



Texto para Discussão 014 | 2026

Discussion Paper 014 | 2026

A Divisão Internacional das Finanças e a transferência líquida de riqueza na dimensão monetário-financeira

Édivo de Almeida Oliveira

Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE-UFRJ)

Bruno Martarello de Conti

Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE-UNICAMP)

William Barbosa

Doutor em Economia pela Escola Superior de Agricultura Luiz Queiroz (ESALQ)

This paper can be downloaded without charge from

<https://www.ie.ufrj.br/publicacoes-j/textos-para-discussao.html>

A Divisão Internacional das Finanças e a transferência líquida de riqueza na dimensão monetário-financeira

Maio, 2026

Édivo de Almeida Oliveira

Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE-UFRJ)

Bruno Martarello de Conti

Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE-UNICAMP)

William Barbosa

Doutor em Economia pela Escola Superior de Agricultura Luiz Queiroz (ESALQ)

Resumo

O presente texto tem como objetivo reavaliar a condição periférica no contexto do capitalismo contemporâneo marcado por um elevado grau de financeirização. Parte-se do pressuposto de que a inserção das economias periféricas na economia internacional não pode ser plenamente compreendida apenas por meio das dimensões produtiva e comercial, sendo fundamental também incorporar a análise da dimensão monetário-financeira.

Nesse sentido, argumenta-se que a dinâmica do sistema financeiro internacional engendra uma forma específica de hierarquização entre países, na qual as economias centrais — notadamente os Estados Unidos — ocupam posições privilegiadas, ao passo que as economias periféricas se inserem de maneira subordinada. Essa hierarquia se manifesta, entre outros aspectos, nos diferenciais de rendimento associados aos ativos e passivos externos brutos, refletindo não apenas condições de mercado, mas também fatores estruturais relacionados à moeda, à liquidez e à percepção de risco.

A noção de “Divisão Internacional das Finanças” é mobilizada no presente texto como categoria analítica central para compreender esse processo. Tal construto permite evidenciar como os fluxos financeiros globais não são neutros, mas organizados de forma assimétrica, de modo a reproduzir e, em muitos casos, aprofundar as

desigualdades entre o centro e periferia. Enquanto os países centrais emitem ativos considerados seguros e líquidos — que funcionam como reserva de valor internacional —, os países periféricos tendem a oferecer ativos associados a maior risco e volatilidade.

Estimamos que o diferencial entre a taxa total de retorno sobre ativos e passivos externos brutos é maior para o conjunto dos países centrais do que para o conjunto dos países periféricos entre 2000 e 2023. Esse diferencial é positivo para o conjunto dos países centrais (0,14%) e negativo para o conjunto das economias periféricas (-5,18%). Os resultados empíricos são contundentes ao demonstrar a transferência líquida de riqueza do conjunto das economias periféricas para o conjunto das economias centrais.

1 Introdução

A divisão do trabalho é um dos temas mais recorrentes na história do pensamento econômico, tendo sido abordada desde o próprio nascimento da economia moderna ocidental com Adam Smith. Por meio do exemplo clássico da produção de alfinetes, o autor evidencia os ganhos de produtividade decorrentes da fragmentação produtiva. Pouco tempo depois, David Ricardo (1817) transpôs esse raciocínio para o âmbito da economia internacional, sugerindo que os mesmos benefícios da divisão do trabalho seriam obtidos em escala global por meio da especialização dos países na produção de bens em relação aos quais possuem vantagens comparativas, em um contexto de livre comércio internacional.

Apesar de no âmbito da economia dominante (*mainstream economics*) ter emergido uma linha de continuidade em relação à proposição de que os países deveriam buscar a especialização, de modo a aproveitar suas dotações, é verdade que autores críticos apontaram de forma contundente os problemas desse raciocínio. No século XIX, Marx (1887, p. 45) já criticava as consequências da Divisão Internacional do Trabalho (DIT):

(...) uma divisão adequada às exigências dos principais centros da indústria moderna surge, convertendo uma parte do globo em um campo de produção predominantemente agrícola, para abastecer a outra parte que permanece um campo predominantemente industrial”.

Na América Latina tal crítica à DIT e ao quadro de vantagens comparativas ganha corpo e profundidade teórica. Sob a liderança intelectual de Raúl Prebisch, a Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL) tornou-se um espaço fértil para debates sobre as assimetrias do comércio internacional, o que permitiu o desenvolvimento de um quadro teórico que percebe o mundo como um espaço nitidamente dividido entre um centro e uma periferia (Bielschowsky, 2016).¹

¹ Em diálogo com a CEPAL, os diferentes ramos da Teoria da Dependência também contribuíram (de diversas maneiras) para as discussões sobre a condição periférica (por exemplo, Cardoso e Faletto 1969; Marini 1973).

De acordo com a divisão clássica, o centro era produtor de bens industriais e a periferia configuraria um produtor predominantemente de bens agrícolas e minerais. No final das contas, desenvolvimento e subdesenvolvimento não apenas coexistiriam, mas se complementariam e retroalimentariam mutuamente. O subdesenvolvimento não seria, então, uma etapa para o desenvolvimento. Tampouco representaria um desvio no processo de desenvolvimento ou, de modo algum, algo separado do funcionamento do capitalismo central. Na realidade, o desenvolvimento do centro requer (e promove) o subdesenvolvimento da periferia, inclusive o atraso desse último se mostraria funcional ao próprio processo de desenvolvimento do primeiro.

A assertividade dessa crítica possibilitou que intelectuais e formuladores de políticas não apenas da América Latina, mas também da África e da Ásia, pensassem de forma diferente sobre a condição de uma economia periférica². No entanto, como qualquer quadro investigativo que tenta compreender a realidade, tem-se que suas contribuições devem ser entendidas e usadas de maneira dinâmica.

Portanto, é importante lembrar que esses debates ocorriam no contexto do Acordo de Bretton Woods, no qual controles de capital e um regime de taxa de câmbio fixa intencional eram capazes de proporcionar relativa estabilidade às finanças globais — ou, pelo menos, de reduzir a frequência de crises financeiras. Assim, a maioria dos autores da CEPAL concentrou seus estudos nos aspectos produtivo-tecnológicos, sem se aprofundar em questões monetário-financeiras.

