

FORMAÇÃO NORMATIVA DO TRIPÉ MACROECONÔMICO

REGULATORY FORMATION OF THE MACROECONOMIC TRIPOD

Gustavo Jorge Silva 

Doutor e Mestre em Direito Econômico e Financeiro pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Especialista em Administração Pública no Século XXI pela Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) e em Políticas Públicas e Gestão Governamental pela Escola Nacional de Administração Pública (ENAP). Membro da carreira de Especialista em Políticas Públicas e Gestão Governamental do Governo Federal.

E-mail: sguga11@gmail.com

Resumo: O artigo analisa o processo de formação normativa e institucional do chamado tripé macroeconômico no Brasil, composto pelo regime cambial de câmbio flutuante, pelo regime monetário de metas de inflação e pelo regime fiscal orientado por metas de superávit primário. O texto examina, em perspectiva histórica e normativa, a transição da âncora cambial para o câmbio flutuante, a institucionalização do regime de metas de inflação e a incorporação das metas fiscais ao ordenamento jurídico, evidenciando como esse arranjo consolidou um modo específico de inserção do Brasil na economia internacional. Do ponto de vista metodológico, adota-se uma abordagem analítico-normativa e histórico-documental, por meio do exame de diplomas legais, decretos, atos normativos do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil e da literatura especializada. Sustenta-se que o tripé macroeconômico não constitui apenas um conjunto técnico de políticas, mas um regime jurídico da macroeconomia, cujos efeitos estruturais se projetam sobre a coordenação de objetivos de política pública, a atuação do Estado e as possibilidades de desenvolvimento econômico.

Palavras-chave: tripé macroeconômico; Plano Real; política monetária; política cambial; política fiscal.

Abstract: The article analyzes the normative and institutional formation of Brazil's so-called macroeconomic tripod, composed of the floating exchange rate regime, the inflation targeting monetary regime, and the fiscal regime based on primary surplus targets. The paper examines, from a historical and legal perspective, the transition from the exchange rate anchor to a floating exchange rate system, the institutionalization of inflation targeting, and the incorporation of fiscal targets into the legal framework, highlighting how this arrangement consolidated a specific mode of Brazil's insertion into the international economy. From a methodological standpoint, this study adopts an analytical-normative and historical-documentary approach, based on an examination of legal texts, decrees, regulatory acts issued by the National Monetary Council and the Brazilian Central Bank, and the specialized literature. It argues that the macroeconomic tripod should be understood not merely as a technical policy framework, but as a legal regime of macroeconomic governance, with structural effects on policy coordination, state action, and the country's development prospects.

Keywords: macroeconomic tripod; Real Plan; monetary policy; exchange rate policy; fiscal policy.

Sumário: Introdução. 1 O Plano Real e a crise de seu desenho original. 2 A conformação do tripé macroeconômico. 2.1 Primeiro pilar: Regime cambial de câmbio flutuante. 2.2 Segundo pilar: Regime monetário de metas de inflação. 2.3 Terceiro pilar: Metas fiscais. Considerações finais. Referências.

Introdução

A conformação das políticas monetária, cambial e fiscal no Brasil contemporâneo está profundamente marcada pelas transformações institucionais e normativas ocorridas a partir do final da década de 1990. Desde então, a atuação do Estado brasileiro em matéria macroeconômica passou a se organizar em torno de um arranjo específico, convencionalmente denominado “tripé macroeconômico”, composto pelo regime cambial de câmbio flutuante, pelo regime monetário de metas de inflação e por um regime fiscal orientado por metas de resultado primário. Esse conjunto de instituições e normas redefiniu os instrumentos de política econômica disponíveis aos gestores públicos e delimitou os objetivos e os limites da atuação estatal na economia.

A adoção desse arranjo representou uma inflexão relevante em relação ao desenho original do Plano Real, que, desde meados da década de 1990, vinha operando com base na utilização do câmbio como âncora nominal do processo de estabilização. A crise cambial de 1998-1999, em um contexto de abertura financeira e dependência de fluxos de capitais externos, impôs o abandono desse modelo e abriu espaço para a reorganização da política macroeconômica brasileira segundo parâmetros difundidos no debate internacional, associados a uma agenda liberalizante. A partir desse momento, o tripé macroeconômico passou a estruturar, de forma integrada, a gestão monetária, cambial e fiscal do Estado brasileiro.

Este trabalho tem por objetivo analisar o processo de formação normativa e institucional desse tripé, situando-o no contexto das transformações econômicas e políticas ocorridas no Brasil ao longo dos anos 1990 e início dos anos 2000. Parte-se da premissa de que o tripé conforma o regime jurídico da macroeconomia brasileira.

Do ponto de vista metodológico, a pesquisa adota uma abordagem analítico-normativa e histórico-documental, orientada à reconstrução do processo de formação do tripé macroeconômico. O procedimento consiste

no exame dos diplomas legais e dos atos normativos que instituíram e disciplinaram seus três pilares, considerados à luz do contexto histórico, econômico e institucional de sua edição e da literatura de referência.

Tendo em conta o objetivo descrito, o texto inicia com uma análise do Plano Real e das contradições inerentes ao seu desenho original, enfatizando o papel desempenhado pela âncora cambial e pelas condições que levaram à sua ruptura. Em seguida, examina-se a formação dos três pilares do tripé macroeconômico a partir de 1999, com atenção especial aos fundamentos jurídicos que sustentam o regime cambial de câmbio flutuante, o regime monetário de metas de inflação e o regime fiscal de metas fiscais. Ao final, busca-se evidenciar como esse arranjo se consolidou como o eixo estruturante da política macroeconômica brasileira, permanecendo, com adaptações internas, como referência central até os dias atuais.

Ressalta-se, por fim, que o trabalho se concentra na formação normativa do tripé macroeconômico brasileiro, com ênfase nos instrumentos jurídicos que estruturaram seus regimes cambial, monetário e fiscal. Não se pretende realizar uma avaliação abrangente de seus resultados econômicos, de suas limitações para o crescimento e a industrialização ou de suas tensões. Essas questões, embora relevantes para a compreensão crítica do tripé, demandam investigação específica e constituem possíveis desdobramentos da pesquisa.

1 O Plano Real e a crise de seu desenho original

O Plano Real foi um pacote de estabilização econômica e de combate à inflação que levou à troca da moeda brasileira em julho de 1994 e obteve sucesso na contenção do processo inflacionário, que de 46,58% em junho de 1994 foi para 6,08% no mês seguinte e diminuiu ainda mais nos meses subsequentes, mas não foi uma simples reforma monetária. Ele se manifestou na forma de uma reorientação política, que redefiniu a forma de inserção do Brasil no sistema internacional, calcada na adoção de uma série de medidas liberalizantes na economia.

