito ao poder e autonomia de cada país na economia internacional. Nos EUA, os déficits orçamentários batem recordes. Mesmo com o desmonte do IRA por parte da nova administração Trump, a política fiscal expansionista permanece, ainda que agora orientada por cortes nos impostos, e uma política industrial sendo reconfigurada em torno das tarifas comerciais.

Nos dois blocos econômicos tratados neste artigo, a UE e Brasil, assistimos a uma nova ronda de regras fiscais. Na UE, as novas regras reforçam o poder da Comissão Europeia sob governos e orçamentos nacionais. O novo modelo de subsídios diretos e redução de risco ao investimento do capital privado, prevalente nos EUA, encontra aqui um novo palco. Por outro lado, no Brasil, ainda que haja flexibilização do novo arcabouço fiscal face ao anterior teto dos gastos, qualquer intervenção pública no apoio ao investimento continua limitada. A alternativa de promoção do investimento através de PPPs é reforçada no contexto brasileiro, com um novo marco regulatório e novos instrumentos financeiros disponíveis, num modelo de redução do risco subordinado, na medida em que, quando comparado com o Norte Global, os mecanismos de garantia do capital privado são aqui exacerbados. Este modelo tem como aparente motor o capital internacional na forma de fundos de investimento, como o *BlackRock* ou a *Blackstone*, já presentes em inúmeras PPPs no Brasil (Christophers, 2023).

Esta reinvenção do neoliberalismo não deve ser tomada simplesmente com um robustecimento deste paradigma político. Existem elementos de contradição e crise no seu seio. O presente regime de elevadas taxas de juro e de aumento de custos de capital torna o anunciado esforço fiscal do Estado mais exigente, quer pelo aumento da despesa em juros, quer pelas novas necessidades de redução de riscos, colocando em causa o seu sucesso futuro. Por outro lado, do ponto de vista político, se, como o caso das novas regras de governança orçamentária da UE mostra, o equilíbrio orçamentário já não é objetivo final, então o campo de debate sobre a despesa pública alarga-se. Com a ambição e as consequências da política fiscal a dependerem da posição internacional de cada país, a percepção política dos mecanismos de desigualdade na economia internacional fica mais clara. Novas tensões e interstícios políticos abrem assim o debate econômico e político do ponto de vista nacional e internacional, fornecendo eventuais pistas para a superação deste paradigma de política econômica.

Referências

- Akerlof, G. A., & Yellen, J. L. (1985). A near-rational model of the business cycle, with wage and price inertia. *The Quarterly Journal of Economics*, 100(Suppl.), 823–838. DOI: 10.2307/1882925
- Alberola, E., Arslan, Y., Cheng, G., & Moessner, R. (2021). Fiscal response to the COVID-19 crisis in advanced and emerging market economies. *Pacific Economic Review*, 26(4), 459–468. DOI: 10.1111/1468-0106.12370
- Andrade, R., & Prates, D. M. (2012). Dinâmica da taxa de câmbio em uma economia monetária periférica: Uma abordagem keynesiana. *Nova Economia*, 22, 235–257.
- Arestis, P., & Sawyer, M. C. (2003). *New consensus New Keynesianism, and the economics of the Third Way* (Levy Economics Institute Working Paper No. 364). Levy Economics Institute.
- Bahia. (2023). *Novo PAC do Governo Federal vai investir R\$ 119,4 bilhões em obras na Bahia; governador participou do lançamento*. Governo do Estado da Bahia.
- Banco Europeu de Investimento. (2025). *European PPP Expertise Centre database*.
- Batini, N., Eyraud, L., Forni, L., & Weber, A. (2014). *Fiscal multipliers: Size, determinants, and use in macroeconomic projections*. International Monetary Fund.
- Bertulucci, M. L. (2022). *O efeito da ideologia e do ciclo eleitoral no processo de celebração das parcerias público-privadas no Brasil da Nova República* (Tese de doutorado).
- Bilbiie, F., Monacelli, T., & Perotti, R. (2021). Fiscal policy in Europe: Controversies over rules, mutual insurance, and centralization. *Journal of Economic Perspectives*, 35(2), 77–100. DOI: 10.1257/jep.35.2.77
- Blanchard, O. J., & Summers, L. H. (1986). Hysteresis and the European unemployment problem. In S. Fischer (Ed.), *NBER Macroeconomics Annual 1986* (pp. 15–90). MIT Press.

