

# O sistema monetário internacional: em busca de novos princípios<sup>1</sup>

---

*Michel Aglietta*

## **Introdução**

Ocupar-se das perspectivas do sistema monetário internacional (SMI) é arriscado pelo menos por três razões. Primeira, não existe esquema teórico, que seja sólido e amplamente aceito, para analisar a economia monetária internacional. Segunda, o processo de globalização financeira é excessivamente novo para permitir uma avaliação precisa dos problemas envolvidos na regulação macroeconômica internacional. Terceira, pode-se ser facilmente acusado de ingênuo caso se proponha a coordenação intergovernamental ou caso se esboçe planos grandiosos para reforma monetária internacional.

As dificuldades práticas e conceituais enfrentadas pelos estudos dos problemas monetários internacionais decorrem da própria natureza da moeda. A moeda, enquanto o elo social mais básico e vital das sociedades modernas, tem um papel de coesão crucial para o sistema econômico. Mas ela é, também, politicamente determinada. A moeda pode ser motivo de rivalidade ou de paz na ordem política. No campo das relações monetárias internacionais, regras que foram mutuamente aceitas podem vir a ser rejeitadas por terem se tornado injustas e ineficientes.

O SMI pode prover níveis elevados de regulação da economia mundial mas, também, os mecanismos mais vulneráveis a mudanças. Hoje não há nenhum condutor incontestável, no conceito das nações, capaz de eliminar os conflitos decorrentes de interações estratégicas. Não há, também, poder supranacional soberano que garanta a confiança na moeda amplamente utilizada. O século XX assistiu ao declínio do padrão ouro, que tinha um estatuto monetário implícito, e ao desenvolvimento de moedas nacionais. Desde a Primeira Guerra Mundial, as moedas nacionais estiveram sujeitas a objetivos políticos. Sua regulação internacional tornou-se problemática. Os idealizadores de Bretton Woods foram perspicazes ao planejar um sistema cooperativo e simétrico em suas obrigações, graças à criação de uma nova instituição, o Fundo Monetário Internacional (FMI). Contudo, eles não poderiam evitar que o sistema se tornasse hegemônico e legitimado, não por suas virtudes intrínsecas, mas pela Guerra Fria. Como ocorre a todos os sistemas de liderança única, Bretton Woods foi pressionado quando os

---

(1) Artigo apresentado no Seminário “Os Desafios à Reorganização do Sistema Monetário Internacional”, São Paulo, ago. de 1994. Promoção FUNAG/CEBRAP. Traduzido do inglês por Regina Meyer Branski.

EUA valeram-se de sua posição dominante para contornar decisões internas difíceis, que deveriam ter sido tomadas, no final dos anos 60. Desde então, os distúrbios monetários internacionais foram recorrentes. Entretanto, não resultaram em colapso global, como nos anos 30. Pelo contrário, as inter-relações financeiras privadas foram capazes de desenvolver-se numa velocidade surpreendente. Tais desenvolvimentos devem ser compreendidos antes de se formularem questões acerca do desenvolvimento do SMI por meio de co-responsabilidades multilaterais que levem a um novo estatuto monetário.

Nas páginas seguintes assumirei o risco de fundamentar as três principais assertivas cruciais para o entendimento da economia internacional:

Em primeiro lugar, *o laissez-faire não é viável em macroeconomia*. É necessária a ação coletiva. A questão não é encontrar um sistema ótimo, mas apostar no desenvolvimento e na preservação de um regime monetário viável, capaz de resgatar a utilidade da moeda internacional enquanto bem público. Qualquer análise teórica deverá considerar os critérios para um SMI viável e seus subsequentes princípios organizacionais.

Em segundo lugar, *a experiência ad hoc de ações coletivas estabelecidas a partir de 1985 é insatisfatória*. Algumas crises cambiais foram resolvidas satisfatoriamente por meio de operações emergenciais de salvamento pelos bancos centrais. Entretanto, foram insuficientes para coordenar as expectativas de mercado. As taxas de câmbio permaneceram muito instáveis. A mobilidade do capital ampliou as divergências entre as políticas econômicas. Poderes econômicos emergentes vêm adotando políticas cambiais com conseqüências sistêmicas. E, apesar disto, eles estão excluídos dos debates macroeconômicos cujo fórum, o grupo dos sete (G-7), está cada vez menos apto a realizar uma regulação global.

Finalmente, *os princípios comuns serão reafirmados*. Mas não decorrerão de uma reforma formal e explícita. Eventualmente emergirão de tendências institucionais já em curso. A primeira é o princípio do banco central independente, que reverte a submissão da moeda às políticas. A segunda é o princípio da supervisão mútua, que deveria ser implementado pelo FMI, que, recuperaria, assim, uma função monetária crucial e possibilitaria a opinião dos poderes emergentes nos negócios monetários internacionais.

## **1. Teoria: necessidade e características da ação coletiva**

Há inúmeras boas razões contra o *laissez-faire* em macroeconomia. E, nem todas devem ser atribuíveis às falhas dos mercados. Há, também, algumas falhas na coordenação intergovernamental e no reconhecimento de que o SMI

guarda um bem público, que é produzido em nível inferior ao satisfatório quando os participantes entregam-se a seus próprios interesses.

Os mercados financeiros não regulados funcionam mal porque têm problemas para administrar incertezas endógenas, o que contrasta profundamente com a diversificação dos riscos exógenos. A incerteza induz comportamentos coletivos inoportunos, perturbadores, que causam sérias ineficiências: equilíbrios múltiplos; dinâmicas especulativas nos mercados de ativos (maiores volatilidade e desalinhamento de preços); subavaliações de risco; sobreendividamento; e mudanças repentinas de regimes no mercado de crédito (por exemplo, a transformação de uma oferta de crédito altamente elástica em um severo racionamento).

Quando os governos beneficiam-se das facilidades da ampla utilização de investimentos externos e desconsideram qualquer regra ou princípio acordado para limitar o alcance de suas políticas discricionárias, sempre haverá um momento em que caminharão de forma dissonante, até mesmo com políticas contraditórias. As divergências são percebidas pelos operadores privados em mercados livres (bancos de investimento, fundos de *hedge*, seguradoras). Eles se adaptam às expectativas de mercado graças às relações com grandes investidores institucionais. Ao mesmo tempo, políticas conflitantes fazem surgir visões alternativas sobre o comportamento futuro das taxas de câmbio, que passam a competir com as opiniões convencionais existentes. Expectativas heterogêneas podem levar a dinâmicas imprevisíveis: alta volatilidade da taxa de câmbio *spot*, sempre que houver opiniões contraditórias quanto ao futuro da taxa de câmbio; a transformação de um padrão cambial estável em uma trajetória de bolhas ou numa trajetória auto-reforçada de contínuo enfraquecimento da credibilidade das sinalizações governamentais para o mercado; e ataques especulativos auto-alimentados, levando a crises cambiais quando um forte contágio mimético induzir mudança abrupta, de um determinado padrão de expectativas de mercado para outro.

As deficiências de mercado e intergovernamentais interagem perversamente. Os mercados instáveis produzem distorções nas taxas de câmbio reais com conseqüências macroeconômicas adversas para os países envolvidos. Reações políticas não cooperativas a desalinhamentos cambiais incitam desvalorizações ou revalorizações competitivas, dependendo do distúrbio mais temido. E, ainda, a percepção do mercado, de que as reações políticas são conflitantes, coloca em dúvida a sustentabilidade das metas defendidas pelas autoridades, piorando a instabilidade cambial.

Tais externalidades negativas, em macroeconomia internacional, resultam em "males públicos". Elas rejeitam o caráter de bem público do SMI cuja lógica é, precisamente, impedir equilíbrios ineficientes e opor-se à dinâmicas especulativas desestabilizantes. O SMI não pode cumprir sua *raison d'être* se os governos não

estão convencidos de que a estabilidade monetária é uma meta valiosa e autônoma que deve ser buscada. A adesão a um regime monetário internacional e a preservação de sua existência constituem, em si mesmas, um objetivo para as autoridades dos países cujas moedas sejam mais amplamente utilizadas. Elas deveriam reconhecer as vantagens de um regime monetário viável e a necessidade de ações coletivas para que tal regime possa, em algum momento no longo prazo, atingir a estabilidade dinâmica.