O Plano Real começou de fato ainda no ano de 1993 e se desenvolveu em três fases até 1999. Sua primeira fase, que durou de maio de 1993 a fevereiro de 1994, visou à promoção de um ajuste nas contas públicas.

Argumentava-se que, caso não houvesse o ajuste das contas públicas, obtido por meio da elevação e da desvinculação das receitas do Governo federal, como determinava a Constituição, a queda abrupta da inflação causaria uma deterioração fiscal que ameaçaria o sucesso do Plano¹.

A segunda fase do Plano, que foi de março a julho de 1994, teve como principal objetivo uma reforma monetária cujo primeiro passo foi a adoção de uma moeda indexada, que não circularia, mas teria seu valor atualizado. Tratava-se da Unidade Real de Valor (URV), adotada por meio da Medida Provisória nº 434, de 27 de fevereiro de 1994, que, mais tarde, seria base da Lei nº 8.880, de 27 de maio de 1994. A URV tinha o objetivo fundamental de alinhar os preços relativos da economia brasileira, além de funcionar como um mecanismo de coordenação das expectativas inflacionárias até que a nova moeda, o Real a substituísse e passasse a circular dotado de curso legal em julho de 1994.

A URV serviu para preservar o poder aquisitivo dos salários durante sua vigência. Por conta da Unidade, na forma da Medida Provisória nº 434/1994, “o salário real do trabalhador, ao final de cada mês ou no início do mês subsequente, dependendo da data de recebimento de cada categoria, era sempre o mesmo, isto é, igual ao salário real referente a 1º de março, data em que os salários foram convertidos em URV” (Filgueiras, 2000, p. 107). Do ponto de vista político-eleitoral, apesar de não conter a desvalorização do salário ao longo do mês, a URV teve um impacto muito grande na sensação de aumento do bem-estar e fez com que Fernando Henrique Cardoso, que foi Ministro da Fazenda até 30 março de 1994, despontasse como forte candidato nas eleições à Presidência da República e acabasse eleito no primeiro turno em outubro daquele ano.

A terceira e mais comprida fase do Plano Real, que foi de julho de 1994 a janeiro de 1999, começou com um ato do Presidente da República: a Medida Provisória nº 542, de 30 de junho de 1994. Essa Medida Provisória deu curso legal ao Real e determinou “as condições de emissão e lastreamento da nova moeda, com o objetivo precípuo de garantir a sua

¹ Park Silveira (2015, p. 30) esclarece que “A necessidade de ajuste fiscal como condição necessária para o combate à inflação é unanimidade entre os formuladores do Plano Real, e vai se traduzir em medidas de tentativa de redução de despesas e aumento de receitas, tais como com a criação do Programa de Ação imediata (PAI); Fundo Social de Emergência (FSE); Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPFM), além da reforma constitucional para assegurar a abertura ao capital estrangeiro de setores que eram tradicionalmente explorados pelo Estado”.

estabilidade” (Modenesi, 2005, p. 308), instaurando um regime monetário de metas monetárias – a âncora monetária – a partir do padrão de emissão de reservas vinculadas de que tratava seu art. 3º. O texto da Medida Provisória nº 542/1994 mais tarde veio a constar da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995.

A introdução da nova moeda que de fato interrompeu o processo inflacionário levou a uma forte redução na velocidade-renda de circulação da moeda², de modo que:

não foi possível ao BCB determinar *ex ante* qual volume de oferta monetária seria compatível com a estabilidade de preços, tornando letra morta a programação monetária (...) As metas para os agregados monetários não foram cumpridas e o real se valorizou excessivamente – chegando a ser cotado abaixo de 0,84 por dólar norte-americano – por força da entrada de volume expressivo de divisas no País. Ao ficar clara a necessidade de correção do rumo na política monetária, a âncora monetária foi substituída pela âncora cambial – que acabou logrando êxito na manutenção da estabilidade de preços (Modenesi, 2005, p. 310-312).

Em grande medida, a adoção da âncora cambial, que consistia em um regime cambial de câmbio fixo, que sucedeu a âncora monetária, foi a essência do próprio Plano Real, ao gerar um mecanismo que redefiniu o papel do setor externo na economia brasileira. Em verdade, o Real foi mantido artificialmente sobrevalorizado ao mesmo tempo em que foi aplicada à economia nacional outra política do Plano Real: sua exposição a um grau de abertura sem precedentes com desregulação do setor financeiro. Dessa forma, parcela substancial da demanda interna se deslocou para os produtos importados, gerando uma forte restrição à capacidade do setor produtivo doméstico de formar preços livremente.

Modenesi (2005) explica que:

Assim, setores produtivos que historicamente vinham sendo protegidos por barreiras comerciais e/ou elevadas tarifas de importação foram

² Esse efeito consistente em um aumento na demanda por dinheiro em um contexto de redução da inflação dado que não seria mais tão custoso manter o dinheiro sem circular já havia sido previsto por Lara-Resende e Arida (1985, p. 7-8).

subitamente expostos à concorrência internacional exercida por produtos de qualidade igual ou superior à produção nacional. Em face da competição externa, os produtores nacionais se viram forçados a praticar preços compatíveis com os dos similares importados (p. 316-317).

A âncora cambial admitia gradação e é importante dizer que ela foi sendo progressivamente flexibilizada até janeiro de 1999. A política cambial durante a terceira fase do Plano Real pode ser dividida em quatro etapas, caracterizadas pela adoção dos seguintes sistemas: (i) de flutuação cambial em um regime monetário de metas monetárias, até que se chegou à relação 0,84 Real/Dólar; (ii) de taxa de câmbio fixa; (iii) de banda cambial deslizante, já pouco flexibilizada; e (iv) de banda cambial rastejante, de maior flexibilização (Modenesi, 2005, p. 313).

Claro que a manutenção daquela relação entre Real e Dólar que levava a uma expansão das importações tinha seus custos. A manutenção do equilíbrio do balanço de pagamentos e o não comprometimento das reservas internacionais do país demandavam a atração de capitais externos que era feita a partir da fixação de uma taxa de juros básica astronômica. A Selic³ real permaneceu “acima de 10% a.a. durante todo o período de implantação do Plano Real, e a sua média foi superior a 20% a.a. no mesmo período” (Modenesi, 2005, p. 327), com consequente efeito contracionista sobre a moeda e o crédito.

