

BRAZILIAN KEYNESIAN REVIEW

Fighting austerity: Why after 80 years the General Theory is still relevant today

Maria Cristina Marcuzzo

Elementos pós-Keynesianos e Estruturalistas para a análise da vulnerabilidade externa Latino-Americana no contexto de finanças globalizadas

Saulo Quadros Santiago e Adriana Moreira Amado

Impacto de choques de política monetária sobre a oferta de crédito regional: Uma análise econométrica a partir da metodologia VAR para o Brasil nos anos 2000

Leonardo Dondoni Dutra, Carmem Aparecida do Valle Feijó e Julio César Albuquerque Bastos

Financeirização e governança corporativa: Um estudo sobre a estrutura de controle das empresas não-financeiras do Novo Mercado da BM&FBovespa

Bernardo Pádua Jardim de Miranda, Marco Aurélio Crocco e Fabiana Borges dos Santos

CURRENT ECONOMIC ISSUES

An analysis of Brazil's economic situation: 2014-2017, the short-term outlook and policy alternatives

André Nassif

Macroeconomic flaws in the IMF's 'New' Institutional view: The case of Brazil

Devin Thomas Rafferty

Sobre fadas e confiança: Um ano de governo Macri

Alexandre Jerônimo de Freitas e Marcelo Fernandes

**BRAZILIAN
KEYNESIAN
REVIEW**

A Brazilian Keynesian Review é um periódico científico criado e mantido pela Associação Keynesiana Brasileira (AKB).

The Brazilian Keynesian Review (BKR) is a scientific journal created and maintained by the Brazilian Keynesian Association (AKB).

Editor

Anderson Tadeu Marques Cavalcante

Coeditores

Fabício José Missio

Luiz Fernando Rodrigues de Paula

Comitê Editorial

Anderson Tadeu Marques Cavalcante

Giuliano Contento de Oliveira

André de Melo Modenesi

Igor Rocha

Fábio Henrique Terra

Lauro Mattei

Fabício José Missio

Luiz Fernando Rodrigues de Paula

Gilberto Tadeu Lima

Marco Flávio da Cunha Resende

Brazilian **Keynesian** Review - www.akb.org.br/revista
Associação **Keynesiana** Brasileira - www.akb.org.br



EXPEDIENTE

A Brazilian Keynesian Review (BKR) é um periódico científico criado e mantido pela Associação Keynesiana Brasileira (AKB) e tem como objetivo publicar e divulgar estudos inéditos, teóricos e aplicados, sobre Economia Keynesiana e áreas afins. Os artigos devem ser submetidos à apreciação da revista por iniciativa de seus autores ou a convite do Editor. As deliberações editoriais serão pautadas exclusivamente por critérios de excelência acadêmica, tendo por base pareceres emitidos por especialistas, isto é, os artigos submetidos seguem avaliação cega pelos pares e, uma vez aprovados, serão publicados segundo sua ordem de aprovação.

A BKR adota uma orientação editorial pluralista, abrindo-se às diferentes orientações de pesquisa, desde que as contribuições apresentem interface com a Economia Keynesiana, tais como as abordagens Institucionalista, Estruturalista ou Evolucionária. A BKR tem periodicidade semestral e acesso irrestrito, sendo online. Os trabalhos são publicados em português ou em inglês. A revista está estruturada em três partes. A primeira contém artigos acadêmicos na forma tradicional. A segunda parte contempla artigos mais curtos que tratam da conjuntura econômica brasileira ou mundial. Por fim, a partir desse número, a BKR também passa a incorporar uma seção com resenhas de livros recentemente publicados.

O Corpo Editorial da revista é composto por um Editor, dois Coeditores, um Comitê Editorial e um Conselho Editorial. O Comitê Editorial é presidido pelo Editor e composto pelos Coeditores e por outros seis membros, a saber, Fábio Henrique Terra; Fabrício José Missio (coeditor); Gilberto Tadeu Lima; Giuliano Contento de Oliveira; Igor Rocha; Lauro Mattei, Luiz Fernando Rodrigues de Paula e Marco Flávio da Cunha Resende (coeditor).

O Conselho Editorial é composto por até 30 (trinta) membros indicados pela Diretoria da AKB entre professores e pesquisadores brasileiros ou estrangeiros de reconhecida qualificação científica.

