

## A hierarquia de moedas e a relação centro-periferia revisitada

Alex Wilhans Antonio Palludeto\*  
Saulo Cabello Abouchedid\*\*

### Resumo

O presente trabalho tem por objetivo reavaliar a relação centro-periferia à luz dos desenvolvimentos recentes do sistema monetário internacional, com particular destaque à hierarquia de moedas. Com efeito, o foco de análise da relação centro-periferia na literatura tem sido a divisão internacional do trabalho, o ritmo e a difusão do progresso técnico a ela associados e o padrão de consumo que ela incorpora. Ao considerar o Estruturalismo Latino-Americano e as Teorias da Dependência, observou-se que os teóricos da relação centro-periferia conferiram, de fato, pouca importância à dimensão financeira do capitalismo mundial. No entanto, parece ser esta, hoje, seu aspecto mais relevante. De acordo com a hipótese aqui adotada, a esfera financeira, sobretudo a hierarquia de moedas, é um aspecto essencial para se compreender a relação centro-periferia contemporânea, particularmente no que se refere ao grau de autonomia de política dos países periféricos, uma das principais dimensões nas quais se manifesta. Como foi possível demonstrar, a periferia está sujeita, em virtude de sua posição subordinada na hierarquia de moedas, à maior vulnerabilidade externa, à maior instabilidade do câmbio e dos juros, e, por fim, ao modesto raio de manobra de suas políticas.

**Palavras-chave:** hierarquia de moedas; centro-periferia; desenvolvimento econômico

### Abstract

This paper aims to reassess the centre-periphery relationship in the light of recent developments of international monetary system, with particular emphasis on the currency hierarchy. Indeed, the focus of analysis of centre-periphery relationship in the literature has been historically the international division of labor, the pace and diffusion of technical progress associated with it and the pattern of consumption it embodies. By considering the Latin American Structuralism and Dependency Theories it was noted that the centre-periphery theories gave, in fact, little importance to the financial dimension of global capitalism. However, this seems to be today, its most relevant feature. According to the hypothesis adopted here, the financial sphere, especially the currency hierarchy, is an essential aspect to understand the contemporary centre-periphery relationship, particularly with regard to the degree of policy autonomy of the peripheral countries, one of the main dimensions in which it manifests itself. As was demonstrated, because of its subordinate position in the currency hierarchy, the periphery is subject to the greater external vulnerability, the greater instability of exchange and interest rates, and, finally, the modest policy space.

**Keywords:** currency hierarchy; centre-periphery; economic development

**JEL:** F33; F63; F68

### Área 7 - Economia Internacional

---

\* Instituto de Economia – IE/UNICAMP. Email: alex.wilhans@gmail.com

\*\* Instituto de Economia – IE/UNICAMP. Email: saulo.ab7@gmail.com

## 1. Introdução

A difusão das relações capitalistas ao redor do globo não é um processo homogêneo ou sequer regular. Supor que o capitalismo se dissemine espacial e temporalmente apenas reproduzindo seus traços de origem é um grave equívoco e, com efeito, basta uma rápida consulta à história do sistema capitalista para revelá-lo. Se é verdade, como sugere Marx (1976), que a análise do capitalismo nos países nos quais já se encontra plenamente constituído fornece evidências de sua trajetória futura nos demais<sup>1</sup>, também é fato que tal observação está longe de esgotá-la. O estabelecimento do sistema capitalista numa determinada região ou país não está livre das condições políticas, econômicas e culturais ali preexistentes. Tampouco independe do contexto internacional ao qual está inserido.

O reconhecimento de que regiões ou países distintos conformam capitalismo também distintos é uma constatação de longa data. Diversos foram os autores – e as correntes teóricas – que se voltaram para os determinantes do desenvolvimento econômico (capitalista), a fim de identificar os fatores que pudessem estar na raiz do descompasso entre espaços geográficos diferentes e, eventualmente, definir medidas, de cunho nacional ou supranacional, para que o atraso socioeconômico não prevalecesse em diversas partes do globo. Conforme destaca Vaggi (2008), é possível encontrar elementos daquilo que viria a constituir o heterogêneo programa de pesquisa em desenvolvimento econômico nos escritos de Thomans Mun, William Petty, Adam Smith, David Ricardo, Thomas Malthus, Friedrich List, Karl Marx, entre outros. Ainda que de difícil delimitação, o desenvolvimento econômico pode ser definido como o ramo de investigação que se ocupa da estrutura econômica das regiões ou países pobres, que incorpora a redução da pobreza e da desigualdade, melhoria da saúde e da educação, aumento da capacidade produtiva e da renda *per capita* (CHENERY; SRINIVASAN, 1988, p. xi)<sup>2</sup>.

Dentre as várias abordagens que ao longo do século XX se dedicaram ao estudo do desenvolvimento econômico, sobretudo no pós-Segunda Guerra Mundial, espaço de destaque ocupa aquelas que empregaram a concepção de que o sistema capitalista global se pauta pela relação entre um centro – avançado, desenvolvido – e uma periferia – atrasada, subdesenvolvida. De acordo com essa perspectiva, não apenas há vários tipos de países capitalistas como, sobretudo, estes não se encontram em posição similar no plano internacional – seja em termos de dinamismo econômico e bem-estar social ou de autonomia política e/ou econômica. Vale dizer que, quando considerado em sua totalidade, o capitalismo mundial se apresenta como um sistema heterogêneo e hierarquizado. Se, por um lado, as relações capitalistas se difundem de maneira desigual e combinada, para tomarmos a sugestão de Trotsky (2008)<sup>3</sup>, por outro, conformam uma organização na qual suas diversas partes não estão em pé de igualdade, mas encontram-se em permanente relação de dependência e subordinação.

Não foram poucas as tentativas de compreender esse processo e as implicações que dele decorreram – e ainda decorrem – para as diversas economias capitalistas nacionais, sobretudo na África e na América Latina. Com efeito, diversos estudos realizados por autores de matrizes teóricas variadas entre as décadas de 1950 e 1970 são considerados representativos das análises da relação centro-periferia e das limitações que a posição ocupada pela periferia na economia mundial impõe ao seu desenvolvimento. Pode-se considerar, principalmente, duas grandes escolas de pensamento: o Estruturalismo Latino-Americano e as Teorias da Dependência. Ainda que essas abordagens sejam distintas, há nelas um fio condutor comum: a relação centro-periferia está associada à divisão internacional do trabalho, ao compasso desigual do progresso técnico e de seus frutos nas duas regiões e ao padrão de consumo que, então, se dissemina (VERNENGO, 2006). Observa-se que a relação centro-periferia é aqui determinada pela conformação da

---

<sup>1</sup> “*De te fabula narratur* [The tale is told of you]” escreve Marx (1976, p. 90) a certa altura, ao referir-se, para os alemães, à Inglaterra. Mais adiante, afirma categoricamente: “The country that is more developed industrially only shows, to the less developed, the image of its own future” (MARX, 1976, p. 91).

<sup>2</sup> Para maiores detalhes acerca do conceito de desenvolvimento econômico, cf. Sen (1988).

<sup>3</sup> Trotsky (2008) possivelmente tenha sido aquele que melhor sintetizou, pioneiramente, a forma pela qual o sistema capitalista constitui-se enquanto modo de produção mundialmente dominante por meio da formulação daquilo que ficou conhecido na literatura como lei do desenvolvimento desigual e combinado. De acordo com o autor, o desenvolvimento do capitalismo se dá de forma “desigual e combinada”. A disseminação das relações capitalistas está sujeita a situações históricas particulares, desiguais, e combina-se a estas, conferindo-as um novo sentido, subordinando-as, de maneira peculiar, às exigências da valorização da riqueza privada. Para uma análise da lei do desenvolvimento desigual e combinado, cf. Löwy (1995) e Van der Linden (2007).

**esfera produtiva** a nível mundial e, por conseguinte, das transações mercantis desiguais que dela derivam. De fato, conforme sugere Vernengo (2006), os teóricos da relação centro-periferia revelaram certo descaso com as questões de ordem financeira. Embora tal omissão não seja demasiado grave em um sistema monetário e financeiro internacional caracterizado pelo controle dos fluxos de capitais e a vigência de um regime de câmbio fixo, como era aquele acordado em Bretton Woods nos idos de 1944, essa premissa tornou-se cada vez menos funcional – e até mesmo danosa – para as análises que pretendem lançar luz sobre a natureza contemporânea da relação centro-periferia e dos entraves que esta coloca aos países menos desenvolvidos. O desmantelamento dos acordos de Bretton Woods e a consequente liberalização e desregulamentação dos mercados financeiros ao redor do mundo a partir da década de 1970 foram – conforme destacam, a partir de distintas abordagens, Braga (1997), Chesnais (1997), Brenner (2003), Glyn (2006) e Belluzzo (2006) –, os principais fatores que condicionaram a dinâmica da economia mundial nos anos seguintes e, portanto, considerá-los é crucial para qualquer estudo que se pretenda sério das relações entre o centro e a periferia capitalistas.

O presente trabalho tem por objetivo cobrir essa lacuna, particularmente quanto a um dos aspectos centrais da dimensão financeira do capitalismo contemporâneo: a hierarquia de moedas. A hipótese aqui adotada é de que a hierarquia de moedas, em um contexto de globalização financeira, constitui uma dimensão adicional da relação centro-periferia, sobretudo ao reduzir o grau de autonomia de política dos países periféricos. Desse modo, além desta breve introdução, o estudo se compõe de quatro outras seções. A seguir são examinados, sumariamente, alguns dos principais tópicos abordados tradicionalmente pelos teóricos da relação centro-periferia, divididos em dois grandes agrupamentos: o Estruturalismo Latino-Americano e as Teorias da Dependência; a terceira seção, por sua vez, dedica-se à análise da hierarquia de moedas e algumas de suas implicações; a quarta seção trata das restrições por ela impostas ao desenvolvimento da periferia, com destaque à (falta de) autonomia de política da região. Por fim, são tecidas algumas considerações finais, à guisa de conclusão.

## **2. O Estruturalismo Latino-Americano e as Teorias da Dependência: uma síntese**

A percepção de que o desenvolvimento econômico das nações consideradas atrasadas não seria resultado natural da organização do sistema capitalista global, mas, sim, que essa organização mesma perpetuava a situação de atraso em muitas partes do mundo, fez com que diversos autores questionassem a ideia de convergência associada à teoria econômica convencional, de teor neoclássico (SAAD-FILHO, 2005). Com efeito, grupos de pesquisadores, sobretudo de origem latino-americana, acabaram por desenvolver um aparato teórico próprio e, de certo modo, original na tentativa de fornecer respostas à situação socioeconômica dos países da região.

O auge dos estudos latino-americanos acerca da relação centro-periferia se deu entre os anos de 1950 e 1970 e, a partir de então, tornou-se um programa de pesquisa que, com raras exceções, entrou em declínio. Entre as primeiras e mais influentes manifestações dessa ampla corrente de pensamento está o Estruturalismo Latino-Americano, que se associou, desde sua própria concepção, à Comissão Econômica para América Latina e Caribe (CEPAL). Essa escola de pensamento se desenvolveu a partir das contribuições de Raúl Prebisch, primeiro secretário executivo da Cepal, que se concentrava nas limitações ao desenvolvimento da região em virtude da sua especialização produtiva nos setores primários. O Estruturalismo volta-se – razão pela qual adquiriu essa denominação – para as estruturas econômicas, os bloqueios e os desequilíbrios que delas derivam para a periferia (LOVE, 2005, p. 101). Compõem essa vertente, além de Prebisch, autores como Celso Furtado, Octavio Paz, Aníbal Pinto, Osvaldo Sunkel, Maria da Conceição Tavares, entre outros.