Naquilo que se refere à dinâmica interna, os efeitos da implantação da nova moeda assim realizada foram bastante perversos. Em primeiro lugar porque a avalanche de importações que se deu após a abertura econômica levou à redução do dinamismo das exportações brasileiras. Houve também ascensão da taxa de desemprego aberto, o que afetou salários, e desaquecimento da economia. A partir de 1994, verificou-se também uma tendência de queda na taxa de variação do produto real e um aumento expressivo da dívida líquida do setor público, que se elevou em todos os anos do período em questão, fundamentalmente em razão da manutenção da taxa Selic em níveis muito elevados (Modenesi, 2005, p. 332-334). A estabilização ou até mesmo a redução da relação dívida/PIB passou a

³ A “taxa Selic” é a taxa média ajustada de financiamentos diários para títulos públicos federais, de emissão do Tesouro Nacional, negociados e registrados no âmbito do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) (DURAN, 2012, p.141). É a taxa básica de juros do mercado brasileiro.

constituir-se em um dos maiores desafios à manutenção da estabilidade de preços na era do Real e sequer o forte programa de desestatização que acompanhou o Plano Real foi eficaz para trazer esse equilíbrio (Filgueiras, 2000, p. 116).

Além disso, a intensidade da abertura conduziu também a uma situação em que os hábitos de consumo da população brasileira foram transformados sem que o setor produtivo nacional acompanhasse ou absorvesse essas mudanças. Atrelar a economia nacional mais fortemente ao setor externo e criar essa relação da dívida puxada pela Selic, teve o efeito de aumentar a vulnerabilidade da economia brasileira. As oscilações nos mercados externos passaram a nos afetar profundamente, tendo, inclusive, sido a crise russa de 1998 o fator preponderante que levou ao abandono da âncora cambial em janeiro de 1999.

2 A conformação do tripé macroeconômico

Em 4 de outubro de 1998, Fernando Henrique Cardoso foi reeleito Presidente da República, novamente em primeiro turno. A hipótese da reeleição havia sido incorporada à Constituição Federal a partir da Emenda Constitucional nº 16, de 4 de julho de 1997. Neste segundo mandato, que foi de 1º de janeiro de 1999 a 31 de dezembro de 2002, foram introduzidas uma série de mudanças na gestão macroeconômica, compondo os três pilares daquilo que ficou conhecido como “tripé” macroeconômico.

2.1 Primeiro pilar: Regime cambial de câmbio flutuante

Na dinâmica da contenção da inflação no primeiro mandato presidencial de Cardoso, o câmbio exercia a função de manutenção dos preços e a taxa de juros era responsável pelo equilíbrio do balanço de pagamentos.

Ao longo do primeiro Governo de Fernando Henrique Cardoso, o Brasil enfrentou uma série de crises justamente por conta da dificuldade de atrair um capital volátil para equilibrar seu balanço de pagamentos e

conseguir manter a âncora cambial sem que as reservas internacionais fossem comprometidas. O Brasil sequer foi responsável por essas crises. O que se passava era que quando algum outro Governo da periferia dava uma resposta não esperada ao mercado financeiro, a desconfiança recaía sobre todos os países na mesma condição e os capitais passavam a sair dessas praças financeiras que, diante da dependência elevada, tomavam, para mantê-los, medidas como incrementos às taxas de juros básicas e desinvestimentos em seguridade social. Essas medidas, em regra, favoreciam os proprietários do capital em detrimento da população do país periférico.

A igualdade de tratamento jurídico ao capital estrangeiro e nacional já era prevista no art. 2º da Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962, sendo que disposição análoga segue constante do art. 9º da Lei nº 14.286, de 29 de dezembro de 2021, a qual revogou parte substancial da própria Lei nº 4.131/1962. Os mecanismos mais diretos de gestão de fluxos de capital estavam suspensos desde o início da década de 1990 por força de dispositivos infralegais. Nesse contexto, o texto da Exposição de Motivos nº 37, de 16 de fevereiro de 1995, que acompanhou a proposta que se converteria na Emenda Constitucional nº 6, de 15 de agosto de 1995, que revogou o art. 171 da Constituição Federal de 1988 e constitucionalizou a igualdade de tratamento jurídico às empresas estrangeiras e nacionais, demonstra a prioridade que vinha sendo dada à atração de capital, ao apontar que “[a] discriminação ao capital estrangeiro perdeu sentido no contexto de eliminação das reservas de mercado, maior interrelação entre as economias e necessidade atrair capitais estrangeiros para complementar a poupança interna”⁴.

Reviravoltas de conjuntura advindas da crise do México, conhecida como Efeito Tequila, em 1995 e da crise asiática de 1997 forçaram a adoção de taxas de juros mais altas para que os capitais financeiros e especulativos não saíssem do país e levassem a uma crise do balanço de pagamentos e à crise cambial, dado que não mais seria possível sustentar a âncora. Juntamente com essas altas taxas de juros, vinha aumento da dívida pública que ensejava e justificava medidas de austeridade e privatizações.

Cada vez mais o Governo tinha dificuldades para manter a âncora cambial que era o ponto chave da política de estabilização e, com isso, foram

⁴ Disponível na página 3246 do Diário do Congresso Nacional, Seção I, de 15 de março de 1995.

acontecendo os mencionados movimentos de flexibilização que incluíam, por exemplo, o estabelecimento de uma banda de flutuação para a taxa de câmbio. Em 1998, a crise da Rússia gerou um novo ataque especulativo contra o Real e causou uma crise cambial no mesmo ano, levando o país a buscar o Fundo Monetário Internacional (FMI) para financiamento e a realizar uma profunda transformação das práticas de gestão da macroeconomia.

Nessa crise de 1998, ficou evidente a insustentabilidade do Real valorizado no nível que a âncora cambial pretendia. A mudança na política cambial “se tornara uma necessidade ainda mais urgente em face do forte desequilíbrio fiscal, que era exacerbado pela adoção de política monetária excessivamente restritiva, imposta, por sua vez, pela manutenção do próprio regime monetário de metas cambiais” (Modenesi, 2005, p. 352).