### **1.1. Organização sistêmica e ação coletiva**

Mesmo sendo um caminho novo e heterodoxo em economia monetária internacional, um sistema monetário é mais bem compreendido enquanto rede. Isto porque a primeira e principal função da moeda é canalizar e regular fluxos de pagamentos. A economia das redes foi desenvolvida para tratar da organização dos fluxos. Fornece um elo entre a microeconomia dos fluxos básicos (informações, mercadorias e pagamentos) e a macroeconomia das instituições regulatórias. Estas relações não podem ser estabelecidas pela teoria tradicional de equilíbrio, dado que os mercados são incompletos e favorecidos (ou desfavorecidos) por informações imperfeitas. Em tais circunstâncias, próximas à realidade, os mercados não são auto-ajustáveis e não há nenhum equilíbrio geral único que forneça os microfundamentos para agregações significativas, utilizando o artifício do agente representativo. Quando os mercados são imperfeitos, há necessidade de instituições outras além do mercado, para que o próprio mercado funcione. O ponto nodal dos sistemas econômicos é o emaranhamento entre mercados e instituições. E este não deve ser entendido como um problema de agregação mas, sim, de mediação.

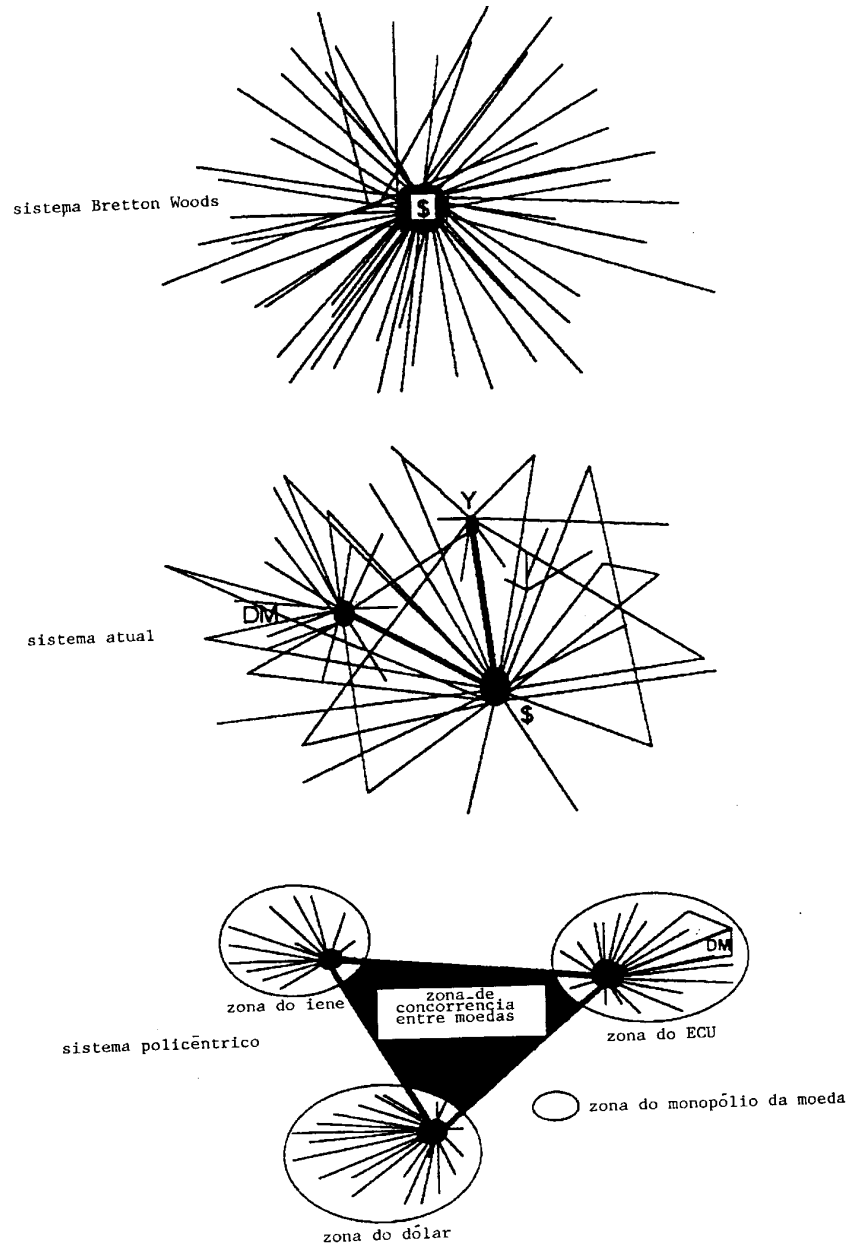
Até agora, a teoria das redes foi aplicada à economia industrial, à telecomunicação, aos transportes e aos bancos. Sua principal função foi *apontar as tensões endógenas* que ligam os assim chamados monopólios naturais à desregulação, demonstrando porque a desregulação não pode ser completa. A teoria das redes enfatiza que mediações são requisitos ao funcionamento sistêmico adequado. É relevante estender a teoria das redes às questões monetárias. Pode tornar mais claras algumas das questões básicas da economia monetária internacional. Se há rendimentos crescentes na utilização de uma só moeda internacional, por que ela não é única? Por que nenhuma moeda nacional tornou-se internacional se há restrições institucionais e *habitats* específicos que explicam a separação nacional dos sistemas de pagamentos? De que maneira tendências opostas (descentralização e centralização) sempre se combinam dentro de um regime monetário internacional, que pode ser frágil, embora estável, por algum tempo?

Uma rede é constituída por três partes: sua infra-estrutura, sua info-estrutura e serviços para usuários finais. A qualidade de uma moeda internacional é determinada por sua infra-estrutura, isto é, depende da liquidez e do grau de abertura de seus mercados financeiros: profundidade, elasticidade e elevado *turn-over* dos mercados atacadistas, confiança no poder financeiro dos *market makers* e padrões regulatórios prudenciais. Segundo um critério múltiplo de medida de qualidade dado, os custos decrescem com o tamanho dos mercados. Por isso, o desenvolvimento de infra-estruturas é realizado pela concentração das funções do dinheiro em favor de uma moeda-chave única. Entretanto, a qualidade de uma moeda internacional depende, também, de sua info-estrutura, isto é, das condições políticas de regulação e controle: das opiniões do mercado acerca das políticas econômicas futuras, do rigor das regras cambiais e posturas em relação à mobilidade de capitais. Finalmente, de sua generalização enquanto prestadores de serviços a consumidores finais. Os serviços são diferenciados de acordo com as funções de faturamento, cobertura de risco, acumulação de ativos, etc. Por sua própria natureza estes serviços exigem descentralização e concorrência porque os custos fixos se tornam menores e a diversificação de produtos é importante para os consumidores finais.

A info-estrutura é a parte sensível da rede. Ela recebe as demandas contraditórias por concentração e por diversificação e deve outorgar-lhes consistência sistêmica. A concorrência entre moedas na info-estrutura do SMI não é somente estimulada pelos custos políticos de pagamentos colaterais - que aumentam tão mais rapidamente quanto maior for o número de nações soberanas sob a liderança de uma única moeda-chave -, mas é endossada pelas crenças de mercado que influenciam decisivamente as expectativas a respeito das políticas governamentais. As crenças de mercado são dominadas pelo paradigma liberal segundo o qual as moedas têm um valor intrínseco, revelado pela concorrência. Porque as crenças de mercado não sustentam a idéia de uma moeda universal, a regulação da moeda internacional não pode ser eficiente se não for matizada por tais opiniões.