Associação Keynesiana Brasileira

Presidente: Nelson Marconi

Vice-Presidente: Eliane Araújo

Diretores:

André Cunha

André Nassif

Fábio Terra

Giuliano Contento

Ricardo Araújo

Associação Keynesiana Brasileira - www.akb.org.br Brazilian Keynesian Review - www.akb.org.br/revista



EDITORIAL

A editoria da Brazilian Keynesian Review (BKR) tem a satisfação de comunicar que o Número 1 do seu Volume 3 se encontra disponível na página eletrônica da revista. A BKR é uma iniciativa da Associação Keynesiana Brasileira (AKB) e tem como objetivo publicar e divulgar estudos inéditos, teóricos e aplicados, sobre Economia Keynesiana e áreas afins. A revista adota uma orientação editorial pluralista, abrindo-se às diferentes orientações de pesquisa, desde que as contribuições apresentem interface com a Economia Keynesiana, tais como as abordagens Institucionalista, Estruturalista ou Evolucionária. A BKR tem periodicidade semestral e acesso irrestrito online. Os trabalhos são publicados em português ou em inglês. A revista está estruturada em duas partes. A primeira contém artigos acadêmicos na forma tradicional. A segunda parte contempla artigos curtos que tratam da conjuntura econômica brasileira ou mundial.

A seção de artigos acadêmicos tradicionais deste número é composta por quatro trabalhos. No primeiro artigo, Maria Cristina Marcuzzo em ***Fighting Austerity: Why After 80 Years the General Theory is Still Relevant Today*** oferece uma discussão contemporânea sobre o papel da política fiscal a partir das contribuições de Keynes. Em sua base, a *Teoria Geral* é uma obra que tinha o propósito de revolucionar a forma de pensar a economia, abandonando a ideia de um sistema econômico regido por forças naturais as quais economistas podem descobrir e ordenar em padrões claros de causas e efeitos. Alternativamente, a compreensão do sistema econômico, uma vez que não há forças que harmonizam os interesses individuais, deve partir do entendimento dos motivos e expectativas dos agentes e como esses fatores afetam decisões tomadas em um ambiente de incerteza. A abordagem de Keynes, para Marcuzzo, é em certo sentido revolucionária, pois se contrapõe às simplificações extremas, típicas da abordagem teórica adotada no pós 2ª Guerra Mundial. Esta última almejava capturar fundamentos de um sistema econômico que permitisse verificações empíricas das variáveis, oferecendo previsões supostamente mais apuradas e, assim, providenciasse meios para formalizar instrumentos de política econômica, em uma clara tentativa de melhorar o aspecto científico da Economia ao aproximá-la das Ciências Físicas. Dado os inúmeros fracassos de tal abordagem em termos de previsão e política, esse tipo de concepção de Ciência Econômica não se provou confiável, sendo a crise financeira e econômica mundial e as políticas adotadas para remediá-la os exemplos mais recentes. Alega-se que seus principais modelos incorporam estimativas de fatos econômicos. Mas pode-se afirmar que tais modelos, de certa forma, invertem tal lógica: são os fatos que passam a ser altamente dependentes da escolha de modelos e da metodologia empregada, subvertendo não só seus resultados mas também as políticas derivadas de tais. Para Marcuzzo, tal inversão fica clara no tratamento do multiplicador de renda e uso da hipótese de previsão perfeita, exemplos tratados em seu artigo.

Entretanto, a questão primária apresentada pela autora é mais específica, relativa às decisões de intervenção do governo para corrigir forças de mercado. Keynes não dedica protagonismo aos preços como mecanismo de ajuste de oferta e demanda do sistema em direção ao pleno emprego, mas sim à demanda efetiva. Apenas com o apoio de um alto nível de demanda, em particular através de políticas com tal objetivo, o pleno emprego pode ser alcançado. Além disso Marcuzzo, mais uma vez, desmistifica a ideia de Keynes como um autor favorável a investimentos públicos indiscriminados financiados via endividamento. Na *Teoria Geral*, segundo a autora, fica claro que o governo controla os níveis de investimento através de ações diretas e indiretas, seja por órgãos públicos ou público-privados, sempre considerando os incentivos de mercado e favorecendo o clima de confiança dos empresários, o que não condiz com descontrole de endividamento. Keynes não era favorável a altos impostos para pagar benefícios sociais e pensões; era partidário da ideia do Estado como provedor de bens e

serviços ofertados à população, que deveriam ter garantias de qualidade e natureza redutora de desigualdades, subjugados à restrições orçamentárias existentes. A partir dessas ideias, a política fiscal deve ser, em primeiro lugar, redistributiva, corrigindo os desequilíbrios das forças de mercado; e, em segundo, deve funcionar como aceleradora de consumo através de gastos públicos que sustentem (dinamicamente) a demanda agregada. Esses tópicos se faziam presentes na época em que Keynes trazia suas contribuições à literatura e continuam presentes nos momentos atuais, em especial nas discussões sobre o papel do governo em construir uma sociedade melhor sob condições da atual e persistente recessão global.