Em dezembro de 1998, a redução no volume de reservas internacionais foi interpretada pelo Governo como um sinal inequívoco de que o regime de metas cambiais teria que ser abandonado o quanto antes. “No dia 13 de janeiro de 1999, o Governo mostrou claramente que o sistema cambial seria flexibilizado ao substituir Gustavo Franco – maior defensor e verdadeiro ícone da âncora cambial – por Francisco Lopes na presidência do Banco Central. O piso e o teto da banda foram ampliados para R\$ 1,20 e R\$ 1,32, respectivamente” (Modenesi, 2005, p. 356-357). No entanto, a situação cambial da economia brasileira era extremamente grave, e a mudança anunciada foi insuficiente para revertê-la.

Para preservar as reservas de que o País ainda dispunha, o Conselho Monetário Nacional (CMN), por meio da Resolução nº 2.588, de 25 de janeiro de 1999, deixou que o câmbio flutuasse livremente. A Resolução previa “a unificação das posições de câmbio do mercado de câmbio de taxas flutuantes com o mercado de câmbio de taxas livres, que passou a vigorar a partir de 1º de fevereiro de 1999” (Costa, 2009, p. 125). Foi este o momento da desvalorização do Real e do abandono do regime monetário de âncora cambial após quase meia década desde sua adoção. Estabeleceu-se, em seu lugar, um sistema de flutuação supervisionada da taxa de câmbio⁵, permitindo a atuação do Banco Central do Brasil (BCB).

⁵ O Regime de flutuação supervisionada da taxa de câmbio é aquele em que a autoridade monetária intervém no mercado de reservas internacionais esporadicamente e de maneira limitada, pretendendo reduzir a volatilidade cambial. Goldfajn (2017, p. 361) explica que “na prática, é difícil observar em economias emergentes regimes de câmbio fixos ou flexíveis puros:

As medidas finais para unificação e flexibilização do câmbio brasileiro vieram a ser concluídas apenas na década seguinte. A Resolução nº 3.265 do CMN, de 4 de março de 2005, unificou, por fim, os mercados de câmbio de taxas livres e de taxas flutuantes que conviviam desde a edição da Resolução nº 1.552 do CMN, de 22 de dezembro de 1988 (Costa, 2009, p. 122 e 125).

A mudança do regime cambial se deu, portanto, não por opção de nossas autoridades. Ela foi forçada por conta de pressões externas. As reservas foram absorvidas pelos agentes externos, a vulnerabilidade aumentou e, diante desse quadro, os gestores públicos foram levados a flexibilizar o câmbio, independentemente de acharem que o processo de estabilização já havia se consolidado.

2.2 Segundo pilar: Regime monetário de metas de inflação

A esta altura e seguindo uma tendência de redução do papel do Estado na economia, o Governo já havia perdido sua faculdade de controlar o fluxo de capitais e de determinar o câmbio. Nos termos do triângulo da impossibilidade⁶, sobrou ainda a possibilidade de estabelecer a taxa de juros básica da economia, que é utilizada na nova dinâmica da gestão macroeconômica.

Como consequência do abandono do regime monetário da âncora cambial:

foi necessário adotar uma nova âncora nominal que coordenasse as expectativas inflacionárias e balizasse a formação de preços garantindo, portanto, a manutenção da estabilidade de preços, as autoridades monetárias adotaram o regime de metas de inflação, ainda que informalmente, no início do ano de 1999 (Modenesi, 2005, p. 359).

normalmente, observa-se o convívio de flutuações cambiais com acúmulos de reservas, como no Brasil nas últimas décadas”.

⁶ Segundo essa teoria, não poderia um Estado ou autoridade monetária servir-se de livre mobilidade de capitais; controle da taxa de câmbio; e autonomia de política monetária ao mesmo tempo. Poderiam conviver duas dessas três escolhas políticas, no máximo. As formulações originais sobre o tema foram feitas por Mundell (1963) e Fleming (1962).

Em 4 de março de 1999, Armínio Fraga, provindo do mercado financeiro, foi nomeado presidente do BCB e o regime monetário de metas de inflação foi, de forma ainda precária, adotado no Brasil. Tal fato fica evidenciado da leitura da Ata⁷ da 33ª reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM)⁸, em março de 1999, na qual diz-se expressamente: “O objetivo primeiro do Banco Central é a manutenção da estabilidade de preços”.

Formalmente, o novo regime foi incorporado ao ordenamento jurídico nacional apenas três meses mais tarde, em junho de 1999, por meio do Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999.

Cabe trazer à tona alguns dispositivos desse diploma legal. O art. 2º tratava de conferir ao BCB independência de instrumentos para cumprir as metas de inflação estabelecidas pelo CMN, na forma do art. 1º, § 2º, conferindo ao BCB, portanto, o mandato legal da execução do regime monetário de metas de inflação. A competência do CMN para estabelecer as metas de inflação e do BCB para conduzir a política monetária necessária para cumprimento das metas estabelecidas só veio a ganhar status legal com a edição da Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021.

Do ponto de vista procedimental, com dois anos de antecedência, o CMN fixava, para cada ano-calendário, um intervalo de meta para a inflação, nos termos do Decreto nº 3.088/1999. Recentemente, o Decreto nº 12.079 de 26 de junho de 2024, substituiu o Decreto nº 3.088/1999 e estabeleceu uma sistemática de meta contínua que considera a inflação acumulada em doze meses. De posse dessa informação e de outros dados obtidos junto a agentes privados, o COPOM se reúne periodicamente e estabelece qual deverá ser a taxa Selic adequada para conduzir a inflação à meta definida pelo CMN. A Selic é uma meta e é a taxa básica de juros da economia. Manipulações em seu patamar no curto prazo influenciam o custo da moeda no sistema bancário no longo prazo (Duran, 2012, p. 46).

⁷ Disponível em: < <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/04031999> >. Acesso em: 4 de fevereiro de 2026.

⁸ O Comitê de Política Monetária foi instituído em 20 de junho de 1996, por meio da circular nº 2.698, com o objetivo de estabelecer as diretrizes da política monetária e de definir a taxa de juros. O Copom é composto pelos membros da Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil: o presidente, que tem o voto de qualidade; e os diretores de Administração, Assuntos Internacionais e de Gestão de Riscos Corporativos, Fiscalização, Organização do Sistema Financeiro e Controle de Operações do Crédito Rural, Política Econômica, Política Monetária, Regulação do Sistema Financeiro, e Relacionamento Institucional e Cidadania.

Para saber se o efeito pretendido foi produzido, o BCB observa indicadores e faz levantamentos contínuos junto a agentes privados para conhecer suas expectativas. Assim opera formalmente o regime monetário de metas de inflação adotado no Brasil em 1999.