Contudo, importa asseverar que, cientes de que esse contexto mudou completamente, os debates contemporâneos requerem atualizações e avanços. Em primeiro lugar, a necessidade dessas atualizações leva em consideração a nova realidade da produção global, na qual a divisão clássica entre um centro produtor de bens manufaturados e uma periferia produtora apenas de bens agrícolas e minerais não mais se verifica. Atualmente, uma grande parte da produção industrial global ocorre fora do centro, especialmente na Ásia. Por essa razão, muitos autores fazem alusão a uma “Nova Divisão Internacional do

² Isso não significa, porém, que esses autores desconheciam os aspectos financeiros da condição periférica, principalmente no que diz respeito às pressões inflacionárias e aos déficits no balanço de pagamentos.

Trabalho”, associada à organização da indústria mundial em Cadeias Globais de Valor (CGVs)³. No entanto, em muitas dessas análises a dimensão monetário-financeira continua sendo deixada em segundo plano.

Por seu turno, vários autores acompanham as transformações da economia mundial nas últimas décadas com foco na dimensão monetário-financeira, e suas características diferenciadas nas economias do centrais e periféricas. Dentre eles, dois quadros teóricos relevantes merecem destaque.

O primeiro trata da “financeirização subordinada” — por exemplo, Kaltenbrunner e Paineira (2017), Lapavitsas e Soydan (2020), Bonizzi *et al.* (2022) —, destacando as peculiaridades dessa nova fase do capitalismo nos chamados países emergentes/em desenvolvimento, a subordinação aprofundada desses países na estrutura global e o consequente aumento de sua vulnerabilidade econômica. O segundo refere-se ao quadro da “hierarquia das moedas” — dentre os quais vale mencionar Carneiro (1999), Prates (2022), Kaltenbrunner (2015) e Fritz *et al.* (2015), com foco nas assimetrias do Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI), bem como na instabilidade macroeconômica resultante e eventual redução do espaço de políticas macroeconômicas para países que emitem moedas fracas.

Ambos os quadros são extremamente úteis para a compreensão da fase atual da economia mundial, especialmente por causa desse foco primordial nas hierarquias do SMFI. No entanto, argumentamos que essas discussões se beneficiariam das percepções analíticas do estruturalismo latino-americano de maneira mais abrangente, especialmente dando maior ênfase a um aspecto crucial, que constitui a principal hipótese deste artigo: essas hierarquias não resultam de qualquer inconformidade ou disfuncionalidade do SMFI, uma vez que surgem da diferenciação estrutural da economia capitalista mundial.

Dito de outro modo, tais hierarquias são, em última instância, a expressão concreta da própria essência do capitalismo no que diz respeito à sua dimensão monetária e financeira. O capitalismo precisa dessas hierarquias: ele as cria, recria e aprofunda ao longo da

³ Para uma compilação das discussões sobre a Nova DIT, ver Charnok e Starosta (2016).

história. O seu *modus operandi* requer — e gera, diga-se de passagem — heterogeneidades, de modo que essas hierarquias se adaptam a cada momento histórico e à institucionalidade correspondente. Tais heterogeneidades estavam presentes durante o padrão-ouro, posteriormente, também se verificariam no sistema de Bretton Woods, mas no contexto atual de financeirização atingem seu paroxismo.

É importante salientar que essas hierarquias guardam papel de ser funcional ao sistema capitalista. Portanto, além de discutir as principais características e consequências dessa condição subordinada, a presente discussão visa analisar o papel dos países periféricos para o SMFI.

Com esse objetivo, apresentamos e discutimos o conceito de Divisão Internacional das Finanças (DIF)⁴. Nesse sentido, reforçamos a afirmação de autores que defendem que os estudos clássicos da CEPAL são perspicazes para a compreensão da interação entre países centrais e periféricos no contexto atual — a exemplo de Fischer (2015), — inclusive, quando desloca-se a atenção da dimensão produtivo-tecnológica para a dimensão monetário-financeira.

Além de apresentar o conceito de Divisão Internacional das Finanças, originalmente formulado por Lima (2013), o texto complementa tal categoria com o exame tanto da diferenciação estrutural quanto da tendência estrutural que se desdobra a partir dessa divisão. Seguindo essa proposta, o artigo contribui para a literatura acima mencionada ao transpor o pensamento estruturalista latino-americano tradicional para uma era de capitalismo financeirizado. Essa proposta se justifica pela percepção de que um uso adequado do método histórico-estrutural viabiliza a identificação e caracterização de propriedades sistêmicas (internas e externas), bem como suas inter-relações, que condicionam a dinâmica dos processos econômicos e sociais para economias periféricas (tendências estruturais).

Ademais, o método histórico-estrutural permite um exame sistêmico dos diversos obstáculos impostos pelos fatores estruturais no processo de desenvolvimento das

⁴ Com base nas contribuições de Lima (2013).

economias periféricas. Como resultado, esse método permite identificar a forma como a periferia se articula com o centro nas diferentes fases dos ciclos econômicos, especialmente curto prazo, mas também permite análises de horizontes de prazos mais elásticos.

Em suma, o texto contribui para as discussões sobre a configuração atual da “condição periférica” na periferia no âmbito da dimensão monetário-financeira, ao argumentar que ela remete, em última instância, à relação de funcionalidade e dependência por meio da qual as finanças das economias periféricas se articulam estruturalmente às finanças (e à lógica predominante de acumulação) nas economias centrais.

A relevância desse tema reside na percepção de que, apesar das obras apropriadas e instigantes discutidas acima, ainda há uma grande margem para contribuições no campo da “Subordinação Financeira Internacional” (como proposto por Alami *et al.* (2022)). Assim, acolhemos esse “conceito guarda-chuva” proposto por esse grupo de autores, apresentando este artigo como uma contribuição para os esforços de compreensão da posição subordinada dos países periféricos no SMFI.