No segundo artigo, ***Elementos Pós-Keynesianos e Estruturalistas para a Análise da Vulnerabilidade Externa Latino-Americana no Contexto de Finanças Globalizadas***, Saulo Quadros Santiago e Adriana Moreira Amado analisam a vulnerabilidade externa dos países periféricos latino-americanos no contexto da globalização financeira. Para tanto, os autores desenvolvem uma abordagem que integra elementos da teoria estruturalista, que considera as especificidades produtivas e tecnológicas, com os da teoria pós-keynesiana, que ressalta as especificidades monetárias e financeiras. Mais especificamente, a análise fornece os elementos principais da teoria pós-keynesiana da preferência pela liquidez, ressaltando a predominância do comportamento especulativo, em âmbito global, e os seus impactos sobre os juros, a taxa de câmbio e os preços dos ativos. Em seguida, com base na hipótese de fragilidade financeira de Minsky (1986) para economias abertas, enfatiza-se o processo de financiamento e consolidação do investimento. Posteriormente, analisa-se a concepção do sistema centro-periferia feita pelos estruturalistas e neoestruturalistas, associando-a aos elementos da teoria pós-keynesiana.

Uma das novidades do artigo é justamente levar em consideração elementos destacados pela teoria neoestruturalista, o que contribui para um entendimento mais amplo da volatilidade macroeconômica dos países periféricos da América Latina e permite avançar na discussão acerca da vulnerabilidade externa da região ao estado de ânimo dos investidores internacionais. Segundo os autores, não há de fato uma vinculação explícita entre a incerteza, o processo de escolha de ativos por parte dos agentes, nos moldes da teoria da preferência pela liquidez pós-keynesiana, e a volatilidade dos fluxos de capital entre as fronteiras dos países periféricos, daí o espaço para uma nova agenda de pesquisa.

Então, com base nesse referencial teórico keynesiano-estruturalista, os autores argumentam que os países da América Latina são mais vulneráveis a oscilações na preferência pela liquidez internacional do que os países centrais. A vulnerabilidade se dá devido ao baixo desenvolvimento dos seus sistemas nacionais de inovação, à concentração da sua pauta de exportações em bens primários, da sua pauta de importação concentrada em bens de capital e insumos processados, à baixa liquidez de suas moedas no cenário externo (ocupando, assim, uma posição inferior àquelas das economias centrais na hierarquia internacional), à sua inserção marginal nos fluxos internacional de capital e ao baixo desenvolvimento dos seus sistemas financeiros domésticos.

No terceiro artigo, intitulado ***Impacto de choques de política monetária sobre a oferta de crédito regional: uma análise econométrica a partir da metodologia VAR para o Brasil nos anos 2000***, a partir da hipótese de uma gestão diferenciada de ativos financeiros por parte dos bancos nas regiões, Leonardo Dondoni Dutra, Carmem Aparecida do Valle Feijó e Júlio Cesar Albuquerque Bastos investigam o impacto de choques de política monetária na oferta de crédito nas regiões brasileiras. Mais especificamente, o trabalho investiga se o comportamento regional diferenciado por parte das firmas bancárias pode interferir na oferta de crédito e em suas diferentes maturidades (diferentes prazos de concessão do crédito), considerando a preferência pela liquidez bancária e o nível de incerteza regionais, que são tomados como fatores que influenciam as provisões de operações de crédito,.

Conforme destacado pelos autores, dentro da literatura sobre desenvolvimento regional os efeitos de fatores monetários e financeiros, juntamente com condicionantes do lado real da economia, podem promover e perpetuar padrões de desenvolvimento regional desiguais. Nesse caso, os autores utilizam-se do referencial da teoria Pós keynesiana, em que os bancos desempenham papel crucial na determinação do nível de renda e emprego em economias monetárias sob a hipótese da não neutralidade da moeda no curto e longo período. Ao mesmo tempo, no âmbito da literatura sobre desenvolvimento regional, admite-se que a disponibilidade de crédito por região depende da preferência pela liquidez dos bancos, que consideram as especificidades de cada local ao decidir sua oferta de recursos. Ou seja, sob esta perspectiva teórica, a disponibilidade de crédito em diferentes regiões é resultado da preferência pela liquidez dos bancos a nível regional, cuja estratégia de gerenciamento de recursos é definida a nível nacional.

Nesse contexto, o trabalho contribui com a literatura ao apresentar um estudo empírico que utiliza as Estatísticas Bancárias Municipais fornecidas pelo Banco Central do Brasil para os anos 2000-2012. O método de estimação econométrico utilizado foi o de vetores auto-regressivos, considerando-se dados mensais para as séries. A estratégia empírica é seguida em duas etapas, sendo que inicialmente são considerados os efeitos da política monetária sobre variáveis de comportamento da firma bancária em cada região. As duas variáveis de comportamento são a preferência pela liquidez e as provisões para operações duvidosas como uma *proxy* para a incerteza. Na etapa seguinte, investiga-se o canal de transmissão de política monetária através da oferta de crédito (canal do crédito) a nível regional.

O estudo conclui que a política monetária causa impactos regionalmente diferenciados na oferta de crédito e em suas diferentes maturidades, ocasionados pela atuação diferenciada da gestão bancária. Este comportamento diferenciado ao nível de regiões compromete a possibilidade desse setor em se tornar o elemento fundamental do processo de indução ao crescimento econômico e de redução das desigualdades regionais.