- Blyth, M. (2013). *Austerity: The history of a dangerous idea*. Oxford University Press.
- Brasil. Ministério da Fazenda. (2023). *Tesouro anuncia quatro medidas de incentivo a parcerias público-privadas (PPP)*.
- Braun, B. (2020). Central banking and the infrastructural power of finance: The case of ECB support for repo and securitisation markets. *Socio-Economic Review*, 18(2), 395–418.
- Brenck, C., & Rodrigues, L. (2025). *Orçamento em disputa: Quem ganha e quem perde com o novo regime fiscal de Lula?* Phenomenal World.
- Buchanan, J. M. (1984). Politics without romance: A sketch of positive public choice theory and its normative implications. In J. M. Buchanan & R. D. Tollison (Eds.), *The theory of public choice II* (pp. 11–22). University of Michigan Press.
- Budina, N., Kinda, T., Schaechter, A., & Weber, A. (2012). Fiscal rules at a glance: Country details from a new dataset. *IMF Working Papers*, 12(273), 1–84.
- Casa Civil. (2025). *Novo PAC*. Presidência da República.
- Christophers, B. (2023). *Our lives in their portfolios*. Verso.
- Cooper, M. (2024). *Counterrevolution: Extravagance and austerity in public finance*. Zone Books.
- Davoodi, H., Elger, P., Fotiou, A., Garcia-Macia, D., Han, X., Lagerborg, A., Lam, R., & Medas, P. (2022). Fiscal rules and fiscal councils: Recent trends and performance during the COVID-19 pandemic. *IMF Working Papers*, 2022(011).
- De Conti, B., & Prates, D. M. (2018). *The international monetary system hierarchy: Current configuration and determinants* (Discussion Paper No. 335). Instituto de Economia, Unicamp.
- Deleidi, M., Iafrate, F., & Levrero, E. S. (2020). Public investment fiscal multipliers: An empirical assessment for European countries. *Structural Change and Economic Dynamics*, 52, 354–365.
- Dunn, S. P. (2001). Bounded rationality is not fundamental uncertainty: A Post Keynesian perspective. *Journal of Post Keynesian Economics*, 23(4), 567–587.
- European Commission. (2024). *Recovery and Resilience Facility*.
- Eyraud, L., Debrun, X., Hodge, A., Lledó, V., & Pattillo, C. (2018). *Second-generation fiscal rules: Balancing simplicity, flexibility, and enforceability* (IMF Staff Discussion Note No. 18/04). International Monetary Fund.
- Fine, B., & Dimakou, O. (2016). *Macroeconomics: A critical companion*. Pluto Press.
- Friedman, M. (1989). Quantity theory of money. In J. Eatwell, M. Milgate, & P. Newman (Eds.), *Money: The New Palgrave* (pp. 1–14). Palgrave Macmillan. DOI: 10.1007/978-1-349-19804-7_1
- Friedman, M., & Heller, W. W. (1969). *Monetary vs. fiscal policy*. W. W. Norton.
- Gabor, D. (2021). The Wall Street consensus. *Development and Change*, 52(3), 429–459. DOI: 10.1111/dech.12645
- Gabor, D. (2023). The (European) derisking state. *SocArXiv Papers*. DOI: 10.31235/osf.io/hpbj2
- Gabor, D., & Sylla, N. S. (2023). Derisking developmentalism: A tale of green hydrogen. *Development and Change*, 54(5), 1169–1196. DOI: 10.1111/dech.12779