A conclusão mais importante da teoria das redes é a necessidade de ações coletivas como forma de superar dinâmicas divergentes entre infra-estrutura, info-estrutura e serviços finais. Sistemas monetários internacionais viáveis são potencialmente distintos porque são compromissos organizacionais que se alteram ao longo do tempo de acordo com o equilíbrio entre as forças acima mencionadas. O sistema de Bretton Woods tinha uma infra-estrutura altamente centralizada, sendo o dólar a única moeda nos mercados atacadistas. Sua info-estrutura estava sob a liderança da política monetária americana, mitigada pelos controles de capitais efetivados pelos demais países. O presente sistema é uma rede degenerada com o predomínio do dólar nos mercados atacadistas e com uma

Figura 1  
Sistemas monetários delineados como redes



info-estrutura instável: as gestões do dólar, iene e marco são realizadas sem definições claras de obrigações e de responsabilidades.

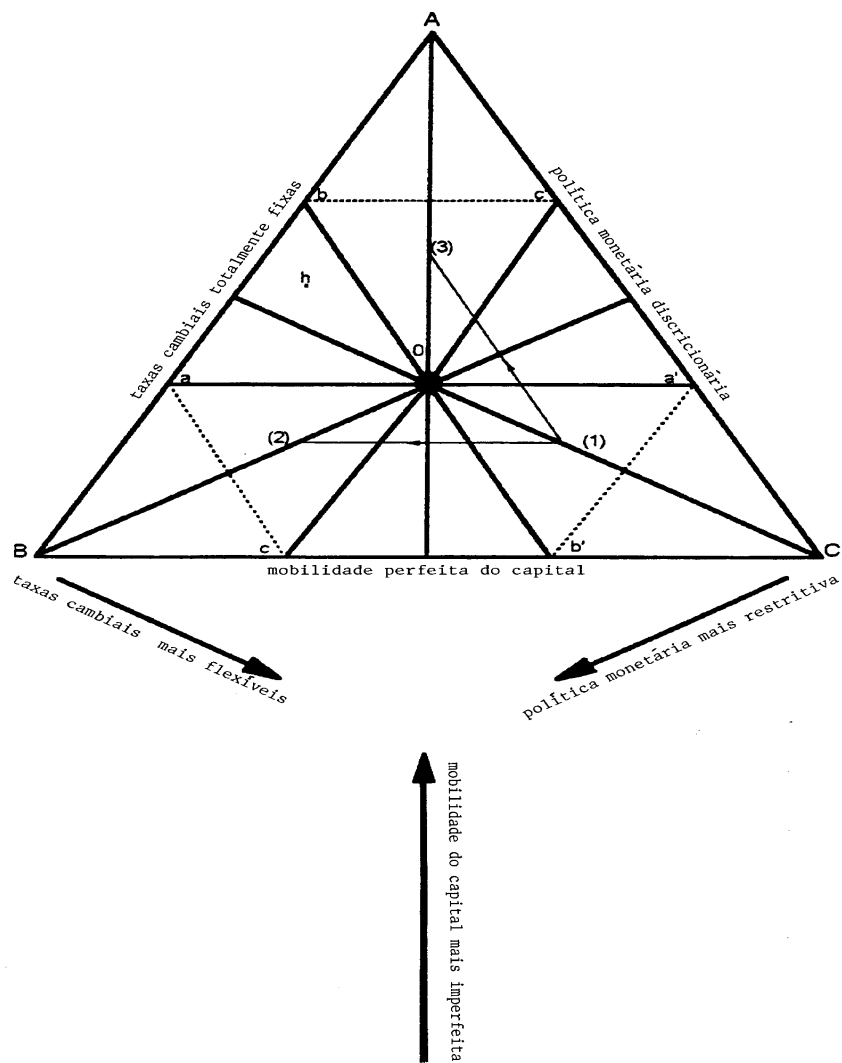
Esta configuração confusa de uma concorrência mal regulada é ilustrada, no segundo diagrama da figura 1, por linhas sobrepostas, delineando o campo para substituição entre moedas que, potencialmente, cobre todas as transações internacionais. No terceiro diagrama esboça-se um sistema verdadeiramente policêntrico, baseado no princípio da simetria. Sua info-estrutura delinea cuidadosamente zonas monetárias em que as transações internacionais são reguladas por moedas-chaves regionais. A competição entre estas moedas-chaves seria administrada somente no caso de um conjunto limitado de transações de caráter estritamente internacional. E o regime monetário internacional seria uma combinação de princípios acordados e regras formais que estruturam a ação coletiva entre as autoridades responsáveis pelas moedas-chaves regionais.

## **1.2. Características dos regimes monetários viáveis**

A aplicação da teoria das redes ao SMI evita as ambigüidades do triângulo de possibilidades de Mundell quanto à taxionomia dos regimes internacionais viáveis. Na análise de Mundell, um regime monetário internacional é a combinação de três critérios: o grau de rigor da regra cambial (de taxas de câmbio perfeitamente flexíveis até completamente fixas), o nível de mobilidade do capital (de zero a infinito) e o peso de objetivos externos na função-objetivo do governo (de objetivos puramente domésticos até políticas monetárias comuns). Visto que os critérios não são independentes, as combinações relevantes são caracterizadas por um triângulo equilátero (figura 2). O triângulo engloba todos os regimes viáveis, isto é, não sujeitos ao teorema da impossibilidade. Este teorema estabelece que é impossível combinar taxas fixas de câmbio, perfeita mobilidade de capital e políticas monetárias com objetivos domésticos. Apesar disso, tal restrição é mínima.

Se o teorema de Mundell fosse verdadeiro, cada país seria livre para adotar qualquer ponto do triângulo. Um regime internacional seria nada mais que uma coleção de pontos escolhidos pelos países individualmente. Todavia, este método é vago demais para ser determinado. Deixa um excesso de graus de liberdade e de pressupostos implícitos para despertar interesse. E que, quando explicitados, são, no mínimo, contestáveis. Considere que a escolha de um governo esteja situada em um ponto qualquer do triângulo. Isto determinará uma taxa de câmbio, que pode ser mais ou menos flexível, mas que é, supostamente, a de equilíbrio. Supõe-se que todos os regimes sejam de equilíbrio. Para que isto seja possível, assume-se, implicitamente, que as expectativas de mercado são consistentes com as escolhas dos governos. Temos evidências suficientes de que

Figura 2  
Regimes monetários viáveis sob perspectivas nacionais  
(o triângulo Mundell - Padoa-Schioppa)



este pressuposto é incorreto. As escolhas independentes dos governos são, freqüentemente, consideradas incompatíveis pelo setor privado e induzem taxas de câmbio instáveis. Mais importante, a hipótese de escolhas independentes pelos governos, maximizando suas próprias funções-objetivos, passa por cima da



essência de um regime internacional: seu caráter de bem público. A preservação do regime é um objetivo em si mesmo, que não pode ser identificado à maximização do bem-estar dos países individualmente. Um regime internacional gera vantagens comuns, que merecem ser preservadas, devido às fortes externalidades das relações internacionais e à manutenção de complementariedades estratégicas pelos governos. E isto significa que se deve construir e manter operacionalmente os princípios de ação coletiva, uma info-estrutura internacional na linguagem da teoria das redes.

A teoria das redes ensina que os regimes internacionais são compromissos. Um bom acordo na info-estrutura é capaz de acomodar mudanças na infra-estrutura, sem rupturas nos próprios mecanismos de regulação e controle. Para cumprir tais condições, deve garantir equilíbrio entre dois critérios. As ações do governo devem, por um lado, ser previsíveis pelo setor privado e, por outro, ser capazes de induzir ajustes suficientemente flexíveis para corrigir divergências reais entre países. Previsibilidade e flexibilidade são atributos de um regime internacional viável. Ambos são afetados pelos princípios de ação coletiva que estruturam o regime internacional.

Os princípios de ação coletiva derivam das lógicas das ações. Dois princípios são relevantes para a análise das ações mútuas de governos: simetria e co-responsabilidade. O grau de simetria determina a divisão de obrigações necessárias à preservação do regime. O grau de co-responsabilidade determina a extensão da influência dos acordos internacionais sobre as decisões do governo. O quadro abaixo evidencia como regimes ideais e históricos são distribuídos de acordo com a combinação destes dois princípios de ação.