Em suma, a adesão à escola estruturalista é importante nos seguintes nós da cadeia argumentativa utilizada neste artigo:

- i) Ainda se faz necessário considerar o mundo dividido em países centrais e periféricos. Defende-se que menções a países em desenvolvimento ou emergentes podem, por vezes, serem enganosas, pois dão a impressão de que existe um processo em que haveria um grupo “inferior” de países, mas que estaria a caminho de alcançar o nível de categoria “superior” (países desenvolvidos). No entanto, em linha com o estruturalismo latino-americano, adota-se a premissa de que não há tal processo. Países centrais e periféricos coexistem por meio de uma articulação assimétrica que perpetua e aprofunda a condição periférica. Porquanto, haveria um “abismo” qualitativo entre os dois grupos de países, determinado por

fatores internos, mas principalmente pela configuração estrutural da economia mundial⁵;

- ii) Os autores da CEPAL propuseram uma tipologia: países periféricos produtores de commodities agrícolas e minerais, e países centrais produtores de bens industriais. Dado a reconfiguração da indústria global nas CGVs, mencionada acima, essa tipologia não é mais válida. No entanto, afirmamos que existem diferenciações estruturais que nos permitem propor uma tipologia análoga para as finanças globais: países periféricos que são fornecedores de ativos de alto retorno/baixa liquidez, e países centrais são fornecedores de ativos de baixo retorno/alta liquidez. A realidade é obviamente mais nuançada, mas essa divisão analítica parece se mostrar útil para o avanço da lógica subjacente à dimensão monetário-financeira hodierna;
- iii) Se uma das principais características da economia mundial em meados do século XX era a designada “Divisão Internacional do Trabalho” (DIT), a economia global hodiernamente é caracterizada por uma “Divisão Internacional das Finanças” (DIF). Na atualidade, a compreensão do *modus operandi* da economia mundial é preciso partir da percepção de que existe uma DIF (análoga e conectada à DIT) que define a periferia como dependente e funcional aos países centrais, não apenas na dimensão da produção/tecnologia, mas também na dimensão monetário-financeira;
- iv) Como resultado da DIF, e do papel correspondente dos países periféricos nessa configuração assimétrica da economia mundial, haveria uma tendência estrutural de transferência líquida de riqueza do conjunto dos países periféricos para o conjunto dos países centrais;

Além de discutir essa tendência estrutural de transferência líquida de riqueza, em linha com os pilares acima mencionados do estruturalismo latino-americano, a presente análise também traz evidências empíricas dessa tendência, por meio do cálculo do retorno total de ativos e passivos externos brutos tando de um amplo conjunto de países centrais quanto

⁵ A China é o único país que atualmente está conseguindo atravessar esse “precipício”, mas essa discussão extrapola o escopo deste artigo

de um enorme conjunto de países periféricos, no interregno entre 2000 e 2023, seguindo-se a metodologia proposta por Akyüz (2021).

Além desta introdução, o presente texto está composto da seguinte forma. A segunda seção apresenta e discute o conceito de DIF. A terceira seção define a diferenciação estrutural subjacente. A quarta seção indica a tendência estrutural da DIF. Algumas considerações finais concluem o presente texto. Senão, vejamos.

2 Conceito de Divisão Internacional das Finanças

A condição periférica compreende uma realidade da maioria dos países do mundo, tendo em vista ser examinada em sua integralidade. O desenvolvimento econômico dos países centrais esteve associado à constituição dessa periferia, sendo um movimento que foi muito explicitado por meio da constituição das colônias formais, mas que prevaleceu também por diversos canais políticos e econômicos não formais. Prado Jr. (1981) é eloquente ao mostrar que em alguns países a formação de uma economia e sociedade nacional foi totalmente enquadrada para configurá-los um apêndice dos países centrais⁶. Idealmente, portanto, deveríamos sempre buscar a compreensão dessa condição periférica (ou periférica) em sua totalidade.

No entanto, para fins analíticos, é útil concentrar o escrutínio em dimensões específicas do todo. Nesse sentido, afirmamos que as transformações estruturais da economia mundial, a partir de meados do século XX, discutidas pela literatura sobre financeirização — entre os quais, Van Der Zwan (2014) e Chesnais (2005) — exigem a formulação de um conceito adicional capaz de captar analiticamente as diferentes formas de inserção das economias periféricas nos espaços globais.

⁶ De acordo com Prado Jr (1981), em países que foram anteriormente colônias de exploração, nota-se que um “sentimento de colonização” prevalece mesmo após sua independência formal. Esse “sentimento de colonização” molda os elementos fundamentais da formação socioeconômica desses países.

Com base em Lima (2013), o presente texto endossa a pertinência de conceituar e discutir a “Divisão Internacional das Finanças” (DIF), concebendo-a como um dos pilares do capitalismo contemporâneo. Como consequência, as moedas e ativos emitidos pelos países periféricos apresentam atributos estruturais muito diferentes dos que são fornecidos pelas economias centrais. Contudo, os atributos dos primeiros não aparecem como produto do acaso, mas como funcionais para a dinâmica de acumulação realizada nas segundas.

As escolhas de carteira são baseadas no trade-off entre risco e rendimento (HICKS, 1962). Portanto, as moedas e ativos periféricos, sendo ilíquidos em nível global, somente serão demandados por investidores internacionais se oferecerem altos rendimentos. Esses ativos podem ser importantes nas carteiras de investidores globais proeminentes (especialmente, os investidores institucionais), precipuamente sediados nas economias centrais, para garantir níveis de rentabilidade que, em geral, não são oferecidos pelos ativos mais líquidos disponíveis nos mercados financeiros das economias centrais. Isto é, no contexto atual da financeirização e globalização financeira as moedas e ativos periféricos correspondem à porção das carteiras mais diretamente impactada pelas mudanças súbitas no “humor” (ou expectativas) dos investidores internacionais.

Os ativos das economias periféricas desempenham um papel bem definido nas carteiras dos investidores internacionais, sendo um “alvo de desejo” em tempos de alta liquidez internacional e baixa aversão ao risco, especialmente, em virtude da recuperação de lucros deteriorados em períodos anteriores ou pelo simples anseio de se lograr ganhos extraordinários.

Quando as economias centrais promovem reduções nas taxas de juros para estimular a atividade econômica, na realidade, estão incentivando a provisão de crédito barato para corporações e instituições financeiras. No entanto, a ampla disponibilidade de liquidez e a consequente redução da aversão ao risco nos países centrais, não raramente, culminam em uma busca desenfreada por rendimentos nos mercados de alto rendimento. Essas fases ascendentes nos ciclos de liquidez internacional resultam em uma forte mudança nos fluxos financeiros para as economias periféricas.

Juntamente com os rendimentos potencialmente altos oferecidos por esses ativos em moedas nacionais, há outro elemento que, por vezes, é ainda mais importante para a rentabilidade geral do ativo em dólar americano: as variações cambiais. Como as moedas periféricas normalmente estão sujeitas a alta volatilidade em suas taxas de câmbio, a apreciação cambial — que é a tendência em momentos de liquidez abundante — pode proporcionar também altos ganhos para o detentor do ativo (configurando o chamado “*double gain*”⁷).

