
Desafios atuais para o Sistema Monetário Internacional

João Basílio Pereima*

RESUMO - Este artigo trata das mudanças havidas no Sistema Monetário Internacional (SMI) nos últimos 150 anos pela ótica da existência de maior ou menor grau de cooperação entre os países. Regimes monetários cooperativos, com formulação de políticas econômicas baseadas em regras, foram observados nos casos de padrão ouro e Bretton Woods. Regimes competitivos nos períodos de câmbio flutuante e no sistema atual. O desafio dos reformadores do SMI é encontrar um mecanismo que substitua o monetarismo mundial, primeiro garantido por lastro-ouro, depois, nos últimos 40 anos por lastro-país, por um outro mecanismo de lastro-supranacional. Os desafios são enormes, pois requerem menos poder discricionário por parte dos Estados-nação.

Palavras-chave: Economia monetária. Sistema monetário.

1 INTRODUÇÃO

O Sistema Monetário Internacional (SMI)¹ ao longo dos últimos 150 anos percorreu uma trajetória que alterna períodos de estabilidade das moedas e cooperação internacional, com períodos de crise dos sistemas vigentes seguidos de instabilidade e recrudescimento da competição, levando à atitudes não cooperativas em termos de relações cambiais entre as nações. Ao longo deste período o ouro e diversas moedas nacionais foram usados como padrão monetário com validade global e regional. O último episódio desta história foi acionado pela crise financeira que teve início em 2007 nos EUA e no sistema financeiro dos países ditos industrializados ou desenvolvidos e perdura até hoje, com o enfraquecimento do dólar como padrão monetário dominante e a busca de um novo padrão monetário internacional.

Parece haver um consenso de que o Sistema Monetário Internacional atual, baseado em uma moeda nacional (dólar) e regimes cambiais flexíveis, está esgotado. No entanto, não há um consenso mínimo sobre alternativas viáveis que substituam o atual SMI por outro mais eficaz e equilibrado. A perda de fundamentos macroeconômicos dos EUA e da zona do euro, a multipolarização do poder econômico, problemas de coordenação internacional, instituições

* Doutor em Economia pela Universidade Federal do Paraná. É professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná. Endereço eletrônico: joaobasilio@ufpr.br.

1 O Sistema Monetário Internacional (SMI) refere-se à estrutura e conjunto de regras, regulamentos e convenções que regulam e governam as relações financeiras e monetárias entre os países. Distinguimos o conceito de SMI do conceito de Sistema Financeiro Internacional (SFI), entendendo que este envolve questões relativas ao mercado financeiro entre bancos privados e empresas, ao passo que o SMI envolve questões relativas à definição de uso de moedas soberanas com funções de reserva de valor internacional e meio de troca e envolve questões relativas à fixação do poder de compra entre moedas na forma de regimes cambiais. Evidentemente, há uma forte relação entre SMI e SFI.

supranacionais impotentes e a complexidade das transações microeconômicas no sistema financeiro atormentam as melhores mentes em busca de uma solução, a qual parece estar muito distante no horizonte vislumbrado. Há um consenso sobre a necessidade de reformas urgentes mas não há consenso sobre a forma que deve ter um novo SMI e sobre a dinâmica de correção de desequilíbrios entre as nações, e até mesmo um mecanismo automático capaz de evitar a ocorrência de grandes desequilíbrios. Além da definição de um novo SMI, há o problema não menos importante que é definir os mecanismos de transição entre o velho e o novo sistema e os ajustes nas economias, especialmente nos desequilíbrios entre EUA, China e demais países excessivamente deficitários e superavitários no seu setor externo. Há simultaneamente um impasse econômico e outro político que dificulta a cooperação entre as nações no que se refere à construção de um novo SMI, dada a situação delicada em que se encontram as economias desenvolvidas, altamente endividadas, e que precisam exportar para gerar renda interna e resgatar o nível de pleno emprego, *vis-à-vis* a necessidade dos países em desenvolvimento em continuar exportando para crescer.