Cada tipo de regime tem seu padrão de regulação conforme o peso que confere à simetria e à co-responsabilidade. Sempre que a simetria estiver presente, os governos terão obrigações similares. Como as cumprirão, isso depende de suas condutas. Caso aceitem submeter-se a ajustes automáticos, regras cambiais rigorosas devem ser perseguidas. Às variáveis internas cabe o preço do ajustamento. Com taxas de câmbio flexíveis, elas ajustam e determinam, *a posteriori*, a divisão efetiva das obrigações. Quando existe hierarquia, as obrigações governamentais são qualitativamente diferentes. Se a regra da taxa de câmbio é rígida, o país emissor da moeda-chave é obrigado a garantir a liquidez internacional e determinar a oferta agregada de moeda. Os demais países são obrigados a ajustar-se segundo a regra cambial vigente. Tal ajuste pode ser modulado segundo os níveis aceitáveis de co-responsabilidade. Quanto mais discricionárias as políticas nacionais, mais flexíveis as taxas de câmbio.

Tabela 1  
 Comparação dos acordos monetários internacionais conforme os princípios da ação coletiva

Condução governamental	Divisão de obrigações	Simetria plana	Assimetria mitigada	Hierarquia forte
	Automatismo	Padrão ouro ideal	Padrão libra-ouro histórico	Zona do marco alemão
	Co-responsabilidade mitigada	Taxas de câmbio flexíveis no interior de bandas cambiais	Bretton Woods (1958-71) SMI (1983-89) Acordo tripartite (1936-39)	Bretton Woods (1947-58)
	Discricionariedade	Taxas de câmbio totalmente flexíveis	Taxas de câmbio flutuantes com predominância do dólar (1973-85)	Dólar-canadense flutuante <i>versus</i> dólar-americano (1950-62)

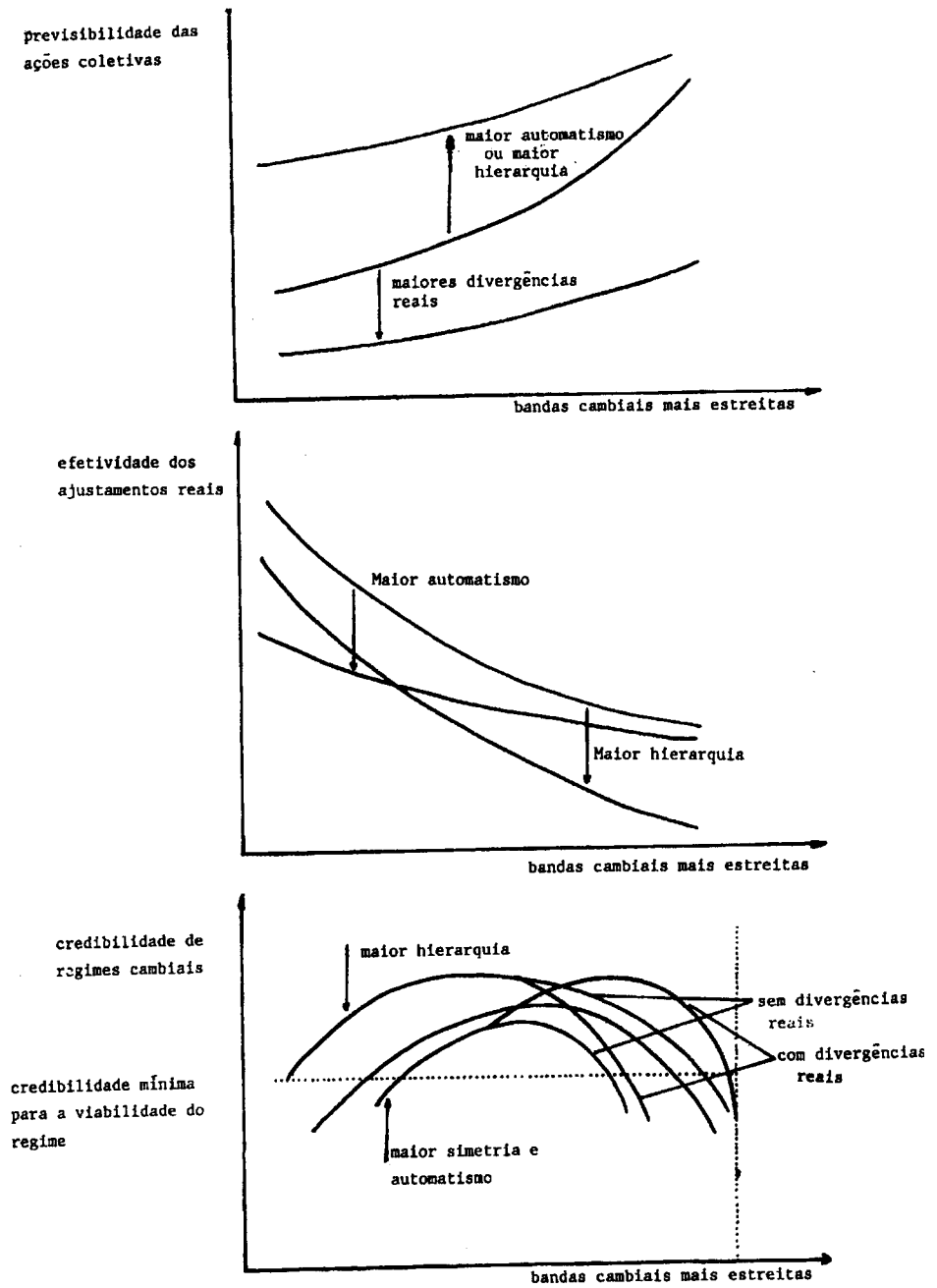
A tabela 1 mostra que regimes históricos são encontrados mais facilmente em sua parte central. Isto não é fortuito. Se lembrarmos que um regime viável é aquele capaz de ser dinamicamente estável e, portanto, de ser preservado ao longo do tempo, as formas de regulação estabelecidas pelos diferentes regimes devem ser comparadas a partir do critério de viabilidade, isto é, previsibilidade e flexibilidade. As relações entre princípios de ação coletiva, regras cambiais e critérios de desempenho dos regimes monetários internacionais estão evidenciadas nos três diagramas da figura 3.

Um regime que se preserve ao longo do tempo é tido como crível. Evita dois perigos opostos: de excessiva rigidez, ou de excessiva instabilidade. E pode ser considerado como o equilíbrio adequado entre previsibilidade e flexibilidade.

O primeiro diagrama da figura 3 mostra que a previsibilidade das ações coletivas é uma função crescente da rigidez das regras cambiais. Quanto mais estreitas as margens de variação da taxa de câmbio, maior a previsibilidade das taxas de câmbio futuras, eliminando-se ataques especulativos. A probabilidade de um ataque é reduzida pelo ajustamento automático forçado, ou pela aceitação de uma liderança que desloca a curva para cima. Em contrapartida, severas divergências reais entre países, que requeiram amplos ajustes de preços, tornam regras cambiais rígidas vulneráveis à crises de balanço de pagamentos.

O segundo diagrama evidencia uma relação decrescente entre efetividade de ajustes reais e a rigidez da regra cambial. A razão para esta relação é que taxas

Figura 3  
Princípios de ação coletiva e regras cambiais restritivas



de câmbio fixas fazem os preços domésticos suportarem o peso total dos ajustamentos. Mas alterações nestes preços têm como obstáculo a conhecida inércia. Em função disso, com taxas de câmbio fixas, os ajustes de preços são mais lentos e o dilema entre inflação e desemprego mais pervasivo. Já que com taxas de câmbio flexíveis é mais fácil minimizar as divergências reais, é mais conveniente adotar políticas discricionárias bem escolhidas em um sistema simétrico que contar com ajustamentos automáticos para administrar taxas de câmbio flexíveis.