É nesses períodos que os players financeiros globais procuram recuperar parte da taxa de rentabilidade deteriorada de suas carteiras em períodos de maior aversão ao risco, quando a estratégia predominante consistia basicamente em sacrificar parcial ou totalmente os ativos mais arriscados para aumentar o nível de segurança e liquidez de suas carteiras. Um ponto crucial a compreender é que essas ações não são individuais, pois a maioria dos investidores globais segue as convenções internacionais em um típico movimento de comportamento dito de “manada”. Disso decorre uma demanda intensa, em que pese circunstancial (ou cíclica), por esses ativos providos pelas economias periféricas.

3 Diferenciação Estrutural Subjacente à Divisão Internacional das Finanças e Seus Principais Ônus Para os Países Periféricos

Utilizando o método histórico-estrutural, os pioneiros do estruturalismo latino-americano buscaram compreender os fatores estruturais, isto é, as propriedades sistêmicas e suas inter-relações subjacentes aos países periféricos. Essas estruturas seriam responsáveis por condicionar, em larga escala, os resultados obtidos pelas economias periféricas ao estabelecerem relações comerciais com as economias centrais nas diferentes fases dos ciclos econômicos.

⁷ 15. Para mais detalhes, veja, por exemplo, Bortz e Kaltenbrunner (2018).

A condição periférica se manifesta na chamada “diferenciação estrutural”, ou seja, nas distintas funções que as economias centrais e periféricas desempenham ao interagirem dentro de um sistema geral. Em outras palavras, a diferenciação estrutural reflete a especialização para a qual as economias periféricas e centrais são orientadas na DIT e (no caso preconizado na presente análise) também na DIF.

A partir das discussões desenvolvidas na seção anterior, assevera-se que na dimensão monetário-financeira a economia mundial está dividida em: uma periferia que cumpre o papel de fornecer ativos e moedas (de baixa liquidez internacional e rentabilidade potencialmente alta) que possibilitam a diversificação das carteiras dos investidores internacionais e, precipuamente, a valorização e recomposição da rentabilidade dessas carteiras; e um centro que oferece ativos e moedas (de alta liquidez internacional) que proporcionam a manutenção/defesa do estoque de riqueza e a recomposição da liquidez das carteiras. O centro também possui o papel de viabilizar a assunção de passivos a baixos custos, frequentemente, utilizados para financiar a aquisição de ativos de alto rendimento na periferia⁸.

Por extensão, os ativos centrais são observados pelos investidores internacionais (e agências de classificação de risco) em uma perspectiva de longo prazo, ao passo que para os ativos periféricos o único horizonte relevante é o curto prazo. Inevitavelmente, essa diferenciação estrutural gera várias consequências para os países inseridos na periferia da DIF, que podem ser organizadas sob alguns graus de desvantagens gerais.

Primeiramente, as condições cíclicas observadas nas economias centrais constituem os fatores que modulam a dinâmica dos fluxos internacionais de capital destinados aos países periféricos. Tal dinâmica explicita uma das principais formas de manifestação da condição periférica, pois expressa a relação de funcionalidade e dependência das finanças periféricas em termos da lógica de acumulação verificada nos países centrais. Dada a função dos ativos periféricos dentro da DIF, os fluxos de capital destinados às economias

⁸ Especialmente, por meio de operações de carry trade.

periféricas dependem estruturalmente dos ciclos econômicos observados nas economias centrais (notadamente, na economia hegemônica).

Outrossim, tal condição periférica está associada também à externalização do eixo dinâmico e dos centros de tomada de decisão⁹, conforme preconizado por Furtado (1964), uma vez que a magnitude e o destino desses mesmos fluxos financeiros são produtos da dinâmica e das decisões baseadas nas economias centrais.

Cumprе salientar que a maioria dos investidores que detêm essas carteiras em nível global tem suas atividades econômicas sediadas nos países centrais. Além disso, as diferentes fases dos ciclos de liquidez internacional são resultado da aversão ao risco desses mesmos investidores e da política monetária implementada no país hegemônico. Destarte, as políticas e a dinâmica econômica nas economias centrais implicam restrições ao grau de autonomia decisória das economias periféricas, ou seja, às opções disponíveis para as economias periféricas em termos de estratégias e políticas econômicas.

Tal dinâmica, *mutatis mutandis*, evidencia que a maioria dos países periféricos se mostra mormente sujeita a uma vulnerabilidade externa extremamente alta. O fato de alguns países periféricos terem desenvolvido mercados de títulos soberanos em moeda local, permitindo agora contrair empréstimos do exterior em suas próprias moedas, não significou uma redução substancial em sua vulnerabilidade econômica, porque a presença importante de investidores internacionais nesses mercados locais os torna ainda muito vulneráveis à volatilidade dos fluxos de capital e das taxas de câmbio — Hoffmann *et al.* (2022) concebem tal fenômeno como “*original sin redux*”.

Na verdade, a necessidade de os países periféricos acumularem enormes reservas internacionais é uma demonstração inquestionável dessa vulnerabilidade e, mesmo quando extraordinariamente grandes, esses estoques recorrentemente não se mostram capazes de combatê-la por completo. Isso porque no contexto atual de financeirização os canais pelos quais as oscilações da economia internacional são transmitidas às economias

⁹ Ou seja, os agentes sediados nos centros são os tomadores de decisão que tomam as decisões importantes relacionadas a esses estoques de riqueza – e, conseqüentemente, aos fluxos financeiros.

periféricas são diversos e mais complexos (preços de commodities, movimentos cambiais, efeitos-riqueza provocados por oscilações nos preços de ativos financeiros, operações com derivativos, entre outros).

Em síntese, argumentamos que os ônus mais importantes dos países periféricos na esfera monetário-financeira emanam da diferenciação estrutural entre países centrais e periféricos dentro da DIF. Apesar dessas desvantagens serem, em geral, tratadas individualmente a presente análise concebe-as como associadas à diferenciação estrutural ensejada pela DIF no âmbito da dimensão monetário-financeira.

Ocorre que o aprofundamento dessas reflexões requer o reconhecimento de que a devida compreensão da DIF perpassa por discutir analítica e empiricamente suas principais tendências estruturais. Com vistas a avançar nesse intento, a presente seção buscará apontar evidências que viabilizem mapear a principal tendência estrutural que emana da DIF. Senão, vejamos.

4 Identificação da Principal Tendência Estrutural da Divisão Internacional das Finanças

A aplicação do método histórico-estrutural permitiu a Prebisch (1949) desafiar o “teorema ricardiano” de que a especialização produtiva configuraria uma DIT na qual emergiria uma propagação relativamente equitativa dos benefícios do progresso técnico tanto nos países industrializados quanto nos exportadores de matérias-primas. O mérito do economista argentino foi demonstrar uma certa tendência estrutural à concentração desses mesmos benefícios nas economias centrais em detrimento das periféricas, uma vez que o deterioramento das relações de intercâmbio experimentado pela periferia aprofundaria ainda mais a condição periférica ao longo do tempo.