O Estruturalismo parte da consideração de que a economia mundial é definida por um centro, industrializado, com mão-de-obra organizada em sindicatos com grande poder de barganha e uma periferia, especializada em produtos primários para a exportação, com oferta abundante de mão-de-obra e um setor, de baixo dinamismo, voltado para o mercado interno. Observa-se, portanto, uma concepção dualista da organização econômica: no âmbito internacional, um centro, que reúne as atividades industriais, e uma periferia, que se dedica à exportação de produtos primários; no contexto doméstico, na periferia, um setor exportador moderno e um segmento dedicado ao mercado interno, atrasado (SAAD-FILHO, 2005). O descompasso entre a geração de renda, o emprego da mão-de-obra e o progresso técnico

associado a cada um desses setores faz com a periferia se caracterize, em clara oposição aos países centrais, pela heterogeneidade estrutural de sua conformação econômica (PINTO, 1970).

Segundo Palma (2008a), o Estruturalismo se dedica ao exame de três tendências que resultam dessa configuração da divisão internacional do trabalho na periferia: o desemprego da mão-de-obra; o desequilíbrio externo; e, por fim, a tendência à deterioração dos termos de troca, ou seja, da razão entre o preço unitário das exportações e o preço unitário das importações da periferia. O dualismo – ou, ainda mais precisamente, a heterogeneidade estrutural – que marca a periferia é parte constitutiva de cada uma dessas tendências.

De fato, o emprego na periferia está associado ao crescimento da população economicamente ativa, ao ritmo de expulsão da mão-de-obra dos setores atrasados e à acumulação de capital no setor moderno. Em última instância, nota-se que o desemprego é determinado pela incapacidade do setor exportador, de maior dinamismo, compensar as assimetrias no mercado de trabalho geradas pelos desequilíbrios de sua estrutura econômica.

A especialização da economia periférica e a heterogeneidade estrutural que a caracteriza ainda resultam em uma debilidade adicional ao desenvolvimento: o desequilíbrio externo. Dedicada às atividades primário-exportadoras, parcela relevante da demanda por produtos manufaturados da periferia é atendida pela importação dos países centrais, que, por sua vez, satisfazem suas necessidades de produtos primários pela importação da periferia. Na medida em que a elasticidade-renda da demanda<sup>4</sup> por produtos primários é, em geral, menor que a unidade, ao contrário do que ocorre com os produtos manufaturados, tem-se que “for a given rate of growth of real income in the centre, the disparity between the income elasticities of imports at each pole will impose a limit upon the rate of growth of real income in the periphery” (PALMA, 2008a, p. 138). Tentativas de ultrapassar esse limite, ditado pela divisão internacional do trabalho, refletem-se em permanentes desequilíbrios no Balanço de Pagamentos das economias periféricas.

De acordo com a perspectiva estruturalista, a diferença de renda entre o centro e a periferia não apenas constitui um traço permanente da organização geoeconômica do capitalismo como se amplia face à tendência à deterioração dos termos de troca – também conhecida como Hipótese de Prebisch-Singer<sup>5</sup>. Uma vez que o preço dos produtos exportados pela periferia apresentaria uma tendência de queda em relação ao preço das mercadorias que compõem sua pauta de importação, aquele limite ao crescimento imposto pelo desequilíbrio externo seria cada vez mais restritivo. A heterogeneidade estrutural que se manifesta na deterioração dos termos de troca pode ser observada de dois modos complementares: por um lado, pela oferta, e, por outro, pela demanda (SAAD-FILHO, 2005).

Pela ótica da oferta, tem-se o impacto da abundante disponibilidade de mão-de-obra na periferia, que pressiona os salários, e, no centro, o baixo desemprego e o elevado nível de organização dos trabalhadores, que impedem que os salários declinem. Assim, um aumento da produtividade no setor moderno, exportador, da periferia reflete-se, graças ao declínio dos custos unitários e à concorrência no segmento, em queda dos preços dos produtos. Desse modo, os benefícios de uma elevação da produtividade na periferia são transferidos, pelos preços, para o centro. Ao contrário, um aumento da produtividade no centro não se expressa em queda dos preços dos produtos, mas é apropriado pelos próprios trabalhadores e capitalistas da região. Na medida em que os preços dos produtos primários, oriundos da periferia, tendem a cair em relação aos preços dos produtos manufaturados, do centro, os termos de troca declinam.

Pelo lado da demanda, uma vez que a elasticidade-renda da demanda por produtos primários é relativamente menor que a elasticidade-renda da demanda por produtos manufaturados, segue-se que, com o crescimento da renda, no centro e/ou na periferia, há uma tendência à deterioração dos termos de troca. Portanto, aumentos da produtividade e da renda combinam-se na perpetuação da estrutura desigual da organização do sistema capitalista global (KAY, 1991).

---

<sup>4</sup> A elasticidade-renda da demanda mede a resposta da demanda por uma mercadoria para uma dada alteração da renda. Formalmente, corresponde à razão entre a variação percentual da demanda por uma determinada mercadoria e a variação percentual da renda no mesmo período.

<sup>5</sup> Para uma visão histórica da Hipótese de Prebisch-Singer, elemento distintivo do Estruturalismo Latino-Americano, cf. Toye e Toye (2003).

Segundo a abordagem estruturalista, superar a condição periférica, ou seja, desenvolver-se, significa, simplificadamente, industrializar-se. A implantação do setor produtor de manufaturas, particularmente o ramo de meios de produção, seria, por conseguinte, capaz de conferir dinamismo econômico próprio aos países periféricos, eliminando as barreiras ao desenvolvimento que decorrem da sua especialização em produtos de origem primária. Em virtude de seu foco na industrialização, o Estruturalismo apoiou largamente os processos de Industrialização por Substituição de Importações (ISI)<sup>6</sup>, já em curso desde a década de 1930, cujo fracasso posterior representa, em parte, a própria decadência dessa escola de pensamento. Com efeito, embora o Estruturalismo não se confunda com a ISI, esse modelo de desenvolvimento tornou-se moeda corrente entre vários de seus principais estudiosos e ponto de referência para muitos de seus críticos (SAAD-FILHO, 2005).

Ainda que a segunda metade do século XX tenha assistido a industrialização de diversas economias periféricas, que foram capazes de incorporar segmentos importantes do setor de bens manufaturados, tal fenômeno não pareceu tê-las tirado de sua condição original, como sugeriam as análises estruturalistas. Vale dizer que, a despeito de terem se tornado economias industriais relativamente de peso, Brasil, Argentina, México e outros, não deixaram de compor a periferia do sistema capitalista. Ao contrário, observou-se em boa parte dos países periféricos uma elevação da desigualdade de renda, aceleração da inflação e do endividamento externo.

Diante desse quadro, uma heterogênea corrente de pensamento alternativa acerca da relação centro-periferia surgiu no decorrer das décadas de 1960 e 1970: as Teorias da Dependência. Na tentativa de compreender a forma pela qual a articulação entre o centro e a periferia impõe a esta barreiras ao seu desenvolvimento – ainda que detenha um setor manufatureiro considerável –, as Teorias da Dependência combinam elementos do Estruturalismo e do Marxismo, particularmente da Escola do Capital Monopolista (SAAD-FILHO, 2005). Ademais, as Teorias da Dependência não apenas se dedicam ao exame dos limites do desenvolvimento capitalista periférico, como também, sob o impacto da Revolução Cubana (1953-1959), às questões relativas à formação e ao grau de autonomia da burguesia nacional e à sua superação. Desse modo, os teóricos da dependência também fazem parte do longo debate acerca da natureza e da necessidade do desenvolvimento do capitalismo na periferia na transição para o socialismo (PALMA, 2008b).

Segundo Love (1990, p. 168), quatro aspectos básicos caracterizam as Teorias da Dependência: i) a perspectiva histórica da relação centro-periferia; ii) o intercâmbio desigual; iii) a rejeição ao dualismo; iv) a não-viabilidade/autonomia da burguesia nacional. Como se pode notar, os três primeiros itens derivam direta ou indiretamente da abordagem estruturalista – e das críticas a ela levantadas pelos teóricos da dependência. O quarto elemento, por sua vez, representa um tema tipicamente marxista<sup>7</sup>.

Ainda que as análises da dependência compartilhem essas características – que, de fato, permitem considerá-las uma mesma corrente de pensamento –, é possível identificar diferenças importantes no grupo. A depender do critério adotado – e diversos o foram na literatura –, nota-se um maior ou menor número de vertentes no interior das Teorias da Dependência. Considerando a relação entre as estruturas socioeconômicas internas e externas que conformam a periferia, Palma (2008b) destaca a existência de três linhas de pensamento<sup>8</sup>: o primeiro grupo, cujas referências principais são os trabalhos de Andre Gunder Frank, Theotonio dos Santos e Ruy Mauro Marini, salienta a impossibilidade do desenvolvimento capitalista na periferia; o segundo, por sua vez, composto por autores como Celso Furtado, Aníbal Pinto e Osvaldo Sunkel, procura reformular a abordagem estruturalista a partir de uma crítica aos obstáculos para o desenvolvimento nacional; por fim, o terceiro grupo, encabeçado por Fernando Henrique Cardoso e Enzo Faletto – autores do influente livro *Dependencia y Desarrollo en América Latina*, de 1969 – contrário à formulação de uma teoria geral da dependência, destaca a necessidade de analisar as formas concretas pelas quais a dependência se manifesta nas diferentes economias nacionais.

---

<sup>6</sup> “ISI is an attempt by economically less-developed countries to break out of the world division of labor which had emerged in the nineteenth century and the early part of the twentieth century. [...] Import substitution consists of establishing domestic production facilities to manufacture goods which were formerly imported” (BAER, 1972, p. 95). Conforme destaca Saad-Filho (2005), essa estratégia envolveu um alargamento nos modos de intervenção estatal na esfera econômica.

<sup>7</sup> É possível considerar também o item 3, a rejeição ao dualismo, como uma inspiração marxista nas Teorias da Dependência.

<sup>8</sup> Para outras classificações, cf. Packenham (1998) e Dos Santos (1998).

A partir da concepção de que o subdesenvolvimento da periferia não é um estágio temporário, mas uma característica permanente da forma pela qual se dá o desenvolvimento do centro, o primeiro grupo, cuja inspiração marxista é mais evidente – de fato, alguns de seus autores compõem o que hoje se pode denominar Teoria Marxista da Dependência –, defende que a economia periférica, desde sua origem, integra-se completamente ao sistema capitalista global. Desse modo, a periferia já se apresenta como uma economia tipicamente capitalista, limitada em seu desenvolvimento pelo próprio desenvolvimento capitalista do centro, para o qual se direciona o excedente da periferia pela desfavorável relação de troca no mercado internacional e pela remissão de lucros das transnacionais presentes em seu território.

Tomando como referência a inadequação das políticas de substituição de importações – e o próprio processo de industrialização – como instrumento capaz de promover o desenvolvimento da periferia, o segundo grupo, por sua vez, representa uma mudança de foco em relação ao Estruturalismo. Com efeito, autores como Furtado, expoentes da análise estruturalista, passaram a considerar os limites da industrialização periférica como sinal da relação de dependência. De fato, conforme destaca Palma (2008b), a industrialização por substituição de importações não apenas pareceu agravar os problemas do Balanço de Pagamentos da periferia como, ademais, não reduziu o desemprego como se esperava e, ainda, fez elevar a desigualdade na distribuição de renda. Assim, os teóricos dessa vertente passaram a considerar a impossibilidade do desenvolvimento capitalista periférico – ainda que sem apontar diretamente ao socialismo como solução. O redirecionamento do excedente para o centro e o descompasso entre a modernização do padrão de consumo local e a estrutura produtiva instalada revela a natureza da dependência da periferia de acordo com essa perspectiva. A industrialização, antes considerada pelos estruturalistas como a forma *par excellence* de superação da condição periférica, converteu-se, aqui, em mais um modo pelo qual a expansão do capitalismo a nível mundial, ao gerar novas contradições na periferia, restringe as possibilidades de seu desenvolvimento.