- The Infrascopes. (2022). *The 2021/2022 Infrascopes: Country summaries*.
- The Infrascopes. (2025). *The 2023/2024 Infrascopes*.
- Gechert, S., & Rannenberg, A. (2018). Which fiscal multipliers are regime-dependent? A meta-regression analysis. *Journal of Economic Surveys*, 32(4), 1160–1182.
- Gobetti, S. W. (2023). *Ajuste fiscal e os limites do possível, novamente*. FGV IBRE.
- Tooze, A. (2019). *Crashed: How a decade of financial crises changed the world*. Penguin Books.
- Kedward, K., Gabor, D., & Ryan-Collins, J. (2022). *Aligning finance with the green transition: From a risk-based to an allocative green credit policy regime* (IIPP Working Paper No. 2022/11). DOI: 10.2139/ssrn.4198146
- Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1977). Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, 85(3), 473–491.
- Lavoie, M. (2015). *Post-Keynesian economics: New foundations*. Edward Elgar.
- Lopreato, F. L. C. (2013). Milton Friedman e a efetividade da política fiscal. *Revista de Economia Contemporânea*, 17(2), 201–220. DOI: 10.1590/S1415-98482013000200001
- Lopreato, F. L. C. (2022). *Regras fiscais: O olhar internacional e a experiência brasileira* (Texto para Discussão No. 426). Instituto de Economia, Unicamp.
- Lucas, R. E., Jr., & Sargent, T. J. (1979). After Keynesian macroeconomics. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 3(2), 1–16.
- Lucas, R. E. (1972). Expectations and the neutrality of money. *Journal of Economic Theory*, 4(2), 103–124. DOI: 10.1016/0022-0531(72)90142-1
- Masters, B., & Gara, A. (2024). BlackRock to buy Global Infrastructure Partners for \$12.5bn. *Financial Times*.
- Moliterno, D. (2025). Contratos de PPPs avançam quase 300% em segunda década de parcerias no Brasil. *CNN Brasil*.
- Mirowski, P., & Plehwe, D. (2009). *The road from Mont Pèlerin: The making of the neoliberal thought collective*. Harvard University Press.
- National Audit Office. (2009). *PFI and PF2*.
- Paula, L. F., Fritz, B., & Prates, D. M. (2024). The metamorphosis of external vulnerability from original sin to original sin redux: Currency hierarchy and financial globalization in emerging economies. *Review of International Political Economy*, 32(1), 1–28.
- O'Neill, P. (2009). Infrastructure investment and the management of risk. In G. L. Clark, A. D. Dixon, & A. H. B. Monk (Eds.), *Managing financial risks: From global to local* (pp. xx–xx). Oxford University Press.
- Otta, L. A. (2023). Passado de erros lança sombra da dúvida sobre o programa. *Valor Econômico*.
- Rochon, L.-P., & Rossi, S. (2013). Endogenous money: The evolutionary versus revolutionary views. *Review of Keynesian Economics*, 1(2), 210–229.
- Rodrigues, J. (2022). *O neoliberalismo não é um slogan*. Tinta-da-China.
- Santos, A. (2023). Conceptualising state financialisation: From the core to the periphery. *New Political Economy*, 28(1), 142–154.

- Sawyer, M. (2002). The NAIRU, aggregate demand and investment. *Metroeconomica*, 53(1), 66–94.
- Steinbach, A., & Zettelmeyer, J. (2025). *Germany's fiscal rules dilemma*. Bruegel.
- Schuberth, H. (2024). The European Union's new risk-based framework for fiscal rules: Overly complex, opaque and self-defeating. *Institute for New Economic Thinking*.
- Sciar, E. (2015). The political economics of investment utopia: Public–private partnerships for urban infrastructure finance. *Journal of Economic Policy Reform*, 18(1), 1–15. DOI: 10.1080/17487870.2014.950857
- Skidelsky, R. (2018). *Money and government: The past and future of economics*. Yale University Press.
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393–410.
- Streeck, W. (2017). The rise of the European consolidation state. In H. Magara (Ed.), *Policy change under new democratic capitalism* (pp. 80–102). Routledge.
- Tavares, M. C. (2005). Vinte anos de política fiscal no Brasil: Dos fundamentos do novo regime à Lei de Responsabilidade Fiscal. *Revista de Economia e Relações Internacionais*, 4(7), 79–101.
- Teles, N. (2022). Pandemia, crise económica e o novo papel do Estado. *Revista Crítica de Ciências Sociais*, 128, 15–38. DOI: 10.4000/rccs.13429
- The White House. (2022). *Building a clean energy economy: A guidebook to the Inflation Reduction Act's investments in clean energy and climate action*.
- Tribunal de Contas Europeu. (2018). *Parcerias público-privadas na União Europeia: Insuficiências generalizadas e benefícios limitados*.
- World Bank Group. (2017). *Maximizing finance for development (MFD)*.