Para entendermos melhor de que forma essa mudança de regime monetário afetou a gestão macroeconômica brasileira, convém relembrar uma fala de Armínio Fraga, à época Presidente do BCB, em entrevista dada ao programa Roda Viva em 14 de junho de 1999, uma semana antes do Decreto nº 3.088/1999 instituir formalmente o regime:

O que se tem hoje é uma mudança que dá à taxa de câmbio uma função diferente da função que ela tinha antes. Antes o Governo dizia para a taxa de câmbio: ‘Você toma conta da inflação’ e dizia para a taxa de juros: ‘Você toma conta do balanço de pagamentos’, que é um regime de taxa de câmbio fixa. Hoje nós estamos escalando o time de forma diferente. Nós estamos dizendo para taxa de câmbio: ‘você toma conta do balanço de pagamentos’ e para taxa de juros: ‘você toma conta da inflação’.⁹

O ponto mais relevante desta fala é que ela expressa a grande diferença existente entre os regimes monetários e cambiais da forma como foram aplicados no país. O ponto principal a considerar é a inversão dos papéis exercidos pela taxa de câmbio e pela taxa de juros.

Na ordem vigente até 1998, a taxa de câmbio servia para o controle da inflação, na medida em que possibilitava que insumos importados entrassem no país custando menos ao mesmo tempo em que forçava os agentes nacionais a diminuir seus preços para não perder competitividade, independentemente do efeito que isso poderia ter sobre o nível de emprego. A taxa de juros, por sua vez, servia precipuamente para atrair capital financeiro volátil e equilibrar o balanço de pagamentos, permitindo a manutenção da taxa de câmbio no nível desejado pelas autoridades.

No regime de metas de inflação, acontece justamente o contrário. O câmbio flutuante, ainda que essa flutuação seja supervisionada, serve para preservar o equilíbrio do balanço de pagamentos, na medida que o preço da

⁹ Disponível em: < https://www.youtube.com/watch?v=Y0JYGo0_tMQ >. Acesso em: 4 de fevereiro de 2026.

moeda se mantém relativamente adequado à sua relação de oferta e procura, onerando menos as reservas de divisas do país. O BCB só atua para impedir uma variação que julgue desestabilizadora da taxa de câmbio. A taxa de juros, por sua vez, passa a ser instrumento de controle da inflação, uma vez que a determinação da taxa básica de juros pela autoridade altera expectativas quanto à oferta de moeda e de crédito.

Assim sendo, do ponto de vista de seu mecanismo na prática, a meta de inflação transformou a forma como era utilizada a Selic. Se antes ela incidia diretamente sobre o controle monetário do fluxo de capital que entrava no país, no novo regime ela segue exercendo essa função, mas de forma acessória. O controle da oferta de moeda e de crédito passa a ser sua principal função. “No regime de metas de inflação, o único instrumento para o controle de preços – independentemente da natureza do processo inflacionário em questão – é a taxa de juros” (Carvalho, 2018, p. 173).

O regime monetário de metas de inflação não foi criado no Brasil. Ele decorre da experiência desenvolvida na Nova Zelândia na década de 1980. Quanto ao regime monetário de metas de inflação, explica Schwartzman (2004):

Hoje há um certo consenso acerca de um regime de metas ser caracterizado por cinco elementos:

- o anúncio público de metas de médio prazo para a inflação, sem referência a outras âncoras nominais;
- um compromisso institucional com a estabilidade de preços como objetivo primário do Banco Central;
- uma estratégia que inclua toda a informação possível para decidir sobre o instrumento de política monetária;
- transparência de estratégia de política monetária através da comunicação acerca dos objetivos, planos e decisões da autoridade monetária com o público;
- responsabilidade (accountability) do BC em atingir as metas de inflação.

Todos esses aspectos foram sendo inseridos na gestão macroeconômica brasileira entre a chegada de Armínio Fraga à presidência do Banco Central e a positivação jurídica do regime com a entrada em vigor do Decreto nº 3.088/1999.

O modelo brasileiro, especificamente, teve suas regras inspiradas nos mecanismos criados para o Banco da Inglaterra, que atua como Banco Central para o Reino Unido. O regime tornou-se parte de:

um modelo de governança no setor internacional, patrocinado por instituições como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial, por meio da promoção de assistência técnica e de treinamento de funcionários públicos. A ideologia predominante propagava moeda e instituições fortes, com pouca interferência estatal na economia, privatização e bancos centrais independentes (Duran, 2012, p. 30).

A competência para o controle da moeda foi transferida para o BCB, o COPOM e o CMN, órgãos institucionalmente insulados na estrutura do Poder Executivo. Essa reorganização foi feita incorporando a demanda liberal pela independência dos Bancos Centrais, de modo que a gestão da moeda ficasse apartada da política econômica. Este argumento “baseia-se na diferenciação entre o julgamento político em torno da estabilidade monetária com base em conhecimento técnico específico e o julgamento baseado no cálculo político” (Duran, 2012, p. 33).

A âncora nominal baseada na inflação, ou seja, a meta de inflação, foi uma ferramenta de despolitização da gestão monetária. Essa medida foi implantada no Brasil justamente como resposta aos problemas decorrentes de outra situação criada pela adoção do discurso neoliberal nas primeiras fases do Plano Real.

Assim sendo, nota-se que, ainda que o Estado tenha permanecido com a faculdade de manejar a taxa de juros para execução da política macroeconômica, a margem de discricionariedade para esse manejo tornou-se bastante limitada por conta dessa imposição jurídica pretensamente despolitizada. Pretensamente porque “a despeito do ‘revestimento’ da objetividade e da neutralidade valorativa alcançada pela introdução da ciência no processo político, escolhas políticas continuam a ser altamente politizadas em suas consequências alocativas” (Duran, 2012, p. 58). A política econômica somente é despolitizada no sentido de tirar do Governo o poder de traçar política monetária. O regime pode ainda afetar o orçamento do Tesouro, na medida em que é o Banco Central supostamente autônomo que manipula as taxas de juros que remuneram os títulos públicos.

Em regra, quanto mais altos são os juros de uma economia, menores são a atividade econômica e a tendência de aumento da inflação. No Brasil, o regime monetário de metas de inflação guarda algumas idiossincrasias, sendo teoria corrente que a Selic é mantida ainda em patamar excessivamente alto para estabilização do câmbio em patamar alto, como ocorria anteriormente, quando a âncora cambial era utilizada. Barbosa-Filho (2008) descreve como a taxa de câmbio passa a ser usada como âncora nominal mesmo com a adoção das metas de inflação, mostrando como entre os anos de 2000 e 2006 a meta de inflação só foi cumprida nas ocasiões em que houve apreciação cambial em termos nominais. No mesmo sentido, Carvalho (2018, p. 47-48) aponta que “desde a implementação do regime de metas de inflação em 1999, em que quase todos os anos em que houve desvalorização cambial, a inflação atingiu ou ultrapassou a o teto da meta. Já nos anos em que o dólar caiu, a meta, em geral, foi cumprida”.