No artigo seguinte, ***Financeirização e Governança Corporativa: um estudo sobre a estrutura de controle das Empresas Não Financeiras do Novo Mercado da BM&FBovespa***, Bernardo Pádua Jardim de Miranda, Marco Crocco e Fabiana Borges Teixeira dos Santos argumentam que o processo de financeirização tem afetado o perfil dos principais acionistas e, conseqüentemente, a governança das empresas não financeiras. Esse processo tem ocorrido principalmente nas últimas décadas, quando houve um aprofundamento do processo de financeirização nos países mais desenvolvidos e em desenvolvimento. Na economia brasileira, isso ocorre especialmente a partir do processo de privatizações e da desregulamentação e liberalização do mercado de capitais.

Os autores argumentam que uma das formas de se entender como a financeirização afeta a governança é analisar a estrutura de propriedade e controle das empresas. Nesse sentido, os autores realizam um estudo para a economia brasileira a partir de uma amostra de 118 empresas não-financeiras do Novo Mercado (NM) da BM&FBovespa para o ano de 2012, sendo que suas estruturas de controle foram individualmente retrocedidas ano a ano até que a estrutura fosse composta pelo último (ou os três últimos) acionistas. Os principais resultados encontrados mostram que as famílias e os indivíduos ainda são os principais acionistas, embora registre-se um aumento da participação dos investidores institucionais, bem como uma redução na concentração do controle da propriedade. Em termos da literatura, a análise empreendida inova ao mostrar como a financeirização afetou a estrutura de propriedade e controle das empresas não financeiras na economia brasileira.

Na segunda parte dessa edição da BKR, que reúne contribuições sobre conjuntura econômica mundial e brasileira, o primeiro artigo, ***An Analysis of Brazil's Economic Situation: 2014-2017***,

the short-term outlook and policy alternatives, de André Nassif, avalia a conjuntura econômica brasileira após 2014 quando, segundo o autor, os problemas econômicos do Brasil pioraram significativamente. Na parte inicial do artigo são discutidas as causas estruturais e de curto prazo que explicam tal contexto econômico. O autor destaca que a situação em que a economia se encontrava não advinha somente da esfera econômica, mas também da esfera social e política. Ao retomar o debate brasileiro sobre as causas da recessão, Nassif mostra as limitações da abordagem ortodoxa. Segundo essa abordagem, as causas da recessão podem ser encontradas na política fiscal expansionista realizada entre 2012 e 2014, que levou à perda do controle do gasto público primário, e na flexibilização da política monetária, que culminou na redução prematura de 5.25 pontos percentuais da taxa de juros entre Setembro de 2011 e Março de 2013 (de 12,50% para 7.25%, respectivamente). Todavia, essas explicações segundo o autor não são convincentes.

Nesse contexto, Nassif identifica na prematura desindustrialização da economia brasileira a principal causa estrutural para a crise econômica do período. Já do ponto de vista conjuntural, ressalta os equívocos de política econômica durante o governo Dilma e avalia que o aumento da taxa de juros a partir de 2015 (incluindo a gestão de Ilan Goldfajn no Banco Central a partir de junho de 2016) foi excessiva, o que aprofundou a recessão. Em seguida, o autor analisa criticamente a política adotada pelo governo de Michel Temer, assumindo que existem alternativas para a política fiscal e monetária. Mais especificamente, o autor reconhece a importância de um ajustamento fiscal de longo prazo, mas critica a forma como o mesmo foi implementado. Avalia, ainda, que dado o aprofundamento da recessão, a melhor opção para reduzir a taxa de desemprego e reativar a demanda agregada privada seria aumentar os investimentos públicos em infraestrutura. Por fim, o autor discute um ajuste fiscal mais recomendável ao Brasil, que inclui uma reforma em que tanto receitas quanto despesas primárias fossem conjuntamente reestruturadas com metas ajustadas ao ciclo econômico.

Em 2012, o FMI declarou sua "Nova Visão Institucional" sob muitos elogios, uma vez que aprovava o uso de controles de capital para a estabilidade financeira internacional, atendidos certos pré-requisitos. A abordagem da Nova Visão Institucional do FMI para a governança do fluxo de capital foi bem recebida em geral porque "finalmente" proporcionou às economias em desenvolvimento um conjunto de diretrizes sobre quando e onde os controles de capital seriam considerados apropriados. O artigo *Macroeconomic Flaws in the IMF's 'New' Institutional View: The Case of Brazil*, escrito por Devin T. Rafferty, argumenta que, como seus predecessores, essa visão "nova" será um fracasso porque impõe resolver o fluxo de capital inicialmente induzindo desequilíbrios macroeconômicos através de medidas de ajuste "baseadas no mercado", e não por controles de capital, relegando assim a este último um papel secundário.