O terceiro conjunto de autores das Teorias da Dependência destaca, além dos aspectos gerais da evolução do sistema capitalista mundial considerados pelas duas correntes acima, as particularidades da periferia em sua relação com o centro. Vale dizer que a relação centro-periferia não é uma via de mão única do centro para a periferia, mas também é condicionada pelo modo com que a periferia se posiciona, resultado do confronto entre grupos sociais internos. Nesse sentido, destaque é dado para o papel exercido pelas elites locais na manutenção do subdesenvolvimento – ou, em outras palavras, no desenvolvimento dependente e associado. Segundo Palma (2008b, p. 133), para esse grupo:

The system of 'external domination' reappears as an 'internal phenomenon' through the social practices of local groups and classes, who share the interests and values of external forces. Other internal groups and forces oppose this domination, and in the concrete development of these contradictions the specific dynamic of the society is generated.

A expressão econômica da relação centro-periferia, no entanto, continua sendo, como nas demais vertentes, a transferência do excedente para o centro e os limites que tal fenômeno impõe à periferia – nesse caso, sobretudo pela articulação dos interesses das elites locais e das transnacionais.

Por conseguinte, de forma geral, pode-se considerar que, em última instância, a relação centro-periferia reflete, além da articulação entre as classes dominantes da periferia e do centro, também para os teóricos da dependência – a despeito das diferenças internas –, a divisão internacional do trabalho, o desenvolvimento e assimilação desigual do progresso técnico e o padrão de consumo vinculado a esse movimento, que se manifesta na transferência do excedente.

Ainda que se reconheçam os limites do tratamento aqui conferido ao Estruturalismo e às Teorias da Dependência – que não teve qualquer pretensão de originalidade, mas buscou destacar de forma sintética os principais elementos que caracterizam ambas as correntes de pensamento –, é forçoso admitir que se aproximam quanto ao fio condutor da relação centro-periferia. Em suma, para os teóricos da relação centro-periferia, esta é determinada pela conformação da **esfera produtiva** a nível mundial ou, em outras palavras, pela natureza da articulação produtiva que determinado país mantém com a economia internacional (VERNENGO, 2006). De acordo com essa perspectiva, o desenvolvimento das economias periféricas, seria ditado pela natureza de sua produção e pela estrutura político-institucional a ela vinculada.

Ao assim proceder, os teóricos da relação centro-periferia, talvez, tenham deixado de lado uma dimensão essencial do capitalismo, particularmente para a compreensão da atual dinâmica econômica: a **esfera financeira**. Especificamente, há um aspecto do sistema capitalista mundial desconsiderado pelos teóricos da relação centro-periferia que, conquanto tenha se tornado ainda mais evidente com os desdobramentos das últimas décadas, nada tem de novo: a hierarquia de moedas.

### 3. A hierarquia de moedas no capitalismo contemporâneo e suas implicações

O Sistema Monetário Internacional (SMI) caracteriza-se, em cada período da história, pela articulação de quatro elementos fundamentais: a forma da moeda internacional; o regime de câmbio; o grau de mobilidade dos capitais; e a hierarquia monetária (PRATES, 2005, p. 265). Enquanto traço constitutivo do SMI, essa última dimensão expressa o fato de que as distintas moedas nacionais não preenchem no plano internacional, suas três funções tradicionais (unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor) de maneira equivalente. Ainda que pouco ressaltada pela literatura, a hierarquia de moedas foi já identificada por Keynes nas primeiras décadas do século XX. Com efeito, as propostas de Keynes na Conferência de Bretton Woods refletem, desde logo, a percepção do caráter hierárquico do SMI: a criação da *International Clearing Union* – um banco central dos bancos centrais que emitiria uma moeda bancária, o *bancor*<sup>9</sup> – evitaria, por exemplo, que países com moedas ilíquidas internacionalmente recorressem a ajustes deflacionários para lidar com os problemas de liquidez e solvência no Balanço de Pagamentos (BLOCK, 1978).

O atual SMI, fruto do colapso, ao longo na década de 1970, do arranjo acordado em Bretton Woods<sup>10</sup> – regime político-institucional que foi o pano de fundo do período que ficou conhecido como a Era de Ouro do capitalismo –, apresenta uma combinação *sui generis* – como se verá adiante, perversa para a periferia – dos quatro elementos que o compõe.

Em primeiro lugar, o dólar é a moeda dominante, ou seja, é o dólar a única moeda que cumpre plenamente as funções de unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor no plano internacional. Nos termos de Marx (1976), atualmente, o dólar é o dinheiro mundial<sup>11</sup>. Conforme observa Serrano (2003), o padrão monetário internacional contemporâneo – isto é, a forma da moeda internacional –, ao contrário do que fora no passado, é totalmente fiduciário. De fato, os Estados Unidos abandonaram, nos anos de 1970, o regime de Bretton Woods já em falência<sup>12</sup> e o padrão dólar-ouro instaurado no pós-guerra que o compunha a favor de um sistema monetário flexível, no qual o dólar não mantém qualquer vínculo estreito (leia-se fixo) com uma mercadoria específica – como antes, com o ouro. Desvinculado da “reliquia bárbara”, conformou-se um regime monetário internacional que Serrano (2003) denomina de padrão dólar-flexível. A posição do dólar como moeda-chave foi reforçada pelo choque de juros em 1979 – que inaugurou a política do dólar forte – e pela desregulamentação e liberalização financeiras que se seguiram (PRATES, 2005). Tavares (1985) sustenta, corretamente, que essas medidas e a consequente mudança do SMI – que, em última instância, resultaram na crise da dívida dos países latino-americanos na década seguinte – representam a estratégia estadunidense para a retomada de sua hegemonia – agora não mais produtiva, mas financeira<sup>13</sup>. Um condicionante adicional da política do dólar forte foi a necessidade de financiamento do déficit público americano e do déficit em transações correntes, que se ampliaram ao longo da década de 1970, sintomas do menor dinamismo produtivo-tecnológico do país. A combinação do choque de juros com a posição devedora líquida dos Estados Unidos tornou a dívida mobiliária norte-americana o principal ativo financeiro demandado enquanto reserva de valor pelos investidores internacionais (PRATES, 2002; SERRANO, 2003). Assim, a forma assumida pelo dinheiro

<sup>9</sup> Bancor foi a denominação dada à moeda supranacional idealizada por Keynes entre os anos 1940 e 1942 e proposta pela comissão britânica na Conferência de Bretton Woods – oferta naturalmente rejeitada pela delegação norte-americana.

<sup>10</sup> Para maiores detalhes sobre o regime de Bretton Woods, ver Bordo (1994) e Helleiner (1994).

<sup>11</sup> “World money serves as the universal means of payment, as the universal means of purchase, and as the absolute social materialization of wealth as such (universal wealth)” (MARX, 1976, p. 242). Para um estudo que busca tentar desenvolver esse aspecto da teoria marxista, cf. Smith (2005).

<sup>12</sup> John Connally, secretário do Tesouro durante parte da administração de Richard Nixon (1969-1974), exprimiu com propriedade o rumo da política norte-americana no período em relação à mudança do regime monetário internacional: “The dollar is our currency but your problem”.

<sup>13</sup> O mesmo argumento é explorado por Tavares e Melin (1997) e Tavares e Belluzzo (2005).

internacional pode ser sintetizada como um padrão dólar “flexível, financeiro e fiduciário” (PRATES, 2005, p. 269).

Ademais, as políticas adotadas pelos Estados Unidos em defesa de sua hegemonia consolidaram a tendência ao aumento do grau de abertura financeira<sup>14</sup> e à crescente mobilidade de capitais resultante, cujo acelerado desenvolvimento do Euromercado já prenunciava, definindo-as como segundo traço constitutivo do SMI contemporâneo. Com efeito, medidas voltadas à eliminação dos entraves à livre circulação do capital a nível mundial tornaram-se parte das recomendações de importantes órgãos multilaterais – como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial – e passaram a ser adotadas, em maior ou menor escala, por um número expressivo de países (HELLEINER, 1994).

A maior liberdade dos fluxos de capitais, por sua vez, foi o determinante em última instância do colapso do regime de paridade fixas, mas ajustáveis, de Bretton Woods, substituído por um regime de câmbio flutuante (EICHENGREEN, 1996). Esse ambiente de elevada mobilidade de capitais – associado ao sistema de câmbio flexível dele resultante – é o que tem sido denominado na literatura como globalização financeira (KREGEL, 1996). A hierarquia de moedas, nesse contexto, como explorado à frente, se manifesta como elemento fundamental para a compreensão da maior instabilidade do câmbio e dos juros que marca as últimas décadas.

O Quadro 1 sintetiza as principais características do SMI contemporâneo, em oposição àquele de Bretton Woods.

**Quadro 1 – O SMI de Bretton Woods e o contemporâneo**

<b>Características</b>	<b>Bretton Woods</b>	<b>Contemporâneo</b>
<b>Forma da moeda internacional</b>	Dólar-ouro	Dólar flexível, financeiro e fiduciário
<b>Regime de câmbio</b>	Fixo, mas ajustável	Flexível
<b>Mobilidade dos capitais</b>	Baixa	Alta
<b>Hierarquia de moedas</b>	Pouco impacto nas instabilidades do câmbio/juros	Impacto decisivo nas instabilidades do câmbio/juros

Fonte: Elaboração dos autores.

As vantagens para a economia norte-americana que um sistema dessa natureza proporciona são amplamente reconhecidas e apontadas por vários autores<sup>15</sup> (SERRANO, 2003; PRATES, 2005; CARNEIRO, 2008a; 2010). Dentre os benefícios que decorrem para os Estados Unidos da posição dominante que o dólar ocupa na atual hierarquia de moedas, duas merecem particular destaque.

Em primeiro lugar, por serem os emissores da moeda chave, os Estados Unidos não possuem qualquer restrição externa. Vale dizer que os déficits no Balanço de Pagamentos que por ventura ocorram são automaticamente financiados mediante o aceite pela contraparte de dólares ou ativos denominados em dólar. De acordo com Serrano (2003, p. 251):

Now, the US can incur permanent deficits on the current account without any concern about the fact that their net external liabilities may be increasing, for these ‘external’ liabilities are denominated in the American currency and not convertible into anything else.

De fato, os Estados Unidos passaram, a partir das décadas de 1970-1980, a incorrer em déficits crescentes em conta corrente, aumentando aceleradamente seu passivo externo, sem que o papel assumido por sua moeda se visse ameaçado. Ademais, se, por um lado, a economia norte-americana não enfrenta problemas de restrição externa – historicamente recorrentes na periferia do sistema capitalista –, por

<sup>14</sup> O grau de abertura financeira pode ser considerado como “[...] the degree of the ease with which residents can acquire assets and liabilities denominated in foreign currencies and non-residents can operate in national financial markets [...]. Three broad types of transaction can be distinguished in this respect. First, inward transactions: allowing residents to borrow freely in international financial markets, and nonresidents to invest freely in domestic financial markets. Second, outward transactions: allowing residents to transfer capital and to hold financial assets abroad, and non-residents to issue liabilities and to borrow in domestic financial markets. Third, domestic transactions in foreign currencies: allowing debtor-creditor relations among residents in foreign currencies such as bank deposits and lending in foreign currencies” (AKYÜZ, 1993, p. 27).