Combinando-se ambas as funções, no terceiro diagrama pode-se perceber que a rigidez das regras cambiais afeta os critérios de viabilidade de modos opostos. Segue-se que a credibilidade de um regime internacional não é uma função monotônica da regra cambial. A não ser que as autoridades monetárias estabeleçam compromissos irredutíveis com ajustes automáticos, ou que haja uma liderança forte baseada em *fundamentals* muito robustos, os dois regimes canônicos dos livros-textos evidenciam-se excessivamente rígidos ou instáveis para serem viáveis. *Os regimes mistos são os que contam com maior credibilidade porque são os mais aptos a mudar sem rupturas.* Se as taxas de câmbio são suficientemente flexíveis mas não excessivamente voláteis, há alguma co-responsabilidade na conduta dos governos e uma leve assimetria entre os principais países. Estas são as qualidades de um sistema policêntrico. O seu regime de regulação monetária pode ser construído somente sob acordo. Qualquer investigação sobre o desenvolvimento das relações monetárias contemporâneas deve ser realizada tendo como pano de fundo este aparato teórico e suas principais conclusões.

## **2. Política: um SMI mudando em busca de uma constituição tácita**

Conforme a conclusão acima, é necessário procurar as tendências que poderiam configurar um regime misto. Duas questões serão respondidas: se existem evidências de uma maior simetria e se uma maior co-responsabilidade pode ser percebida.

Duas tendências principais tornaram-se importantes no contexto das relações internacionais: a primeira é a globalização financeira e a segunda é a emergência de novos competidores econômicos na Ásia (e a promessa de que, futuramente, surjam outros na Europa Oriental e América Latina).

Nos anos 70 e 80, a globalização financeira foi beneficiada pela ênfase dada à mobilidade de capital por governos de muitos países, com o objetivo de financiar déficits substanciais de seus balanços de pagamentos e suas dívidas públicas elevadas. *Esta poderosa tendência modificou o SMI, que passou de um sistema predominantemente controlado pelo governo a um sistema*

*predominantemente orientado pelo mercado.* As finanças privadas ajustaram-se rápida e suavemente aos desequilíbrios de pagamento e às necessidades de financiamento público. Enquanto os créditos tornavam-se cada vez mais elásticos, os governos podiam preocupar-se menos com as restrições de balanço de pagamentos e mais com problemas domésticos. Entretanto, o regime internacional mudou. A viabilidade do SMI vem dependendo menos da busca de limites para os déficits em conta corrente e mais da opinião do mercado quanto à sustentabilidade das dívidas acumuladas. Neste íterim, as fontes privadas de liquidez internacional substituíram as oficiais. Conseqüentemente, os ajustes às restrições externas tornaram-se intertemporais e, também, mais incertos, já que dependem da avaliação do mercado no que tange às políticas econômicas futuras de governos independentes, capazes de adotar metas discricionárias.

O enorme crescimento dos empréstimos externos foi a causa principal da concorrência entre moedas. Os detentores de ativos foram diversificando seus portfólios graças à liberdade de movimento a eles oferecida pela desregulação financeira. As necessidades de financiamento de países capazes de se endividar em suas próprias moedas aceleraram a tendência à internacionalização, tornando tais países respondentes aos caprichos dos credores externos. A concorrência entre as moedas destruiu uma função básica da moeda internacional, antes cumprida pelo dólar: ser âncora nominal. A morte de um padrão internacional nominal aumentou enormemente a volatilidade das taxas de câmbio, conforme evidenciado abaixo.

Tabela 2  
Volatilidade relativa das taxas de câmbio nominais

Taxas cambiais bilaterais	Desvio padrão da variação percentual mensal			
	1960-71	1972-80	1981-90	1991-94
marco/dólar	0,82	3,43	3,39	4,04
iene/dólar	0,80	3,06	3,52	2,55
marco/iene	1,08	3,21	2,68	3,22

Fonte: BIS

Volatilidade muito acentuada torna imperfeita a mobilidade de capital, já que é convertida, pelos detentores de ativos, em prêmios de risco variáveis ao longo do tempo. Além disso, significa que as expectativas são precariamente mantidas, o que constitui a base da instabilidade endêmica e dos repentinos ataques especulativos. Subseqüentemente, a diferença entre as velocidades de variação das taxas de câmbio e dos preços nominais provoca os conhecidos desalinhamentos das taxas reais de câmbio.

As opiniões quanto aos impactos da globalização financeira, formadas a partir da observação do SMI nos últimos 20 anos, são variadas. Houve muitas falhas de funcionamento: distorções das taxas de câmbio e de outros preços, sobreendividamentos, sobre-reações e subestimação de riscos. Aumentou o grau de risco sistêmico e ocorreram inúmeras crises nos mercados de extensão mundial. Mas, ao mesmo tempo, a maior instabilidade num sistema orientado pelo mercado era algo já incorporado em sua regulação. *Uma instabilidade funcional endógena mantém a estabilidade sistêmica, ao menos entre os países desenvolvidos.* Taxas de câmbio flexíveis e preços financeiros, mesmo se excessivamente alterados, acabam por ajustar não somente o setor privado mas, também, as políticas governamentais. Além disso, desequilíbrios e fragilidades não se colocam sempre para os mesmos setores ou países. Os desequilíbrios alteram-se de uma área para outra em decorrência de sobre-reação dos mercados. O sistema foi capaz de alterar-se sem provocar uma maior ruptura porque as obrigações financeiras internacionais eram garantidas, presumivelmente, por prestadores internacionais de última instância.

Além da globalização financeira, a ampliação da competição no comércio mundial e o crescimento contínuo dos acordos regionais trouxeram novos desafios. São tendências que levam a uma economia mundial multipolar e criam maior simetria. Mas estão distantes de moldar áreas monetárias bem organizadas e vinculadas a partir de um sistema monetário policêntrico. As forças de integração regional atuam em diversos níveis nas diferentes partes do mundo. Fluxos de comércio e de capitais, crescimento potencial e influência política não são coincidentes em zonas de integração monetária. A Comunidade Européia (CE) é o único caso em que um processo de convergência está sendo deliberadamente perseguido para realizar a unificação monetária e, eventualmente, política, no auge do processo de integração econômico-financeira. E mesmo na CE, onde o aparato institucional foi desenvolvido supranacionalmente, muitos obstáculos retardam a união monetária. Por isso, a CE não pode servir de exemplo para outras zonas do mundo.

O Extremo Oriente não está se integrando sob a égide do iene. O *North American Free Trade Agreement* (NAFTA) é, certamente, uma estratégia para fortalecer a hegemonia americana. Mas não fará muito pelo dólar, e sua extensão à América Latina encontrará resistências. Esta é a razão pela qual a economia mundial, ao contrário da crença popular, não está se movendo em direção a um sistema tripolar bem equilibrado. Ao contrário, tende para um emaranhado de áreas monetárias mal conectadas. Haverá um maior peso econômico e maior influência política de países continentais, tais como China, Índia, e, no futuro, Brasil e Rússia. Estes não estão totalmente envolvidos nos acordos monetários internacionais, mas suas taxas cambiais estão, progressivamente, adquirindo importância sistêmica. Suas políticas macroeconômicas domésticas afetarão seus

mercados financeiros emergentes; entretanto, eles não têm qualquer incentivo à co-responsabilidade. Esta é a razão para esperar-se maior instabilidade nos mercados internacionais decorrente de crises espetaculares nos mercados emergentes, caso nada seja feito para alterar o equilíbrio de poder nas instituições de Bretton Woods. O pior erro seria acreditar que o G-7, criado para resolver os problemas dos anos 70, possa se transformar num diretório mundial para solucionar as questões dos anos 90.

Descartando as soluções aparentemente atraentes mas, na realidade, falsas, permanece a dúvida a respeito de como o regime monetário internacional pode enfrentar as tendências básicas da economia mundial.