Nesta seção, apresenta-se análises empíricas que indicam um padrão estrutural emergindo também da DIF. A tendência aludida é que as economias periféricas se articulam às economias centrais para conformar um processo de transferência líquida de riqueza, mas com uma direção estruturalmente predominante, a saber: do conjunto das primeiras para

o conjunto das segundas. Reconhecer essa tendência também é imprescindível para uma adequada compreensão da funcionalidade da periferia para a DIF¹⁰.

Com esse objetivo, a presente seção examina a interação entre a rentabilidade e os ganhos de capital de ativos externos brutos e passivos externos brutos auferidos/pagos pelo conjunto dos países centrais e conjunto das economias periféricas. Vale ressaltar que há um padrão de interação entre os balanços dos agentes nos países centrais e periféricos, que é o seguinte: (i) a maioria dos passivos dos países periféricos corresponde a ativos dos países centrais; (ii) e a maioria dos ativos externos dos países periféricos está denominada em moedas centrais¹¹.

Utiliza-se a metodologia proposta por Akyüz (2021)¹², mas com duas adições importantes: (i) atualiza-se a análise usando dados de 2000 a 2023; e (ii) arregimenta-se dados para um amplo número de países (163 países). De acordo com essa metodologia, os retornos totais são calculados como a soma dos rendimentos de ativos/passivos externos e ganhos/perdas de capital¹³.

O yield (taxas em dólares) sobre os ativos brutos externos (iA) e passivos brutos externos (iL) é definido como:

$$iA(t) = \frac{Y(t)}{A(t-1)} \quad (1)$$

$$iL(t) = \frac{X(t)}{L(t-1)} \quad (2)$$

¹⁰ Bonizzi *et al.* (2022, p.652) também discutem a transferência estrutural de valor das economias emergentes para as economias avançadas sob um capitalismo financeirizado. De acordo com os autores, “uma parcela crescente desse valor é capturada pelo capital financeiro, graças ao seu papel de apoio e posição estratégica em relação aos circuitos internacionais.”

¹¹ Para mais detalhes, ver Lane e Milesi-Ferreti (2017).

¹² Akyüz analisa dados de 13 países de 2000 a 2016.

¹³ A divisão entre centro e periferia deriva dos agregados definidos pelo FMI em sua World Economic Outlook Database: as “economias avançadas” são consideradas aqui como “países do centro” e todo o resto é considerado como “países da periferia.”

Onde A corresponde aos ativos brutos externos, L aos passivos brutos externos, Y à renda em dólares recebida sobre os ativos brutos externos, e X à renda em dólares paga sobre os passivos brutos externos¹⁴.

Ganhos/perdas sobre os ativos externos brutos ($A(t)$) e passivos externos brutos ($L(t)$) são dados por:

$$vA(t) = \frac{A(t) - A\omega(t)}{A(t - 1)} \quad (3)$$

$$vL(t) = \frac{L(t) - L\omega(t)}{L(t - 1)} \quad (4)$$

Em que:

$$A\omega(t) = [A(t - 1) + C(t) + I(t)] \quad (5)$$

$$L\omega(t) = [L(t) - L(t - 1)] \quad (5)$$

Onde C é o saldo da conta corrente e I é o influxo de capital.

Os retornos totais dos ativos brutos externos e passivos externos brutos, respectivamente, são dadas por:

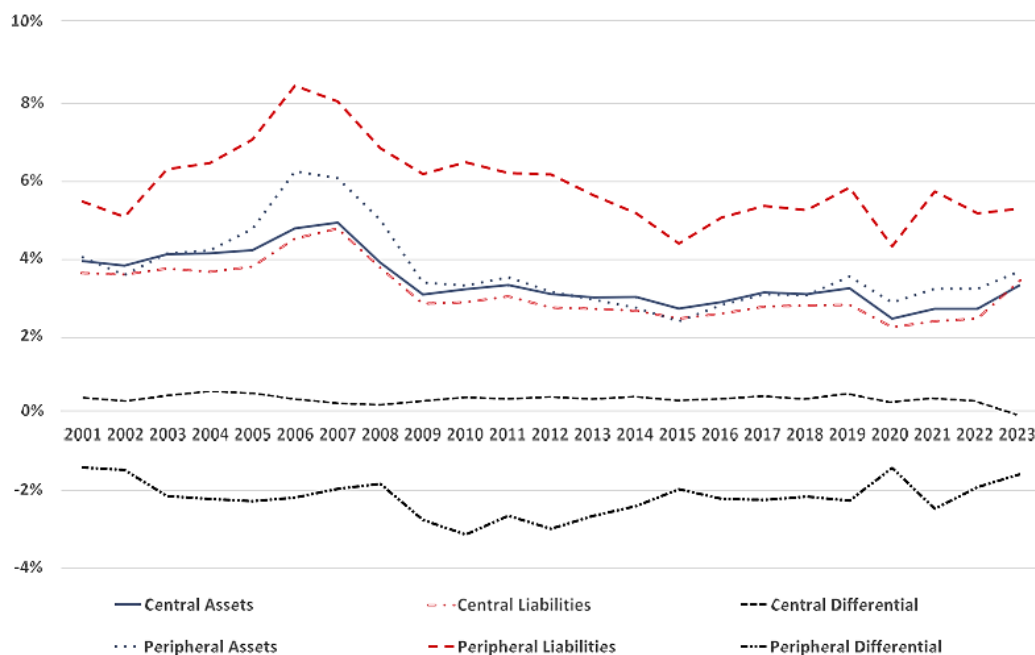
$$rA(t) = iA(t) + vA(t) \quad (6)$$

$$rL(t) = iL(t) - vL(t) \quad (7)$$

Os yields tanto dos ativos externos brutos quanto dos passivos externos brutos para o conjunto dos 36 países centrais e 127 economias periféricas são indicados abaixo (Figura 1), e registrados nominalmente no Anexo 1.

¹⁴ Mayer (2021) também realiza um estudo empírico muito interessante usando uma metodologia semelhante, analisando dados de 76 países no período de 1995 a 2019.

Figura 1: Yields dos Ativos e Passivos Externos Brutos do Conjunto dos Países Centrais e Conjunto dos Países Periféricos Entre 2000 e 2023.