Os principais problemas do SMI são o baixo grau de confiança nas moedas nacionais, a existência de uma grande assimetria no setor externo de alguns importantes países, e o problema do gerenciamento da liquidez internacional na ausência de instituições mundialmente capazes. Neste breve artigo, analisamos as dificuldades e os rumos possíveis que o SMI poderá tomar. Na Seção 2 procuramos apresentar uma visão histórica sobre a evolução do SMI, desde o SMI baseado em lastro-ouro até o sistema atual baseado no lastro-país. Na Seção 3, definimos rapidamente o que entendemos por regimes cooperativos e competitivos e, por fim, na Seção 4 tratamos do problema atual do SMI a partir da análise da capacidade de surgir ou desaparecer comportamentos cooperativos entre as nações e de como isso evoluiu, e refluuiu, historicamente. As reformas propostas para o SMI atualmente em fase de discussão estão concentradas em resolver o problema de liquidez, e portanto seu alcance é limitado, pois de fato não se estão discutindo reformas estruturais, em especial sobre a construção de um novo tipo de lastro, regimes cambiais e regras de políticas econômicas entre as nações.

2 BREVE HISTÓRIA DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL

Ao longo dos últimos 150 anos, o SMI alternou seus mecanismos de regulação entre regimes cambiais estáveis (fixos) e flutuantes. Grosso modo, regimes cooperativos, que exigem algum grau de comprometimento dos Estados-nação com alguma paridade cambial fixa, existiram ao longo de 73 anos, ao passo que regimes que dispensam cooperação existiram durante outros 53 anos (Tabela 1). Até o estouro da crise financeira mundial de 2007, havia um certo

consenso, ou pelo menos uma acomodação e aceitação, de que o sistema flutuante, não cooperativo, baseado numa moeda nacional de um único país, fosse suficiente para dar conta das necessidades da economia mundial e para evitar grandes assimetrias. A crise expôs as deficiências deste regime não cooperativo e as dificuldades de se tomar medidas de políticas monetárias para evitar uma gigantesca depressão. Além disto, o mecanismo de regulação do SMI não foi capaz de evitar grandes assimetrias e desequilíbrios entre as nações, principalmente no que se refere às poupanças externas. Apesar de toda experiência histórica acumulada, a pergunta essencial feita por Michael Bordo em 1993 permanece mais atual do que antes, e passados 18 anos parece ainda não ter sido suficientemente respondida: “Qual regime monetário internacional é o melhor para a performance econômica?” (BORDO, 1993, p. 1).

TABELA 1 - FASES DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL

Período	Duração (anos)	Período	Reserva dominante ⁽¹⁾
1870-1913	43	Padrão ouro	Ouro e Libra
1914-1919	5	I Guerra Mundial	Ouro
1919-1925	6	Regime flutuante	Ouro
1926-1931	5	Retorno ao padrão ouro	Ouro, Libra, Dólar e Franco
1932-1939	7	Regime flutuante	Ouro
1939-1945	5	II Guerra Mundial	Ouro
1946-1970	25	Bretton Woods	Ouro, Dólar e Libra
1946-1958	13	Fase pré-conversível	Ouro, Dólar e Libra
1959-1970	12	Fase conversível	Ouro, Dólar e Libra
1971-2011	40	Regime flutuante	Dólar
Tempo total	73 anos	Regimes cooperativos ⁽²⁾	
	53 anos	Regimes não cooperativos ⁽²⁾	

Nota: (1) Quando há mais de uma ao mesmo tempo, as reservas negritadas, são as mais importantes; (2) Por regimes cooperativos, entendemos nesta tabela como simplesmente aqueles regimes que em alguma medida requerem um esforço de coordenação ou cooperação entre as nações que permitem algum grau de fixação da taxa de câmbio. Regimes não cooperativos, como os regimes de câmbio flutuante, não necessariamente implicam em competição ou não cooperação, embora em geral o façam. O medo de flutuar (CALVO; REINHART, 2000) pode levar senão à cooperação, pelo menos à estabilização das taxas de conversão entre as moedas.