## **2.1. Do padrão dólar flutuante à concertação no G-7**

As transformações que afetaram o SMI, nos anos 70, não ocorreram com a mesma velocidade. O fim do Sistema de Bretton Woods, em agosto de 1971, simplesmente eliminou o último elo com o ouro. A vã tentativa de preservar uma âncora internacional, pelo Acordo Smithsoniano de dezembro de 1971, não emplacou. E o regime de taxas de câmbio ancoradas no dólar ruiu, em fevereiro de 1973. A partir deste momento, desapareceu a função de âncora da moeda internacional. Entretanto, a passagem de um SMI controlado pelo governo para um conduzido pelo mercado não foi imediata. Antes da criação do SME, o marco era mais uma moeda sólida, como o franco suíço, que um concorrente para o dólar. A demanda crescente por crédito internacional, por devedores de todo o mundo para pagar suas importações de petróleo, era em dólares. Ocorreu somente uma substituição limitada entre moedas fortes nos portfólios, que não chegou a elevar as barreiras existentes para fins de controle de capital. O mercado atacadista de liquidez internacional era, basicamente, um mercado interbancário de eurodólar. Ele gerou uma oferta elástica de fundos emprestáveis, utilizada pelos bancos internacionais para empréstimos à tomadores não-oficiais, principalmente devedores soberanos ou bancos locais de países devedores com garantias governamentais. Os empréstimos eram oferecidos dentro de margens estreitas. Conseqüentemente, a taxa interbancária do eurodólar tornou-se a taxa de juros diretora.

### **2.1.1. O padrão dólar instável**

A despeito da capacidade de insulamento das economias nacionais propiciada por taxas flexíveis de câmbio, as características supramencionadas justificam classificar o regime internacional que cobre o período de março de

1973 até, pelo menos, à crise da dívida, em agosto de 1982 ou, até mesmo, ao verão de 1985, como padrão-dólar flutuante. Este resultado singular pode ser atribuído às falhas gêmeas dos mercados cambiais e das políticas governamentais. As taxas de câmbio nunca convergiram para o equilíbrio. Dois mecanismos impediram a insulação dos países de distúrbios monetários externos. Primeiro, a sobre-reação das taxas de câmbio nominais tornaram as taxas de câmbio nominais e reais altamente correlacionadas. Segundo, a incerteza quanto às taxas de câmbio futuras implicava uma substituição entre moedas que interrelacionava as demandas por moedas dos diferentes países.

Devido à imperfeição desses ajustes, taxas flutuantes apenas outorgavam uma autonomia parcial às políticas monetárias dos diferentes países, exceto à dos EUA. A este respeito, persistiu uma das características do Sistema de Bretton Woods: o estoque americano de moeda permanecia positivamente correlacionado ao dos demais países da OCDE. Entretanto, a lógica de vinculação era bastante diferente e revelava a degradação da qualidade do padrão-dólar flutuante. A correlação entre os agregados monetários nacionais foi simultânea à covariância entre oferta monetária agregada da OCDE e a taxa de câmbio nominal efetiva do dólar. Quando o dólar depreciou-se, cresceram os agregados monetários americano e da OCDE. Quando o dólar valorizou-se, ambos diminuíram. A razão para esta regulação perversa pode ser encontrada no já mencionado comportamento das taxas de câmbio.

A doutrina da época era uma política de *laissez-faire* em relação à taxa de câmbio. Cada país era incentivado a operar sua política monetária de forma independente dos demais países. Confrontados com objetivos monetários dissonantes, os mercados cambiais formavam taxas de câmbio bastante instáveis. E os países não podiam ignorar as flutuações excessivas do dólar devido à vinculação existente entre taxa de câmbio e demanda por moeda. Eram, assim, obrigados a tentar suavizá-las, induzindo, para tal, flutuações globais no crescimento monetário e na renda nominal. O regime internacional permaneceu, desta forma, assimétrico durante o primeiro estágio de mercados livres e taxas de câmbios flexíveis.

### **2.1.2. O malogro da esperança dos Acordos do Plaza e do Louvre**

Do outono de 1984 ao inverno de 1985, uma bolha especulativa auto-realizada engendrou uma devastadora apreciação do dólar. Os argumentos dos defensores da administração da taxa cambial como condição necessária à viabilidade do regime internacional foram fortalecidos pelas evidências dos fatos. O desalinhamento das taxas reais de câmbio em relação ao dólar atingiu tal magnitude que preocupou até os governos mais devotados ao livre mercado e à



flexibilidade cambial. Reviveu-se o debate, há muito aguardado, sobre a supervisão das taxas de câmbio, que, até então, havia sido infrutífero. Entretanto, a administração das taxas de câmbio, antes exercida pelo FMI, passou a ser executada pelo G-7, sobretudo pelo triunvirato composto pelos EUA, Alemanha e Japão. Isto elevou a expectativa de surgimento de um sistema tripolar e condicionou o estabelecimento de vínculos cambiais privilegiados, com um dos três países líderes, pelos demais países da OCDE.

O Acordo do Plaza, em setembro de 1985, foi um movimento bem-sucedido, efetuado pelas autoridades monetárias de cinco países, para romper a bolha especulativa. O posterior declínio do dólar ameaçou transformar-se num colapso, induzindo as autoridades a atuarem novamente. O Acordo do Louvre, em fevereiro de 1987, foi mais ambicioso. Os governantes do G-7 afirmavam que as taxas de câmbio estavam, de novo, amplamente alinhadas com os *fundamentals* e que o dólar não necessitava de qualquer depreciação adicional. A declaração anunciava o estabelecimento de uma banda cambial implícita, cujas taxas centrais eram mantidas em segredo, e poderiam ser revistas desde que variassem os *fundamentals*. Este era um passo a mais em direção à simetria, pois intervenções concertadas seriam requeridas para quebrar especulações desestabilizantes e para combater crises cambiais. Para garantir as intervenções necessárias, cada banco central teria que tomar emprestado ou ter reservas em moedas dos demais países.

Contudo, o Acordo do Louvre fracassou. As dificuldades encontradas para sua implementação, revelaram uma fragilidade básica do enfoque de bandas cambiais, ao menos como concebido pelo G-7. A cooperação singularizava as taxas de câmbio como seu objetivo exclusivo, isto é, os valores relativos das diversas moedas. Não fornecia nenhuma orientação global para a política monetária do G-7. Se as autoridades chegassem à conclusão de que deveriam resistir a depreciações adicionais do dólar, o enfoque de bandas cambiais não fornecia qualquer indício de como isto deveria ser feito. O FED deveria elevar as taxas de juros americanas ou o Bundesbank diminuir as taxas alemãs? Eventualmente, os conflitos entre objetivos domésticos e metas cambiais cresceriam diante da pretensão dos bancos centrais independentes de preservar as qualidades intrínsecas de suas respectivas moedas bem como diante das diferentes concepções a respeito do significado de estabilidade monetária.

Tais conflitos tiveram conseqüências espetaculares durante o outono de 1989. Conforme o Acordo do Louvre, o enfraquecimento do dólar durante o último verão precisaria ser combatido. As autoridades americanas queriam que se reduzissem as taxas de juros na Europa. O Bundesbank manteve-se inexoravelmente contra e sugeriu que o FED elevasse suas próprias taxas. Declarações contraditórias, em outubro, foram a causa imediata do *crash* do mercado de ações. Este acontecimento foi um exemplo vivo de um problema insolúvel do regime monetário internacional: coordenação cambial sem

mecanismo de controle de uma variável macroeconômica comum para toda a área, como o nível geral da taxa de juros, era contraprodutiva. As pressões sobre as taxas de câmbio transbordariam os demais mercados financeiros.

Após outubro de 1987, não houve nenhuma outra tentativa de efetuar acordos publicamente anunciados, como o do Louvre. A co-responsabilidade foi limitada a esforços episódicos como, por exemplo, providências conjuntas tomadas pelas autoridades americana e japonesa para resistir a uma apreciação excessiva do iene em relação ao dólar. Nenhum conhecimento acumulado pode melhorar os procedimentos para alcançar metas mais ambiciosas no âmbito de uma cooperação limitada, *ad hoc* e sempre camuflada pelos interesses investidos. Já que administrações episódicas das taxas de câmbio não afetam as políticas monetárias domésticas, suas flutuações de curto prazo permanecem excessivamente amplas. As intervenções do G-7 não podem ajudar a estabilizar as expectativas de mercado. Entretanto, o regime internacional, após os Acordos do Plaza e do Louvre, não é mais o de um padrão-dólar flutuante. Os desalinhamentos das taxas de câmbio foram abrandados e conteve-se a tendência à depreciação do dólar. Uma diferenciação mais pronunciada dos comportamentos das taxas de juros induziu ciclos de negócios não-sincronizados entre os EUA e a Europa. Esta vantagem de maior simetria favorece, em princípio, uma maior estabilidade da economia mundial.