Quanto aos resultados da troca de regime monetário, Filgueiras (2000) apresenta a seguinte crítica:

essa mudança, se amenizou a vulnerabilidade externa do país, pelo lado da balança comercial, manteve, no fundamental, a mesma concepção de inserção subordinada do país na globalização e, portanto, manteve também a dependência dos fluxos de capitais externos – que continuaram financiando o balanço de pagamentos e se alimentando da dívida pública. O caminho para o desenvolvimento sustentado – que compatibilize taxas de crescimento, por vários anos consecutivos, acima de 4% com equilíbrio do balanço de pagamentos e taxas de inflação moderadas – continuou interdito para a economia brasileira (Filgueiras, 2000, p. 257-258).

Assim, o regime de metas de inflação consolidou-se como um dos pilares institucionais do tripé macroeconômico, delimitando normativamente a discricionariedade na definição da taxa básica de juros por parte do BCB.

2.3 Terceiro pilar: Metas fiscais

Mesmo com a adoção do regime cambial de câmbio flutuante e do regime monetário de metas de inflação, o cenário internacional desfavorável acompanhou, permanentemente, o segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso. Esse fato atrelado à situação de vulnerabilidade que tornou-se marca da economia brasileira fez com que movimentos, de curto prazo, de aceleração e desaceleração da economia fossem uma característica básica do período, como já havia ocorrido no primeiro mandato.

Ainda que não seja o momento de entrarmos em minúcias sobre o que especificamente governa a ação dos agentes que controlam os fluxos de capital, cabe esclarecer um pouco a dinâmica por trás dessas tendências. Quando um agente privado ou de Direito Público externo direcionava capital para a economia brasileira, ele o fazia buscando uma combinação de três objetivos: (i) liquidez para redirecionar seu capital na hora em que julgasse mais adequada; (ii) retorno financeiro; e (iii) segurança contra possíveis desfalques. São os objetivos básicos de qualquer investimento.

O Governo dependia da entrada desses fluxos para sustentar o nível de reservas e equilibrar o balanço de pagamentos no período da âncora cambial e para preservar o câmbio em um nível que permitisse manter as importações e, com isso, impedir a volta da inflação após a adoção do câmbio flutuante. Como mencionamos anteriormente, medidas infralegais adotadas no início da década de 1990 asseguraram a liquidez do capital na medida em que liberalizaram os fluxos de capital, removendo do Estado sua capacidade de adotar políticas de gestão de fluxos de capital. O retorno dos investimentos, por sua vez, era garantido pela fixação da taxa de juros básica da economia em patamar notadamente alto. O ponto que restou é aquele que diz respeito à segurança dos investimentos contra calotes e é nele que se concentram os motivos para a vulnerabilidade brasileira diante de crises em outras partes do mundo no período.

Dadas as características próprias do Estado, os negócios jurídicos envolvendo entes estatais já são considerados os mais seguros no âmbito da ordem jurídica que constitui o próprio ente:

Uma vez que o Estado goza de posição privilegiada nas situações jurídicas das quais faz parte (não se sujeita a falência, independe da atividade econômica para ampliar receita – senão indiretamente –, serve-se de prazos e volumes de recursos diferenciados), a taxa de juros convencionada nos negócios jurídicos em que o Estado figura como tomador do instrumento monetário representa – no âmbito interno – o menor potencial de risco ao credor, motivo pelo qual será a partir dela que se conformarão as demais taxas praticadas no mercado (Park Silveira, 2015, p. 61).

Apesar dessa segurança inerente aos títulos públicos, o Brasil é um país classificado como em desenvolvimento ou como emergente. Segundo Mosley (2003, p. 112), quando os investidores pensam para quais países direcionar investimentos, já assumem que “o risco de inadimplência é, para todos os efeitos, ausente nas nações desenvolvidas, mas é um fator importante nas nações em desenvolvimento”.

Além de estar fora do grupo das nações desenvolvidas, o Brasil tinha se tornado um país aberto do ponto de vista do mercado financeiro e ficado dependente dos fluxos de capital para equilibrar seu balanço de pagamentos e controlar sua inflação. Esses fluxos são voláteis e os países na situação do Brasil ficam vulneráveis aos humores dos investidores. Mosley (2003) igualmente chama atenção para essa combinação de fatores:

Os mercados de capital relativamente abertos em nações em desenvolvimento de renda média permitem fortes respostas do mercado às mudanças na política do governo. Outros fatores podem tornar essas pressões ainda mais fortes: primeiro, a dependência das nações de mercados emergentes em relação ao capital estrangeiro é maior do que nas democracias desenvolvidas; os governos têm menos opções sobre como acessar os mercados de capitais internacionais (Mosley, 2003, p. 111).

Não obstante tudo isso, algo que é de fato intrigante é o fato de que nenhuma das crises que afetou a economia brasileira teve como epicentro o Brasil. Algumas delas, como a asiática e a russa tiveram origem em locais pouco integrados às cadeias de produção das quais o Brasil participava e ainda assim o impacto foi considerável.

A pesquisa de Brooks et al. (2015, p 587) sugere que os investidores profissionais alocam países dos quais são credores de acordo com categorias e que a avaliação de risco de um país não é feita apenas a partir do exame da condição de suas instituições, indicadores domésticos e dos seus fundamentos econômicos e políticos subjacentes, mas também do risco que os investidores percebem em outros tomadores soberanos que se encaixam na mesma categoria. Os investidores adotam esse procedimento como um atalho para tomada de decisões. A adoção de um procedimento dessa natureza:

reduz o controle dos governos tomadores de empréstimos sobre o sentimento do mercado: os governos muitas vezes não selecionam os grupos de pares nos quais os investidores os colocam. Nossas análises estatísticas evidenciam nossa alegação de que as avaliações de risco ostensivamente ‘soberanas’ são, na verdade, em grau significativo interdependentes, uma vez que os prêmios de risco dos pares oferecem uma fonte significativa da variação das restrições de mercado (Brooks et al., 2015, p. 587).