A visão de longo prazo embutida na Tabela 1, mostra uma busca histórica pelo melhor regime, com acúmulo de experiências aproximadamente igual para cada caso. Mas a alternância entre regimes esconde especificidades importantes, especialmente na forma de construção de credibilidade das moedas usadas como padrão monetário internacional.

O século XIX, especialmente sua segunda metade, foi um intenso período de transformações sociais, políticas e econômicas. Duas grandes criações da sociedade moderna ocorreram neste período: a criação dos Estados-nação e a criação de um Sistema Monetário Internacional, baseado em inúmeras moedas soberanas nacionais. A articulação entre Estados e moedas permaneceu um dos grandes problemas do século XX e continua sendo, no início do século XXI. No atual cenário de crise, a competição cambial tem ressurgido como um instrumento comple-

mentar ao esforço de recuperação interna de economias em crise e ao esforço de manutenção dos modelos de crescimento baseados em exportações de vários países em desenvolvimento (Brasil não).

O primeiro regime monetário importante da era moderna nas economias capitalistas foi o padrão ouro, cuja datação precisa é controversa. De abrangência limitada, envolveu importantes economias europeias lideradas pela Inglaterra e incluiu países como Alemanha, França, Holanda, Bélgica e também os EUA, Canadá e Japão. Em geral aceita-se que tenha iniciado entre as décadas de 1870 e 1880, período em que vários países já tinham abandonado práticas bimetalistas (baseadas em ouro e prata) atrelando suas moedas ao ouro em taxas constantes (BORDO, 1993; EICHENGREEN, 1996; GHOSH, 2002).

A segunda metade do século XIX é um período de nascimento e consolidação da ideia moderna de Estado-nação. A Guerra Civil Americana, que durou de 1861 a 1865, deu origem ao conceito federativo que criou os Estados Unidos da América. A unificação da Alemanha ocorreu numa cerimônia no Salão dos Espelhos, no Palácio de Versalhes, na França em 1871. O ato materializou a criação de uma federação formada por estados com língua germânica comum, o qual chegou a ter, antes da unificação, mais de 300 estados independentes. A unificação italiana ocorreu ao longo de um período iniciado em 1815 com o Congresso de Viena e concluído em 1871 com o fim das guerras napoleônicas, criando o Reino da Itália, o qual foi substituído em 1946 por uma constituição republicana. O Brasil, não tendo o que unificar, apenas precisou cuidar de manter a unidade nacional ao mesmo tempo que fazia a transição do período Imperial para a República, tarefa concluída em 1889. A unificação política ocorre simultaneamente às unificações monetárias. No caso da zona do euro atual, após 1999, a unificação monetária, diferentemente dos outros casos históricos, ocorreu antes da unificação política, a qual avançou mas está longe, de fato, de ser uma unificação no sentido pleno. A zona do euro é uma união monetária e uma coordenação política.

Como pode ser observado na história, o elemento garantidor de uma moeda no Sistema Monetário Internacional, o Estado moderno, estava apenas nascendo no século XIX, de forma que a credibilidade das moedas soberanas era naturalmente baixa, se é que de fato existia. É natural, portanto, que o SMI tenha procurado no ouro, uma forma de riqueza universalmente e secularmente estabelecida, um lastro seguro para as moedas. E não podia ser diferente, pois a ideia de Estado nacional ainda era muito frágil. Esta é uma das razões pela qual o regime do padrão ouro durou 43 anos, sendo também uma das razões de porque o ouro tenha sido usado nos 28 anos de instabilidade, guerras e regimes flutuantes e mais 25 anos de conversibilidade no período Bretton Woods. Se tomarmos o longo período de 100 anos entre 1870 a 1970, o ouro

é o principal ativo garantidor da moeda internacional. O país emissor mudou da libra para o dólar neste período, mas o ouro manteve sua função básica. Somente após a crise do regime de Bretton Woods, por uma emissão desenfreada do país emissor, os EUA, é que o dólar descolou do ouro. A partir de então, o SMI passou a operar com uma moeda lastreada na credibilidade de um Estado-nação, em geral sustentada pelo estado das finanças nacionais em termos de déficits e dívidas públicas, e não mais num ativo real supranacional, como o ouro.