<sup>15</sup> Em estudo sobre o domínio do dólar na economia mundial, Eichengreen (2011) reconhece o “privilegio exorbitante” que a aceitação do dólar como dinheiro mundial confere à economia norte-americana.



outro, tem plena liberdade para alterar o valor do dólar em relação às outras moedas por meio da mudança de sua taxa de juros. Em outras palavras, os Estados Unidos são a única economia nacional que pode gerir a política monetária de acordo com interesses exclusivamente domésticos. Enquanto os demais países possuem limites, em graus diversos, à variação da taxa de juros doméstica em virtude da necessidade de equilibrar suas contas externas e evitar uma fuga/enxurrada de capital forâneo, os Estados Unidos detêm plena autonomia para fazê-la. Por conseguinte, as autoridades monetárias norte-americanas possuem amplo raio de manobra para a implementação de políticas anticíclicas quando necessárias, mesmo que estas representem danos a outras economias nacionais (CINTRA; PRATES, 2008; CARNEIRO, 2010). Uma vez que nada garante que as políticas norte-americanas sejam compatíveis com os objetivos domésticos dos demais países e que a mesma influencia decisivamente a direção dos fluxos internacionais de capitais, o aumento da incerteza em relação à trajetória das taxas de juros e de câmbio transmite-se aos demais países detentores de moedas em um nível inferior na hierarquia (CARNEIRO, 1999).

Nesse sentido, a análise da hierarquia de moedas parte do contexto do SMI contemporâneo, marcado pela globalização financeira, supracitado: o dólar, como moeda-chave, no topo da hierarquia; alta mobilidade de capitais e predominância do regime de câmbio flutuante. As duas subseções a seguir serão destinadas à compreensão do conceito e dos principais determinantes da hierarquia de moedas e algumas de suas implicações, necessárias à análise que se seguirá.

### **3.1. Os determinantes da hierarquia de moedas**

A posição de cada moeda no SMI é dada por sua capacidade de desempenhar suas funções de unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor em âmbito internacional. Como argumentam De Conti, Prates e Plihon (2014), o uso da moeda no contexto internacional define sua liquidez nessa esfera. Se se considera que “um ativo líquido [é aquele que] pode ser convertido, sem custos e demoras, em meio de pagamento” (PLIHON, 2001, p. 27, tradução nossa), tem-se que:

as moedas que exercem as funções da moeda em âmbito internacional são líquidas por definição, pois já são um meio de pagamento internacional e, sendo também unidade de conta e reserva de valor nesse mesmo âmbito, possibilitam a conversão de moeda entesourada em poder de compra ou de liquidação de contratos sem gerar perda alguma. (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2014, no prelo)

Assim, hierarquia de moedas é, na verdade, uma hierarquia entre os diferentes graus de liquidez que na economia mundial as várias moedas nacionais exibem.

Ao considerar as três funções da moeda no SMI, diversos autores, entre eles Cohen (1971) e Krugman (1984), as desdobram em duas dimensões: os usos públicos e os usos privados.

Como unidade de conta, a moeda líquida internacionalmente serve de âncora às demais moedas, no âmbito público, e, na esfera privada, exerce a função de denominar uma série de contratos. Já como meio de pagamento, a moeda internacional realiza, na dimensão pública, o papel de instrumento de intervenção das autoridades monetárias no manejo do valor de sua própria moeda em relação à moeda líquida no plano internacional. No contexto privado, enquanto meio de pagamento, a moeda líquida serve como veículo das várias transações que ocorrem no plano internacional. Como reserva de valor, por sua vez, a moeda internacional é utilizada como lastro da riqueza financeira, seja aquela mantida por entidades públicas, como o Banco Central, seja aquela detida pelos agentes privados (CARNEIRO, 2008a). A moeda que desempenha todas as funções, nas duas dimensões, no plano internacional, as moedas centrais – caso do dólar, do euro e do yen –, torna-se, na definição utilizada por Aglietta (1986), uma “divisa”. Já as moedas que não realizam nenhuma de suas funções internacionalmente ou as fazem de modo parcial são denominadas por De Conti (2011) “moedas periféricas”.

Porém, o que faz uma moeda tornar-se uma divisa? A leitura dos autores que procuram explicar os determinantes do uso internacional das moedas evidencia uma ampla divergência e permite a identificação de dois grupos. O primeiro grupo – representado por Cohen (1998), Krugman (1984) e Tavlas (1998) – entende que a determinação do uso internacional de uma moeda é dada pela demanda. Ou seja, os agentes internacionais, via mercado, determinam as moedas que exercem suas funções em âmbito internacional. Já o segundo grupo – representado por Belluzzo (1997) e Aglietta e Deusy-Fournier (1994)

– considera que os determinantes do uso internacional das moedas são relacionados à oferta. Em outras palavras, são os países emissores que tornam as moedas internacionais e não meramente a livre escolha de mercado por parte dos agentes internacionais (DE CONTI, 2011).

Os determinantes podem ser organizados, utilizando a classificação proposta por De Conti (2011), em cinco grupos:

i) *O tamanho da economia nacional e a integração com a economia mundial*: de acordo com De Conti (2011, cap.1), os países cujas moedas são líquidas internacionalmente em geral possuem PIBs e correntes de comércio e financeira – indicadores de integração com o mercado mundial – maiores que os demais países, possuidores de moedas periféricas.

ii) *Poder geopolítico*: de acordo com Prates (2002), Herr (2006) e Belluzzo (1997), as relações de poder influem na posição de uma moeda no SMI. Os países mais poderosos podem impor o uso de suas moedas por meio da participação decisória em organismos multilaterais e do poder militar, dentre outras formas de imposição (DE CONTI, 2011).

iii) *Voluntarismo político*: conforme De Conti (2011, p. 63) “um país que reúna as condições [...] para internacionalização de sua moeda pode interferir no processo por meio de políticas públicas com essa finalidade”. O exemplo mais explícito nesse caso são os Estados Unidos, que sempre promoveram o uso internacional do dólar, por meio do regime de Bretton Woods, da “política do dólar forte” no final da década de 1970, entre outras medidas.

iv) *Instituições fortes e/ou favoráveis*: Cohen (1998), Krugman (1984), Tavlas (1998) e Reinhart, Rogoff e Savastano (2003) defendem a importância de instituições sólidas para a internacionalização de uma moeda. Há dois tipos de institucionalidades propostas: instituições multilaterais, com objetivo de apoiar as transações de mercado; instituições específicas, que promovam a abertura dos mercados financeiro e cambial locais, permitindo, assim, que a moeda participe da concorrência internacional.

v) *Política econômica “responsável” e bons resultados macroeconômicos*: alguns autores – Herr (2006) e Reinhart, Rogoff e Savastano (2003) – ressaltam que a condução da política econômica é fundamental para o uso internacional de uma moeda. Ou seja, a disciplina fiscal, a política monetária transparente e crível e um balanço de pagamentos equilibrado aumentam o grau de confiança dos agentes internacionais em uma determinada economia doméstica, estimulando a escolha de sua moeda.

### 3.2. A hierarquia de moedas e a assimetria financeira

A hierarquia de moedas contemporânea é intrinsecamente vinculada à assimetria financeira (PRATES, 2005; CINTRA; PRATES, 2011). Essa, por sua vez, possui duas dimensões: i) os fluxos de capitais direcionados para os países emergentes<sup>16</sup> são determinados por uma dinâmica exógena a esses países, que estão permanentemente vulneráveis à sua reversão, por meio de mudanças na fase do ciclo econômico – com aumento/redução da preferência pela liquidez dos investidores globais – e alterações na política monetária dos países emissores de divisas; ii) a inserção marginal dos países periféricos nos fluxos de capitais globais. A participação dos ativos emitidos por esses países nos portfólios dos investidores globais é residual<sup>17</sup>. Porém, ao mesmo tempo, o volume dos fluxos provindos dos investidores internacionais para os países emergentes não é marginal em relação ao tamanho de seus mercados.

Nesse contexto, os diferentes graus de liquidez das moedas em âmbito internacional implicam diferentes taxas de remuneração dos ativos nelas denominados (DE CONTI; BIANCARELI; ROSSI, 2013). No caso das moedas periféricas, sua condição ilíquida no plano internacional exige maior remuneração de seus ativos, pois há incertezas inerentes às moedas que não possuem a “liquidez da divisa”. Porém, nos momentos de euforia dos ciclos de liquidez, os agentes demonstram, de maneira pró-cíclica, grande apetite ao risco e baixa preferência pela liquidez, o que resulta em uma busca pelo rendimento (*search for yield*) e a ilusão de que as moedas periféricas se tornaram líquidas internacionalmente.

<sup>16</sup> De acordo com Prates (2005, p.283), “o termo ‘países emergentes’ refere-se aos países periféricos capitalistas que receberam a maior parte dos fluxos de capitais provenientes dos países centrais nos anos 90”.

<sup>17</sup> Deve-se ressaltar, entretanto, que a participação dos ativos de países emissores de moedas periféricas nos portfólios dos grandes investidores aumentou, principalmente após o retorno dos fluxos de capitais em 2009.

Tal percepção é ilusória principalmente por dois motivos. Primeiro, em virtude da existência da assimetria financeira, os determinantes dos fluxos de capitais são preponderantemente exógenos aos países emissores de moedas periféricas, ou seja, o comportamento desses fluxos obedece ao momento do ciclo econômico mundial e ao nível de taxa de juros do país emissor da moeda-chave (PRATES, 2005). Isso implica que nos momentos de reversão do ciclo de liquidez, os agentes abandonam a estratégia “*search for yield*” e buscam a liquidez da divisa. Segundo, algumas características erroneamente atribuídas à liquidez da moeda são, na verdade, relacionadas a outro fator, que se pode denominar liquidez dos mercados, referente às condições em que um ativo é transacionado em determinado mercado. Tais condições são determinadas pelas instituições (públicas e privadas) que atuam no mercado, pelo seu tamanho, pelos históricos de transações realizadas e, por fim, pelos agentes (investidores institucionais, estrangeiros, nacionais, etc.) participantes do mercado (DE CONTI, 2011, p. 171).

Portanto, a divisão entre os grupos de moedas que desempenham suas funções em âmbito internacional é intransponível no curto prazo, devido ao seu caráter estrutural. Nesse contexto, somente a liquidez de mercado é passível de mudanças, porém apenas no interior de cada grupo de moedas. É errôneo pensar que o aprofundamento da abertura financeira e da liberalização dos mercados possui impactos positivos sobre a liquidez da divisa. Essa relação muitas vezes é negativa, já que a abertura financeira pode fragilizar o desempenho de algumas funções da moeda em âmbito interno, causando mais instabilidade aos países de moedas periféricas (CARNEIRO, 2008a).

A iliquidez das moedas periféricas em âmbito internacional faz com que a ação especulativa predomine nos mercados financeiros periféricos. Adicionalmente, o caráter assimétrico do Sistema Financeiro Internacional implica que a dinâmica pró-cíclica e instabilizadora dos fluxos de capitais – decorrente do processo de globalização financeira – afete de forma mais adversa os países emergentes. Assim, se em momentos de otimismo, os agentes estão dispostos a investir em ativos que não possuam a liquidez da divisa, nos momentos de maior incerteza, derivada da instabilidade do mercado financeiro, há uma elevada preferência pela liquidez da divisa<sup>18</sup>. Portanto, exacerba-se a amplitude das variações das taxas de câmbio das moedas periféricas, pois “a relação entre os fluxos de capitais financeiros e o *turnover* nos mercados cambiais é radicalmente maior nesses países” (DE CONTI 2011, p.184).