## **2.2. Em busca de novos princípios de ação coletiva**

No final dos anos 80, o regime internacional funcionava mal, mas era suficientemente robusto para resistir a choques sistêmicos. Por esta razão, pode-se argumentar que não há necessidade de uma grande reforma. A época não é oportuna para outra conferência formal como a de Bretton Woods. O sistema monetário internacional está passando por mudanças contínuas e não por uma revolução.

Mesmo assim, seria errado concluir que nada deve ser feito além dos raros episódios de intervenções planejadas dos bancos centrais. Como acontecimentos recentes mostram, o G-7 goza, no momento, de pouca credibilidade nos mercados financeiros. A tendência básica da economia mundial é de sobrecarregar as funções de regulação dos presentes acordos monetários.

Nesta década, a globalização financeira diversificou-se para os mercados de títulos de longo prazo. A mobilidade do capital na Europa teve conseqüências terríveis sobre as crises cambiais de 1992 e 1993, embora o SME tivesse sido capaz de resistir, até então, a severos distúrbios por meio de realinhamentos regulares. Na primavera de 1994, o efeito-contágio sobre os mercados de capitais de longo prazo não guardava nenhuma relação com os *fundamentals*. O escopo

das ondas especulativas foi ampliado, colocando sérias dúvidas sobre a eficiência dos mercados financeiros. Os objetivos da cooperação multilateral deveriam melhorar a eficiência alocativa, ratificando as promessas de liberalização financeira, e contribuir para a estabilidade financeira global. E não somente prevenir crises cambiais.

Com a maior mobilidade de capital, as divergências entre as políticas econômicas passam a ter conseqüências negativas mais fortes. Quanto aos critérios de desempenho dos regimes internacionais, os desenvolvimentos das duas últimas décadas tenderam a priorizar a flexibilidade em detrimento da previsibilidade. O desafio enfrentado para a adaptação do SMI é aumentar a previsibilidade sem comprometer a flexibilidade. Já se discutiram, teoricamente, as dificuldades para enfrentar tal desafio. Dois problemas gêmeos devem ser resolvidos: dividir as obrigações com os mecanismos de ajustamento e preservar o regime internacional dos interesses nacionais. Para resolvê-los é necessária uma forte liderança. As tendências fundamentais da economia mundial descartam tal solução num futuro próximo. Um regime estável decorrerá, somente, de uma colaboração sistêmica que leve em conta o caráter de bem público do SMI. Em princípio há uma alternativa: coordenação das políticas econômicas ou o desenvolvimento das bases para uma nova constituição monetária.

### **2.2.1. A coordenação é uma boa idéia falsa**

A coordenação das políticas econômicas foi ritualmente defendida e amplamente documentada nos estudos acadêmicos. A despeito de seu apelo intelectual, nunca foi seriamente implementada entre os principais países. Para ser eficiente deve ir além de acordos sobre a estabilidade cambial dentro de margens pré-estabelecidas. Cada governo nacional deveria contribuir aceitando metas para uma variável internacional comum (seja uma taxa de juros, um agregado monetário, um índice de preços de bens comercializáveis, ou algum outro) ou todos os países deveriam compatibilizar seus instrumentos de política monetária para maximizar uma função utilidade comum.

Esta última opção, entretanto, exigiria demais. Corresponderia ao abandono da soberania: o custo político é muito mais alto quando comparado às vantagens, de certa forma não definíveis, vagas, da cooperação. A primeira é mais promissora: a associação de forças para regular uma variável internacional relevante e a adoção de bandas cambiais, ambas tornariam o sistema mais previsível. Mas os países não teriam instrumentos disponíveis, em número suficiente para tal desiderato. Mesmo assim, seria possível gerar diferenciais de taxas de juros para administrar as taxas de câmbio dentro de limites pactuados e

decidir, conjuntamente, sobre o nível médio das taxas de juros para se obter uma meta agregada.

Os países ainda necessitariam de um instrumento suplementar para neutralizar choques específicos. Entretanto, a política fiscal não mais se coloca como um instrumento de gestão macroeconômica. Na maioria dos países ela é restringida por forte rigidez estrutural, nesta se incluindo o custo dos juros da dívida pública. Esta é a razão pela qual os maiores países recusam-se, inflexivelmente, a abandonar suas políticas monetárias a favor da proposta de coordenação internacional. A coordenação internacional em bases permanentes só será possível quando estes obstáculos forem superados.

### **2.2.2. Aprendizagem das regras de uma nova constituição monetária**

Já que o SMI está mudando com as tendências subjacentes à economia mundial, ele deveria ser reestruturado por meio de instituições modeladas pelas próprias forças de mercado. Este é o principal requisito de um sistema monetário orientado pelo mercado. O conjunto de instituições e procedimentos desenvolvidos de acordo com as forças de mercado pode ser chamado *constituição monetária*. Ela preserva o caráter de bem público da moeda internacional.

Para entender melhor o que isto significa, recorreremos a uma curta digressão histórica. O padrão ouro foi uma constituição monetária. Não foi criado pela determinação de governantes reunidos numa conferência de cúpula. Como é notório, as conferências de 1863 e de 1865 fracassaram. O padrão ouro expandiu-se completamente em um quarto de século. Ganhou força com os sucessivos movimentos de adesão de países individuais à regra não-escritas. Os EUA seguiram *de facto* os princípios de ação coletiva do padrão ouro por quase 20 anos antes de declararem-se, em 1900, membros formais.

O padrão ouro não era um sistema de bandas cambiais. Sua única regra formal era a conversibilidade em ouro. Era mais que a determinação de uma taxa de câmbio. Era a instituição de uma âncora nominal pela declaração de um preço internacional, o preço do ouro. Mesmo assim, a parte formal da constituição monetária solucionava o problema que obstaculizava o funcionamento das bandas cambiais. Ele orientava globalmente a política monetária. Mas o padrão ouro foi, ainda, uma constituição monetária devido a outra razão mais importante. O sistema funcionou enquanto as moedas de ouro constituíam um componente essencial do estoque monetário de cada país e vigia a regra de conversibilidade. A livre conversão de grandes volumes de títulos bancários em ouro pelo público transmitia inevitáveis restrições macroeconômicas aos bancos centrais. A constituição monetária acarretava ajustamentos automáticos de variáveis

domésticas que eram fortemente correlacionados entre os países membros. Havia pouco raio de manobra para políticas monetárias autônomas. A exigência de conversibilidade era uma norma de ordem política superior, e não simplesmente um objetivo de política econômica. Esta hierarquia de valores era reforçada pela crença geral de que a regra de conversibilidade era parte essencial da ordem natural. Esta crença era tão enraizada que nunca foi abalada enquanto a conversibilidade foi mantida. Isto impossibilitou que os fluxos de capitais fossem sensíveis às principais taxas de juros, gerando um equilíbrio eficiente.

Quais lições podem ser extraídas desta digressão? Certamente nenhuma decorrente de uma nostálgica veneração pelo padrão ouro. Uma lição de valor é o conceito de constituição monetária, e não a regra formal de conversibilidade que não tem, hoje, significado algum. O conceito de constituição monetária refere-se a um ambiente institucional e ideativo que isola, na medida do possível, a gestão monetária das pressões políticas de onde quer que elas provenham: governos, partidos ou *lobbies* políticos, ou comunidade financeira. No mundo atual, o conceito de constituição monetária encontra sua expressão adequada no *princípio de independência do banco central*.