Esta mudança do lastro em ouro para o lastro no Estado-nação é de crucial importância para o destino do SMI. Um dos grandes problemas do SMI atualmente é a baixa confiança em soluções baseadas em moedas nacionais, pois as principais nações e áreas monetárias como EUA, Inglaterra e União Europeia estão envoltas em graves problemas de endividamento público e privado e países emergentes não são suficientemente estáveis para garantir um padrão monetário internacional, nem mesmo a China, cuja muralha política impede uma visão transparente sobre o que de fato se passa lá dentro.

O fim do acordo de Bretton Woods em 1971, além de alterar os regimes cambiais das principais economias de fixo para flutuante, também alterou profundamente a estrutura de formação da confiança na moeda referência do SMI, no caso o dólar americano. Pela primeira vez na história da moeda internacional a confiança em uma moeda passou a depender *exclusivamente* de poder e garantias de uma única nação, e não mais de um ativo real substituto, como o ouro. O atual SMI, baseado numa moeda uninacional, que depende do estado das finanças de uma única nação não foi um resultado intencional, planejado e desejado para ser assim. Foi um arremedo resultante do esgotamento do sistema de Bretton Woods, em função da alta alavancagem entre emissão nominal de dólares e a quantidade de ouro existente. Na falta de instituições internacionais capazes de gerenciar a liquidez internacional e de garantir mecanismos equilibradores das transações correntes e fluxos de capitais entre países, o atual SMI tornou-se altamente instável. Enquanto as condições macroeconômicas do país-lastro, os EUA, manteve-se dentro de níveis prudentes, o sistema encontrou neste país o motivo de confiança de que precisa na moeda internacional. Agora que o país-lastro está imerso em profunda crise, assim como seu substituto ou complemento, o euro, o SMI tornou-se disfuncional. Disfuncional por dois motivos: é incapaz de gerenciar a liquidez internacional e incapaz de promover equilíbrio nos balanços de pagamentos de vários países.

3 COMPORTAMENTOS COOPERATIVOS E COMPETITIVOS NO SMI

A interdependência entre as políticas macroeconômicas dos países é um fato amplamente reconhecido na literatura econômica, tanto teórica como histórica. Apesar da inter-

dependência, o problema do SMI é de que um mundo organizado na forma de Estados-nações soberanos dificulta o estabelecimento de cooperação, pois suas políticas fiscais, monetárias e cambiais são dirigidas mais ao público interno que externo, por razões de legitimação do poder político internamente. Os cidadãos pressionam seus governos para a busca do bem-estar local e não das outras nações. A cooperação somente surge diante da possibilidade de extrair ganhos ou evitar perdas mútuas no caso de comportamento competitivo e geralmente emerge como uma resposta a crises agudas, como nos conflitos bélicos após a I e II Guerra que conduziram aos acordos de Bretton Woods, e como na atual crise, que está levando à uma revisão profunda do atual SMI.

O termo cooperação, neste artigo, assume um significado amplo e abriga diversos graus de cooperação e inclui: a) mecanismos de cooperação fraca como, por exemplo, consulta aos pares e trocas de informações; b) mecanismos de cooperação forte como, por exemplo, decisões sincronizadas de políticas econômicas discricionárias entre os pares ou assunção de regras explícitas pré-acordadas para estas políticas; c) criação de áreas monetárias e mecanismos de integração e unificação plena das políticas econômicas sujeitas a regras, cuja decisão deve ser aprovada pelos pares mas que são executadas por instituição supranacional; e, por fim, d) cooperação plena na forma de constituição de sistemas federativos de Estados-nações com decisões e execução supranacional. A cooperação, neste sentido, e dependendo do grau, pode assumir diversas formas como ‘consultação’, colaboração, coordenação, colusão e coalizão e, por fim, integração, união ou federalização de economias nacionais.