A principal contribuição do artigo é demonstrar que a "nova" e "melhorada" posição do Fundo Monetário Internacional, no entanto, levará à instabilidade financeira e ao desenvolvimento *stop and go*, uma vez que foi isso que aconteceu com uma nação que atuou segundo tais protocolos. Para apoiar o raciocínio, a história recente do Brasil é usada como proxy para a entender a atual plataforma do FMI. Isso ocorre porque, apesar de não ter recebido conselhos do Fundo, suas ações foram, no entanto, consistentes com as prescrições da "Nova Visão" culminando na pior recessão da história do país. Como resultado, independentemente das revisões feitas na sequência da Grande Crise Financeira, a nova posição do Fundo é incapaz de evitar e estabilizar uma crise;. De fato, o caso do Brasil sugere que seja uma receita para criar e ampliar a fragilidade macroeconômica financeira. O artigo conclui que a abordagem do FMI é incapaz de guiar um processo de desenvolvimento, uma vez que o caso do Brasil ressalta que a plataforma do Fundo falha em restringir a fragilidade macroeconômica financeira.

Por fim, no artigo **Sobre fadas e confiança: Um ano de Governo Macri**, Alexandre Jerônimo de Freitas e Marcelo Fernandes analisam a economia argentina no primeiro ano do governo Macri. Inicialmente, os autores discutem a relação entre confiança e crescimento econômico a partir principalmente da operacionalização da política fiscal. Argumenta-se que o diagnóstico da equipe econômica de Macri era que a estagnação econômica resultava do excesso de intervenção do Estado na economia e que, portanto, sua redução criaria um ambiente de negócios favorável ao retorno dos investimentos do setor empresarial. Tratava-se de promover um “Choque de Confiança” na economia.

Nesse diagnóstico, implicitamente admite-se como válida a hipótese da “contração fiscal expansionista”, segundo a qual as medidas de austeridade fiscal contribuíram para aumentar a confiança da classe empresarial, estimulando o investimento privado. Os impactos positivos sobre a confiança mais que compensariam os impactos negativos da política fiscal contracionista. A política fiscal contracionista seria operacionalizada inicialmente pela restrição aos gastos públicos que, ao elevar a oferta de recursos para o setor privado, diminuir a taxa de juros ou reduzir a expectativa de necessidade futura de elevação dos impostos, estimularia as decisões de investimento.

Contudo, os encantos da “fada da confiança” são menos apreciados pelos economistas keynesianos, para os quais o investimento responde mais ao crescimento da demanda agregada do que ao estado de confiança da classe empresarial. Em outras palavras, admite-se que a decisão de investir do empresário estaria relacionada à possibilidade de lucros futuros advindos do crescimento da demanda suficiente para absorver sua produção. Então, a política econômica tem um papel decisivo na formação dessas expectativas, de tal forma que uma política fiscal contracionista pode acabar afetando negativamente a demanda agregada e, conseqüentemente, desestimular novos investimentos do setor privado.

Na sequência, os autores fazem uma breve descrição da conjuntura econômica argentina às vésperas da eleição presidencial de 2015 para, em seguida, analisarem as primeiras medidas econômicas adotadas. Os dados apresentados mostram que o desempenho econômico argentino piorou desde que a equipe econômica de Macri assumiu o governo, sendo que a economia entrou em recessão a partir do 2º trimestre de 2016. Houve queda consecutiva da formação bruta de capital fixo, redução na entrada de Investimento Estrangeiro Direto e aumento significativo na inflação. Os autores concluem que a propalada busca pela confiança através de medidas que reduzem o papel do setor público não alcançaram os resultados favoráveis previstos pelas autoridades econômicas argentinas.

Tenham todos uma agradável leitura!

Anderson Tadeu Marques Cavalcante, editor

Fabrcio José Missio, coeditor

Luiz Fernando Rodrigues de Paula, coeditor

EDITORIAL

The Brazilian Keynesian Review (BKR) is pleased to announce that its new issue (volume 1 of its number 3) is available on the journal's website. BKR is an initiative of the Brazilian Keynesian Association (AKB) which aims at publishing and disseminating theoretical and applied studies on Keynesian Economics and related areas. The journal adopts a pluralistic editorial orientation, covering different research themes, as long as the contributions present an interface with Keynesian Economics, such as Institutionalist, Structuralist or Evolutionary approaches. The BKR has a semiannual periodicity and unrestricted online access. Papers are published in Portuguese or English. The magazine is structured in two parts. The first contains traditional academic articles. The second part includes short articles that deal with the Brazilian or world economic situation.