É possível delinear o que seria o desenvolvimento de uma nova constituição monetária para o SMI a partir desta posição teórica. Ao invés de uma âncora nominal internacional, dada pelo preço do ouro, o melhor seria um conjunto de âncoras nominais domésticas compatíveis. Ao invés de procurar uma matriz de valores monetários relativos, a característica de bem público da moeda deve ser encontrada no seu valor intrínseco enquanto poder de compra sobre mercadorias. O objetivo de bancos centrais independentes é definir e manter a qualidade da moeda em economias ligadas pela globalização financeira. Já que a distinção entre políticas monetárias domésticas e externas, num mundo financeiramente integrado, perdeu o sentido, o princípio da independência do banco central deve ser estendido geográfica e funcionalmente. Deve englobar pelo menos todos os países do G-10 e outorgar aos bancos centrais o controle da administração das taxas de câmbio, permitindo que os governos mantenham apenas o poder de decisão quanto ao regime cambial.

O primeiro estágio de desenvolvimento da constituição monetária está em processo à medida que, cada vez mais, países introduzem reformas que instituem o princípio da independência do banco central. Este estágio deve ser um processo de aprendizagem em que se espera que os bancos centrais independentes cheguem a uma definição comum do significado de estabilidade monetária. Enquanto isto, os bancos centrais competirão pela qualidade de suas moedas específicas exercitando o poder de suas respectivas soberanias monetárias. Portanto, certamente haverá uma maior substituição entre moedas de qualidade similar à medida que diminuem as vantagens estruturais do dólar nos mercados atacadistas de dinheiro. Um elevado nível de atividade financeira entre moedas concorrentes

e de qualidade similar a médio prazo modificará o regime cambial: *uma maior volatilidade de curto prazo, mas uma menor amplitude do desalinhamento, podem ser esperadas*. Tal comportamento é resultante de choques financeiros recorrentes num mundo de mercados financeiros integrados e de políticas monetárias menos dissonantes, pois partem de um ideário comum e estão menos expostas a influências políticas destoantes.

Sob a constituição monetária em vigor, um segundo estágio pode ser implementado visando melhorar o grau de co-responsabilidade do SMI. Bancos centrais independentes responsáveis pela administração de taxas de câmbio estão mais equipados que os governos para, a curto prazo, defendê-las de especulações desestabilizantes. Não haveria dúvida quanto ao compromisso destes com a defesa das bandas cambiais. O objetivo poderia representar uma limitação, *de facto*, da volatilidade de curto prazo das taxas de câmbio, sempre que compatível com a estabilidade dos preços domésticos a médio prazo. Os bancos centrais do G-10 já possuem um fórum para cooperação no Comitê dos Governadores, com assistência técnica do BIS.

Um terceiro estágio da reforma monetária é mais ambicioso, mas indispensável. O aperfeiçoamento das políticas monetárias dos países do G-10 associado à co-responsabilidade institucionalizada entre seus bancos centrais ainda é insuficiente. É necessária a presença de um regulador internacional para a moeda. A emergência de novos poderes econômicos confere importância sistêmica às taxas de câmbio fora do G-10. Qualquer gestão discricionária pode induzir perturbações inoportunas: desvalorizações competitivas (até mesmo as encorajadas pelo FMI, quando os problemas de ajustamento são administrados país a país) e instabilidade nos mercados financeiros emergentes, acarretando oscilações nos fluxos de capital e rupturas no crescimento mundial. Estes problemas podem aflorar devido à desigualdade da integração econômica. E, como são globais, necessitam de uma resposta institucional global. Esta resposta deve ser encontrada nas próprias instituições de Bretton Woods. O FMI foi concebido como centro institucional do sistema monetário internacional. Está chegando o momento de tomar a decisão política de conceder, ao FMI, os meios para implementar aquilo que já se constituía seu objetivo: *a supervisão das taxas de câmbio a nível mundial*. Tal decisão política é difícil, mas seria previdente. Os países mais desenvolvidos deveriam aceitar que o G-7 não é a diretoria econômica do mundo e que eles tem de dividir suas responsabilidades com outros países no Comitê Interino do FMI. Se for criado um mecanismo institucional para a supervisão das taxas de câmbio e caso se objetive sua efetividade, deve-se redistribuir os poderes de voto para redefinir o equilíbrio do poder econômico no mundo, que está em mutação.

Michel Aglietta é professor da  
Universidade de Paris X - Nanterre - França.

### Referências bibliográficas

- AGLIETTA, M. *La fin des devises-clés*. Paris: La Découverte, 1986.
- \_\_\_\_\_, DEUSY-FOURNIER, P. Internationalisation des monnaies et organisation du système monétaire. *Economie Internationale*, Paris, n.59, 1994.
- BORDO, M., EICHENGREEN, B., eds. *A retrospective on the Bretton Woods System*. Chicago: Univ. of Chicago Press, 1993.
- BOURGUINAT, H. *Les vertiges de la finance internationale*. Paris: Economica, 1987.
- BRETTON WOODS COMMISSION. *Bretton Woods: looking to the future*. jul. 1994. (Commission Report)
- COHEN, B.J. *Organizing the world's money: the political economy of international monetary relations*. New York: Basic Books, 1977.
- COOPER, R.N. *The international monetary system: essays in world economics*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1987.
- DEHEM, R. *De l'étalon-sterling à l'étalon-dollar*. Paris: Calman-Lévy, 1972.
- EICHENGREEN, B., ed. *The gold standard in theory and history*. London: Methuen Press, 1985.
- FUNABASHI, Y. *Managing the dollar: from the Plaza to the Louvre*. Washington: Institute for International Economics, 1989.
- GIOVANINI, A. *Bretton Woods and its precursors: rules versus discretion in the history of international monetary regimes*. New York: Oxford Univ. Press, 1992. (NBER Working paper, n. 4001)
- HAMOUDA, O., ROWLEY, R., WOLF, B., eds. *The future of the international monetary system*. Aldershot: Edward Elgar, 1989.
- KENEN, P. *Exchange rates and policy coordination*. Ann Arbor: Univ. of Michigan Press, 1989.
- \_\_\_\_\_. *Understanding interdependence: the macroeconomics of the open economy*. Princeton, N.J.: Princeton Univ. Press, 1994.
- KEOHANE, R. *After hegemony*. Princeton, N.J.: Princeton Univ. Press, 1984.
- KRUGMAN, P. *Currencies and crises*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1991.
- LELART, M. *Le système monétaire international*. Paris: La Découverte, 1991.
- MAC KINNON, R. The rules of the game: international money in historical perspective. *Journal of Economic Literature*, Nashville, v.31, p. 1-44, 1993.
- MARRIS, S. *Les déficits et le dollar: l'économie mondiale en péril*. Paris: Economica, 1987.
- MUNDELL, R. ed. *International economics*. London: MacMillan, 1968.
- PADOA SCHIOPPA, T., SACCOMANNI, F. Managing a market-led global financial system. In: CONFERENCE OF THE INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS, Washington D.C., 1994. *Proceedings...* Washington, D.C.: IIE, 1994.
- SOLOMON, R. *Le système monétaire international*. Paris: Economica, 1979.
- STEINHERR, A. , WEISERBS, D., eds. *Evolution of the international and regional monetary systems*. London: MacMillan, 1991.

WILLIAMSON, J. *The failure of world monetary reform, 1971-74*. Washington Square, N.Y.: New York Univ. Press, 1977.

### **Resumo**

Os distúrbios recentes dos mercados financeiros evidenciam a limitação do G-7 para combatê-los e têm colocado a necessidade de um sistema monetário internacional mais ordenado. O presente artigo pretende desenvolver uma estrutura teórica para a compreensão dos regimes monetários internacionais. Sugere, como conclusão, que a idéia mais promissora para superar a instabilidade sistêmica é a de um desenvolvimento progressivo de uma nova constituição monetária internacional.

### **Abstract**

The recent disturbances in financial markets have emphasised the powerlessness of the G-7 and have awakened the wish for a more orderly international monetary system. The present paper aims to provide a theoretical framework for the understanding international monetary regimes. It suggests that the most promising idea to overcome systemic instability is the progressive development of a monetary constitution.