Um outro traço do SMI, além dos destacados na Seção 2, que pode ser acompanhado pela evolução do sistema a partir da Tabela 1 acima, é a natureza da interdependência dos países, no que se refere às questões monetárias. O regime baseado em padrão ouro requer um certo grau de cooperação entre as nações, as quais se comprometem, com intervenções dos bancos centrais nos mercados de divisas, em manter constante a paridade das moedas em relação ao ouro, e portanto da sua moeda em relação a todas as outras. O mecanismo de conversibilidade da base monetária em ouro fazia com que a cooperação se estendesse à execução das políticas monetárias dos países, as quais estavam limitadas pela necessidade de manter o balanço de pagamentos em equilíbrio. Por mais que os pressupostos teóricos² por detrás do padrão ouro não funcionassem em plenitude, as políticas monetárias dos países estavam em parte comprometidas com a manutenção da estabilidade global do SMI. A cooperação deixou de existir nos

2 Os pressupostos são competição perfeita, flexibilidade de preços e salários, existência de pleno emprego no sentido clássico, demanda de moeda para fins de transação somente e estabilidade da velocidade de circulação da moeda, conforme Grubell (1977) e Moosa (2005, p. 145), de tal modo que variações na base monetária, induzidas por aumento ou diminuição do estoque de ouro, causariam ajustes nos preços, mais do que em quantidades reais.

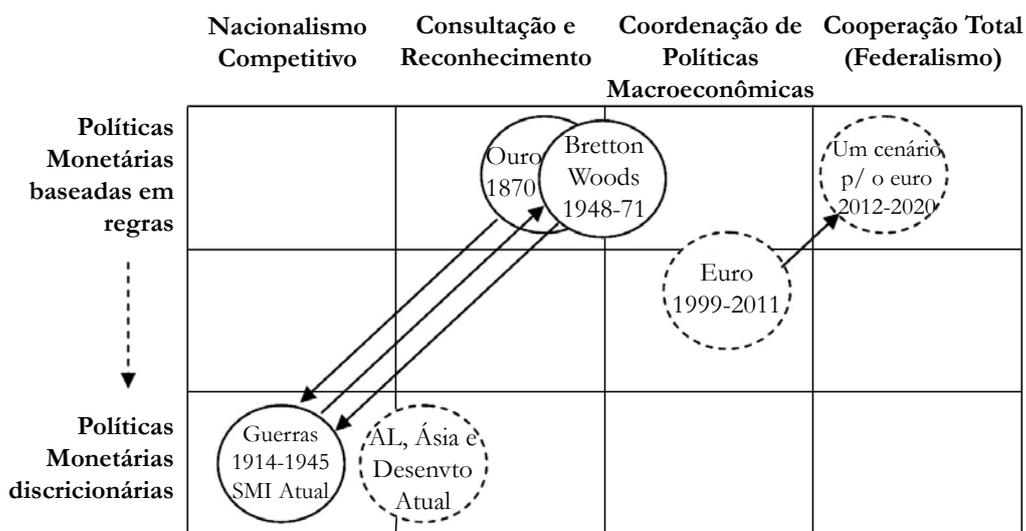
períodos de guerra, quando os países deixaram de coordenar suas políticas monetárias tendo em vista a estabilidade global, e passaram a comportar-se, senão competitivamente com práticas agressivas de desvalorizações cambiais e políticas de “empobrecer a vizinhança”, pelo menos com medidas reativas para se defender de tais práticas predatórias. O sistema de Bretton Woods foi uma tentativa de retorno à cooperação internacional que perdurou até 1971, quando o pêndulo, novamente, voltou-se para um SMI sem incentivos à cooperação, reconduzindo a economia mundial à um mecanismo que estimula a não cooperação e à competição, especialmente quando de um lado um dos países é o detentor do “privilégio exorbitante” (EICHENGREEN, 2011).

4 COOPERAÇÃO, REGRAS E DISCRICÃO NO SMI

Configurar o que seja um regime macroeconômico e, no caso do SMI, um regime cooperativo, não cooperativo e competitivo, não é uma tarefa trivial. Há uma vasta literatura sobre interdependência de políticas macroeconômicas em geral e o grau de cooperação existente entre elas. Um esquema analítico simplificado, inspirado em Bryant (1995), é apresentado na Figura 1 a seguir.