Ademais, de acordo com Andrade e Prates (2013), a instabilidade da taxa de câmbio nos países emergentes, em razão da condição ilíquida de suas moedas no plano internacional, afeta a relação entre a taxa de juros doméstica e a externa, implicando alto prêmio de risco em relação à moeda-chave. Assim, a volatilidade da taxa de câmbio dos países emergentes gera grande volatilidade nas taxas de juros desses países (PRATES, 2005). Além disso, os componentes da taxa de juros, elencados por De Conti (2011)<sup>19</sup>, contribuem para a variabilidade desse preço-chave. De acordo com o autor, a taxa de juros dos países periféricos é composta – não de forma exclusiva – pela taxa de juros do emissor da moeda-chave; pelo prêmio de iliquidez associado à posse de títulos denominados em moedas periféricas; e por fatores ligados à liquidez de mercado: o risco-país, que “indica o prêmio adicional que deve ser pago pelo emissor do título pelos riscos que a posse do ativo significará para seu detentor” (DE CONTI, 2011, p.178); e a variação cambial esperada<sup>20</sup>. A maioria dos componentes da taxa de juros, portanto, é exógena aos países emergentes, pois são determinados pela própria existência da hierarquia de moedas em um contexto de globalização financeira. Observa-se que os países detentores de moedas periféricas convivem com uma “dualidade impossível” (FLASSBECK, 2001), pois a abertura financeira em si já restringe a autonomia de política monetária – explorada adiante – independentemente do regime cambial adotado. Assim, a hierarquia de moedas implica heterogeneidade do nível e da volatilidade da taxa de juros a nível mundial, tal como representado abaixo (Figura 1).

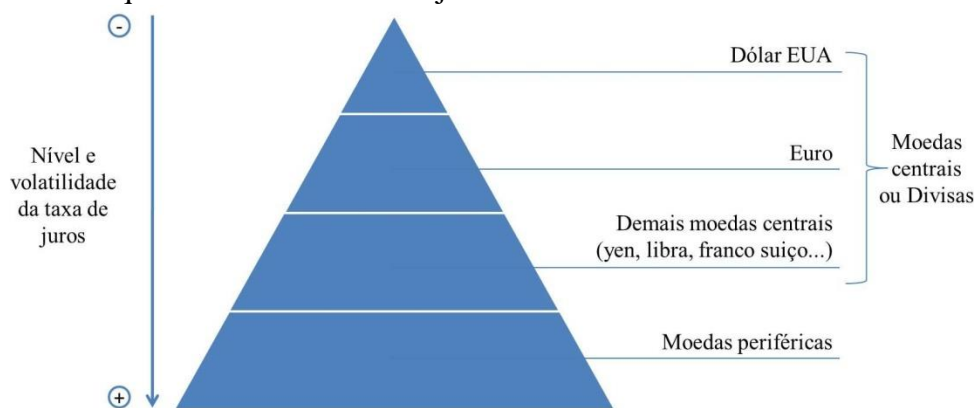
---

<sup>18</sup> De acordo com De Conti (2011), mudanças na psicologia do mercado também podem alterar as taxas de câmbio sem que os fluxos de capitais oscilem. Isso ocorre quando se modificam as taxas de câmbio futura, por meio de mecanismos de arbitragem, o que impacta o mercado a vista da moeda em questão.

<sup>19</sup> Deve-se ressaltar a ênfase do autor de que os componentes das taxas de juros considerados não contemplam todos os determinantes das mesmas.

<sup>20</sup> Essa formulação diferencia-se, portanto, da teoria da paridade descoberta das taxas de juros, pois incorpora a “questão essencial da liquidez internacional das moedas” (DE CONTI, 2011, p.177).

**Figura 1** – Hierarquia monetária e taxa de juros no atual SMI



Fonte: Elaboração dos autores a partir de De Conti, Prates e Plihon (2014).

Entretanto, os prêmios de risco são em parte ligados às características das economias nacionais, entre elas a liquidez de mercado. Assim, mudanças na liquidez de mercado podem se converter em um importante instrumento para se reduzir a volatilidade das taxas de juros e também das taxas de câmbio. Desse modo, ainda que as instabilidades das taxas de câmbio e de juros façam com que a política cambial se torne essencial, e ao mesmo tempo complexa, nos países periféricos – pela luta contra a volatilidade cambial exacerbada – e resultem em perda de autonomia na política econômica – principalmente da política monetária –, existem exemplos recentes, como se verá adiante, de que a atuação na liquidez de mercado pode reduzir a exposição da periferia ao contexto externo hostil em virtude da posição internacional subordinada ocupada por sua moeda. No entanto, mesmo que tais medidas possam dar certa folga à gestão da política econômica dos países periféricos, a hierarquia monetária, aspecto constitutivo do SMI, continua se apresentando – também como adiante se buscará demonstrar – como uma barreira estrutural ao desenvolvimento da periferia.

#### **4. A hierarquia de moedas: uma “nova” dimensão da relação centro-periferia**

O argumento proposto, conforme já anunciado, é de que a hierarquia de moedas, em um contexto caracterizado pela globalização financeira, implica sérios limites à política econômica de acordo com a posição ocupada pela moeda no SMI. Nesse sentido, a hierarquia de moedas, ao reduzir o grau de autonomia das políticas dos países periféricos, limita sua capacidade de superar a condição socioeconômica na qual se encontram. Portanto, a hierarquia monetária se apresenta como uma dimensão adicional da relação centro-periferia, que não apenas se agrega às limitações enfrentadas na esfera produtiva – sejam estas quais forem –, mas a ela se sobrepõe, reforçando o caráter heterogêneo da organização do sistema capitalista mundial.

A ideia de que a hierarquia de moedas, na atual configuração do SMI, restringe a atuação da política econômica dos países periféricos, aparece na literatura sob o conceito de assimetria macroeconômica. De acordo com Prates (2002, p. 150), a hierarquia de moedas e a assimetria financeira a ela associada “(...) implicam assimetria macroeconômica, a qual diz respeito aos diferentes graus de autonomia de política dos países que integram o sistema”<sup>21</sup>. Assim, o tratamento que aqui se procura dar à questão pode ser visto como uma aplicação e extensão do conceito de assimetria macroeconômica a partir da hierarquia de moedas.

Antes, porém, resta delimitar em que consiste, especificamente, o grau de autonomia de política ao qual nos referimos. Embora de variada amplitude, o termo autonomia pode ser entendido, no presente contexto, como “a relative absence of externally imposed constraints” (NELSON; MEERMAN; EMBONG, 2008, p. 326). Logo, o grau de autonomia de política corresponde ao espaço que as autoridades domésticas possuem “to minimize damage, increase benefits, or seize opportunities arising from some change in international conditions” (NELSON; MEERMAN; EMBONG, 2008, p. 326). Quando restritas à discussão econômica, as políticas às quais a literatura se reporta são, em geral, de cunho macroeconômico: cambial, monetária e fiscal. Contudo, as limitações impostas pela hierarquia de

<sup>21</sup> Ver, também, Ocampo (2001) e Biancareli (2010a).

moedas à periferia não se resumem a esse espaço de atuação política. Com efeito, ao reduzir o grau de autonomia das políticas macroeconômicas, a hierarquia de moedas em um contexto de globalização financeira limita, também, o espaço de outras formas de intervenção na economia, tais como políticas setoriais de desenvolvimento produtivo/tecnológico. Desse modo, é possível – e conveniente – redimensionar o conceito de assimetria macroeconômica, de forma a incorporar os demais instrumentos de atuação das autoridades domésticas, pois também estes são restritos pela atual conformação do SMI. Assim, o grau de autonomia de política associado ao conceito de assimetria macroeconômica pode ser vinculado, nesse caso, ao que tem sido considerado na literatura como espaço de política (*policy space*) – ainda que este tenha se originado no debate acerca das regras econômicas internacionais prescritas pelos órgãos multilaterais tais como a Organização Mundial de Comércio, o FMI e etc. *Policy space* pode ser definido como “the scope for domestic policies, especially in the areas of trade, investment and industrial development” (UNCTAD, 2004, p. 2). De modo geral, *policy space* refere-se à “freedom to choose the best mix of policies possible for achieving sustainable and equitable economic development given their unique and individual social, political, economic, and environmental conditions” (SOUTH CENTRE, 2005, p. 1)<sup>22</sup>. Ao assim considerar o grau de autonomia de política, o conceito de assimetria macroeconômica é ampliado, incorporando também os diversos tipos de políticas de desenvolvimento<sup>23</sup>, e, desse modo, se adequa melhor ao fenômeno que aqui se procura apontar, qual seja: a relevância da hierarquia de moedas no contexto de globalização financeira como uma dimensão adicional da relação centro-periferia.

A literatura explora diversos impactos negativos sobre a autonomia de política dos países periféricos associados à globalização financeira, ainda que poucas vezes os relacionem à hierarquia de moedas. Com efeito, aspectos já tradicionalmente apontados como causa dos desequilíbrios macroeconômicos da periferia e das crises financeiras que na região se verificaram ao longo das últimas três décadas com o processo de abertura financeira, tais como o *original sin*, o *currency mismatch*, o *fear of floating*, o *sudden stops* e o *debt intolerance*, podem ser retraduzidos e concebidos como manifestações típicas da hierarquia de moedas. Não se trata a seguir, portanto, de uma resenha do debate acerca dos problemas da abertura financeira da periferia e da origem dos conceitos que foram aventados para explicá-los<sup>24</sup>. Em outras palavras, não se buscou adiante reconstruir o argumento que sustenta cada um dos aspectos acima referidos e/ou as críticas e contracríticas que movimentaram a literatura no período recente. Antes, de forma pragmática, partimos da consideração de que, embora corretamente identificados, em si mesmos, como elementos relevantes para a dinâmica econômica da periferia, o *original sin*, o *currency mismatch*, o *fear of floating*, o *sudden stops* e o *debt intolerance* podem ser reinterpretados à luz da hierarquia de moedas no atual contexto do SMI.

Embora a visão convencional tenha de início defendido, de modo quase irrestrito, a globalização financeira como portadora do desenvolvimento para os países periféricos, os resultados que ao longo do tempo foram obtidos a partir da abertura financeira – entre estes, várias crises – se mostraram claramente insatisfatórios, levando, em parte, a uma revisão teórica no interior do *mainstream*<sup>25</sup> (BIANCARELI, 2010b). À medida que os benefícios que a globalização financeira traria aos países periféricos não foram observados, diversos autores levantaram razões importantes para o fenômeno, muitas das quais já consideradas pela heterodoxia. Ainda que, conforme destaca Biancareli (2010b), ao procurar captar os impactos negativos da globalização financeira sobre os países periféricos muitos se deram conta da

---

<sup>22</sup> Ver, também, Page (2007) e Mayer (2009).

<sup>23</sup> Consideramos políticas de desenvolvimento todo o conjunto de formas de intervenção econômica do Estado focada em setores específicos - em contraposição às políticas macroeconômicas -, com horizonte de longo prazo, cujos objetivos, alterando o jogo das forças de mercado, sejam ampliar a geração de emprego e renda, reduzir a desigualdade, elevar a produtividade e, assim, aumentar a competitividade da economia - com certa preocupação de que, em maior ou menor medida, os benefícios dela derivados sejam compartilhados pela coletividade. As mais comuns são as políticas agrícola, industrial, de inovação, de redução das desigualdades regionais e etc.

<sup>24</sup> Para análises nessa direção, cf. Biancareli (2010b).

<sup>25</sup> Visão convencional ou “[...] mainstream economics is that which is taught in the most prestigious universities and colleges, gets published in the most prestigious journals, receives funds from the most important research foundations, and wins the most prestigious awards” (DEQUECH, 2007, p. 281).

natureza específica dessas economias no contexto internacional, não os viram como uma manifestação estrutural do caráter hierarquizado do SMI.