Nesse sentido, no que diz respeito à segurança dos investimentos, a posição do Brasil ficou particularmente vulnerável do ponto de vista externo. Em que pese tudo isso, seria um erro considerar que não tenha havido por parte do próprio Governo brasileiro uma predisposição para usar essas condições todas para levar a cabo intencionalmente um conjunto de reformas liberalizantes. A coalizão que dava sustentação interna ao governo Cardoso tinha interesse na extensão das atividades do mercado financeiro, na abertura do mercado a empresas multinacionais e na manutenção da taxa de câmbio em patamares elevados, de modo que os setores socialmente mais abastados pudessem emular internamente o padrão de consumo dos habitantes de países ricos, e já observou-se que:

em alguns casos contemporâneos, os partidos do governo têm predisposições ideológicas de longa data em relação às políticas neoliberais. Quando os governos nacionais preferem, por razões políticas ideológicas ou domésticas, reduzir os déficits orçamentários, em vez de mantê-los ou aumentá-los, as pressões do mercado financeiro servem para reforçar a retidão fiscal. Mas eles não fazem com que os governos mudem seu curso geral de ação (Mosley, 2003, p. 159).

Mesmo com os esforços de abertura e incremento de juros, as crises não pararam e a economia brasileira foi instável no período. Em 2000, apesar de uma crise financeira internacional causada pelo estouro da bolha da Internet nos EUA, houve retomada do crescimento por conta de uma taxa recorde de Investimentos Estrangeiros Diretos e da diminuição da taxa de juros entre março de 1999 e abril de 2001, depois do pico de 45% alcançado logo após a nomeação de Fraga para a Presidência do BCB. O fato de que tivemos eleições municipais em 2000, que fez com que prefeitos fossem mais propensos a realizar obras, também contribuiu para o resultado.

Em 2001, com a crise argentina e os atentados de 11 de setembro nos EUA, a economia brasileira desacelerou e o Real desvalorizou desde janeiro, com juros voltando a subir em maio. Houve também uma crise de energia, que forçou o Governo a adotar um racionamento. Esse conjunto de fatos fez com que o Governo buscasse outra vez o FMI em dezembro, para fechar novo acordo antes mesmo que o anterior, de 1998, tivesse acabado.

A existência dessas condições não significou, no entanto, que o governo nada tenha feito para tentar contornar a desconfiança de seus credores. Foi nesse contexto que foi editada a Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, mais conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal, ou LRF.

A LRF contribui para o tripé macroeconômico na medida em que seu art. 4º alterou a forma da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), encaminhada todo ano pela União na forma do art. 165 da Constituição Federal e votada pelo Congresso Nacional, exigindo que ela seja editada acompanhada de um Anexo de Metas Fiscais. Esse Anexo introduziu na administração pública, na forma do Art. 4, §1º, da LRF, um sistema de metas anuais, em valores correntes e constantes, relativas a receitas, despesas, resultados nominal e primário e montante da dívida pública elaboradas para o exercício fiscal a que se referirem e para os dois seguintes.

O art. 4º, § 2º, da LRF dispõe sobre o conteúdo do Anexo. Park Silveira (2015) assim resume seus termos:

O Anexo de Metas Fiscais, em cumprimento ao §2º do art. 4º, é composto por oito demonstrativos, a saber: i) metas anuais; ii)

avaliação do cumprimento das metas fiscais do exercício anterior; iii) metas fiscais atuais comparadas com as metas fiscais dos três exercícios anteriores; iv) evolução do patrimônio líquido; v) origem e aplicação dos recursos obtidos com a alienação de ativos; vi) avaliação da situação financeira e atuarial do Regime Próprio de Previdência Social; vii) estimativa e compensação da renúncia de receita; viii) margem de expansão das despesas obrigatórias de caráter continuado (Park Silveira, 2015, p. 154).

Além disso, o art. 4º, § 4º, exige que a União, ao encaminhar a LDO apresente, em anexo específico, os objetivos das políticas monetária, creditícia e cambial, bem como os parâmetros e as projeções para seus principais agregados e variáveis, e ainda as metas de inflação, para o exercício subsequente, enquadrando ainda mais as políticas monetária e cambial.

É justamente essa meta fiscal anual que compõe o último pé do tripé. Essa meta é elaborada visando a produção de um certo superávit fiscal primário, consistente na diferença positiva entre o que o Estado brasileiro arrecadou e aquilo que gastou antes de efetuar o pagamento dos juros de sua dívida. Inclusive, na forma do art. 17, § 6º, as despesas destinadas ao serviço da dívida ficam isentas da obrigação de virem acompanhadas de estimativa de seu impacto orçamentário-financeiro e de demonstração da origem dos recursos para seu custeio. A mensagem que esse instrumento visa passar aos investidores é clara: o governo brasileiro está empenhado em dar segurança ao seu investimento a ponto de deixar de aplicar em outras áreas recursos que arrecadou.

Vale mencionar que outros regimes vieram ainda em reforço dessa meta fiscal. Destaca-se, nesse sentido, a Emenda Constitucional nº 95, de 15 de dezembro de 2016, que instituiu o Novo Regime Fiscal, apelidado de “teto de gastos” incluindo os arts. 106 a 114 no Ato das Disposições Constitucionais Transitórias (ADCT), estabelecendo, por vinte exercícios financeiros, limites individualizados para as despesas primárias dos Poderes e de órgãos autônomos da União, corrigidos apenas pela estimativa de inflação do Poder Executivo para cada exercício. Posteriormente, a Emenda Constitucional nº 109, de 15 de março de 2021, conhecida como PEC Emergencial, introduziu mecanismos adicionais de contenção, como restrições caso despesas obrigatórias alcançassem 95% do limite aplicável. Em 2023, esse modelo foi substituído pelo Regime Fiscal Sustentável,

instituído pela Lei Complementar nº 200, de 30 de agosto de 2023, aplicável a partir de 2024. A nova regra passou a vincular o crescimento das despesas à evolução das receitas, determinando que o aumento real dos limites de despesa corresponda, no máximo, a 70% do crescimento real da receita, respeitando limites de crescimento entre 0,6% e 2,5% ao ano.

Evidentemente, o fato de os investidores agruparem os países devedores foi algo que modulou os efeitos das reformas conduzidas internamente para dar segurança aos credores. Entretanto, as consequências jurídicas desse tipo de reforma certamente impõem limites que constroem a ação dos gestores públicos nos anos subsequentes e contribuem para que persista o sentido de liberalização das finanças e da contenção da atividade econômica desenvolvida pelo Estado e do próprio serviço público.