The first paper, ***Fighting Austerity: Why After 80 Years the General Theory is Still Relevant Today*** authored by Maria Cristina Marcuzzo, offers a contemporary discussion on the role of fiscal policy, which is based on the contributions of Keynes. *The General Theory* is primarily a work intended to revolutionize the ways of economic thinking, particularly by abandoning the idea of an economic system governed by natural forces that economists can discover and organize in clear patterns of causes and effects. Alternatively, since there are no forces harmonizing individual interests, the comprehension of the economic system must begin by considering the motives and expectations of agents and how these factors affect decisions under an uncertain environment. According to Marcuzzo, Keynes' approach contrasts with the extreme simplifications typical of the post-war usual theoretical approach, which sought to capture fundamentals of an economic system in order to allow empirical checks of variables and provide means to formalize instruments of economic policy, in a clear attempt to improve the scientific aspect of the Economy by approaching it to the Physical Sciences. Given the many forecasting failures and misguided policies of the conventional approach, of which the world financial and economic crisis (and the policies that followed the debacle) are the most recent examples, such a conception for the Economic Science has not proved reliable. It is argued that the main conventional models incorporate estimates of economic facts. However, it can be said that these models, to a certain extent, reverse such logic: the facts become highly dependent on the choice of models and methodology, which subvert results and policies derived from them. For Marcuzzo, such inversion is clear and are discussed in examples given in the paper: more specifically in the treatment of the income multiplier and the use of the perfect forecast hypothesis.

However, the primary issue presented by the author is more specific. It regards government intervention to correct market disequilibrium forces. In his contribution, Keynes did not give a prominent role to prices as a mechanism of adjustment of supply and demand that would bring the system to full employment. Alternatively, such role was given to effective demand. Only with the support of a high level of demand, in particular through coordinated policies, can full employment be achieved. Marcuzzo once again demystifies the idea of Keynes as a proponent of indiscriminate public investments financed through debt. In *The General Theory* it is clear that the government controls the levels of investment through direct and indirect actions, either by public or public-private bodies, always considering the market incentives and favoring entrepreneurs' expectations and the confidence mood. Keynes was not in favor of increasing taxes to pay social benefits and pensions; instead, he was in favor of making the State responsible for the public goods and services being offered to the population, which should respect quality standards and also respect budgetary constraints. Fiscal policy must then, first of all, be redistributive, correcting the imbalances of market forces; and, secondly, it should act as a consumption boost that dynamically supports aggregate demand. These topics were present at the time of Keynes's contributions and are still present today, especially in the

discussions on the role of government in building a better society under conditions of the current and persistent global recession.

In the second article, ***Elementos Pós-Keynesianos e Estruturalistas para a Análise da Vulnerabilidade Externa Latino-Americana no Contexto de Finanças Globalizadas*** (*Post-Keynesian and Structuralist Elements for the Analysis of Latin American External Vulnerability in the Context of Globalized Finance*), Saulo Quadros Santiago and Adriana Moreira Amado analyze the external vulnerability of peripheral Latin American countries in the context of financial globalization. The authors develop an approach that integrates elements of Structuralist theory, which considers the productive and technological characteristics of these countries, with those of the post-Keynesian theory, which in turn emphasizes monetary and financial specificities. More specifically, the paper discusses the main elements of the post-Keynesian liquidity preference theory in order to emphasize the predominance of speculative behavior at a global level and its impacts on interest rates, the exchange rate, and assets prices. Then, based on Minsky's (1986) hypothesis of financial fragility for open economies, the process of finance and investment is emphasized. Subsequently, the conception of the center-periphery system, which is assumed by structuralists and neo-structuralists, is analyzed and associated with the elements of post-Keynesian theory.

One of the novelties of the article is the account of elements highlighted by neo-Structuralist theory, which contribute to a broader understanding of the macroeconomic volatility of the (peripheral) Latin American countries. Moreover, the paper's approach allows to advance the discussion over the comprehension of the external vulnerability of the region by considering the mood of the international investors. According to the authors, there is in fact no explicit link between uncertainty, the agents' asset choices (in line with the post-Keynesian theory of liquidity preference), and the volatility of capital flows among peripheral countries, hence the space for a new research agenda.

Then, based on the Keynesian-Structuralist theoretical framework, the authors argue that Latin American countries are more vulnerable to fluctuations in international liquidity preference than central countries. This is due to the low development of their national innovation systems, the concentration of their exports in primary goods, their dependence on imports of capital goods and processed inputs, the low liquidity of their currencies in external markets (and thus a lower position in the international monetary hierarchy), their peripheral insertion in international capital flows, and the low development of their domestic financial systems.

In the third article, entitled ***Impacto de choques de política monetária sobre a oferta de crédito regional: uma análise econométrica a partir da metodologia VAR para o Brasil nos anos 2000*** (*Impact of monetary policy shocks on the regional credit supply: an econometric analysis based on the VAR methodology for Brazil in the 2000s*), by assuming the hypothesis that asset management by banks is regionally differentiated, Leonardo Dondoni Dutra, Carmem Aparecida do Valle Feijó and Júlio Cesar Albuquerque Bastos investigate the impact of monetary policy shocks on banks' credit supply in Brazilian regions. More specifically, this paper investigates whether the behavior of banking firms at the regional level, characterized by banks' liquidity preference and the levels of uncertainty (proxied by loan loss provisions), may interfere in the supply of loans and their different maturities. As pointed out by the authors, within the literature on regional development, the effects of monetary and financial factors, along with constraints on the real side of the economy, can promote and perpetuate unequal patterns of regional development. In this case, the authors use the Post Keynesian theory framework, in which banks play a crucial role in determining the level of income and employment in monetary economies under the hypothesis of non-neutrality of money in the short and the long-run. Concurrently, within the regional development literature, it is assumed that the availability of credit by region depends on the banks' liquidity

preference, which is given by particular characteristics of each location. Therefore, from this theoretical perspective, the availability of credit in different regions is a result of the banks' liquidity preference at the regional level, which is taken into consideration in the strategy of resource management defined at the national level.