Fonte: Elaboração Própria

A Figura 1 explicita que os yields sobre os ativos externos brutos dos dois grupos são geralmente muito semelhantes, o que sugere um perfil similar para esses ativos em termos de rendimentos. Entretanto, quando se trata dos yields dos passivos externos brutos a discrepância é enorme, uma vez que os emitidos pelo conjunto dos países periféricos são muito mais elevados do que o verificado no conjunto dos países centrais.

Tal inferência corrobora o que foi profundamente discutido em termos teóricos nas seções anteriores: a posição subordinada da periferia no SMFI resulta em uma importante penalidade para esse grupo de países decorrente do custo de seus passivos externos brutos. Notadamente, as taxas de juros de títulos emitidos em países periféricos incorporam um prêmio de risco (político e de mercado); e quando esses títulos estão denominados em moedas periféricas adicionam-se também um prêmio de risco cambial, e um prêmio de moeda associado à iliquidez dessas moedas em nível global (De Conti, 2011; Andrade e Prates, 2013). Disso resulta que o diferencial de rendimento é geralmente positivo para o conjunto dos países centrais, ao passo que se mostra negativo para o conjunto dos países periféricos.

Com base em Akyüz (2021)¹⁵, também calcula-se a média anual de yields, ganhos/perdas de capital e retornos totais nos seguintes períodos específicos: 2000–2007, 2008–2019 e 2020–2023, cujos resultados estão registrados na Figura 2.

Figura 2: Yields, Ganhos/Perdas de Capital e Retornos Totais dos Ativos e Passivos Externos Brutos do Conjunto dos Países Centrais e Conjunto dos Países Periféricos

Period	Total Return			Yield			Capital Gains / Loses		
	Assets	Liabilities	Differential	Assets	Liabilities	Differential	Assets	Liabilities	Total
2000–2007									
Peripheral	14.07%	18.95%	-4.88%	5.24%	7.27%	-2.03%	9.94%	-9.74%	0.20%
Central	14.38%	13.87%	0.52%	4.44%	4.13%	0.32%	8.83%	-11.68%	-2.85%
2008–2019									
Peripheral	-0.55%	5.31%	-5.86%	3.16%	5.63%	-2.47%	-3.71%	0.32%	-3.39%
Central	4.51%	4.31%	0.20%	3.13%	2.83%	0.21%	1.38%	-1.48%	-0.10%
2020–2023									
Peripheral	1.47%	3.97%	-2.50%	3.15%	5.10%	-1.95%	-1.67%	1.12%	-0.55%
Central	3.98%	4.22%	-0.24%	2.71%	2.50%	0.21%	1.27%	-1.72%	-0.45%
2000–2023									
Peripheral	1.39%	6.57%	-5.18%	3.36%	5.70%	-2.33%	-1.98%	-0.88%	-2.85%
Central	6.01%	5.87%	0.14%	3.25%	2.97%	0.28%	2.76%	-2.90%	-0.14%

Fonte: Elaboração Própria

A Figura 2 confirma que os yields dos passivos externos brutos do conjunto dos países periféricos são mais elevados do que o observado no conjunto dos países centrais, e mostra que em todo o período a taxa média foi de 5,70% para o conjunto das economias periféricas e 2,97% para o conjunto das economias centrais, a despeito dos yield verificados pelo lado do ativo externo bruto serem ligeiramente superiores para o conjunto dos países periféricos (3,36% contra 3,25%). Portanto, o diferencial dos rendimentos auferidos dos ativos externos brutos e pagos pelos passivos externos brutos foi positivo para os países centrais, ao passo que foi negativo para os periféricos em todos os subperíodos. No que se refere ao período completo, tais diferenciais de yield foram, respectivamente, 0,28% e -2,33%.

Quanto aos ganhos/perdas de capital, os resultados são mais voláteis, refletindo mudanças nos preços de ações/títulos e, sobretudo, a alta volatilidade das taxas de câmbio. Ganhos e perdas de capital no lado dos ativos externos brutos ocorrem quando há,

¹⁵ Akyüz divide sua análise em dois períodos: antes e depois do início da Crise Financeira Global (ou seja, 2000–2007 e 2008–2016). Ao atualizar a análise, respeitamos essa divisão inicial e adicionamos uma nova, explicada pelo início da pandemia de COVID-19 (2020–2023).

respectivamente, valorização e desvalorização desses ativos; no lado dos passivos, correspondem, respectivamente, à desvalorização e valorização desses estoques.

Vale mencionar que os resultados avultados indicam que tanto o conjunto dos países centrais quanto o conjunto dos países periféricos sofreram perdas de capital em seus passivos entre 2000 e 2023, conforme registrado na Figura 2. No entanto, os ganhos de capital dos ativos dos países centrais (2,76%), combinados com os maiores rendimentos desses ativos e os menores rendimentos de seus passivos — apresentados acima — engendram uma resultante líquida claramente favorável ao conjunto das economias centrais.

A realidade é que, no tocante às perdas de capital experimentadas pelas economias periféricas, a análise é mais complexa devido à natureza inerentemente cíclica dos fluxos financeiros globais. Os preços dos ativos estrangeiros e as variações nas taxas de câmbio tendem a ser estatisticamente correlacionados, seja porque ambas são função de movimentos nos fluxos financeiros internacionais e nas expectativas dos agentes, seja porque tendem a se reforçar mutuamente.

Portanto, em momentos de euforia da economia mundial os ativos das economias periféricas denominados em moedas locais fracas podem experimentar uma apreciação significativa em relação a ativos em moedas centrais, devido tanto à alta nos preços dos ativos em moeda local (por exemplo, ativos relacionados a commodities agrícolas e minerais), quanto à apreciação da moeda local em relação ao dólar americano (o que normalmente ocorre em momentos de influxos abundantes de capital nos países periféricos). Por um lado, esse cenário resulta em ganhos de capital para credores das economias centrais que são simultaneamente detentores de ativos denominados em moeda periférica e devedores em moeda central. Por outro, gera perdas de capital para os detentores de ativos em moedas centrais.

Ocorre que a reversão da condição de ampla liquidez internacional e a revisão na valoração de ativos pelos detentores de riqueza tendem a ensejar o retorno à qualidade (ativos e moedas dos países centrais), resultando em desvalorização das moedas periféricas e apreciação das centrais. Como resultado, há um cenário de ganhos de capital para as economias periféricas que detêm ativos denominados em moedas centrais, com

uma perda de capital correspondente para detentores de ativos denominados em moedas locais.