Um dos primeiros efeitos da abertura financeira tratados pela literatura convencional foi a existência de um “medo de flutuar” entre os países periféricos, ou seja, a dificuldade dessas economias adotarem plenamente o regime de câmbio flutuante (HAUSMANN; PANIZZA; STEIN, 2001). A manifestação desse temor é observada sobretudo nos países que apresentam um grau mais elevado de *pass-through*<sup>26</sup> e possuem uma alta parcela do passivo denominada em moeda estrangeira, gerando expressivo descasamento de moedas (*currency mismatch*) (BIANCARELI, 2010b). De fato, o *currency mismatch* foi outro relevante fator relacionado à inserção da periferia na globalização financeira identificado pela literatura. Sujeita ao descasamento de moedas entre ativos e passivos, a economia periférica tem sua política monetária aprisionada à necessidade de limitar a oscilação cambial no intuito de proteger os agentes internos, transgredindo, desse modo, o sistema de câmbio flexível que supostamente deveria prevalecer. Outra manifestação dos impactos negativos da globalização financeira, apontada por Calvo e Reinhart (1999), e que se relaciona diretamente ao “medo de flutuar”, é a ocorrência de paradas súbitas (*sudden stops*) nos fluxos de capitais destinados aos países periféricos. Ao contrário do que se verifica nos países centrais, o movimento dos capitais para a periferia, conforme já explicitado acima, corresponde a apenas uma fração marginal do portfólio dos agentes, mas, no entanto, representa parcela relevante dos mercados periféricos. Assim, mudanças bruscas na direção dos fluxos de capitais não apenas são mais prováveis no caso das economias periféricas, como particularmente danosas às suas condições de liquidez e solvência externas.

Dentre as várias explicações para os fenômenos supracitados, uma merece particular destaque por apontar, ainda que não explicitamente, para a hierarquia de moedas: o *original sin*. De acordo com Eichengreen, Hausmann e Panizza (2007), o pecado original refere-se à incapacidade de determinado país realizar empréstimos no exterior denominados em sua própria moeda. Segundo os autores, esse fato – característico das economias periféricas –, resulta, em última instância, da “structure of global portfolios and international financial markets” (EICHENGREEN; HAUSMANN; PANIZZA, 2007, p. 160). Embora não explorem a que se deve essa configuração da alocação da riqueza financeira global e dos mercados financeiros em geral, não é difícil concebê-la como expressão da qualidade desigual das moedas internacionalmente. Na medida em que as moedas periféricas não cumprem plenamente, por definição, suas três funções básicas no plano internacional, torna-se inviável para os países da região emitir dívida na própria moeda no mercado internacional. Tal fenômeno representa, de acordo com Carneiro (2008a) e Vernengo (2006), um dos mais importantes constrangimentos ao desenvolvimento das economias periféricas.

Além disso, não apenas a composição do balanço dos agentes nas distintas moedas é relevante, como o nível máximo de endividamento externo da periferia considerado seguro pelos investidores é menor que aquele do centro, reduzindo a capacidade de financiamento da região e, portanto, constituindo uma fonte de pressão adicional às políticas econômicas. De fato, há evidências, conforme atestam Reinhart, Rogoff e Savastano (2003), de que a periferia se caracterize por uma elevada intolerância à dívida – argumento conhecido na literatura como *debt intolerance*<sup>27</sup>. Embora identifiquem corretamente o fenômeno, os autores o atribuem ao longo histórico de inadimplência das economias periféricas, que, por sua vez, se deve à imprudência na gestão das políticas econômicas e à (fraca) institucionalidade vigente. No entanto, ao creditar a intolerância ao endividamento à própria periferia e, portanto, a fatores passíveis de mudança a partir de uma reorientação da política doméstica, os autores perdem de vista a conformação do SMI – na qual a periferia pouco, ou nada, pode fazer.

A necessidade de realizar empréstimos no exterior e a incapacidade de denominá-los na própria moeda pode implicar graves situações de descasamento de moedas e, como resultado, deixar as economias periféricas mais vulneráveis aos movimentos do ciclo de liquidez internacional. As crises que atingiram diversos países periféricos na segunda metade da década de 1990 evidenciam essa suscetibilidade. A fim de tentar evitá-las, grande parte da periferia passou a adotar um regime de

<sup>26</sup> O *pass-through* refere-se à transmissão da variação cambial aos preços domésticos (FARHI, 2007).

<sup>27</sup> A rigor, o *debt intolerance* surgiu na literatura como uma interpretação paralela às demais – particularmente ao *original sin* – na explicação das crises financeiras dos países periféricos (BIANCARELI, 2010b).

flutuação suja<sup>28</sup>, uma vez que em um sistema de câmbio flexível puro, a maior instabilidade dos juros e do câmbio ao qual as economias periféricas estão sujeitas em virtude da posição ocupada internacionalmente por suas moedas em um contexto de globalização financeira, teria um grande impacto sobre os agentes domésticos. A natureza dos fluxos de capitais, cuja aplicação em ativos denominados em moedas periféricas obedece, conforme visto, a fatores exógenos, impõe à região um grau de vulnerabilidade substancialmente maior que aquele enfrentado pelas economias centrais. Sobretudo em momentos de elevação da incerteza percebida pelos detentores da riqueza financeira, a periferia se submete a situações de mudanças bruscas na direção dos fluxos de capitais, fato que agrava as condições de liquidez e solvência da região e torna a flutuação suja uma regra. De acordo com Prates (2007, p. 30):

os regimes de flutuação suja concedem aos países emergentes graus de liberdade significativos na gestão da política cambial. No âmbito desses regimes, esses países podem optar por distintos formatos institucionais, objetivos e metas, bem como pela adoção das técnicas de administração dos fluxos de capitais que ampliam os graus de liberdade da política cambial (atenuando os conflitos com a política monetária) e a eficácia da intervenção, em momentos de excesso e escassez de divisas.

A implementação do regime de flutuação suja revelou, também, uma importante estratégia dos países periféricos na tentativa de mitigar as consequências negativas da atual configuração do SMI: a "demanda precaucional" por reservas internacionais (AIZENMAN *et al.*, 2004). Mais do que a manutenção de uma taxa de câmbio competitiva – conhecido como “argumento mercantilista” – as intervenções expressivas dos Bancos Centrais no mercado de câmbio a partir dos anos 2000 – especialmente no período de *boom* dos fluxos de capitais entre 2003 e 2007 – estariam associadas à ampliação da capacidade de sustentação da liquidez externa nos momentos de reversão dos fluxos (PRATES, 2010). Isso não apenas reforça o caráter hierárquico do padrão monetário estabelecido, uma vez que a demanda por ativos denominados nas moedas dos países centrais se vê fortalecida, como, ademais, resulta em um custo para as economias periféricas em virtude do diferencial de juros, isto é, da diferença entre a remuneração das reservas e os juros dos títulos públicos domésticos (RODRICK, 2006).

Desse modo, observa-se que a hierarquia de moedas em um contexto marcado pela globalização financeira possui dois efeitos imediatos no que concerne à autonomia das políticas macroeconômicas: por um lado, limita o espaço da política monetária, que faz as vezes de uma política cambial, ao comprometê-la com a necessária gestão dos impactos da maior instabilidade da liquidez global em relação às economias periféricas; por outro, na tentativa de criar instrumentos que permitam garantir certa estabilidade ao câmbio e aos juros e evitar crises do Balanço de Pagamentos associadas ao endividamento no exterior e/ou a saída repentina de capital, como é o caso do acúmulo de reservas, gera-se um custo adicional às contas públicas, e, portanto, restringe-se a política fiscal. Ao limitar a capacidade de atuação das autoridades domésticas estreita-se, portanto, a possibilidade de que se forme um ambiente estável e seguro para a inversão privada na periferia. Naturalmente, os efeitos adversos do atual SMI são condicionados, em grande parte, pelo grau de abertura financeira das regiões periféricas. Segundo Tavares e Belluzzo (2005, p. 130), nas economias periféricas, em virtude da iliquidez de suas moedas:

as taxas de juros e de câmbio se tornaram mais sensíveis às bruscas mudanças de expectativas de possuidores de riqueza. Para estes países, a nova integração financeira tem sido acompanhada de frequentes problemas de liquidez externa, com amplas flutuações nos preços dos ativos e das moedas. Daí decorrem as severas limitações impostas às políticas monetária e fiscal que, sem dúvida, têm sido mais inflexíveis e duradouras no caso dos países que abriram suas contas de capital [...].

A crise financeira de 2008 fornece um interessante exemplo desse processo. O pânico seguido pela quebra do banco de investimentos *Lehman Brothers* em setembro de 2008 fez com que houvesse, de imediato, uma rápida “fuga para a qualidade”, ou seja, os fluxos de capitais se direcionaram maciçamente para ativos em dólares – a despeito da turbulência ter tido origem precisamente no mercado financeiro norte-americano –, causando uma forte desvalorização das moedas periféricas (EICHENGREEN, 2011).

---

<sup>28</sup> O regime de flutuação suja é aquele caracterizado por “[...] governments and/or central banks occasionally intervening to attempt to influence the value of the currencies and volatility of the market” (BAILLIE, 2008).

Contudo, a ação anticíclica coordenada dos países centrais – manutenção de baixas taxas de juros e pacotes de estímulos fiscais – fez com que os fluxos de capitais se voltassem com vigor para as economias periféricas, ocasionando, por sua vez, uma brusca apreciação das moedas locais. Note que coube à periferia apenas tentar se ajustar ao contexto internacional e, na medida do possível, estabilizar o câmbio e os juros. Com a abertura da conta de capitais, o regime de câmbio flutuante e a iliquidez das moedas locais a nível internacional, sobra pouco espaço para que as autoridades domésticas atuem de forma anticíclica. Citando Ocampo (2001), Cintra e Prates (2008, p. 188) observam que o centro, com autonomia, é *policy maker* e, por sua vez, a periferia, subordinada, é *policy taker*.

No entanto, embora esse pareça ser um cenário pouco animador para a periferia – e, de fato, o é –, algumas medidas adotadas por vários países da região foram capazes de limitar – mas não eliminar – os efeitos da hierarquia de moedas ao conter os fluxos de capitais. Com a ascensão de uma nova fase de alta do ciclo de liquidez global a partir de 2009, diversos países periféricos adotaram técnicas de gestão dos fluxos de capitais<sup>29</sup>, a fim de conter seus efeitos indesejados sobre as taxas de câmbio e de juros. As técnicas envolvem controles de capitais e regulação prudencial<sup>30</sup> e possuem como objetivo afetar os fluxos de capitais, seja por razões prudenciais, seja por razões macroeconômicas – como conter a apreciação cambial (FRITZ; PRATES, 2014). A experiência dos países emergentes com as técnicas de gestão dos fluxos de capitais foi abordada pelo FMI (2011), por meio da análise de economias que receberam elevados fluxos de portfólio ao longo da crise: Brasil, Indonésia, Coreia do Sul, Peru, África do Sul, Tailândia e Turquia. Tais países caracterizaram-se pelos elevados fluxos líquidos de capitais em relação ao PIB, pela grande participação dos fluxos de portfólio na composição total e por elevadas apreciações cambiais. O uso dessas técnicas pelos países emergentes foi importante para a redução das instabilidades e de movimentos indesejáveis nas taxas de câmbio e de juros causada pelo elevado ingresso de fluxos de capitais. Ademais, tais medidas auxiliaram na contenção do crescimento do crédito – contribuindo indiretamente para o controle da inflação – e/ou no aumento da competitividade dos produtos domésticos, ao impedir a excessiva apreciação das moedas locais. Conforme ressaltado acima, apesar de representarem um avanço na tentativa de conter as instabilidades das taxas de câmbio e juros, as técnicas de gestão dos fluxos de capitais atuaram apenas na restrição à liquidez de mercado. Ou seja, as medidas foram eficazes em mitigar os efeitos negativos da hierarquia de moedas, como mostra o estudo do FMI (2011), porém não alteraram sua estrutura.