In this context, the paper contributes to the literature by presenting an empirical study that uses data from the Central Bank of Brazil for municipalities covering the years from 2000 to 2012. The econometric estimation method was that of autoregressive vectors, considering monthly data for the series. The empirical strategy follows two steps. It initially considers the effects of monetary policy on the behavior of banking branches in each region. Liquidity preference and loan loss provisions are the two behavioral variables analysed. In the following step, the monetary policy transmission channel is analyzed through credit supply (the credit channel) at the regional level, considering different maturities. The study concludes that the monetary policy causes diverse impacts on the credit supply and its different maturities in Brazilian regions, which were caused by the changes in banking management behavior. Ultimately, such differentiated behavior at the regional level compromises the possibility of the banking system becoming a prominent element on the induction process that leads to economic growth and reduction of regional inequalities.

In the following article, ***Financeirização e Governança Corporativa: um estudo sobre a estrutura de controle das Empresas Não Financeiras do Novo Mercado da BM&FBovespa***, (*Financialization and Corporate Governance: a study on the control structure of the Non-Financial Companies of the BM&FBovespa New Market*), Bernardo Pádua Jardim de Miranda, Marco Crocco and Fabiana Borges Teixeira dos Santos argue that the financialization process has affected the profile of corporations' shareholders and, consequently, the governance of non-financial companies. This process has occurred mainly in the last decades, when the financialization process was deepened in the developed and developing countries. This was especially true in the Brazilian economy, given the processes of privatization, deregulation, and liberalization of the capital market.

The authors argue that one way to understand how financialization affects governance is to analyze the ownership and control structure of firms. In this sense, the authors conduct a study for the Brazilian economy using a sample of 118 non-financial companies of the Novo Mercado (New Market, NM) of the Brazilian Stock exchange (BM&FBovespa) from the year 2012 backwards, analysing the control structure until finding the first (or the first three) shareholder(s) of each firm in the sample. The results show that households and individuals are still the major shareholders, although there has been an increase in institutional investor participation as well as a reduction in the concentration of property control. In respect to the literature, the analysis undertaken innovates by showing how financialization affected the structure of ownership and control of non-financial corporations in the Brazilian economy.

In the second part of the journal, which gathers contributions on World and Brazilian economic current economic issues, André Nassif's first article, ***An Analysis of Brazil's Economic Situation: 2014-2017, short-term outlook and policy alternatives***, evaluates the Brazilian economic situation after 2014, a period which, according to the author, Brazil's economic problems have significantly worsened. The article initially discusses the structural and short-term causes of the economic turmoil in Brazil. The author emphasizes that such situation does not come only from the economic side, but it also stemmed from the social and political spheres. By exploring the debate on the causes of the Brazilian recession, the author shows the limitations of the orthodox approach, by which the causes of the recession could be traced back to the expansionary fiscal policy carried out between 2012 and 2014, which led to a loss of control in primary public spending and the easing of monetary policy, culminating in the premature interest rate reduction between September 2011 and March 2013, when the

interest rate decreased to 7.25% from 12.50%. However, according to Nassif, these explanations are not really convincing.

Following such critique, Nassif identifies in the premature de-industrialization of the Brazilian economy the main structural cause for the current economic. The author pinpoints the economic policy misjudgements during the Dilma government and estimates that the increase in the interest rate from 2015 (including Ilan Goldfajn's administration, the Chairman of the Central Bank appointed by Michel Temer in June 2016) was excessive and led to a deepening of the recession. The author then critically analyzes the policy adopted by Michel Temer's government, assuming that there are better alternatives in conducting fiscal and monetary policies. More specifically, the author acknowledges the importance of a long-term fiscal adjustment, but criticizes the way it has been implemented. Furthermore, given the deepening of the economic recession, the best option to reduce the unemployment rate and reactivate private aggregate demand would be to increase public investments in infrastructure. Finally, the author discusses a more favorable fiscal adjustment to Brazil, which includes a reform in which both fiscal revenues and primary expenses are jointly restructured with targets adjusted to the economic cycle.