A figura consiste numa matriz onde as linhas representam como as políticas monetárias e cambiais são formuladas no que se refere ao processo decisório, se baseado em regras explícitas ou discricionário e as colunas o grau de cooperação. Durante a vigência do padrão ouro e do sistema Bretton Woods, as regras no que se refere às taxas de câmbio e convertibilidades entre as moedas eram explícitas.

FIGURA 1 - GRAU DE INTERDEPENDÊNCIA



FONTE: Elaboração própria.

No SMI atual as políticas monetárias são independentes e as práticas cambiais as mais diversas, sem nenhuma articulação ou cooperação entre si. O esforço coordenado de bancos centrais durante a crise de 2007 é um episódio isolado neste esquema. Um grau de coordenação maior observado durante a crise não significa um avanço estrutural em direção à algum regime monetário coordenado entre as nações. Há fortes razões que apontam para um relaxamento das ações coordenadas tão logo cesse a sucessão de choques negativos no sistema financeiro, por conta da exposição dos bancos e agora dos governos. As colunas representam o grau de articulação e cooperação entre os países, que vai da inexistência de cooperação, e mais do que isso, da competição predatória, até o estágio mais avançado de cooperação que é a criação de áreas econômicas federadas, a exemplo da economia americana e brasileira, cujos Estados participam de uma região econômica unificada em torno do Estado ou esfera federal, sendo que no Brasil o grau de federalismo é maior em relação aos americanos.

A Figura 1 mostra uma interpretação da evolução do SMI global (círculo cheio) entre três períodos distintos e algumas regiões específicas atualmente. A figura é autoexplicativa, mas merece destaque o baixo grau de articulação das regiões em desenvolvimento, América Latina, Ásia e países em desenvolvimento em geral, em contraste com o avanço da região do euro em direção à construção de área econômica e política mais definida.

Os percalços da crise, que aparentemente parecem desestabilizar a zona do euro, de fato poderão conduzir a região à uma integração até maior (deslocando o seu círculo para direita), por conta da criação de um ambiente institucional supranacional tanto para questões de política monetária, quanto fiscal e salarial, de forma a reduzir assimetrias internas. Maior integração requer mais regras. A literatura macroeconômica em geral tem caminhado no sentido de incorporar mais regras no processo decisório (KYDLAND; PRESCOTT, 1977), embora alguns autores defendam que preservar um espaço de discricionariedade é importante, sobretudo em momentos de crise, como Taylor (1997), que é exatamente o momento em que as regras falharam, do contrário não haveria a crise. Um fato importante, na experiência dos últimos 150 anos, é o fato de que os períodos de maior cooperação entre os países deu-se simultaneamente à implementação de regras as quais atuam como medidas claras de *enforcement*, ao mesmo tempo que permitem monitoramento das ações.

A reforma do SMI internacional, portanto, talvez só seja realmente possível se envolver ou implementar algum mecanismo de comprometimento baseado em regras, com cláusulas de ajustes para casos isolados de não cumprimento das regras. No entanto, a implementação de regras, em termos de SMI internacional hoje, encontra um grande obstáculo na estrutura do sistema financeiro atual, que quintuplicou seu tamanho (medido por estoques de ativos) nos úl-

timos trinta anos em relação ao tamanho da economia real (medido por PIB). É extremamente difícil uma moeda internacional, ou uma cesta de moeda, servir como referência estável como meio de transação e reserva de valor, sem de alguma forma se prever um mecanismo de estabilidade para esta moeda, o que implica lógica e, necessariamente, em se prever um mecanismo de estabilidade para as demais moedas, e, em última instância, alguma forma de câmbio fixo.