Em 2002, já em abril se esboçava uma nova crise cambial, com fuga de capitais e grande desvalorização do Real. O aumento da relação dívida/PIB, o vencimento de grandes parcelas da dívida e a possível vitória eleitoral da oposição abriram espaço para a especulação contra o Real. Essa situação fez com que o Governo recorresse novamente ao FMI em junho. Diante disso, a taxa de juros voltou a subir em setembro e, juntamente com a superação da meta de superávit primário, impactou negativamente o crescimento da atividade econômica no ano.

Ao final do governo Cardoso estava assim montado o “tripé” macroeconômico que regia as políticas monetária, cambial e fiscal no Brasil. Foi com essa estrutura normativa e institucional, com todas as suas particularidades, assentada no regime cambial de câmbio flutuante; no regime monetário de metas de inflação; e nas metas de superávit, que, em grande medida, o país segue até os dias atuais.

Considerações finais

A análise desenvolvida ao longo deste trabalho evidencia que o chamado tripé macroeconômico é resultado de um processo histórico de reorganização normativa e institucional da política econômica, condicionado pela crise do desenho original do Plano Real e pelas pressões externas associadas à liberalização financeira. A partir de 1999, a política macroeconômica passou a ser estruturada em torno de um conjunto de

regimes jurídicos relativamente rígidos, que redefiniram o papel do Estado na gestão da moeda, do câmbio e das finanças públicas.

A adoção do regime cambial de câmbio flutuante, do regime monetário de metas de inflação e do regime fiscal de metas de superávit primário alterou a distribuição de competências e de margens de discricionariedade entre os órgãos responsáveis pela condução da política econômica. Em particular, a política monetária passou a operar sob uma lógica de despolitização formal, ancorada na centralidade da estabilidade de preços como objetivo primordial, enquanto a política fiscal foi submetida a um arcabouço de metas voltadas à sinalização de solvência e segurança aos credores do Estado.

O exame da formação normativa desses três pilares permite compreender que o tripé macroeconômico consolidou um modo específico de inserção do Brasil na economia internacional, marcado pela elevada dependência de fluxos de capitais e pela internalização, no ordenamento jurídico, de compromissos voltados à contenção da atuação estatal sobre a atividade econômica. Ainda que esse arranjo tenha contribuído para reduzir certos graus de vulnerabilidade associados ao regime cambial anterior, ele impôs restrições à busca por objetivos macroeconômicos mais amplos, como crescimento, emprego e desenvolvimento produtivo.

Ao final do segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso, o tripé encontrava-se plenamente conformado como eixo estruturante da política macroeconômica brasileira, com efeitos que se projetam até hoje. A permanência desse arranjo, com adaptações marginais ao longo dos anos seguintes, revela o grau de resiliência institucional alcançado por esse regime jurídico da macroeconomia. Compreender sua gênese normativa não deixa de ser condição necessária para avaliar criticamente seus limites, suas continuidades e as possibilidades de sua eventual reconfiguração.

A análise da formação normativa do tripé macroeconômico abre caminho para investigações sobre suas implicações para o desenvolvimento econômico e social brasileiro. Entre as questões que merecem aprofundamento estão as tensões entre a organização jurídica da política macroeconômica e os objetivos estabelecidos pela Constituição de 1988, bem como os efeitos dos regimes cambial, monetário e fiscal sobre o crescimento econômico, a expansão do mercado interno, o emprego e a industrialização. A investigação dessas questões a partir deste trabalho

poderá contribuir para uma compreensão dos limites e das possibilidades de transformação do regime macroeconômico brasileiro.

Referências

BARBOSA-FILHO, Nelson. Inflation targeting in Brazil: 1999-2006. *International Review of Applied Economics*, v. 22, n. 2, p. 187-200, 2008.

BROOKS, Sarah M.; CUNHA, Raphael; MOSLEY, Layna. Categories, Creditworthiness, and Contagion: How Investors' Shortcuts Affect Sovereign Debt Markets. *International Studies Quarterly*, v. 59, n. 3, p. 587-601, 2015.

CARVALHO, Laura Barbosa de. *Valsa brasileira*. São Paulo: Todavia, 2018.

COSTA, Luciana Pereira. *Disciplina jurídica do câmbio e política pública*. 2009. Dissertação (Mestrado em Direito Econômico e Financeiro) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

DURAN, Camila Villard. *A moldura jurídica da política monetária: um estudo de caso*. 2012. Tese (Doutorado em Filosofia e Teoria Geral do Direito) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

FILGUEIRAS, Luiz. *A história do Plano Real*. São Paulo: Boitempo, 2000.

FLEMING, John Marcus. Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates. *IMF Staff Papers*, Washington D.C., n. 9, p. 369-379, 1962.

GOLDFAJN, Ilan. Comitê de Política Cambial para as reservas do Banco Central: uma proposta. In. BACHA, Edmar (org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Civilização brasileira, p. 357-369, 2017.

LARA RESENDE, André; ARIDA, Pérsio. *Inertial inflation and monetary reform in Brazil*. Rio de Janeiro: Departamento de Economia – PUC/RJ, 1985.

MODENESI, André de Melo. *Regimes monetários: teoria e a experiência do Real*. Barueri: Manole, 2005.

MOSLEY, Layna. *Global Capital and national governments*. Nova Iorque: Cambridge University Press, 2003.

MUNDELL, Robert. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *The Canadian Journal of Economics and Political Science / Revue canadienne d'Economie et de Science politique*, Ottawa, v. 29, n. 4, p. 475-485, 1963.

PARK SILVEIRA, Thais Hae Ok Brandini. *O Plano Real e o balanço de pagamentos do Brasil*. 2015. Tese (Doutorado em Direito Econômico e Financeiro) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

SCHWARTSMAN, Alexandre. Metas para a inflação: imperfeitas para um mundo imperfeito. In. URANI, André; GIAMBIAGI, Fabio; REIS, José Guilherme (Org.). *Reformas no Brasil: Balanço e agenda*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2004.



Este trabalho possui uma Licença *Creative Commons - Atribuição 4.0 Internacional*.

Como citar este artigo (ABNT)

SILVA, Gustavo Jorge. Formação Normativa do Tripé Macroeconômico. *Revista Semestral de Direito Econômico*, Porto Alegre, v. 03, n. 01, e3106, jan./jun. 2026. <https://doi.org/10.51696/resede.e3106>

Recebimento: 06/02/2026

Avaliação preliminar: 06/02/2026

Aprovação: 09/10/2026

Retorno de correções: 10/10/2026



**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO ECONÔMICO**