Não obstante, o que se verifica é que as reversões cíclicas geram saídas pronunciadas de capital dos países periféricos, conforme já supracitado, que acabam sendo, no final das contas, mais punitivas do que os eventuais ganhos de capital obtidos. Na verdade, os principais ganhos de capital importantes estão relacionados às reservas internacionais, sendo que com frequência parte considerável dessas reservas são empregadas precisamente para conter a depreciação cambial em curso. Disso resulta que esse ganho de capital temporário é refletido na contabilização dos ativos externos brutos, mas não resulta em maiores rendas ou efeitos positivos para a dinâmica econômica nacional.

As inferências acima ficam mais evidentes quando consideramos os retornos totais, isto é, a soma dos yields com os ganhos/perdas de capital oferecidos pelos ativos e passivos externos brutos.

A Figura 2 evidencia que em todos os subperíodos do conjunto das economias centrais auferiram taxas totais de retorno relacionadas a seus ativos externos brutos que foram superiores às obtidas pelo conjunto dos países periféricos. Ao se examinar o período completo, a taxa de retorno sobre os ativos externos brutos do conjunto dos países centrais foi contundentemente superior à verificada pelo conjunto dos países periféricos (6,01% das economias centrais, contra 1,39% dos países centrais). No mesmo período, a taxa de retorno associada aos passivos brutos externos do conjunto das economias periféricas foi de 6,57%, contra 5,87% para as economias centrais.

Como resultado dessas interações, estima-se que o diferencial entre a taxa total de retorno sobre ativos e passivos externos brutos seja maior para o conjunto dos países centrais em todos os subperíodos. Para o período completo (2000–2023), esse valor é positivo para o conjunto dos países centrais (0,14%) e fortemente negativo para o conjunto das economias periféricas (−5,18%). Os resultados empíricos são, por conseguinte, explícitos ao demonstrar a transferência líquida de riqueza do conjunto das economias periféricas para o conjunto das economias centrais.

É crucial destacar novamente que essa transferência líquida de riqueza da periferia para o centro não é nova na história do capitalismo. No entanto, no que diz respeito à dimensão monetário-financeira, as novidades são o nível sem precedentes de estoques e fluxos financeiros.

É um dado que o tamanho, grau de liquidez e a interconexão internacional das carteiras dos agentes são sem paralelos na história. Além disso, a alta volatilidade dos preços macroeconômicos nos países periféricos possibilitam ganhos extraordinários potenciais. Não por acaso, alguns estudos indicam uma mudança na natureza dos investimentos no âmbito da periferia, que são cada vez mais direcionados à obtenção de ganhos de capital e cambiais de curto prazo — como apontado por Ahmed e Zlate (2014) e Bonizzi *et al.* (2022).

Mesmo economias periféricas que alcançaram níveis significativos de maturidade industrial e tecnológica, e que podem atualmente se inserir no comércio internacional em melhores termos, ou que obtiveram saldos comerciais favoráveis devido a aumentos conjunturais nos preços de commodities, acabam se articulando funcionalmente com as economias centrais, de tal modo que parte dos eventuais ganhos obtidos na dimensão técnico-produtiva é capturada pelas economias centrais na dimensão monetário-financeira por meio do *modus operandi* da DIF.

À luz desse construto é possível sugerir que o conjunto dos países periféricos integrados ao SMFI estão sujeitos a uma captura constante de riqueza exercida pelo conjunto dos países centrais. Juntamente com a desigualdade na distribuição de valor agregado nas CGVs, é possível asseverar que a maioria dos países periféricos sofre atualmente de uma “dupla captura” de riqueza. Afinal, a DIT (mesmo em seu novo formato) e a DIF concorrem para a configuração de uma dinâmica sistêmica e de longo prazo na qual a periferia é uma transferidora líquida de riqueza para o centro.

Deste modo, a condição periférica é uma relação que denota dependência e funcionalidade das periferias econômicas em relação aos centros que, longe de ser estática, se renova e adquire novas determinações e mediações ao longo da história. Na configuração atual do sistema econômico, a DIF reformula a condição periférica de modo que, por um lado, está totalmente imbricada à dimensão técnico-produtiva; por outro lado,

apresenta sua própria lógica e elasticidade. Em conjunto, ambas as dimensões convergem para o aprofundamento da posição periférica desses países na economia mundial.

5 Considerações Finais

Os autores clássicos do estruturalismo latino-americano dedicaram-se a uma tentativa de apreender as assimetrias envolvidas no comércio internacional de sua época e, em última instância, nas estruturas produtivas e tecnológicas de diferentes economias ao redor do globo. A partir disso, sugeriram o corpo teórico que concebe a economia internacional como segmentada entre um centro e uma periferia.

No contexto da globalização financeira, autores alinhados à percepção de que o mundo ainda está dividido em dois polos encontraram a necessidade de contemplar essa configuração da economia global também a partir da esfera monetário-financeira. Como resultado, trabalhos importantes foram desenvolvidos, notadamente, discutindo a “financeirização subordinada” e a “hierarquia das moedas”.

É justamente com o intento de contribuir para essas discussões é que o presente texto adota o método histórico-estrutural visando também deslocar os debates do estruturalismo latino-americano clássico para a era do capital financeirizado. Sugere-se o conceito de Divisão Internacional das Finanças (DIF), bem como sua diferenciação estrutural e tendência estrutural subjacente, com vistas a mapear a dinâmica dos países centrais e periféricos no âmbito da dimensão monetário-financeira.

Argumenta-se que a DIF se assenta nas diferentes propriedades estruturais das moedas e ativos na periferia e no centro. O principal argumento de nossa investigação é que a DIF, longe de ser acidental ou aleatória, desempenha um papel fundamental no *modus operandi* da reprodução da riqueza nos circuitos financeiros internacionais, com especificidades que surgem de cada contexto histórico, tendo atingido o paroxismo no contexto atual de financeirização e globalização financeira.

A DIF exprime uma das manifestações contemporâneas prementes da condição periférica, incorporada na forma dependente e funcional por meio da qual as finanças das economias periféricas se articulam à lógica de acumulação processada nas economias centrais. O fato de os fluxos financeiros internacionais destinados a mercados periféricos serem determinados por decisões e pela dinâmica econômica predominante nos centros reflete a externalização parcial ou total do eixo dinâmico e do centro de tomada de decisão dos países periféricos. Um dos seus resultados mais diretos consiste na falta de autonomia para a política econômica nesses países. Apesar de se observar algumas mudanças, os países periféricos ainda estão sujeitos a uma vulnerabilidade externa extremamente alta.