Os efeitos da hierarquia de moedas, no entanto, não se limitam, às políticas cambial, monetária e fiscal, como acima observado. Uma vez que a instabilidade do câmbio e dos juros, inerente à organização do SMI contemporâneo, reduz a autonomia das políticas macroeconômicas, restringe, ao mesmo tempo, a liberdade da utilização de outros instrumentos de intervenção econômica. Câmbio e juros são variáveis-chave da economia, ou seja, os impactos de seu nível, oscilação e da forma com que são geridas pelas autoridades domésticas espalham-se por todo o sistema econômico. A exequibilidade e a eficácia de políticas setoriais de desenvolvimento (industrial, agrícola, de desenvolvimento tecnológico e inovação, etc.) dependem, em grande parte, do comportamento dessas variáveis e do modo como as autoridades atuam sobre elas.

Existem diversas dimensões pelas quais essa questão pode ser considerada. Tomemos quatro breves ilustrações da relação que se pretende revelar.

Em primeiro lugar, todos os problemas acima tratados referentes à literatura sobre a abertura financeira indicam que, nas economias periféricas, forma-se um ambiente menos favorável à inversão privada, pois o nível e a instabilidade do câmbio e dos juros comprometem o cálculo capitalista e, por conseguinte, as perspectivas de rentabilidade num prazo mais longo<sup>31</sup>. Torna-se difícil, portanto, não apenas a elaboração de políticas setoriais nesse ambiente, pois a mesma instabilidade que afeta o

<sup>29</sup> O tema “gestão dos fluxos de capitais” ganhou relevância após o retorno dos fluxos de capitais em 2009, com avanços conceituais principalmente do FMI, órgão tradicionalmente favorável à abertura financeira. Para uma revisão bibliográfica sobre o tema ver Fritz e Prates (2014).

<sup>30</sup> Fritz e Prates (2014) definem como controles de capitais uma variedade de instrumentos de regulação (*price ou quantitative-based, residency ou currency-based*) destinados a gerir os fluxos de entrada e saída de capital que não são intermediados pelo sistema bancário e, portanto, não pertencem ao escopo da regulação prudencial. A regulação prudencial, por sua vez, consiste em instrumentos regulatórios que afetam a posição de ativos e passivos dos bancos residentes.

<sup>31</sup> Para a relação câmbio-investimento no Brasil, cf. Oreiro, Basilio e Souza (2013).



horizonte do investimento privado limita a visão do formulador de política, como sua própria eficácia, uma vez que o nível e o movimento das variáveis em jogo podem não ser consistentes com aqueles contemplados no planejamento das autoridades domésticas e considerados adequados para seus objetivos.

Em segundo lugar, a menor autonomia da política monetária reduz o espaço em que as taxas de juros domésticas possam ser definidas de modo compatível com políticas viáveis de desenvolvimento. Mesmo que a política monetária seja administrada na tentativa de conter os impactos deletérios da organização do SMI sobre os agentes domésticos, reduzindo a instabilidade dos juros, o espaço em que essa forma de atuação pode ser conciliada com os objetivos de uma política industrial, de desenvolvimento tecnológico e etc., é bastante reduzido. Vale dizer que os níveis da taxa de juros aos quais a política monetária é capaz de garantir certa estabilidade, em geral, não correspondem àqueles que tornam as políticas de desenvolvimento factíveis. Assim, a própria formulação dessas políticas se vê limitada.

Em terceiro lugar, o acúmulo de reservas, estratégia adotada por muitos países, como já se observou, ao resultar em uma pressão adicional sobre as contas públicas, também reduz o potencial de outras políticas de desenvolvimento por reduzir os recursos das autoridades domésticas. Por um lado, o custo do acúmulo de reservas restringe o papel da política fiscal, seja para agir nos momentos de baixa do ciclo econômico, seja para fomentar o crescimento agregado, e já por essa via mais ampla, imprime às demais políticas uma perspectiva menos animadora quanto à capacidade de intervenção do governo. Por outro, diminui a quantidade de recursos disponíveis para as próprias políticas industriais, agrícolas, de desenvolvimento tecnológico e etc. Poder-se-ia argumentar que o custo da estabilidade pelo acúmulo de reservas, desde que conduzido adequadamente, seja ao menos compensado pelo crescimento estimulado por um ambiente mais estável. Esse é o caso dos países que perseguem um modelo induzido pelas exportações, pois o acúmulo de reservas nesses espaços constitui uma das implicações da política cambial voltada para manutenção da taxa de câmbio em um patamar competitivo, com impactos favoráveis ao crescimento e desenvolvimento (PRATES, 2010). No entanto, para aqueles países cujo acúmulo de reservas representa uma “demanda precaucional”, tais como o Brasil e México, o mesmo não se verifica.

Em quarto lugar, nos países periféricos que adotaram regimes de metas de inflação e câmbio fluante (sujo), especialmente aqueles com elevado grau de *pass-through*, a política cambial possui como objetivo mais geral o controle da inflação, mediante a redução dos impactos da volatilidade da taxa de câmbio sobre o nível de preços (PRATES, 2010). Ademais, a política monetária também se subordina, em grande parte dos países, à meta de inflação estabelecida. No entanto, o nível de câmbio e juros que garante a estabilidade de preços não necessariamente atende aos objetivos das políticas de desenvolvimento<sup>32</sup>. Ou seja, a política cambial e monetária, no contexto do binômio câmbio fluante-metas de inflação, não logram êxito em aumentar o grau de autonomia de política, de acordo com a definição aqui proposta. No caso do Brasil, por exemplo, a combinação de juros altos e moeda apreciada – verificada no período 2003-2007 – contribuiu decisivamente para a “não incorporação dos setores de maior dinamismo tecnológico e também para discriminação do Investimento Direto Estrangeiro de maior qualidade, reforçando a tendência da especialização regressiva<sup>33</sup>” (CARNEIRO, 2008b, p. 53).

Ainda que considerando essa pequena lista – que não tem, naturalmente, a pretensão de esgotar o tema, mas indica alguns caminhos para futuras pesquisas – observa-se que, de diversos modos, a hierarquia de moedas, ao limitar o espaço de política, restringe a possibilidade de desenvolvimento da

---

<sup>32</sup> Além dos diferentes graus de *pass-through*, Farhi (2007) ressalta que os diferentes regimes de metas de inflação e de câmbio fluante entre os países periféricos provocam diferentes impactos nas variáveis macroeconômicas. De acordo com Farhi (2007, p. 35), “quanto maior a rigidez com que o regime (de metas de inflação) é implementado, maior a volatilidade das taxas de juros e do produto, elevando os custos para a sociedade do cumprimento das metas previamente estabelecidas”. Em relação ao regime de câmbio fluante, quanto menor a intervenção do Banco Central no mercado de câmbio, e, portanto, quanto maior sua pureza - num ambiente de abertura financeira - maior a volatilidade da taxa de câmbio, reduzindo ainda mais o espaço de políticas setoriais de desenvolvimento.

<sup>33</sup> A especialização regressiva é uma expressão utilizada por Coutinho (1997), que reflete os impactos da abertura, posta em prática nos anos 1990, e de vários episódios de apreciação cambial sobre a estrutura produtiva industrial brasileira. Essa constatação se sustenta a partir de três processos distintos: redução da participação da indústria no PIB; a diminuição do adensamento das cadeias produtivas; e a ampliação da participação de setores menos intensivos em tecnologia na estrutura industrial (CARNEIRO, 2008b).

periferia e, assim, reforça a estrutura assimétrica do sistema capitalista mundial. Em particular, como sugerem as ilustrações acima, a hierarquia de moedas não apenas limita, pelo nível e instabilidade das variáveis-chave, as políticas de desenvolvimento, como, sobretudo, compromete um possível alinhamento entre as políticas macroeconômicas e aquelas. Em outras palavras, a hierarquia de moedas, em um contexto de globalização financeira, reduz a autonomia de política dos países periféricos nos mais diversos níveis de atuação e, portanto, amplia a assimetria macroeconômica entre as distintas economias nacionais.

Destarte, a análise dos impactos da nova configuração do SMI sobre os países periféricos reforça a hipótese aqui considerada: a hierarquia de moedas constitui, atualmente, uma dimensão adicional da relação centro-periferia. Mais do que dependentes tecnologicamente e reféns da divisão internacional do trabalho, os países periféricos subordinam-se a um SMI hierarquizado. Claro está que a organização da produção mundial – e as inúmeras implicações que dela derivam – é um componente importante na determinação da articulação entre o centro e a periferia. No entanto, o argumento apresentado sugere que, talvez, se deva dar maior peso, como indica Tavares (2000, p. 131) “ao dinheiro internacional – e não ao progresso técnico –” como traço preponderante da relação centro-periferia.

## 5. Considerações finais

Este artigo representa uma tentativa de reavaliar as teorias da relação centro-perifera considerando a evolução do sistema monetário internacional pós-Bretton Woods e, particularmente, a hierarquia monetária que o compõe. Constatou-se que os teóricos da relação centro-periferia parecem negligenciar a dimensão financeira do capitalismo mundial ao enfatizar a divisão internacional do trabalho, o desenvolvimento e assimilação desigual do progresso técnico e o padrão de consumo vinculado a esse movimento.

No entanto, o desmantelamento do regime monetário e financeiro de Bretton Woods tornou a esfera financeira do capitalismo mundial demasiado evidente para ser omitida. De acordo com o que se observou acima, as moedas nacionais conformam uma rígida hierarquia no plano internacional e seus efeitos sobre a relação centro-periferia são patentes. De um lado, o emissor da moeda chave do sistema tem a capacidade de gerenciar suas políticas de acordo com os interesses domésticos e não possui restrição externa. De outro, a periferia está sujeita, pelas posições ocupadas pelas moedas que possui na hierarquia internacional, à maior vulnerabilidade externa, à instabilidade do câmbio e dos juros, e, por fim, ao modesto raio de manobra de suas políticas. Diante desse quadro, integrar a dimensão monetária e financeira do capitalismo mundial à análise da relação centro-periferia não apenas é desejável, como necessário se se pretende compreender as limitações e os potenciais que o desenvolvimento do capitalismo a nível mundial imprime às distintas partes do globo.

## Referências bibliográficas

- AGLIETTA, M. **La fin des devises clés**: essai sur la monnaie internationale. Paris: La Découverte, 1986.
- AGLIETTA, M.; DEUSY-FOURNIER, M. Internationalisation des monnaies et organisation du système monétaire. **Economie internationale**, v. 59, p. 71-106, 1994.
- AKYÜZ, Y. Financial liberalization: the key issues. **UNCTAD Discussion Papers**, UNCTAD, n. 56, 1993.
- AIZENMAN, J.; LEE, Y.; RHEE, Y. International reserves management and capital mobility in a volatile world: policy considerations and case study of Korea. **Working Paper**, National Bureau of Economic Research (NBER), n. 10534, 2004. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10534>>.
- BAER, W. Import substitution and industrialization in Latin America: experiences and interpretations. **Latin American Research Review**, v. 7, n. 1, p. 95-122, 1972.
- BAILLIE, R.T. Nominal exchange rates. In: DURLAUF, S.N.; BLUME, L.E. **The New Palgrave Dictionary of Economics Online**. Palgrave Macmillan, 2008. Disponível em: <[http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008\\_N000071](http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_N000071)>
- BELLUZZO, L.G.M. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (org.), **Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis: Editora Vozes, 1997, p.151-193.
- \_\_\_\_\_. As transformações da economia capitalista no pós-guerra e a origem dos desequilíbrios globais. Em: CARNEIRO, R. (org.) **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula**. São Paulo: Ed. Unesp, 2006, p. 33-50.
- BIANCARELI, A.M. A abertura financeira no Brasil: um balanço crítico. In: MARCOLINO, L.C.; CARNEIRO, R. (org.) **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil**. São Paulo: Atitude, 2010a, p. 55-88.
- \_\_\_\_\_. A visão convencional sobre a abertura financeira e suas mutações recentes. **Estudos Econômicos**, v. 40, n. 4, 2010b.