Adicionalmente, será difícil reconstruir o SMI sem um mínimo de entendimento entre as principais economias quanto ao uso interno das políticas fiscais e monetárias de forma a não desestabilizar a confiança sistêmica. Numa era de moedas lastreadas em países, e não mais em ouro ou outro ativo real e universal de riqueza, o grau de competição entre os países tende a ser necessariamente maior. No entanto, a maior dificuldade atual, em relação a avanços na reforma do SMI, é a redistribuição de ganhos e perdas de forma a equilibrar as relações entre os países. O desmanche da insustentável situação sino-americana é um exemplo de obstáculo. Uma saída, mesmo que parcial, da China do mercado financeiro americano provocaria uma corrida contra seus títulos, e, além de jogar a economia americana no chão, levaria junto todo o sistema financeiro mundial, bem como comprometeria o modelo de crescimento chinês. A saída, ao que tudo indica, é uma lenta transição para reduzir sistematicamente os desequilíbrios entre as duas balanças de pagamentos. Assim como é necessário reduzir o desequilíbrio entre a balança de pagamentos alemã em relação ao resto da Europa e outros desequilíbrios do gênero fomentados pelas atuais “regras” vigentes.

Numa era de lastro-país, a reforma do SMI atual deve ocorrer em consonância à correção dos grandes desequilíbrios entre as poupanças externas dos países. Reformas que prevêm a solução para o provimento de liquidez, tal como em Farhi, Gourinchas e Rey (2011), são importantes passos em direção à criação de instituições globais com poderes supranacionais, mas elas não resolvem todo o problema na medida que não prevêm mecanismos autoequilibradores, ou regras e acordos de cooperação que evitem o surgimento de assimetrias entre os países.

Os caminhos gerais que o SMI poderá seguir, caso predominem comportamentos cooperativos, podem conduzir a duas trajetórias de reformas, uma que leva em conta a criação de uma moeda global supranacional e outra que leva em conta um sistema baseado em poucas múltiplas moedas macrorregionais, que, a exemplo do euro, facilitariam o ressurgimento de regimes cambiais fixos. Mais ainda, um sistema multirregional pode ser um passo intermediário na criação de uma única moeda supranacional. O principal problema para se constituir uma moeda regional ou supranacional é a criação de ativos financeiros públicos supranacionais que possam ser usados como lastros ou fontes de credibilidade para a(s) nova(s) moeda(s). Em

resumo, o problema é encontrar um lastro-global, para além do lastro-país. A gestão de tais ativos requer a reconfiguração do papel dos bancos centrais e outras instituições, com poderes monetários expandidos além das fronteiras das nações, situação esta que desafia concepções de economia política pertencentes aos séculos XIX e XX, baseadas na força dos Estados-nações. O século XXI parece caminhar para o fortalecimento de instituições supranacionais e sistemas federados e, ocorrendo isto simultaneamente às reformas no SMI, será possível o surgimento ou a criação de uma moeda supranacional e a adoção de regras claras de política macroeconômica interdependentes como solução duradoura para a economia mundial em substituição ao atual “não sistema”.

REFERÊNCIAS

- BORDO, M. D. The gold standard, Bretton Woods and other monetary regimes: an historical appraisal. **National Bureau of Economic Research Working Paper**, n. 4310, 1993.
- BORDO, M. D. Exchange rate regime choice in historical perspective. **National Bureau of Economic Research Working Paper**, n. 9654, 2003.
- BRYANT, R. C. International cooperation in the making of national macroeconomic policies: where do we stand?. In: KENEN, P. B. (Ed.). **Understanding interdependence: the macroeconomics of the open economy**. Princeton: Princeton University Press, 1995. p. 391-447.
- CALVO, G. A.; REINHART, C. M. Fear of floating. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 117, n. 2, p. 379-408, 2002.
- EICHENGREEN, B. **Globalizing capital: a history of International Monetary System**. Princeton: Princeton University Press, 1996.
- EICHENGREEN, B. **Exorbitant privilege: the rise and fall of the dollar and the future of the International Monetary System**. Oxford University Press, 2011.
- FARHI, E.; GOURINCHAS, P-O.; REY, H. **Reforming the International Monetary System**. London: Centre for Economic Policy Research (CEPR), 2011.
- KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. Rules rather discretion: the inconsistency of optimal plans, **Journal of Political Economy**, v. 85, n. 3, p. 473-492, 1977.
- MOOSA, I. A. **Exchange rate regimes: fixed, flexible or something in between?** New York: Palgrave Macmillan, 2005.
- TAYLOR, J. B. Discretion versus policy rules in practice. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, v. 39, p. 195-214, 1993.