Referências

AHMED, S., ZLATE, A. Capital flows to emerging market economies: A brave new world? **Journal of International Money and Finance**, n.48, p.221-248, 2014;

AKYÜZ, Y. **Playing with Fire: Deepened Financial Integration and Changing Vulnerabilities of the Global South**. Oxford: Oxford University Press, 2017;

AKYÜZ, Y. External Balance Sheets of Emerging Economies: Low-Yielding Assets, High-Yielding Liabilities. [Review of Keynesian Economics](#), vol. 9, p.232-252, 2021;

ALAMI, I., ALVES, C., BONIZZI, B., KALTENBRUNNER, A., KODDENBROCK, K., KVANGRAVEN, I., POWELL, J. International Financial Subordination: a critical research agenda. **Review of International Political Economy**, 2022;

BIELSCHWWSKY, R. (ed.). **ECLAC Thinking: selected texts (1948-1998)**. Santiago de Chile: ECLAC, 2016;

BONNIZZI, B., KALTENBRUNNER, A., POWELL, J. Financialised capitalism and the subordination of emerging capitalist economies. **Cambridge Journal of Economics**, n.46, v.4, p.651–78, 2022;

BORTZ, P., KALTENBRUNNER, A. The International Dimension of Financialization in Developing and Emerging Economies. **Development and Change**, n.49, v.2, p.375-93, 2017;

CARDOSO, F. H., FALETTO, E. **Dependencia y desarrollo en América Latina**. Ciudad de Mexico: Siglo XXI, 1969;

CARNEIRO, R. M. Globalização financeira e inserção periférica [Financial globalisation and peripheral insertion]. **Economia e Sociedade**, n.13, p.58-92, 1999;

CHARNOK, G., STAROSTA, G. **The New International Division of Labour: Global Transformation and Uneven Development**. London: Palgrave Macmillan, 2016;

CHESNAIS, F. (ed.) **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências**. Globalised finance: social and political roots, configuration and consequences. São Paulo: Boitempo, 2005;

DE CONTI, B. **Les politiques de change et monétaire: les dilemmes affrontés par des pays à monnaies périphériques**. Thesis (PhD), University Paris 13 and University of Campinas, 2011;

FISCHER, A. M. The End of Peripheries? On the Enduring Relevance of Structuralism for Understanding Contemporary Global Development. **Development and Change**, n.46, v.4, p.700–732, 2015;

FRITZ, B., PAULA, L. F., PRATES, D. M. Global currency hierarchy and national policy space: a framework for peripheral economies. **European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention**, n.15, v.2, p.208-218, 2018;

FURTADO, C. **Development and underdevelopment: a structural view on the problems of developed and underdeveloped countries**. Berkeley: University of California Press, 1964.

HICKS, J. R. Liquidity. **The Economic Journal**, n.72, p.787-802, 1961;

HOFMANN, B.; PATEL, N.; WU, S. P. Y. Original sin redux: a model-based evaluation. **BIS Working Papers**, n. 1004, 2022;

KALTENBRUNNER, A. A post Keynesian framework of exchange rate determination: a Minskyan approach. **Journal of Post Keynesian Economics**, n.38, v.3, p.426-448, 2015;

KALTENBRUNNER, A., LYSANDROU, P., 2017. The US Dollar's Continuing Hegemony as an International Currency: A Double-matrix Analysis. **Development and Change**, n.48, v.4, p.663-691, 2017;

KALTENBRUNNER, A., PAINCEIRA, J. P. [The Impossible Trinity: Inflation Targeting, Exchange Rate Management and Open Capital Accounts in Emerging Economies](#). **Development and Change**, n.48, v.3, 2017;

LANE, P., MILESI-FERRETI, G. International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis. **IMF Working Paper WP/17/115**. Washington DC: IMF, 2017;

LAPAVITSAS, C., SOYDAN, A. Financialisation in Developing Countries: Approaches, Concepts, and Metrics. SOAS Department of Economics. **Working Paper n. 240**, London: SOAS, 2020;

LIMA, H.S.R. **Dependência Econômica Sob a Hegemonia do Capital Financeiro**, 165f. Tese (Doutorado em Economia) IE/UNICAMP, Campinas;

MARINI, R. M. **Dialéctica de la dependencia**. Ciudad de México, 1973;

MARX, K. **Capital**. Moscow: Foreign Languages Publishing House, v.1, 1959;

MAYER, J. The “exorbitant privilege” and “exorbitant duty” of the United States in the international monetary system: implications for developing countries. **Rev World Econ** 157, P.927–964, 2021;

MILESI-FERRETTI, G. M. The External Wealth of Nations Database. The Brookings Institution (based on Lane, Philip R. and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2018, The External

Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis, **IMF Economic Review** 66, p.189-222, 2024;

OCAMPO, J. A. International asymmetries and the design of the international financial system. **Serie temas de coyuntura CEPAL n.15**, Santiago: CEPAL, 2001;

ORLÉAN, A. **Le pouvoir de la finance**. Paris: Editions Edile Jacob, 1999;

PAULA, L. F.; FRITZ, B.; PRATES. The metamorphosis of external vulnerability from ‘original sin’ to ‘original sin redux’. IE/UFRJ, **Discussion Paper**, n. 033, 2020;

PRADO JR, C. **Formação do Brasil Contemporâneo**. São Paulo: Brasiliense, 1981;

PRATES, D.M. Crises financeiras nos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa. Tese (Doutorado) – IE/UNICAMP, Campinas, 2022;

PRATES, D. M. Beyond Modern Money Theory: a Post-Keynesian approach to the currency hierarchy, monetary sovereignty, and policy space. **Review of Keynesian Economics**, n.8, v.4, p.494-511, 2020;

PREBISCH, R. El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas [Latin American Economic Development and Some of Its Main Problems’]. In Gurrieri, A. (ed.) **La obra de Prebisch en la Cepal [Prebisch Work at ECLAC]**. México DC: Fondo de Cultura Económica, 1949;

RICARDO, D. **On the Principles of Political Economy and Taxation**. Kitchener: Batoche Books, 2001;

VAN DER ZWAN, N. Making sense of financialization. **Socio-Economic Review**, n.12, v.1, p.99-129, 2014;

VASUDEVAN, R. Financial intermediation and fragility: the role of the periphery. **International Review of Applied Economics**, v.24, n.1, p.57-74, 2010;