- BLOCK, F.L. **The Origins of International Economic Disorder: A Study of United States International Monetary Policy from World War II to the Present.** Berkeley: University of California, 1978.
- BORDO, M.D. The Bretton Woods International Monetary System: a Historical Overview, in: BORDO, M.D.; EICHENGREEN, B.J. (org.) **A retrospective on the Bretton Woods System.** Chicago: The University of Chicago Press, 1994, p. 3-108.
- BRAGA, J.C.S. Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L. (org.) **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização.** Petrópolis: Vozes, 1997, p. 195-242.
- BRENNER, R. **The Boom and the Bubble: the US in the World Economy.** New York: Verso, 2003.
- CALVO, G.A.; REINHART, C.M. When capital flows come to a sudden stop: consequences and policy. In: KENEN, P.; SWOBODA, A. (ed.) **Reforming the international monetary and financial system.** Washington: International Monetary Fund, 1999, p. 175-201.
- CARNEIRO, R. Globalização financeira e inserção periférica. **Economia e Sociedade**, n. 13, p.58-92, 1999.
- \_\_\_\_\_. Globalização e inconvertibilidade monetária. **Revista de Economia Política**, v. 28, n. 4, p. 539-556, 2008a.
- \_\_\_\_\_. Impasses do desenvolvimento brasileiro: a questão produtiva. **Texto para Discussão, IE/UNICAMP**, n. 153, 2008b.
- \_\_\_\_\_. O Dólar e seus rivais. **Observatório da Economia Global**, n. 1, 2010.
- CHESNAIS, F. **La mondialisation du capital.** Paris: Syros, 1997.
- CHENERY, H.B.; SRINIVASAN, T.N. Preface to the Handbook. In: CHENERY, H.B.; SRINIVASAN, T.N. (ed.) **Handbook of development economics**, vol. 1. Amsterdam: North-Holland, 1988, p. xi-xiv.
- CINTRA, M.A.M.; PRATES, D.M. Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil. In: SICSÚ, J.; VIDOTTO, C. (ed.) **Economia do Desenvolvimento: Teoria e Políticas Keynesianas.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 175-199.
- \_\_\_\_\_. Os países em desenvolvimento diante da crise financeira global. In: ACIOLY, L.; LEÃO, R.P.F. **Crise financeira global: mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes e o Brasil – Livro 2.** Brasília: Ipea, 2011, p. 11-46.
- COHEN, B.J. **The future of sterling as an international currency.** London: Macmillan, 1971.
- \_\_\_\_\_. **The geography of money.** London: Cornell University, 1998.
- COUTINHO, L. A especialização regressiva: um balanço do desempenho industrial pós-estabilização. In: VELLOSO, J.P.R. (org.) **Brasil: desafios de um país em transformação.** Rio de Janeiro: José Olympio, 1997, p. 81-106.
- DE CONTI, B.M. Política Cambial e Monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas. Tese (Doutorado em Economia), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.
- DE CONTI, B.M.; BIANCARELI, A.; ROSSI, P. Currency hierarchy, liquidity preference and exchange rates: a Keynesian/minskyan approach. **Congrès de l'Association Française d'Économie Politique**, Université Montesquieu Bordeaux IV, 2013.
- DE CONTI, B.M.; PRATES, D.M.; PLIHON, D. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. **Economia e Sociedade**, no prelo, 2014.
- DEQUECH, D. Neoclassical, mainstream, orthodox, and heterodox economics. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 30, n. 2, p. 279-302, 2007.
- DOS SANTOS, T. La teoría de la dependencia: un balance histórico y teórico. In: SEGRERA, F.L. (ed.) **Los retos de la Globalización.** Caracas: UNESCO, 1998, p. 93-152.
- EICHENGREEN, B.J. **Globalizing capital: a history of the international monetary system.** New Jersey: Princeton Univ. Press, 1996.
- \_\_\_\_\_. **Exorbitant privilege: the rise and fall of the dollar and the future of the international monetary system.** New York: Oxford University Press, 2011.
- EICHENGREEN, B.J.; HAUSMANN, R.; PANIZZA, U. Currency mismatches, debt intolerance, and the original sin: Why they are not the same and why it matters. In: EDWARDS, S. (ed.) **Capital controls and capital flows in emerging economies: Policies, practices and consequences.** Chicago: University of Chicago Press, 2007, p. 121-170.
- FARHL, M. Análise comparativa do regime de metas de inflação: pass-through, formatos e gestão nas economias emergentes. **Texto para Discussão, IE/UNICAMP**, n. 127, 2007.
- FLASSBECK, H. The Exchange rate: economic policy tool or market price? **UNCTAD Discussion Papers**, UNCTAD, n. 157, 2001.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL - FMI. **Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework.** Washington: International Monetary Fund, 2011.
- FRITZ, B.; PRATES, D.M. The new IMF approach to capital account management and its blind spots: lessons from Brazil and South Korea. **International Review of Applied Economics**, v. 28, n. 2, p. 210-239, 2014.
- GLYN, A. **Capitalism unleashed: finance, globalization, and welfare.** New York: Oxford University Press, 2006.
- HAUSMANN, R.; PANIZZA, H.; STEIN, E. Why do countries float the way they float? **Journal of Development Economics** v. 66, n. 2, p. 387-414, 2001.
- HELLEINER, E. **States and the reemergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990s.** Ithaca: Cornell University Press, 1994.
- HERR, H. Theories of financial globalisation. **2006 Global Labour University Conference**, University of Kassel, 2006.
- KAY, C. Reflections on the Latin American contribution to development theory. **Development and Change**, v. 22, n. 1, p. 31-68, 1991.
- KREGEL, J. Some risks and implications of financial globalization for national policy autonomy. **UNCTAD Review**, p. 55-62, 1996.

- KRUGMAN, P.R. The international role of the dollar: theory and prospect. In: BILSON, J.F.O.; MARSTON, R.C. (ed.) **Exchange rate theory and practice**. Chicago: University of Chicago press, 1984. p. 261-278.
- LOVE, J.L. The origins of dependency analysis. **Journal of Latin American Studies**, v. 22, n. 1, p. 143-168, 1990.
- \_\_\_\_\_. The rise and decline of economic structuralism in Latin America: new dimensions. **Latin American Research Review**, v. 40, n. 3, p. 100-125, 2005.
- LÖWY, M. La théorie du développement inégal et combiné. **Actuel Marx**, n. 18, p. 111-119, 1995.
- MARX, K. **Capital**, vol. 1. London: Penguin, 1976.
- MAYER, J. Policy space: what, for what, and where? **Development Policy Review**, v. 27, n. 4, p. 373-395, 2009.
- NELSON, J.M.; MEERMAN, J.; EMBONG, A.R. (ed.) **Globalization and National Autonomy: The Experience of Malaysia**. Institute of Southeast Asian Studies/IKMAS, 2008.
- OCAMPO, J.A. International asymmetries and the design of the international financial system. **Series Temas de Coyuntura**, n. 15, 2001.
- OREIRO, J.L.; BASILIO, F.A.C.; SOUZA, G.J.G. Acumulação de capital, taxa real de câmbio e *catching-up*: teoria e evidência para o caso brasileiro. **10º Fórum de Economia**, FGV/EESP, 2013.
- PACKENHAM, R.A. **The dependency movement: Scholarship and politics in development studies**. Cambridge: Harvard University Press, 1998.
- PAGE, S. **Policy space: Are WTO rules preventing development? Briefing Paper**, n.14, Overseas development institute (ODI), 2007.
- PALMA, J.G. Structuralism. In: DUTT, A.K; ROS, J. (ed.) **International Handbook of Development Economics**. Cheltenham: Edward Elgar, 2008a, p. 136-143.
- \_\_\_\_\_. Theories of dependency. In: DUTT, A.K; ROS, J. (ed.) **International Handbook of Development Economics**. Cheltenham: Edward Elgar, 2008b, p. 125-135.
- PINTO, A. Naturaleza e implicaciones de la "heterogeneidad estructural" de la América Latina. **El trimestre económico**, v. 37, n. 145(1), p. 83-100, 1970.
- PLIHON, D. **La monnaie et ses mécanismes**. Paris: La Découverte, 2004.
- PRATES, D.M. Crises financeiras nos países "emergentes": uma interpretação heterodoxa. Tese (Doutorado em Economia), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.
- \_\_\_\_\_. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 9, n. 2, p. 263-288, 2005.
- \_\_\_\_\_. A gestão do regime de câmbio flutuante nos países emergentes. **Texto para Discussão**, IE/UNICAMP, n. 132, 2007.
- \_\_\_\_\_. O regime cambial brasileiro de 1999 a 2008. **Texto para Discussão**, CEPAL-IPEA, n. 12, 2010.
- REINHART, C.M.; ROGOFF, K.S.; SAVASTANO, M.A. Debt intolerance. **Brookings Papers on Economic Activity**, n. 1, p. 1-62, 2003.
- RODRIG, D. The social cost of foreign exchange reserves. **International Economic Journal**, v. 20, n. 3, p. 253-266, 2006.
- SAAD-FILHO, A. The rise and decline of Latin American structuralism and dependency theory. In: JOMO, K.S.; REINERT, E.S. (ed.) **The origins of development economics: how schools of economic thought have addressed development**. London: Zed Books, 2005, p. 128-145.
- SEN, A. The concept of development. In: CHENERY, H.B.; SRINIVASAN, T.N. (ed.) **Handbook of development economics, vol. 1**. Amsterdam: North-Holland, 1988, p. 10-26.
- SERRANO, F. From 'static' gold to the floating dollar. **Contributions to Political Economy**, v. 22, n. 1, p. 87-102, 2003.
- SMITH, T. Towards a Marxian Theory of World Money. In: MOSELEY, F. **Marx's theory of money**. New York: Palgrave Macmillan, 2005, p. 222-235.
- SOUTH CENTRE. Policy Space for the Development of the South. **T.R.A.D.E. Policy Brief**, n. 1, 2005.
- TAVARES, M.C. A retomada da hegemonia americana. **Revista de Economia Política**, v. 5, n. 2, p. 5-16, 1985.
- \_\_\_\_\_. Subdesenvolvimento, dominação e luta de classes. In: TAVARES, M.C. (ed.) **Celso Furtado e o Brasil**. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 2000, p. 129-154.
- TAVARES, M.C.; BELLUZZO, L.G.M. A mundialização do capital e a expansão do poder americano In: FIORI, J.L. (org.) **O poder americano**. Rio de Janeiro: Vozes, 2005, p. 111-139.
- TAVARES, M.C.; MELIN, L.E. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L. (org.) **Poder e dinheiro**. Petrópolis: Vozes, 1997, p.55-86.
- TAVLAS, G.S. The International Use of Currencies: The U.S. Dollar and the Euro. **Finance and Development**, v. 35, n. 2, pp. 46-49, 1998.
- TOYE, J.; TOYE, R. The origins and interpretation of the Prebisch-Singer thesis. **History of Political Economy**, v. 35, n. 3, p. 437-467, 2003.
- TROTSKY, L. **History of the Russian revolution**. Haymarket Books, 2008.
- UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT – UNCTAD. **São Paulo Consensus**, TD/410, 2004.
- VERNENGO, M. Technology, Finance, and Dependency: Latin American Radical Political Economy in Retrospect. **Review of Radical Political Economics**, v. 38, n. 4, p. 551-568, 2006.
- VAGGI, G. Historical antecedents of development economics. In: DUTT, A.K; ROS, J. (ed.) **International Handbook of Development Economics**. Cheltenham: Edward Elgar, 2008, p. 97-110.
- VAN DER LINDEN, M. The law of uneven and combined development: Some underdeveloped thoughts. **Historical Materialism**, v. 15, n. 1, p. 145-165, 2007.