In 2012, the IMF issued its 'New' Institutional View to much praise since it endorsed using capital controls for international financial stability, given certain prerequisites. The IMF New Institutional View approach to capital flow governance was well received across-the-board because it 'finally' provided developing economies with a set of guidelines for when and where capital controls are deemed appropriate. The paper *Macroeconomic Flaws in the IMF's 'New' Institutional View: The Case of Brazil*, authored by Devin T. Rafferty, argues that, like its predecessors, this 'New' View will be a failure because it mandates initially solving capital flow-induced macroeconomic imbalances through 'market-based' adjustment measures rather than by capital controls, thus relegating the latter to a secondary role. The paper's main contribution is to demonstrate that the Fund's 'New' and 'improved' stance will nonetheless lead to financial instability and stop/go development since this is what happened in a nation that acted in accordance with its guidelines. To support the reasoning, Brazil's recent history is used as a proxy for the IMF's current platform. This is because, despite explicitly not taking advice from the Fund, her actions have been nonetheless consistent with the 'New' View's prescriptions- which culminated in the worst recession in the country's history. As a result, regardless of the revisions made in the wake of the Great Financial Crisis, the Fund's new stance is incapable of averting and stabilizing a crisis; indeed, the case of Brazil suggests it is instead a recipe for creating and amplifying financial macroeconomic fragility. The paper concludes that the IMF's framework is incapable of chaperoning a development process since Brazil highlights that the Fund's platform fails to restrain financial macroeconomic fragility and, rather, creates and amplifies it.

Finally, in the article *Sobre fadas e confiança: Um ano de Governo Macri (On fairies and confidence: A year of Macri Government)*, Alexandre Jerônimo de Freitas and Marcelo Fernandes analyse the Argentine economy in the first year of the Macri government. Initially, the authors discuss the relationship between confidence and economic growth from the point of view of the operationalization of fiscal policy. It is argued that the diagnosis of Macri's economic team was that stagnation resulted from excessive state intervention in the economy and that, therefore, downsizing the public sector would create a good environment for the business sector to invest. In sum, the economic reforms proposed revolved around promoting a "confidence shock" in the economy. Under such diagnosis, the hypothesis of an "expansionary fiscal contraction" was implicitly assumed, according to which fiscal austerity measures contribute to boost the confidence of the business class and stimulate private

investment. Positive impacts from increased confidence in the economy would then more than offset the negative impacts of the contractionary fiscal policy.

Under such approach, the fiscal policy would be initially carried by restricting public spending which, then, would promote the increase of the supply of resources to the private sector, through lowering the interest rate or reducing the economic agents' expectation of the future needs for taxes increases, which in turn would stimulate investment decisions. However, the charms of the "Confidence Fairy" are far less appreciated by Keynesian economists, for whom investment responds more to aggregate demand growth than to the business-class confidence. In other words, it is accepted that the entrepreneurs' decision to invest would be related to the possibility of future profits coming from growth of demand that would be sufficient enough to absorb current production.

Therefore, economic policy plays a decisive role in shaping these expectations, so that a contractionary fiscal policy may end up negatively affecting aggregate demand and, consequently, discourage further investment by the private sector. Following such appraisal, the authors give a brief description of the Argentine economic situation on the eve of the presidential election of 2015, and then they analyze the first economic measures adopted. The data presented show that Argentina's economic performance has worsened since the Macri economic team took chair, with the economy falling into recession in the second quarter of 2016. This situation was marked by a fall in gross capital formation, a reduction in the inflow of Foreign Direct investment, and a significant increase in inflation. The authors conclude that the aforementioned search for confidence through measures that reduce the role of the public sector has not achieved the favorable results predicted by the Argentinean economic authorities.

We hope you all have a pleasant read.

Anderson Tadeu Marques Cavalcante, editor

Fabrício José Missio, coeditor

Luiz Fernando Rodrigues de Paula, coeditor

SUMÁRIO/SUMMARY

- 14-24** **Fighting austerity: Why after 80 years the General Theory is still relevant today**
Maria Cristina Marcuzzo
- 25-47** **Elementos pós-Keynesianos e Estruturalistas para a análise da vulnerabilidade externa Latino-Americana no contexto de finanças globalizadas**
Saulo Quadros Santiago e Adriana Amado
- 48-74** **Impacto de choques de política monetária sobre a oferta de crédito regional: Uma Análise econométrica a partir da metodologia VAR para o Brasil nos anos 2000**
Leonardo Dutra, Carmem Aparecida do Valle Feijó e Júlio Cesar Bastos
- 75-94** **Financeirização e governança corporativa: Um estudo sobre a estrutura de controle das empresas não financeiras do Novo Mercado da BM&FBovespa**
Bernardo Pádua Jardim de Miranda, Marco Crocco e Fabiana Borges dos Santos

CONJUNTURA ECONÔMICA/CURRENT ECONOMIC ISSUES

- 95-108** **An analysis of Brazil's economic situation: 2014-2017, the short-term outlook and policy alternatives**
André Nassif
- 109-123** **Macroeconomic flaws in the IMF's 'New' Institutional view: The case of Brazil**
Devin Thomas Rafferty
- 124-131** **Sobre fadas e confiança: um ano de governo Macri**
Alexandre Jerônimo de Freitas e Marcelo Fernandes